

# Diversifikation von Aktienindizes

Mit alternativen Aktienindizes eröffnet sich Investoren eine neue Möglichkeit: die Diversifikation auf Indexebene. Während in der Vergangenheit der nach Marktkapitalisierung gewichtete, traditionelle Aktienindex einen Monopolstatus genoss, können Anleger nun erstmals anhand ihrer individuellen Anlagebedürfnisse über verschiedene alternative Indizes hinweg allozieren.



Von **Thomas Pfiffner**  
Mitglied der Direktion  
1741 Asset Management AG

Passive Anlageprodukte wie Indexfonds oder ETFs auf Indizes haben in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Insbesondere seit der Finanzkrise im Jahr 2008 sind die Marktanteile dieser Produkte zu Lasten von aktiv verwalteten Produkten deutlich gestiegen. Zurückzuführen ist dieser Trend unter anderem auf das gestiegene Kostenbewusstsein vieler Investoren und die enttäuschende Performance vieler aktiv verwalteter Fonds. Wollte ein Investor sein Exposure zum Schweizer Aktienmarkt mittels eines passiven Produktes aufbauen, beschränkte sich die Auswahl auf Indexfonds basierend auf dem SPI oder dem SMI. In beiden Fällen handelt es sich um traditionelle Indizes, bei welchen die Gewichte der Indexmitglieder anhand deren jeweiliger Marktkapitalisierung bestimmt werden. Je grösser also die Marktkapitalisierung eines Unternehmens, desto grösser ist dessen Gewicht im Index. So weisen die drei grössten Titel im SMI – Nestlé, Roche und Novartis –

ein kumuliertes Gewicht von etwa 60% auf, während kleinere Firmen wie Swisscom oder Geberit lediglich je ungefähr 1% des Index ausmachen.

## Die Geburtsstunde von Smart-Beta-Indizes

Das theoretische Fundament für das auf Marktkapitalisierung beruhende Gewichtungsschema liefert das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. In diesem Modell wird die Annahme getroffen, dass neben einem unternehmensspezifischen Einzelaktienrisiko nur der Markt als Ganzes systematischer Treiber der Aktienrendite ist. Entsprechend handelt es sich beim CAPM um ein 1-Faktor-Modell. Dieses postuliert, dass es sich beim kapitalgewichteten Marktportfolio um dasjenige Portfolio mit dem besten Rendite-Risiko-Verhältnis handelt. Demnach sollten rationale Investoren in den Gesamtmarkt investieren und auf aktive Anlageentscheide verzichten.

Empirische Studien haben jedoch gezeigt, dass ein 1-Faktor-Modell die Realität des Aktienmarktes nur unzulänglich beschreibt. Stattdessen wurden in der Forschung weitere Faktoren evaluiert, welche die Aktienmarktrenditen systematisch beeinflussen. Zu den bekanntesten Arbeiten zählt das *Fama French 3-Faktor-Modell*, welches neben dem Marktfaktor die systematischen Faktoren *Value* (d.h. das Bewertungsniveau eines Unternehmens) und *Size* (d.h. die absolute Höhe der Marktkapitalisierung jedes Unternehmens) berücksichtigt. In den vergangenen Jahren wurde eine Vielzahl weiterer systematischer Faktoren wie beispielsweise Momentum oder Risiko identifiziert, welche die erwartete Rendite erklären können. Die Einsicht, dass mehrere systematische Faktoren die Aktienmarktrendite beeinflussen, wurde in der jüngeren Vergangenheit von Anbietern von alternativ gewichteten Indizes aufgegriffen. Diese Smart-

Beta-Indizes versuchen in einer regelbasierten Form, die Prämien auf diese systematischen Faktoren abzuschöpfen.

In einer Mehr-Faktor-Welt ist das im 1-Faktor-Modell optimale Marktportfolio – der traditionell gewichtete Index – aus Rendite-Risiko-Sicht nicht mehr optimal. Durch den Einsatz alternativer Indizes beziehungsweise durch die Kombination mehrerer alternativer Indizes lässt sich ein besseres Resultat erzielen.

## Fallstudie

### 1741 Switzerland Index Series

Der Einfluss des Einsatzes alternativer Indizes auf das Rendite-Risiko-Potenzial eines passiven Aktienportfolios ist signifikant. Anhand der acht Indizes der *1741 Switzerland Index Series* – eine Reihe alternativer Indizes auf den Schweizer Aktienmarkt – lässt sich dies einfach aufzeigen. In Grafik 1 werden die Renditen dieser Indizes in verschiedene prägnante Marktphasen unterteilt und dabei Ranglisten der Renditen erstellt. Es fällt auf, dass kein Index in jeder Marktphase den anderen Indizes überlegen ist. Dies gilt auch für den nach Marktkapitalisierung gewichteten Index. Je nach Marktphase rentieren bestimmte Indizes besser als andere. Der 1741 Switzerland Minimum Volatility Index (R) verdeutlicht dies: In turbulenten Aktienmärkten wie im Bärenmarkt 2000 bis 2002 oder in der Finanzkrise 2008 bis 2011 liegt dieser Index vorne in der Rangliste, in positiven Phasen bleibt er jedoch eher zurück. Mit Blick auf diese Performancetabelle wäre es für den Anleger nun also naheliegend, nicht nur über Einzelaktien, sondern auch über Indexmethodologien hinweg zu diversifizieren.

Wie könnte eine solche Diversifikation ausschauen? Ein denkbares Vorgehen wäre, dass man Indizes so miteinander kombiniert, dass das Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zum traditionellen Index verbessert wird.

# Grafik 1: Indexrenditen schwanken über die Zeit

	IT-Blase 1998-99	Bärenmarkt 2000-02	Bullenmarkt 2003-07	Finanzkrise 2008-11	Rebound 2012-13
Hoch	Momentum +65%	Momentum -26%	Momentum +227%	Min. Volatility -5%	Value +66%
	Quality +46%	Min. Volatility -28%	Quality +221%	Value -10%	Momentum +63%
Rendite	Value +44%	Risk Parity -35%	Equal Weighted +206%	Quality -16%	Equal Weighted +55%
	Equal Weighted +41%	MCAP -35%	Risk Parity +188%	MCAP -20%	Risk Parity +51%
	Account. Based +35%	Quality -38%	Value +184%	Risk Parity -20%	Account. Based +51%
	Risk Parity +34%	Account. Based -39%	Min. Volatility +153%	Account. Based -21%	Quality +48%
	Min. Volatility +32%	Equal Weighted -45%	Account. Based +120%	Equal Weighted -24%	MCAP +47%
Tief	MCAP +27%	Value -46%	MCAP +111%	Momentum -33%	Min. Volatility +39%

Quelle: 1741 Asset Management AG Analyse. Reihenfolge der realisierten Renditen der verschiedenen 1741 Switzerland Indizes in den jeweiligen Zeitperioden.

Exemplarisch diskutieren wir zwei mögliche Kombinationen: eine Risikoreduktions-Strategie und eine Renditemaximierungs-Strategie. Als Beurteilungsgrundlage verwenden wir die Renditen und Volatilitäten für den Zeitraum 1997 bis Mai 2014. Die Kombination *Risikoreduktion* setzt sich zum Ziel, eine ähnliche Rendite wie der traditionelle marktkapitalisierte Index zu erzielen, dies jedoch bei tieferem Risiko. Der 1741 Switzerland Minimum Volatility Index (R) und der 1741 Switzerland Risk Parity Index (R) werden je hälftig eingesetzt. Wie Grafik 2 zeigt, wird das Ziel erreicht – es wurde sogar eine leicht höhere Rendite erzielt. Die Kombination *Renditeoptimierung* bezweckt, bei vergleichbarem Risiko eine höhere Rendite als der traditionelle Index zu realisieren. Am vielversprechendsten erweist sich dabei eine Kombination (je ein Drittel) aus den Indizes Value, Momentum und Quality.

### Das Ende der Einheitslösung

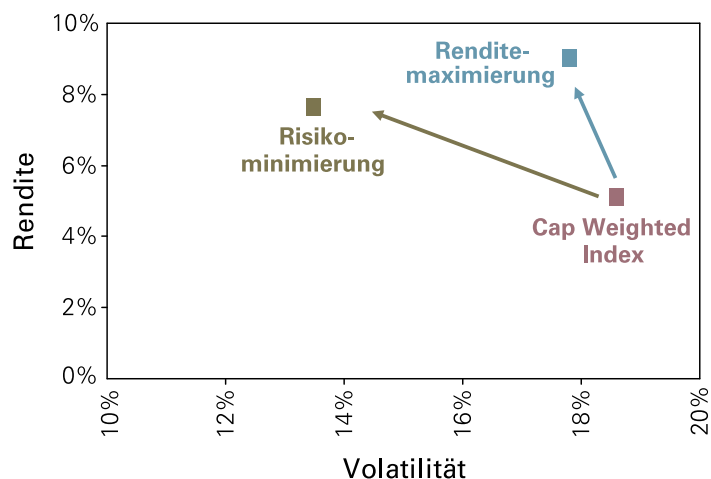
Es sei darauf hingewiesen, dass diese Rendite-Risiko-Betrachtung nur *eine* Möglichkeit darstellt, wie verschiedene Indizes miteinander kombiniert werden

können. Viele andere Ansätze zur Kombination von Indizes sind denkbar. Die einfachste Art der Diversifikation wäre, gleichgewichtet in alle acht Indizes zu investieren. Wie und nach welcher Systematik der Anleger die verschiedenen Indizes auch immer miteinander kombiniert: Das Wesentliche ist, dass er diese miteinander kombinieren kann. Mithilfe der alternativen

Indizes hat der Investor nämlich zum ersten Mal die Möglichkeit, seine passiven Anlagen gemäss seinen individuellen Bedürfnissen masszuschneiden, ohne auf die Einheitslösung der traditionellen Indexierung zurückgreifen zu müssen.

[thomas.pfiffner@1741am.com](mailto:thomas.pfiffner@1741am.com)  
[www.1741am.com](http://www.1741am.com)

## Grafik 2: Verbesserung der Rendite-Risiko-Eigenschaften durch Indexkombinationen



Quelle: Berechnungen der 1741 Asset Management AG. Historische Volatilitäten und Renditen für die Zeitperiode 31.12.1997 – 31.5.2014 (in CHF).