

INTERVIEW MIT PROFESSOR DR. ARND WIEDEMANN, UNIVERSITÄT SIEGEN



Alternative Risikoprämien: Renditetreiber und Diversifikationsturbo?

Seit vielen Jahren sind Investoren – vor allem Banken und Versicherungen – mit einem Niedrigzinsumfeld konfrontiert und stehen vor der großen Herausforderung, auskömmliche Portfoliorenditen zu erwirtschaften. Bleibt das Niedrigzinsniveau bestehen, wird sich die Situation weiter verschärfen. Nicht zuletzt die Anfang September 2014 erfolgte Senkung des Leitzinses auf den neuen Tiefstwert von 0,05 Prozent durch die EZB lässt die Hoffnung auf ein baldiges Ende des Zinsdilemmas weiter sinken. Aufgrund dieser Entwicklung wächst der Wunsch stetig, neue Renditequellen zu erschließen. Alternative Risikoprämien rücken daher in jüngster Zeit verstärkt in das Blickfeld von Investoren.

Alternative Risikoprämien lassen sich durch regelbasierte Investitionsstrategien vereinnahmen und versprechen langfristige Überrenditen sowie vorteilhafte Korrelationsstrukturen sowohl untereinander als auch in Kombination mit klassischen Risikoprämien wie beispielsweise Aktienrisikoprämien. Eine Ergänzung klassischer Multi-Asset-Portfolios um alternative Risikoprämien könnte somit ein Ausweg aus dem Zinsdilemma sein oder zumindest helfen, die negativen Effekte abzuschwächen. Wir sprachen mit Dr. Arnd Wiedemann, Professor und Lehrstuhlinhaber an der Universität Siegen, über seine jüngst veröffentlichte Studie zu diesem Thema.

FIRM-Redaktion: Aus dem durch das anhaltende Niedrigzinsniveau bedingten Problem der Investoren, ihre Anlageziele zu erreichen, resultiert ein gesteigerter Renditedruck, der sich in einer stärkeren Renditeorientierung im Rahmen der Anlageentscheidung manifestiert. Gleichwohl dominiert das Sicherheitskriterium weiterhin die Anlageentscheidung. Ein Dilemma? Können alternative Risikoprämien eine Lösung darstellen? Welche Relevanz haben heute bereits alternative Risikoprämien im Anlageportfolio?

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: In der Tat besteht ein Dilemma, und ein Investor muss sich entscheiden. Interessant ist insbesondere die Beobachtung, dass sich die Verhältnisse in den Zielkriterien verschoben haben. So zeigt die diesjährige Investorenbefragung von Union Investment, dass das Sicherheitskriterium mit 64 Prozent zwar noch deutlich im Vordergrund steht, gegenüber dem Vorjahr (79 Prozent) aber massiv rückläufig ist. Im Gegenzug ist der Stellenwert der Rendite deutlich gestiegen, von 8 Prozent im Vorjahr auf 19 Prozent in diesem Jahr. Das Liquiditätskriterium ist mehr oder weniger unverändert geblieben (15 Prozent in 2013 und 17 Prozent in 2014). Insofern ist die Suche nach Auswegen verständlich, und alternative Risikoprämien sollten sich Investoren anschauen.

Alternative Risikoprämien sind aber keine Erfindung dieses Jahrtausends, sondern in der Theorie und Praxis schon seit vielen Jahren bekannt. Das macht sie auch gerade besonders attraktiv, denn ein Investor betritt nicht völliges Neuland. Vielmehr existieren zahlreiche empirische Studien für die unterschiedlichsten alternativen Risikoprämien und Märkte. Schon jetzt nutzen vereinzelt Investoren alternative Risikoprämien zur Beimischung ihrer Portfolios mit Anteilsquoten bis zu 10 Prozent. Systematisch investiert wird in diese Asset-Klasse

aber noch nicht, und insofern bleiben die alternativen Risikoprämien auch häufig bei der Risikobudgetierung unberücksichtigt.

FIRM-Redaktion: Die Ansätze zur Erklärung der Low-Risk-Prämie stammen vor allem aus dem Gebiet der Psychologie, der Behavioral Finance. Die Psychologen können nachweisen, dass bei vielen Investoren eine irrationale Präferenz für Assets mit hoher Volatilität, das heißt einem hohen Downside- beziehungsweise Upside-Risiko, existiert. In der Konsequenz steigen durch die höhere Nachfrage nach volatilen Assets die Marktpreise. Dies wiederum führt zu geringeren erwarteten Renditen. Also sollten Investoren vor allem in Assets mit geringerer Volatilität investieren, oder?

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: Die Risikoprämie Low Risk steht in der Tat in vollem Gegensatz zu der Annahme des CAPM, dass eine höhere Volatilität bzw. ein höheres Risiko mit einer höheren erwarteten Rendite kompensiert werden sollte. Empirische Studien belegen jedoch diesen scheinbar widersprüchlichen Zusammenhang. In unserer Studie bilden wir die Low-Risk-Prämie ab, in dem Aktien eines normierten Indexes mit niedriger Volatilität (konkret der MSCI Europe Low Volatility) gekauft und gleichzeitig Aktien mit hoher Volatilität (konkret der MSCI Europe) verkauft werden. Für den Zeitraum von Mai 2003 bis Mai 2014 konnte eine Exzessrendite p.a. von 1,12 Prozent bei einer Volatilität p.a. von 6,38 Prozent erzielt werden. Dies entspricht einer Sharpe-Ratio von 0,18. Von allen von uns untersuchten alternativen Risikoprämien weist die Low-Risk-Prämie die geringste Exzessrendite auf. Auch bei der Sharpe-Ratio liegen andere Risikoprämien deutlich weiter vorne. Wir empfehlen daher auch nicht, isoliert in eine alternative Risikoprämie zu investieren. Erst eine breite Diversifikation schafft in einem Portfolio einen deutlichen Mehrwert. Und im Konzert mit anderen alternativen Risikoprämien ist die Low-Risk-Prämie interessant.

FIRM-Redaktion: Die Höhe der Risikoprämie wird im Grundmodell des CAPM ausschließlich durch den Beta-Faktor erklärt. Ist das unsystematische und unternehmensindividuelle Risiko nicht ein viel stärkerer Treiber für den Unternehmenswert und die Performance als im CAPM angenommen wird? Man denke hier etwa an strategische Risiken, die nicht selten die Ursache für Unternehmenszusammenbrüche oder -schieflagen sind.

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: Das Gesamtrisiko einer Investition und damit auch eines Unternehmens lässt sich bekanntermaßen in eine systematische sowie eine unsystematische Komponente unterteilen. Während das unsystematische Risiko unternehmensindividuell ist, hängt das systematische Risiko vom jeweiligen Markt ab und kann durch Diversifikation nicht eliminiert werden. Insofern stimmt die Aussage aus Sicht eines einzelnen Unternehmens, aber nicht aus Sicht eines Investors, der für mangelnde Diversifikation keine Vergütung erhält. Gerade hier kommen auch wieder die alternativen Risikoprämien ins Spiel, denn das CAPM wurde in den vergangenen Jahren systematisch um weitere Risikofaktoren erweitert. Neben dem traditionellen Beta-Faktor können beispielsweise auch die Faktoren Unternehmensgröße („Size“) und Bewertung eines Unternehmens („Value“) sowie der Faktor „Momentum“, der den Einfluss höherer Renditen von Aktien mit in der Vergangenheit starker Performance angibt, berücksichtigt werden. So kann ein noch größerer Teil der Portfolio-Rendite durch systematische Zusammenhänge erklärt werden.

FIRM-Redaktion: Generieren alternative Risikoprämien langfristig stabile Überrenditen und, falls ja, gibt es eine ökonomische Erklärung für ihre Existenz?

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: In unserer Studie haben wir ausschließlich alternative Risikoprämien aus dem Aktienbereich analysiert, um die Analyse überschaubar zu halten. Investoren stehen aber weit mehr als die vier von uns analysierten alternativen Risikoprämien zur Verfügung. Insbesondere könnten auch alternative Risikoprämien aus anderen Asset-Klassen (FX Carry Prämie, Volatilitätsprämie etc.) betrachtet werden. Dies lässt noch weitaus stärkere Diversifikationsmöglichkeiten als die von uns aufgezeigten erahnen. Alle von uns untersuchten alternativen Risikoprämien konnten im betrachteten Zeitraum eine positive Performance aufweisen (Exzessrendite p.a. des Faktors „Size“ 3,61 Prozent, des Faktors „Momentum“ 2,66 Prozent, des Faktors „Value“ 1,70 Prozent und des Faktors „Low Risk“ 1,12 Prozent). Allerdings sind im Zeitablauf durchaus deutlich schwankende Ergebnisse zu beobachten. Während die Size-Prämie und die Momentum-Prämie gerade in der zweiten Hälfte des von uns betrachteten Zeitintervalls deutlich höhere Renditen generieren, ist insbesondere die Low-Risk-Prämie durch einen äußerst stabilen Verlauf charakterisiert. In der Tat lassen sich alle alternativen Risikoprämien durch ökonomische Erklärungsansätze fundieren. Das macht gerade ihren Charme aus.

FIRM-Redaktion: Wie korrelieren die Renditen alternativer Risikoprämien zum einen untereinander und zum anderen im Vergleich zu den Renditen traditioneller Asset-Klassen?

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: Ich hatte bereits betont, dass ein wesentlicher Reiz der alternativen Risikoprämien aus ihren Diversifikationseigenschaften resultiert. Damit bedienen sie neben einer Zusatzrendite insbesondere das hohe Sicherheitsbedürfnis institutioneller Investoren. Im Rahmen unserer Studie konnten wir durchgängig äußerst vorteilhafte Korrelationsstrukturen identifizieren. Der geringste Diversifikationseffekt zwischen den von uns betrachteten vier alternativen Risikoprämien besteht zwischen „Momentum“ und „Size“ mit einem Korrelationskoeffizienten von 0,15, gefolgt von „Momentum“ und „Low Risk“ mit 0,11 und „Value“ und „Size“ mit 0,05. Die verbleibenden drei Korrelationskoeffizienten sind sogar negativ: „Low Risk“ und „Size“ -0,01, „Value“ und „Momentum“ -0,19 und „Value“ und „Low Risk“ -0,42. Aber nicht nur untereinander, sondern auch im Vergleich zu den traditionellen Asset-Klassen lassen sich vorteilhafte Effekte ausmachen. Diese bewegen sich ebenfalls im Rahmen

schwach positiver bis negativer Korrelationen. Die Bandbreite der Korrelationen eines Portfolios der genannten vier alternativen Risikoprämien zu den üblichen klassischen Asset-Klassen bewegt sich zwischen 0,18 für Staatsanleihen der EWU-Kernstaaten und -0,43 für Aktien aus Industrieländern.

FIRM-Redaktion: Lässt sich durch die Beimischung eines Portfolios aus alternativen Risikoprämien zu einem klassischen Multi-Asset-Portfolio dessen Rendite-Risiko-Struktur verbessern?

Prof. Dr. Arnd Wiedemann: In unserer Studie haben wir ein Multi-Asset-Portfolio, das sich zu 60 Prozent aus Renten, zu 30 Prozent aus Aktien und zu 10 Prozent aus Rohstoffen zusammensetzt, mit unserem Portfolio aus den genannten vier alternativen Risikoprämien aus dem Aktienbereich kombiniert. Dabei hat sich gezeigt, dass mit dem Multi-Asset-Portfolio in dem analysierten Zeitraum zwar bessere Exzessrenditen p.a. erzielt werden konnten (4,56 Prozent versus 2,51 Prozent), mit dem Multi-Asset-Portfolio aber auch eine deutlich höhere Volatilität p.a. (5,01 Prozent versus 2,88 Prozent) und insbesondere ein dramatisch höherer maximaler Drawdown (-27,89 Prozent versus -6,47) verbunden ist.

Aufgrund der sehr günstigen Korrelationsstruktur konnte gezeigt werden, dass durch eine Beimischung alternativer Risikoprämien von den sehr starken Risikoverbundeffekten profitiert werden kann und sich so die Rendite-Risiko-Struktur des Gesamtportfolios verbessern lässt. Besonders hingewiesen sei in diesem Zusammenhang auch noch auf eine weitere attraktive Eigenschaft der alternativen Risikoprämien. Investitionen erfolgen stets liquiditätsneutral, da simultane Long-/Short-Strategien aufgebaut werden. Im Gegensatz dazu geht eine Investition in klassische Risikoprämien stets mit einer Liquiditätsbindung in Höhe des eingesetzten Investitionsvolumens einher. Auch können derartige Investitionen gut im Rahmen des Risikomanagements abgebildet werden. Darüber hinaus bieten alternative Risikoprämien zudem den Vorteil einer Investition in liquide und bekannte Märkte.



Arnd Wiedemann ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Siegen und Inhaber des Lehrstuhls für Finanz- und Bankmanagement. Er forscht im Bereich Bankmanagement zu Fragen des Assetmanagements, zur wertorientierten Steuerung von Kreditinstituten, zum Innovationsmanagement und zu Vertrauen in Banken. Im Bereich Unternehmen hat er sich auf Fragen des finanziellen Risikomanagements spezialisiert. Sein dritter Forschungsbereich stellt das kommunale Schulden- und Zinsmanagement dar. Darüber hinaus ist er Alleingesellschafter der ccfb-Prof. Dr. Wiedemann Consulting GmbH & Co. KG, die Kreditinstitute und Unternehmen in den genannten Bereichen berät, und Vorstand der Südwestfälischen Akademie für den Mittelstand (der Business School der Universität Siegen), die ein Executive MBA-Programm mit speziellem Fokus auf mittelständische Unternehmen anbietet.

