

# Abgeerntet

**Minimum-Varianz-Ansätze** erfreuen sich großer Beliebtheit. Doch ist es klug, hier heute noch engagiert zu sein? Eine neue Studie macht versteckte Risiken sichtbar. Es gibt ihn also vermutlich doch nicht, den Free Lunch.

Schaumgebremstes Aktienengagement oder Aktien mit Airbag, das wünschen institutionelle Investoren mit knappen Risikobudgets, die vor Regulierungshürden stehen und mit knappem Eigenkapital das Auslangen finden müssen, in Zeiten des Niedrigzinsniveaus als Renditesteigerung. Minimumvarianzansätze, die ohne Ertrags-schätzungen auskommen, versprechen geringere Drawdowns und weniger Volatilität bei ansprechenden Erträgen. Noch dazu lieferten Minimum-Varianz-Ansätze in den letzten Jahren erstaunlich hohe Renditen als Nebenprodukt, was sich in höheren Sharpe Ratios im Vergleich zu einem Investment entlang dem Marktkapitalisierungsansatz niederschlug.



## Zugeschüttet mit Geld

Nun gibt es aber keinen Free Lunch, und der Wiener Universitätsprofessor Thomas Dangl – er ist auch Mitglied der wissenschaftlichen Leitung des österreichischen Asset Managers Spängler IQAM Invest – machte sich gemeinsam mit Assistent Michael Kashofer daran, dem Phänomen in einer Studie vom August 2013 auf den Grund zu gehen. Tatsächlich stiegen die Assets under Management in LowVol-Strategien seit 2008 von fünf auf 60 Milliarden US-Dollar. Allein 2011 gab es 40 Milliarden US-Dollar an Zuflüssen, und LowVol-ETFs gewannen in den ersten vier Monaten 2013 jeweils 1,6 Milliarden US-Dollar hinzu.

Dabei hegten die Forscher den Verdacht, dass nur ein relativ kleiner Teil des Aktienuniversums von diesen Ansätzen immer wieder nachgefragt werden könnte, woraus Verzerrungen im Preisgefüge der Aktien

entstünden. Um zu einer validen wissenschaftlichen Aussage darüber zu gelangen, ob die Häufung von MinVar-Ansätzen tatsächlich eine Veränderung in den Präferenzen für bestimmte Titel auslöst, machten sie sich daran, insgesamt 63 verschiedene, weit verbreitete Long-only-Minimum-Varianz-Portfolios aus dem Universum des S&P 500 über 23,7 Jahre sowie des Stoxx Europe 600 Index über 13,7 Jahre hinweg zu bilden

risikoadjustierte Performance zu erklären. Diese Anomalie besagt, dass Aktien mit niedriger systematischer und/oder idiosynkratischer Volatilität eine höhere Risikoprämie je Einheit Volatilität als hoch volatile Aktien verdienen. Schon Black zeigte 1972, dass der Risiko-Ertrags-Zusammenhang sehr viel flacher ausfällt, als dies das Capital Asset Pricing Model (CAPM) vorhersagt, respektive gar invertiert ist, wie Haugen und

» Es gibt aus Bewertungsniveauverschiebungen resultierende versteckte Risiken bei Minimum-Varianz-Ansätzen.«

Professor Dr. Thomas Dangl, Mitglied der wissenschaftlichen Leitung, Spängler IQAM Invest

und einer eingehenden ökonomischen Analyse zu unterziehen.

Die MinVar-Anhänger verweisen immer auf die sogenannte Low-Beta- und Low-Volatility-Anomalie, um die historisch hohe

Heins erstmalig 1975 erkannten. 40 Jahre später haben Baker, Bradley und Wurgler 2011 sowie Frazzini und Pedersen in „Betting against Beta“, einem AQR-Paper aus dem Jahr 2013, festgestellt, dass diese Low-

## Große gemeinsame Schnittmenge

Wenige Aktien tauchen in den modellhaften MinVar-Ansätzen regelmäßig auf.

S&P 500	Anzahl der Titel, die zumindest für ...			
	der 21 MinVar-Modelle selektiert werden – Durchschnittswerte 05/2008–05/2013			
Gewichtung	1 Modell	5 Modelle	10 Modelle	15 Modelle
Unconstrained	74,43	37,83	18,18	8,34
Max. 8% je Aktie	78,40	41,52	21,62	10,49
Max. 4% je Aktie	92,94	52,95	29,94	18,11

Stoxx Europe 600	Anzahl der Titel, die zumindest für ...			
	der 21 MinVar-Modelle selektiert werden – Durchschnittswerte 05/2008–05/2013			
Gewichtung	1 Modell	5 Modelle	10 Modelle	15 Modelle
Unconstrained	93,40	44,63	19,95	8,82
Max. 8% je Aktie	98,74	48,52	23,40	10,83
Max. 4% je Aktie	115,63	61,68	32,60	15,75

**Gleichgültig**, ob es sich um das amerikanische oder das europäische Aktienuniversum handelt, stehen bei vielen verschiedenen Minimum-Varianz-Ansätzen immer wieder die gleichen Titel auf der Einkaufsliste.

Quelle: Studie





Eine tiefgehende Analyse zweier Wiener Finanzmarktforscher zeigt, dass Low-Volatility- beziehungsweise Minimum-Varianz-Ansätze das den meisten Anlegern nicht bekannte Problem bergen, zu wenig Diversifikation hinsichtlich der darin enthaltenen Aktien zu bieten. Das bewirkt auch, dass die in diesen Portfolios enthaltene Fantasie in Form von Fehlbewertungen weitgehend „abgeerntet“ ist.

Beta-Anomalie auch heute noch besteht und vorteilhaft genutzt werden kann. Ang, Hodrick, Xing und Zhang dokumentierten in zwei Arbeiten 2006 und 2009 die LowVol-Anomalie in einer Querschnittsanalyse der Aktienrenditen und zeigten, dass der Investor systematisch für die Übernahme des idiosynkratischen Aktienrisikos in den USA und weltweit kompensiert wird.

Verschiedene LowVol-Indizes wurden kreiert und rückgerechnet bis Anfang der 90er Jahre in den USA respektive bis 1999/2000 in Europa. Dabei zeigte sich,

dass der S&P Low Volatility Index in der Aufwärtsphase der 90er Jahre hinter dem S&P 500 Index zurückblieb, dann aber im Drawdown beim Platzen der Internet-Bubble einen Vorsprung erzielte und den Markt im letzten Aufschwung seit 2009 sogar outperformte. Letzteres gelte auch für die kürzere Historie des Stoxx Europe MinVar Index. Eine neue Studie zeige, so Dangl, dass man von einem „too good to be true“ der MinVar-Ansätze sprechen könne.

Die Moderne Portfoliotheorie besagt, dass das systematische Risiko (Beta) durch

eine höhere Rendite in CAPM kompensiert werden sollte. Als klassische Erklärung für die LowBeta- oder LowVol-Prämie wird in der Theorie angeführt, dass man, um den Renditenachteil von LowVol-Aktien aufzufangen, das Engagement hebeln müsse, um die Markttrendite zu vereinnahmen. Nun dürfen aber viele Institutionelle keinen Leverage einsetzen, und in guten Marktphasen seien daher LowVol-Aktien unbeliebt, da sie hinter dem Markt herliefen.

Bildet man nach dem Aktien-Beta sortierte Portfolios, so ist in den letzten zehn Jah-



ren kaum ein positiver Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko und der Portfoliorendite zu erkennen. Das wiederum legt die Vermutung nahe, dass es in dieser Zeit zu einer Verschiebung des Bewertungsniveaus von Low-Volatility-Aktien gekommen sein könnte. Dangl: „Wenn eine Verschiebung des Bewertungslevels Teil der Erklärung der hervorragenden Renditen von Low-Volatility-Portfolios in den letzten Jahren ist, dann handelt es sich dabei um so etwas wie einen Einmaleffekt. Man darf dann nicht den Fehler begehen und diese Renditen auch zukünftig erwarten.“

Da MinVar-Strategien zu den konzentrierteren Ansätzen gehören, fokussierten sich Dangl und Kashofer auf jene Aktien, die tendenziell für Minimum-Varianz-Portfolios ausgewählt werden, und analysierten deren Kurs-Buchwert-Verhältnis relativ zu jenen Aktien, die sich nicht für MinVar-Portfolios qualifizieren. Dabei wurden die Regressionsergebnisse in Bezug auf verschiedene bewertungsrelevante Charakteristika kontrolliert.

## 63 Varianten berechnet

Da Minimum-Varianz-Ansätze ohne die – in aller Regel überaus fehlerbehafteten – Ertragsschätzer auskommen und nur die Portfoliovarianz als Risikomaßstab aufweisen, können sich einzelne MinVar-Strategien voneinander nur durch drei wesentliche Modellspezifikationen unterscheiden: das geschätzte Diversifikationspotenzial und damit durch die geschätzte Kovarianz-Ma-

trix, Beschränkungen in der Gewichtung einzelner Titel sowie die Häufigkeit der Durchführung eines Rebalancings. Der mit Abstand relevanteste Faktor ist dabei der erste, also die Schätzung der Kovarianz-Matrix, die zur Optimierung der Risiko-diversifikation benutzt wird. Deswegen implementierten Dangl und Kashofer ein breites Set von verschiedenen Konzepten, um typische Kovarianz-Matrizen zu schätzen. Im Detail verwendeten sie 21 verschiedene Methoden, um die Varianz-Kovarianz-

Struktur individueller Returns festzulegen. Man verwendete ein- und vierwöchige Returns, nutzte rollierende Zeitfenster, die ein, zwei und fünf Jahre betragen, und wandte sieben verschiedene, in der Literatur vorgeschlagene Ansätze an, um die Schätzer für die Varianz-Kovarianz-Struktur der Aktienrenditen festzulegen, nämlich ein Ein-Faktor-Marktmodell (MM), Schrumpfung des Ein-Faktor-Marktmodells (SMM), das Durchschnittskorrelations-Modell (AC), die Schrumpfung eines Durchschnittskorrelations-Modells (SAC), die Schrumpfung eines Durchschnittsvarianz-Modells (SAV) sowie das Drei- beziehungsweise Fünf-Faktoren-Hauptkomponenten(Principal Compo-

nent)-Modell (PC3 und PC5). Diese Ansätze wurden auf drei verschiedene Datenfrequenz-/Horizont-Auswahlen angewendet. Wochenreturns in Verbindung mit einem einjährigen beziehungsweise zweijährigen rollierenden Zeitfenster sowie Vier-Wochen-Returns auf fünfjähriger rollierender Basis.

Was die Gewichtungsansätze anbelangt, so konzentrierte man sich bei der Studie auf „long only“ und verwendete einmal keine Gewichtung (unconstrained) sowie ein vier-

## » Die Vermutung liegt nahe, dass es in den letzten Jahren zu einer Verschiebung der Bewertungsniveaus von Low-Volatility-Aktien gekommen sein könnte. «

Professor Dr. Thomas Dangl, Mitglied der wissenschaftlichen Leitung, Spängler IQAM Invest

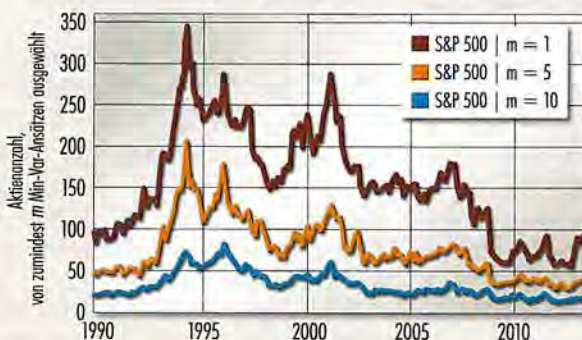
Struktur individueller Returns festzulegen. Man verwendete ein- und vierwöchige Returns, nutzte rollierende Zeitfenster, die ein, zwei und fünf Jahre betragen, und wandte sieben verschiedene, in der Literatur vorgeschlagene Ansätze an, um die Schätzer für die Varianz-Kovarianz-Struktur der Aktienrenditen festzulegen, nämlich ein Ein-Faktor-Marktmodell (MM), Schrumpfung des Ein-Faktor-Marktmodells (SMM), das Durchschnittskorrelations-Modell (AC), die Schrumpfung eines Durchschnittskorrelations-Modells (SAC), die Schrumpfung eines Durchschnittsvarianz-Modells (SAV) sowie das Drei- beziehungsweise Fünf-Faktoren-Hauptkomponenten(Principal Compo-

respektive achtprozentiges Maximalgewicht je Titel. Drei unterschiedliche Gewichtungsansätze, multipliziert mit 21 Methoden, ergibt dann die 63 Modellvarianten, die Gegenstand der Untersuchung von Dangl und Kasbauer waren.

Trotz dieser Vielfalt an Modellvarianten landet man interessanterweise doch immer wieder bei einem relativ kleinen Ausschnitt des Aktienuniversums, der sich in mehreren Varianten qualifiziert. Diese Aktien haben eine niedrige Volatilität und ein geringes idiosynkratisches Risiko. Die Tabelle „Große gemeinsame Schnittmenge“ zeigt, dass im Schnitt nur ein gutes Siebentel, konkret 74 (93) der S&P-500(Stoxx Europe 600)-

## MinVar-Portfolios werden immer ähnlicher

Tendenz zu weniger Titeln in unterschiedlichen MinVar-Ansätzen offensichtlich sowohl bei US-Aktien als auch europäischen Aktien (Grafik rechts)



Die oberste Linie symbolisiert die Anzahl der Aktien, die sich in zumindest einem ( $m = 1$ ) der 21 verschiedenen MinVar-Ansätze finden lassen, die mittlere jene, die in zumindest fünf ( $m = 5$ ) der 21 Modellportfolios zu finden sind, und die unterste gibt die Anzahl der Titel wieder, die von mindestens zehn ( $m = 10$ ) verschiedenen MinVar-Modellportfolios angesprochen werden. Die Titelkonzentration in MinVar-Ansätzen nahm – aufgrund steigender Korrelationen – also in den letzten 20 Jahren gehörig zu.

Quelle: Studie



Titel in zumindest einem der 21 MinVar-Ansätze auftauchen, wenn man „unconstrained“ ohne Gewichtungbeschränkungen vorgeht. Im Falle von einem Maximalgewicht je Titel von acht Prozent erhöht sich die Zahl der zumindest einmal selektierten Aktien auf 78 (99), bei einem noch stärker für Investmentfonds vertraglichen Maximalgewicht von vier Prozent je Aktie sind es dann 93 (116) Titel, also noch immer weniger als ein Fünftel der zur Verfügung stehenden Indexmitglieder, die selektiert werden.

## Steigende Konzentration seit den 90er Jahren

Die Grafik „MinVar-Portfolios werden immer ähnlicher“ zeigt sehr schön das Dilemma der Minimum-Varianz-Ansätze auf: Die Entwicklung der Anzahl der Titel aus dem S&P 500 respektive dem Stoxx Europe 600, die sich für mindestens einen, mindestens fünf und zumindest zehn verschiedene MinVar-Ansätze qualifizieren, nimmt seit den 90er Jahren durch steigende Korrelationen zwischen den Aktienrenditen durch die Bank ab. Waren es noch 346 Aktien des 500 Titel umfassenden US-Aktienbarometers, die von zumindest einem der 21 Ansätze ausgewählt wurden, so reduzierte sich deren Zahl in den Jahren nach dem Millennium auf 250 bis 300 Titel, 2009 dann auch weniger als 60. Trotz einer 2013 zu beobachtenden Bewegung nach oben liegt der Fünfjahreschnitt bei 75 Aktien. Das aggregierte Minimum-Varianz-Ziel, das alle Aktien umfasst, die in zumindest zehn der 21 Ansätze vorkommen, erreicht in der Version ohne

Gewichtungsbeschränkung bei 84 Titeln Ende 1995 das Hoch, während das Minimum 2011 bei bloß elf Aktien liegt. Der Durchschnitt der letzten 60 Monate kommt bei ebenfalls bescheidenen 18 Aktien zu liegen.

Betrachtet man nun die Zahl der Zielaktien, die von MinVar-Ansätzen in Europa angesprochen werden, so zeigt sich, dass zu Jahresanfang 2001 noch 423 Einzeltitel des 600 Aktien umfassenden Universums zumindest in einem der 21 MinVar-Musteransätze ohne Gewichtseinschränkung zum Zuge kamen. Am Tiefpunkt 2009 waren es nur noch 68 Stück. Der aktuelle Fünfjahreschnitt liegt bei 94 Titeln. Jene Aktien, die in mindestens zehn der 21 Minimum-Varianz-Modellansätze vorkamen, schrumpften vom Maximum 2001 mit 101 Titeln auf bloß elf Mitte des Jahres 2010. Im Schnitt über die letzten 60 Monate sind es auch nur mehr 20 Aktien, die sich hier qualifizieren.

## Regression legt Dilemma offen

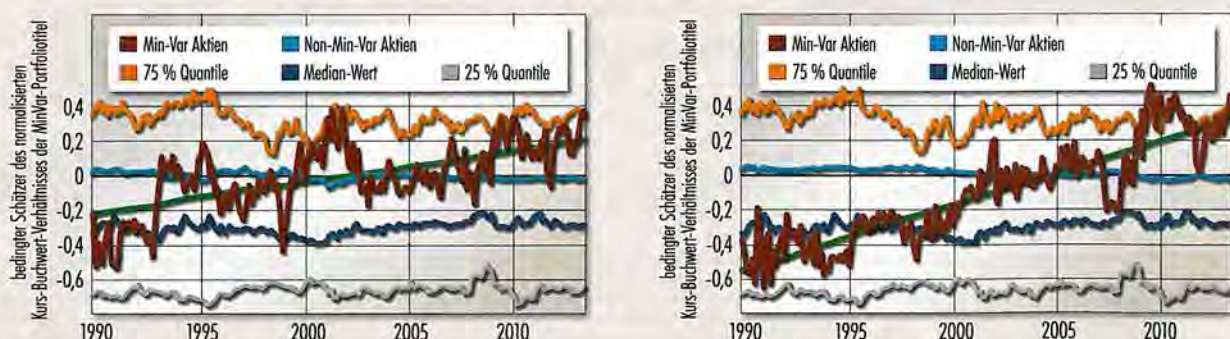
In einem nächsten Schritt nahmen die beiden Kapitalmarktforscher über alle 63 Minimum-Varianz-Ansätze Querschnittsregressionsrechnungen vor und ermittelten über die Zeit die Veränderung in der relativen Bewertung der in den Minimum-Varianz-Ansätzen enthaltenen Portfoliotitel im Vergleich zur Grundgesamtheit, dem S&P 500 Index. Die Grafik „Klarer Trend“ zeigt für zwei Ansätze (Ein-Faktor-Marktmodell und Durchschnittskorrelations-Modell) als pars pro toto. Verglichen werden darin die bedingten Schätzer des normalisierten Kurs-Buchwert-Verhältnisses der MinVar-Portfo-

liotitel mit den durchschnittlichen Kurs-Buchwert-Relationen, die aufgrund der Normalisierung null betragen. Dabei wurden jeweils Vier-Wochen>Returns über fünfjährige rollierende Zeitfenster und ein Maximalgewicht je Titel von vier Prozent unterstellt. Zusätzlich wurde noch die normalisierte Kurs-Buchwert-Relation des Medians sowie des 25. und 75. Perzentils des Gesamtmarktes dargestellt. Die Trendlinien zeigen übereinstimmend, dass die Bewertung der durch Minimum-Varianz-Ansätze ausgewählten Aktientitel über die Zeit stetig nach oben geht. Minimum-Varianz-Titel, die in den 90er Jahren noch mit einem Discount zum Markt bewertet waren, wurden in den Jahren 2000 bis 2005 mit einer Prämie gehandelt. Derzeit liegt die Prämie der Minimum Variance Stocks beträchtlich über dem Marktschnitt. Damit ist die Veränderung in den Präferenzen der Investoren zugunsten der MinVar-Aktien in den letzten 23 Jahren in den USA eindeutig belegt. Selbst wenn man die Ergebnisse in Bezug auf Größe, Branchenzugehörigkeit und Dividendenzahlungen kontrolliert, so handeln die MinVar-Aktien typischerweise zwischen dem Median und dem 75. Perzentil des US-Aktienuniversums.

Obwohl die europäische Historie immerhin um zehn Jahre kürzer ausfällt, zeigt sich doch ein durchaus ähnlicher Trend (siehe Grafik: Europa, fast ein Abziehbild“). Wiederum switchen die Schätzwerte für die Bewertung der favorisierten Aktien für Minimum-Varianz-Portfolios von einer Unter- zu einer Überbewertung zwischen den Jahren 2000 und 2005. Die relative Verteuerung vergrößert sich dann in den Folgejahren.

## Klarer Trend

MinVar-Aktien sind zwischen dem Median und dem 75. Perzentil des amerikanischen Aktienuniversums bewertet.



Die Trends sind einander trotz verschiedener Modelle, die verwendet wurden, sehr ähnlich, wobei der Trend des Durchschnittskorrelations-Modells (rechts) gegenüber dem Ein-Faktor-Marktmodell (links) in Bezug auf die Verteuerung der klassischen MinVar-Aktien steiler verläuft. Nach der Jahrtausendwende begannen die typischen Minimum-Varianz-Aktien teurer als der breite Markt zu werden, repräsentiert durch den S&P 500 Index. Dieser Trend hält bis dato an.

Quelle: Studie



Allerdings scheint sich diese Überbewertung der MinVar-Aktien in Europa – im Unterschied zum amerikanischen Beispiel – seit 2012 abzubauen. Die Größe dieser Prämie ist wieder vergleichbar mit der Differenz zwischen dem 75. Perzentil der Kurs-Buchwert-Verteilung und dem Medianwert.

## Präferenzen verändert

Um die Größe der Veränderung in den Präferenzen zugunsten der MinVar-Aktien zu quantifizieren, wurde der Steigungskoeffizient aus allen 63 Regressionen berechnet und annualisiert. Dabei zeigte sich, dass im Fall der USA die Bewertungsdrift in der Größenordnung von ein bis 4,1 Prozent pro Jahr liegt – mit einem Durchschnitt von zwei Prozent jährlich. Das



bedeutet nicht mehr und nicht weniger, als dass über 23,7 Jahre in den Vereinigten Staaten der Kurs-Buchwert-Koeffizient der MinVar-Aktien um 0,48 Standardabweichungen angestiegen ist, die t-Werte bewegen sich zwischen 2,9 und 12,1 und belegen damit eine hohe statistische Signifikanz der Ergebnisse.

Ein ähnliches Bild, allerdings mit höheren Werten für den Steigungskoeffizienten, findet man bei der Analyse der Stoxx-Europe-600-Aktien. Hier liegt die Bewertungsdrift zwischen 1,5 und 5,8 Prozent pro Jahr, der Durchschnittswert macht 3,9 Prozent jährlich aus. Über 13,7 Jahre kommt man hier auf einen Anstieg des Kurs-Buch-

wert-Koeffizienten um 0,53 Standardabweichungen. Die t-Werte liegen allerdings zwischen 0,53 und 8,9, es gibt also einige nicht signifikante Resultate. Konkret sind es 9 aus 63 Ansätzen mit einem t-Wert von unter 1,645.

Dangl und Kashofer konnten auch zeigen, dass die Verschiebung in der Bewertung für jene Aktien stärker ausfällt, die bei einer größeren Anzahl von MinVar-Modellen ausgewählt werden. Das bedeutet, je deutlicher die verschiedenen Minimum-Varianz-

Modelle auf eine bestimmte Aktie referenzieren, desto deutlicher verschieben sich bei dieser die Präferenzen der Investoren. Das hat etwa zur Folge, dass bei Aktien, die in mindestens zehn von 21 Modellen zum Zug kommen, die Bewertungsdrift mit 2,5 Prozent in den USA höher ausfällt, was wiederum zu einer Erhöhung der Kurs-Buchwert-Verteilung um 0,6 Standardabweichungen über besagte 23,7 Jahre führt. Analog liegt in Europa die Drift der „Lieblingstitel“ der MinVar-Ansätze bei 5,3 Prozent, was auf eine Verschiebung in 13,7 Jahren um 0,73 Standardabweichungen nach oben in der Kurs-Buchwert-Verteilung hindeutet.

## Implizite Auswirkungen auf den Kurs

Was die impliziten Auswirkungen dieser nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis teurer gewordenen MinVar-Favoriten-Aktien auf den Aktienkurs selbst anbelangt, so zeigt sich in der Analyse, dass in den USA im Oktober 1989 Aktien, die zumindest in einem der 21 Ansätze enthalten waren, einen durchschnittlichen Kursabschlag von 6,91 Prozent gegenüber allen anderen S&P-500-

» Wir konnten zeigen, dass die Konzentration der Minimum-Varianz-Auswahl zunimmt. «

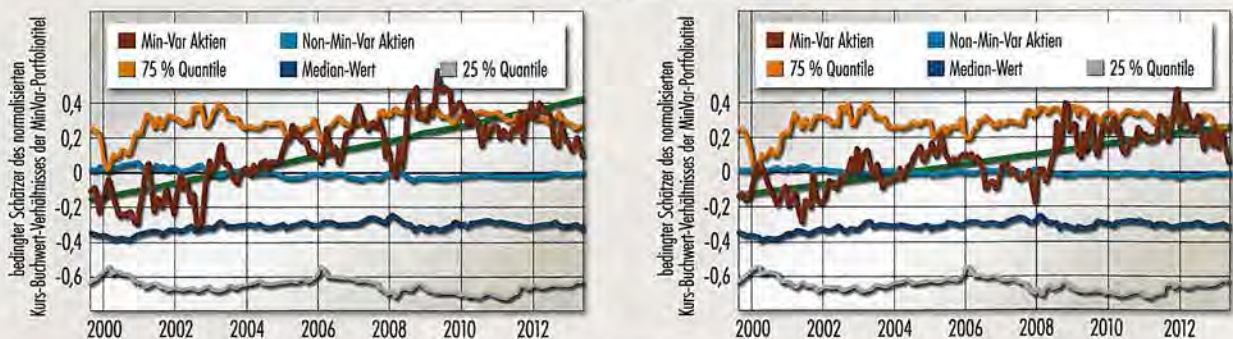
Michael Kashofer, Assistent am Institut für Managementwissenschaften der TU Wien

Indexmitgliedern aufwiesen. Das waren 99 verschiedene Titel. Wenn man Aktien betrachtet, die in mindestens zehn der 21 Ansätze auftauchen – das sind dann bloß 21 von 500, dann errechnet sich schon ein Discount im Aktienkurs von 15,98 Prozent. Heute liegt die geschätzte Aktienkursprämie bei 13,89 Prozent, so eine Aktie nur in mindestens einem MinVar-Ansatz vorkommt. Das gilt für 102 Titel. Soll diese Aktie hingegen in mindestens zehn MinVar-Varianten enthalten sein, wie dies bei 20 Titeln der Fall ist, dann beträgt der Kurszuschlag schon 22,72 Prozent.

In Europa ist der Trend noch prononcierter. Soll eine Aktie nur mindestens einmal in

## Europa, fast ein Abziehbild

Auch hier begann nach dem Millennium die steigende Überbewertung der Minimum-Varianz-Aktien.



Die gleichen Modelle – das Ein-Faktor-Marktmodell und das Durchschnittskorrelations-Modell – wie bei der USA-Betrachtung, aber über einen zehn Jahre kürzeren Zeitraum zeigen ein ähnliches Trendbild: MinVar-Aktien werden teurer. Allerdings scheint sich deren Überbewertung in Europa – im Unterschied zum amerikanischen Beispiel – seit 2012 bereits abzubauen.

Quelle: Studie



den 21 verschiedenen MinVar-Ansätzen auftreten, was bei 168 von 600 Titeln geschieht, dann betrug der Kursabschlag im September 1999 10,52 Prozent. Dieser Abschlag verdoppelt sich fast auf minus 19,96 Prozent, wenn man nur jene europäischen Aktien (52) heranzieht, die in mindestens zehn Minimum-Varianz-Ansätzen vorkommen. Der geschätzte Kursaufschlag heute liegt im Schnitt für europäische Titel, die mindestens einmal in 21 MinVar-Ansätzen aufscheinen, bei 30,10 Prozent. Aktien, die mindestens zehn Minimum-Varianz-Ansätze bestücken – das sind auch nur 24 verschiedene –, haben einen durchschnittlichen Kursaufschlag von für Neuinvestoren wohl bedenklichen 40,28 Prozent.

## Kein beruhigendes Resümee

Man kann also getrost davon sprechen, so Dangl, dass durch den Hype der letzten Jahre ein regelrechtes „Too good to be true“ der Long-only-MinVar-Ansätze entstanden ist. Dabei zeige sich, dass die Ansätze durch die Bank sehr konzentriert seien und damit eine steigende Nachfrage nach nur wenigen Titeln hauptsächlich aus den Sektoren Konsum, Telekommunikation, Versorger und Healthcare – hier denke man etwa nur an Fresenius – bestehe. Dangl: „Noch dazu konnten wir zeigen, dass die Konzentration der Minimum-Varianz-Auswahl zunimmt.“ Der Fokus liegt heute auf bloß 25 bis 30 Titeln aus einem Universum von 500 in den USA beziehungsweise 50 bis 70 Aktien aus Europas 600 führenden Titeln.

Das Regressionsmodell mit einem Minimum-Varianz-Indikator als der erklärenden Variable und dem Kurs-Buchwert-Verhältnis als erklärter Variable sowie Kontrollvariablen konnte eindeutig belegen, dass mit der Zeit aus einer Unter- eine Überbewertung wurde. Dabei ist die Verteuerung der MinVar-Aktien darlings nicht nur statistisch signifikant, sondern auch vom Ausmaß her bedeutsam, wenn man das zukünftige Ertragspotenzial von Minimum-Varianz-Strategien einschätzen möchte. Was dies für das künftige Renditepotenzial der Strategien bedeutet, lässt sich mit zwei Worten ausdrücken: nichts Gutes. Wer also heute in Minimum-Varianz-Portfolios investiert, muss wohl künftig kleinere Brötchen backen.

## Hat die Korrektur schon eingesetzt?

Nun ist allerdings in Europa ab 2012 eine Gegenbewegung auszumachen. Ob es sich dabei schon um einen Strukturbruch handelt, werde die Zukunft zeigen, meint Dangl. LowVol-Aktienprämien von fast 23 Prozent in Amerika respektive 40 Prozent in Europa, wie die Studie zeigte, werden wohl keinen Bestand haben können. Unterstellt man hier Mean Reversion, also einen Ab-

ren sucht und auf Value- und Sentimentfaktoren sowie einen Quality-Faktor abstellt, der wiederum unter anderem auf Faktoren wie Gewinnqualität, Verschuldungsgrad und Persistenz der Gewinne referenziert. Dazu kommen die Risikobalance als Risikomanagement und eine Risikoreduktion, sodass am Ende 50 bis 60 Titel für einen Investmentfonds übrig bleiben. Dangl dazu abschließend: „Unsere Aktienselektion bricht den Trend, der gerade bei Minimum-Varianz neben High-Dividend-Strategien läuft,

## » Die steigende Nachfrage nach wenigen Titeln umfasst hauptsächlich die Sektoren Konsum, Telekommunikation, Versorger und Healthcare.«

Michael Kashofer, Assistent am Institut für Managementwissenschaften der TU Wien

bau der Bewertungsprämie, dann stehen wohl bald mehrere magere Jahre vor der Tür, denn der Bewertungsabbau wird nicht so langsam über ein bis zwei Dekaden vonstatten gehen, wie sich die Prämie aufgebaut hat. Sollte die Weltkonjunktur deutlich anziehen, wäre es vorstellbar, dass die defensiven Aktien relativ betrachtet gemieden würden und so ihre Bewertungsprämie abgeben könnten.

## Platz die MinVar-Bubble?

Doch muss es tatsächlich zu dem eben geschilderten heftigen Korrekturverlauf kommen? „Da ist nicht gesagt“, meint Dangl, „die gestiegene Attraktivität von Minimum-Varianz-Aktien rechtfertigt ein höheres Bewertungsniveau.“ Wohl macht der Professor einen Dämpfer künftiger Ertragsersparungen dieser Aktiengruppe aus, ein Ende des LowVol-Booms lasse sich aber nicht vorhersagen. Vielleicht hilft hier ja auch die durch die neuen Regularien forcierte Risikoaversion der institutionellen Investoren mit und stützt damit Minimum-Varianz-Aktien.

## Alternativer Ansatz als Ausweg

Spängler IQAM Invests Wissenschaftler, die in EDHEC übrigens ein großes Vorbild sehen, präferieren einen von ihnen entwickelten Ansatz, der robuste Renditefakto-

und bietet damit einen fundierten Ausweg.“ Der Overlap des Spängler-IQAM-Ansatzes zu den klassischen Minimum-Varianz-Titeln ist sehr gering und bringt dann wohl echte Diversifikation.

## Wider den Overlap

Wiederum scheinen sich mehrere alte Börsenweisheiten gleichzeitig zu bestätigen, denen man in der Praxis zu wenig Augenmerk schenkt. Erstens kann Diversifikation über mehr unterschiedliche Ansätze der Allokation nur gut tun, diese sollte aber mehr sein, als nur mehrere Low-Volatility-respektive MinVar-Ansätze zu kombinieren, denn sonst wacht man am Ende des Tages mit konzentrierten Positionen in wenigen Aktien höchst unsanft auf. Zweitens sollte man immer seine eingegangenen Risiken kennen. Hier leisten Dangl und Kashofer hervorragende Aufklärungsarbeit, denn es ist nicht anzunehmen, dass allen institutionellen Käufern von Minimum-Varianz-Ansätzen die hohe Übereinstimmung dieser Portfoliostrategien in der Titelauswahl wirklich vollumfänglich bewusst war. Wenn alle das Gleiche tun, ist drittens zudem besondere Vorsicht angebracht: Die hohen Mittelzuflüsse in die einander sehr stark ähnelnden Strategien sprechen hier eine deutliche Sprache. Denn – daran reiht sich dann die vierte Weisheit – zum Ausstieg wird bei kanntermaßen nicht geklingelt. 