

Risk & Reward

Märkte und Portfoliostrategien



Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland und Österreich sowie an qualifizierte Investoren in der Schweiz. Eine Weitergabe an Privatkunden ist untersagt.

#01

1. Ausgabe 2019



Globales Redaktionskomitee

Vorsitz: Kevin Lyman und Stephanie Valentine. Jutta Becker, Kenneth Blay, Jessica Cole, Carolyn Gibbs, Ann Ginsburg, Kristina Hooper, Paul Jackson, Dr. Martin Kolrep, Dr. Harald Lohre, Dr. Bernhard Pfaff, Stephen Quance, Stephen Smith, Weilun Soon, Dr. Henning Stein.



Für Invesco ist Factor Investing mehr als ein spezieller Ansatz für Aktien. Factor Investing ist eine eigene Assetmanagement-Philosophie: Sie beruht auf der Überzeugung, dass Faktoren und nicht Einzelwerte die wichtigsten Portfoliobausteine sind.

Invesco hat über 30 Jahre Erfahrung mit Faktorstrategien für Kunden weltweit. In dieser Ausgabe von Risk & Reward zeigen unsere Anleihenanalysten, dass das Konzept auch auf ihre Anlageklasse anwendbar ist. Wir meinen sogar, dass Anleihenstrategien, selbst wenn sie sich nicht ausdrücklich des Faktoransatzes bedienen, dies implizit tun – denn Faktoren sind beim Investieren allgegenwärtig.

Außerdem befassen wir uns mit der Rentenreform in China. Wir finden, dass die Entwicklung eines funktionierenden privaten Rentenversicherungsmarktes für neue Chancen sorgt. Natürlich wollen wir zu den Investmentmanagern gehören, die ihren Kunden helfen, vom erwarteten Marktwachstum zu profitieren. Wir sind davon überzeugt, dass unsere langjährige Präsenz in der Region und unser großes, erfahrenes Team vor Ort in China entscheidende Wettbewerbsvorteile sind.

Für unsere ESG-Reihe haben die Analysten unseres Henley Investment Centre eine umfassende Analyse mit drei Fallstudien verfasst. Lesen Sie, wie sie an das Thema ESG herangehen und warum es ihnen so wichtig ist.

Abschließend befassen wir uns in zwei quantitativen Analysen mit Low Volatility Anchoring und gleichgewichteten Portfolios. Der Beitrag zum Low Volatility Anchoring untersucht, ob das varianzminimale Portfolio noch immer das Nonplusultra ist, um die Volatilitätsanomalie zu nutzen. Unser Fazit ist, dass ein weniger starrer Ansatz bessere Ergebnisse liefert. Und in der Analyse gleichgewichteter Portfolios zeigen wir anhand vielfältiger Statistiken, dass insbesondere bei Sektorportfolios eine Gleichgewichtung der Einzelwerte zahlreiche Vorteile gegenüber der traditionellen Kapitalisierungsgewichtung bietet.

Ich wünsche Ihnen einen anregende Lektüre.

Mit besten Grüßen

Marty Flanagan
Präsident und CEO von Invesco Ltd.

Inhalt

Topthema



4 **Aktive Anleihenrträge: Die Kraft der Faktoren**

Jay Raol, Ph.D., und Stephen Quance

Es ist gängige Praxis, in Portfolioanalysen ausführlich über die Faktorsensitivitäten zu berichten. In diesem Beitrag wenden wir eine solche Analyse auf aktive Anleihenstrategien an. Die Ergebnisse sind sehr aufschlussreich.

8 **„In Ihrem Anleihenportfolio können mehr Faktoren stecken, als Sie denken.“**

Interview mit Jay Raol, Ph.D., Stephen Quance und Shane Gallagher

Wir sprachen mit Jay Raol und Stephen Quance von Invesco, Autoren der Studie zu Anleihenfaktoren in dieser Ausgabe, sowie mit Shane Gallagher, Client Portfolio Manager, über Factor Investing bei Anleihen.



10 **Wie aktives Management Werte schaffen kann**

Cathrine De Coninck-Lopez, Amy Kelly und John Pellegry

Im Henley Investment Centre sind wir überzeugt, dass aktive Eigentümerverantwortung wesentlicher Teil eines aktiven Investmentansatzes ist. Deshalb ist die Einflussnahme im Namen der Kunden, deren Kapital wir investieren, ein wichtiges Element unseres Investmentprozesses.



16 **Rentenreform ebnet Laufzeitfonds in Festlandchina den Weg**

Nixon Mak

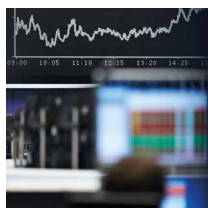
Kürzlich hat China Richtlinien für Laufzeit-Publikumsfonds zur Altersvorsorge verabschiedet. Zusammen mit einer Gruppe von Studierenden der Cambridge Judge Business School haben wir die Auswirkungen dieser Richtlinien untersucht.



21 **Low Volatility Anchoring**

Michael Milano und Sergey Protchenko

Es gibt immer mehr Belege für die sogenannte Low-Volatility-Anomalie - und immer mehr Investmentprodukte mit dem Ziel, sie zu nutzen. Wir stellen einen Ansatz vor, der sich unter unterschiedlichen Marktbedingungen und in verschiedenen Regionen bewährt hat.



30 **Gleichgewichtete Sektorportfolios**

Brad Smith

Nach wie vor sind die meisten Aktienbenchmarks kapitalisierungsgewichtet. Aber das ist nicht frei von Nachteilen, vor allem bei einem kleineren Anlageuniversum aus nur einem Sektor. In diesem Beitrag vergleichen wir Kapitalisierungsgewichtung und Gleichgewichtung.

Aktive Anleihenerträge: Die Kraft der Faktoren

von Jay Raol, Ph.D., und Stephen Quance



Kurz gefasst

Schon oft haben wir geschrieben, dass sich Factor Investing keineswegs auf Aktien beschränken muss. Das Konzept eignet sich für nahezu alle Anlageklassen. Im ersten von mehreren Beiträgen, die Investoren die Bedeutung von Factor Investing im Fixed-Income-Bereich näherbringen sollen, wenden wir das Faktorkonzept auf Anleihen an. Wir meinen, dass es bei einer Anleihenstrategie am Ende auch dann auf die Faktorexposures ankommt, wenn die Strategie nicht explizit als Faktorstrategie bezeichnet wird. Faktoren bestimmen die aktive Performance der Strategie.

Immer mehr Investoren setzen bei der Analyse ihrer Portfolios auf Faktoren. In diesem Beitrag wenden wir eine solche Analyse auf aktive Anleihenstrategien an. Die Ergebnisse sind sehr aufschlussreich.

Der Morningstar-Halbjahresbericht 2018 enthält die Performance amerikanischer Aktien- und Anleihenfonds sowie ihrer Benchmarks zum Stand Ende Juni 2018. Demzufolge haben in den letzten ein, drei, fünf und zehn Jahren nur 36% der aktiven Aktienmanager ihre Benchmarks geschlagen, dafür aber 70% der Anleihenmanager.¹ Diese Zahlen deuten darauf hin, dass aktives Investieren bei Anleihen funktioniert.

Aber was sorgt für dieses Mehrertragspotenzial? Wissenschaftliche Studien und Investorenbefragungen zeigen, dass Anleihenmanager Faktoren nutzen, sei es implizit oder explizit. Die Analysen von Invesco Fixed Income stützen das: Sie zeigen, dass die meisten Portfolios in Faktoren investieren, auch wenn keines von ihnen explizit einem Faktoransatz folgt. Diese Faktorexposures erklären einen Großteil der aktiven Erträge von Anleihenportfolios. Beispielsweise gibt es Anzeichen dafür, dass der Value-Faktor oft einen Großteil des Mehrertrags erklärt, wobei Value-Anleihen vergleichsweise günstig bewertete Titel sind.²

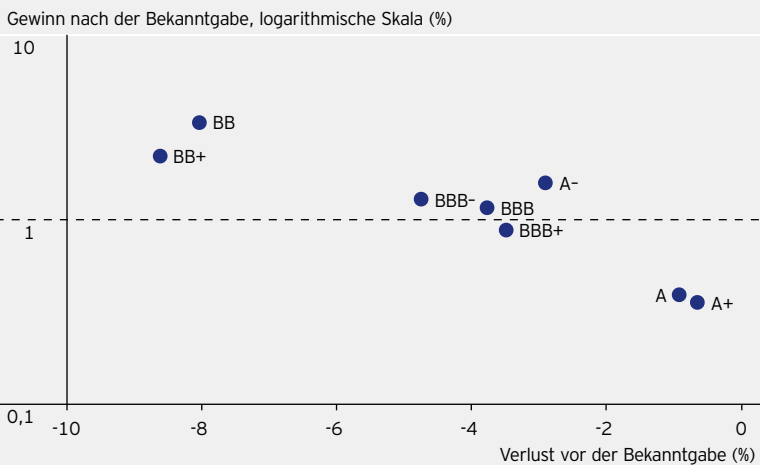
Investoren scheinen das auch zu verstehen. In einer aktuellen DWS-Umfrage³ nannten sie Zwangsverkäufe nach Ratingherabstufungen, durch die aus früheren Qualitätsanleihen „gefallene Engel“ werden, als wesentlichen Grund für den Mehrertrag des aktiven Managements. Institutionelle Investoren wie Notenbanken, Geschäftsbanken und Versicherungen haben nach einer Herabstufung oft keine Alternative zum Verkauf. In der wissenschaftlichen Literatur wird dieses Ergebnis formalisiert: Wang, Zhang und Zhang (2017)⁴ haben herausgefunden, dass bei Zwangsverkäufen Publikumsfonds den Versicherungen die Papiere abnehmen und so für Liquidität sorgen. Das führt zu Mehrerträgen und wird mit unserem Value-Faktor für Anleihen erfasst.

Ein einführendes Beispiel: Ratingherabstufungen zeigen, wie der Value-Faktor funktioniert

Die Analysen von Invesco Fixed Income zeigen, dass es dieses Phänomen in den meisten Ratingklassen gibt. Abbildung 1 zeigt die Anleiherträge vor und nach der Bekanntgabe einer Herabstufung. Meist verlieren Anleihen vor der Herabstufung an Wert und erholen sich danach wieder. Durch die erste Herabstufung steigt die Wahrscheinlichkeit, dass eine weitere folgt.⁵ Aber das ist keinesfalls sicher, und es ist wahrscheinlicher in einer Rezession. Einige Anleihen könnten also zwar erneut herabgestuft werden, doch im Schnitt erholen sich die Kurse. Wir glauben, dass dieses Zusammenspiel von Risiken und Ertragschancen die Basis von Factor Investing ist.

Wir glauben, dass das Zusammenspiel von Risiken und Ertragschancen die Basis von Factor Investing ist.

Abbildung 1
Risiko und Ertrag bei Herabstufungen



Die Abbildung zeigt den relativen Ertrag von Anleihen gegenüber laufzeit- und sektorgleichen Titeln zwölf Monate vor der Bekanntgabe einer Herabstufung (x-Achse) sowie nach der Bekanntgabe (y-Achse).
Quellen: Bloomberg Barclays US Investment Grade Credit Index und Bloomberg Barclays US High Yield Credit Index, Berechnungen von Invesco. Zeitraum: 1. Januar 2000 – 30. Juni 2018. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.**

Der Median-Faktormanager nutzt die Faktoren Liquidity, Carry und Value, um Mehrertrag gegenüber der Benchmark zu erzielen

Um herauszufinden, ob Faktoren bei der Erklärung von Mehrerträgen gegenüber der Benchmark helfen können, haben wir die Erträge aktiver Core-Anleihenstrategien analysiert. Betrachtet wurden die 65 größten Manager in der Lipper-Kategorie „Core Plus“ in der Zeit vom 1. Januar 2007 bis zum 30. Juni 2018. Tabelle 1 zeigt zusammenfassende Kennzahlen für deren Fonds. „Netto-IR“ ist die Information Ratio, also der annualisierte aktive Ertrag je Tracking-Error-Einheit nach Abzug von Gebühren; „Brutto-IR“ ist die Information Ratio vor Abzug von Gebühren. Der aktive

Risikotransfer macht Faktoren interessant

Der Zusammenhang zwischen Risiko und Ertrag ist der Kern von Factor Investing. Der Grund dafür, dass es überhaupt Faktoren gibt, ist der Risikotransfer zwischen Marktteilnehmern mit unterschiedlicher Risikobereitschaft – wie in Mertons Intertemporal Capital Asset Pricing Model prognostiziert.⁶ So gesehen sind die Käufe gefallener Engel durch Publikumsfonds ein Risikotransfer von risikoscheueren zu risikobereiteren Investoren. Den Investoren ist mitunter nicht klar, dass der Value-Faktor der Grund für den Mehrertrag des aktiven Managements ist. Dies veranlasst uns, nach anderen Faktoren Ausschau zu halten, die Auswirkungen auf die Anlagerträge haben können.

Tabelle 1
Erträge aktiver Manager aus der Vergleichsgruppe „Core Plus“

	Netto-IR	Brutto-IR	Aktiver Brutto-ertrag (%)	Tracking Error (%)
75. Perzentil	0,13	0,21	0,97	1,50
Median	0,04	0,13	0,34	1,12
25. Perzentil	-0,03	0,08	-0,15	0,85

IR = Information Ratio.
Quellen: Bloomberg L.P., Berechnungen von Invesco vom 1. Januar 2007 bis zum 30. Juni 2018. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.**

Bruttoertrag ist der annualisierte Mehrertrag des Fonds gegenüber seiner Benchmark in Prozent; der Tracking Error ist die annualisierte Standardabweichung des aktiven Bruttoertrags.

Der Mehrertrag gegenüber der Benchmark lässt sich größtenteils mit Faktoren erklären

Tabelle 1 stützt die Erkenntnis, dass aktive Manager ihre Benchmarks oft schlagen. Um die Gründe dafür zu verstehen, haben wir die Faktorserträge auf die aktiven Erträge regressiert. Dazu wurden die monatlichen Gesamterträge (monatlicher Wertzuwachs plus Ausschüttungen) aggregiert und um die offiziellen Managementgebühren des Managers ergänzt, um die Bruttoerträge zu schätzen. Anschließend wurden die Erträge der Benchmark von den Erträgen der Fonds subtrahiert, um die aktiven Erträge zu erhalten.

Nach der Berechnung der aktiven Erträge aller Fonds haben wir die Faktorserträge auf die aktiven Erträge regressiert. Wir nutzten eine robuste Form der Regression mit einer Bootstrapping-Methode, um den Einfluss scheinbarer, unbedeutender und vorübergehender Faktorexposures zu verringern. Berücksichtigt wurden mehrere Faktoren: Duration, Carry, Value, Quality und Liquidity.

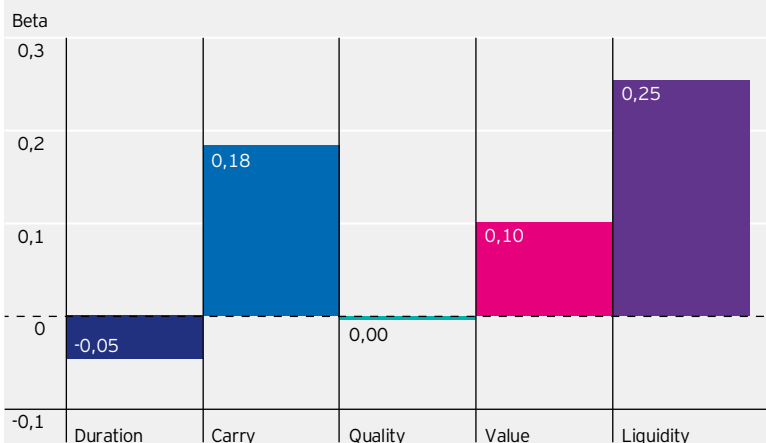
Den Ertrag des Faktors Duration messen wir anhand des Gesamtertrags des Bloomberg Barclays US Treasury Index, den des Faktors Carry anhand des durationsgesicherten Ertrags des Bloomberg Barclays US Credit Index. Die durationsgesicherten Erträge der Faktoren Liquidity, Quality und Value werden ausführlicher in Raol und Pope (2018)⁷ beschrieben. In der Box unten werden die Credit-Faktoren kurz erläutert.

Faktorexposures erklärten 66% des Mehrertrags

Abbildung 2 beschreibt die Regressionsergebnisse für den Median-Manager. Sie zeigt das durchschnittliche Beta, also den Korrelationskoeffizienten zwischen dem Faktor und dem aktiven Ertrag des Managers. Der Median-Manager hatte positives Exposure zu den Faktoren Carry, Liquidity und Value. Das Exposure zum Faktor Quality war nicht signifikant, das zum Faktor

Abbildung 2

Faktorbetas des Median-Managers



Quellen: Bloomberg L.P., Berechnungen von Invesco vom 1. Januar 2007 bis zum 30. Juni 2018.

Duration negativ. Die meisten Manager haben also ihre Benchmarks deshalb geschlagen, weil sie im Vergleich zum Benchmarkdurchschnitt ältere Anleihen mit einem kleineren Emissionsvolumen, niedrigeren Ratings und längeren Laufzeiten hielten. In geringerem Ausmaß investierten die Manager auch in Titel, die im Vergleich zum Sektor- und Ratingklassendurchschnitt günstig bewertet waren. Offenbar investierten die Manager nur in sehr begrenztem Umfang in US-Staatsanleihen und hochwertige Credits. Im Durchschnitt der gesamten Vergleichsgruppe erklärten Faktorexposures 66% des Mehrertrags gegenüber der Benchmark. Das ist viel.

Faktorexposures erklärten 66% des Mehrertrags gegenüber der Benchmark.

Definitionen der Credit-Faktoren von Invesco Fixed Income

Wir haben vier Faktoren identifiziert, mit denen sich die Credit-Erträge aller Einzelwerte unabhängig vom Marktumfeld erklären lassen:

Carry (Ertrag)	Quality (Qualität)	Value (Bewertung)	Liquidity (Liquidität)
Der Faktor Carry erfasst den Mehrertrag höher rentierlicher Titel unterschiedlicher Ratingklassen. In diesem Sinne ist er gleichzusetzen mit einer Kreditrisikoprämie, in anderen Kontexten kann er aber umfassender definiert sein.	Der Faktor Quality erklärt die höheren risikoadjustierten Erträge niedrigvolatiler Anleihen. In der wissenschaftlichen Literatur findet er große Beachtung. ⁸ Niedrigvolatile Anleihen haben üblicherweise kurze Laufzeiten und - gemessen an den Ratings - niedrige Ausfallrisiken. Quality ist eine Eigenschaft von Wertpapieren, die in schwierigen Marktphasen stabilisierend wirken kann, da Qualitätstitel wenig volatil sind.	Der Faktor Value erklärt den Mehrertrag von Wertpapieren, die im Vergleich zu ähnlichen Titeln unterdurchschnittlich bewertet sind. Da der Kurs einer Anleihe vom Ausfallrisiko abhängt, lässt sich Value als Bewertungsabschlag gegenüber der impliziten Ausfallquote definieren. Der Faktor-ertrag enthält Transaktionskosten in Höhe von 10 bis 40 Basispunkten, je nach Laufzeit und Rating der Anleihe.	Der Faktor Liquidity erklärt das zusätzliche Risiko und den Mehrertrag illiquider Anleihen. Er wurde in der Literatur ausführlich analysiert. ⁹ Der Faktor ergibt sich aus dem Unterschied zwischen älteren Anleihen mit kleineren Emissionsvolumina gegenüber recht großen neu emittierten Anleihen.

Diese Ergebnisse haben viele interessante Auswirkungen. Zunächst zeigen sie, dass Investoren in ihren Portfolios vermutlich Faktorexposures eingehen, sei es implizit oder explizit. Wenn wir uns der Bedeutung von Faktoren bewusst sind, können wir die Kontrolle übernehmen, indem wir folgende Fragen untersuchen:

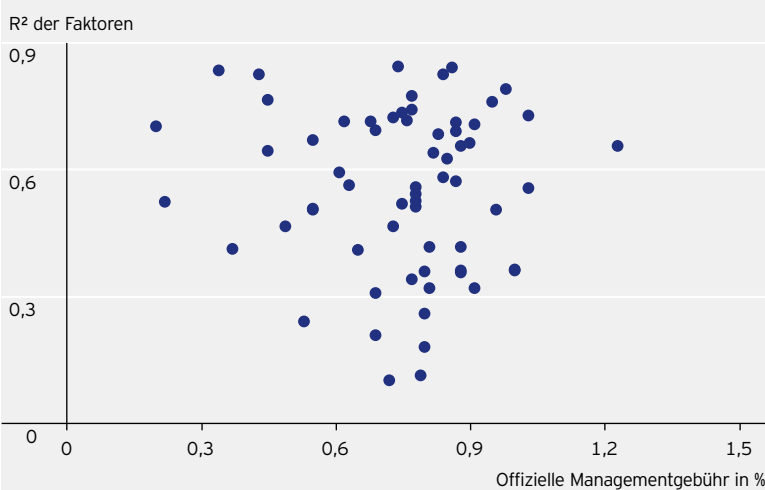
- Auf welche Faktoren sollten Investoren setzen?
- In welchem Umfang sollten sie Faktoren berücksichtigen?
- Wie viel sollten sie investieren?

Abbildung 3 stellt R^2 und Managementgebühr der Fonds gegenüber. Man sieht keinen klaren Zusammenhang. In einer idealen Welt sollten höhere Gebühren aber für konsequent höhere Alphas über die Faktorexposures hinaus stehen: Fonds mit konsistentem Faktorexposure, aber wenig Alpha sollten billiger sein als Fonds mit hohem Alpha - aber noch immer teurer als Strategien, die wenig mehr tun, als den Markt abzubilden. Doch die Realität ist anders.

Fazit

Wer Faktorexposures, Alphanpotenzial und Kosten einer Strategie im Detail versteht, weiß genauer, ob sie die gewünschten Ergebnisse voraussichtlich erreichen wird. Anleihen-Faktorstrategien können andere Strategien mithilfe gezielter Faktorexposures ergänzen, ineffiziente oder zu teure Strategien ersetzen oder das Gesamtportfolio diversifizieren. Wir werden diese Themen in den folgenden Beiträgen unserer Reihe zu Factor Investing bei Anleihen aufgreifen.

Abbildung 3
Gebühren und Faktoren - kein klarer Zusammenhang



Quellen: Bloomberg L.P., Berechnungen von Invesco vom 1. Januar 2007 bis zum 30. Juni 2018.

Über die Autoren



Jay Raol, Ph.D.

Senior Macro Analyst,
Invesco Fixed Income
Jay Raol gehört zum Makroresearch-Team von Invesco Fixed Income. Er arbeitet an Makromodellen für die Asset-Allokation und für Anleiheninvestitionen.



Stephen Quance

Director of Factor Investing, Invesco
Stephen Quance repräsentiert unsere internationale Faktorinitiative, indem er Kunden unterstützt, Research voranbringt, Strategien festlegt, die Abwicklung effizienter macht und sowohl intern als auch extern Bewusstsein für Faktoren schafft, insbesondere in der Region Asien-Pazifik.

Anmerkungen

- 1 <https://www.morningstar.com/blog/2018/08/23/actively-managed.html>.
- 2 Eine ausführlichere Darstellung der Faktoren von Invesco Fixed Income finden Sie in J. Raol und S. Pope (2018): „Why should investors consider credit factors in fixed income?“, Invesco Working Paper 2018.
- 3 <https://etf.dws.com/LUX/ENG/Download/Brochure/79382ba7-e035-4e69-b085-dff2232528c7/Passive-Investing-Research-2018-2336.pdf>.
- 4 Wang, Zhang und Zhang (2017): „Fire Sales and Liquidity Provision in the Corporate Bond Market“, Working Paper.
- 5 D. Lando und T. Skodeberg (2002): „Analyzing rating transitions and rating drift with Continuous observations“, Journal of Banking and Finance 26, 423-444.
- 6 Merton (1973): „An Intertemporal Capital Asset Pricing Model“, Econometrica 41(5), 867-887.
- 7 J. Raol und S. Pope (2018), wie Anm. 2.
- 8 Zum Beispiel: Frazzini, Andrea und Pedersen (2014): „Betting Against Beta“, Journal of Financial Economics 111, 1-25. Niedrigvolatile Anleihen werden üblicherweise als Anleihen mit kurzer Laufzeit und geringem Ausfallrisiko charakterisiert.
- 9 Bao, Pan und Wang (2011): „Liquidity in Corporate Bonds“, Journal of Finance 66, 911-946.

„In Ihrem Anleihenportfolio können mehr Faktoren stecken, als Sie denken.“

Interview mit Jay Raol, Ph.D., Stephen Quance und Shane Gallagher



Jay Raol, Ph.D., Senior Macro Analyst,
Invesco Fixed Income



Stephen Quance, Director of Factor Investing,
Invesco



Shane Gallagher, Client Portfolio Manager,
Invesco Fixed Income

Risk & Reward sprach mit Jay Raol und Stephen Quance von Invesco, Autoren des Beitrags zu Anleihenfaktoren in dieser Ausgabe, sowie mit Shane Gallagher, Client Portfolio Manager, über Factor Investing bei Anleihen.

Risk & Reward

Warum halten Sie es für wichtig, Anleihenportfolios aus der Faktorperspektive zu betrachten?

Stephen Quance

Für uns ist Factor Investing ein weltweiter Trend, der das Assetmanagement dauerhaft verändert. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Analyse der sogenannten Faktorexposures eines Portfolios informativ und nützlich ist. Das gilt für Anleihen ebenso wie für Aktien. In unserem Beitrag haben wir eine Vielzahl amerikanischer Core-Anleihenportfolios untersucht. Dabei zeigte sich, dass ein wesentlicher Teil ihrer Performance von den Faktorexposures abhing - unabhängig davon, ob sie explizit gesteuert werden. Tatsächlich könnte ein Großteil der Mehrerträge der durchschnittlichen Anleihenmanager in den letzten zehn Jahren mit Faktoren zu tun haben. Mit anderen Worten: Jeder Investor ist ein Faktorinvestor, ob er es weiß oder nicht. Wenn man Portfolios aus Faktorsicht betrachtet, kann dies für mehr Transparenz sorgen, Risiken aufdecken und die Performance der Manager sichtbar machen.

Risk & Reward

Was sind Anleihenfaktoren?

Jay Raol

Investmentfaktoren sind unmittelbar beobachtbare Wertpapiereigenschaften. Man kann sie für Anlagestrategien nutzen, damit Investoren konkret definierte Ergebnisse erreichen. Wir glauben, dass jeder Faktor einer nachvollziehbaren theoretischen Begründung bedarf und durch empirische Analysen bestätigt werden muss. Beispielsweise kann man mithilfe des Faktors Value Anleihen identifizieren, die günstiger bewertet sind als vergleichbare Titel. Ceteris paribus stehen niedrigere Preise für höhere Erträge, bei Anleihen wie bei anderen Wertpapieren. Wir haben aber noch weitere Anleihenfaktoren identifiziert. Der Faktor Carry erklärt die risikoadjustierten Mehrerträge höher verzinslicher Anleihen. Der Faktor Liquidity

erklärt die risikoadjustierten Mehrerträge weniger liquider Titel, oft älterer Anleihen mit kleineren Emissionsvolumina. Der Faktor Quality erklärt den risikoadjustierten Mehrertrag niedrigvolatiler Anleihen, die üblicherweise eine kurze Laufzeit und höhere Ratings haben. Jeder Faktor trägt dazu bei, das Risiko und den Ertrag unterschiedlicher Arten von Anleihen zu erklären.

Risk & Reward

Wie sehen die Faktorexposures typischer Anleihenportfolios aus?

Jay Raol

Es hat sich gezeigt, dass der Median-Anleihenmanager des Morningstar-Universums mehrere Faktorexposures eingehet. Für jeden Fonds des Universums haben wir die Faktorerträge auf die aktiven Erträge regressiert und dabei die Faktoren Value, Carry, Liquidity und Quality berücksichtigt. Es hat sich gezeigt, dass der Median-Manager stark in den Faktoren Carry, Liquidity und Value engagiert ist. Die meisten Anleihenmanager haben ihre Benchmark auch deshalb geschlagen, weil sie – im Vergleich zum Benchmarkdurchschnitt – ältere Anleihen mit kleineren Emissionsvolumina, niedrigeren Ratings und längeren Laufzeiten hielten. In geringerem Umfang investierten sie auch in Titel, die im Vergleich zum Sektor- und Ratingklassendurchschnitt günstig bewertet waren. Dabei hat sich gezeigt, dass die Faktorexposures im Schnitt 66% der Mehrerträge der Anleihenmanager erklärten.

Risk & Reward

Was bedeutet das für Anleiheninvestoren?

Stephen Quance

Anlageentscheidungen erfordern immer mehr Transparenz und Informationen. Bei Invesco ordnen wir Investmentansätze in drei Kategorien ein, gewissermaßen die drei Säulen des Investierens: fundamentale überzeugungsgeleitete Einzelwertstrategien (Alphastrategien), kapitalisierungsgewichtete Ansätze und Factor Investing. Jedes dieser Konzepte hat Vor- und Nachteile. Man sollte deshalb verstehen, wie sie funktionieren. Beispielsweise sollte die Managementgebühr den Mehrwert für die Kunden und die Kosten widerspiegeln, die dabei entstehen. Wir glauben deshalb, dass Fonds mit konsistenten Faktorexposures, aber wenig Alpha niedrigere Gebühren haben sollten als Fonds mit hohem Alpha. Allerdings sollten die Gebühren höher sein als die von Strategien, die lediglich einen Marktindex nachbilden. Nach unseren Analysen gibt es aber keinen klaren Zusammenhang zwischen Faktorexposures, Alpha und Gebühren. Wenn man die Faktorgewichte seines aktuellen Portfolios versteht, fällt es einem leichter zu entscheiden, ob man einen Teil dieses Portfolios durch eine neue Strategie ersetzen sollte oder ob eine neue Strategie die alte ergänzen kann.

Risk & Reward

Was bedeuten Ihre Ergebnisse für die möglichen Ansätze von Anleihenportfoliomanagern?

Shane Gallagher

Wir ermutigen Investoren, die aktuellen Faktorexposures ihrer Portfolios zu untersuchen und sie bei Bedarf zu ändern, damit das Risikoprofil besser zum Ertragsziel passt. Alpha kann einen wesentlichen Teil der Anlageerträge ausmachen. Dies sieht man daran, dass 34% der Erträge nicht mit den Faktorexposures erklärbar sind. Das gilt auch für kostengünstige Strategien, die einen Index nachbilden. Ein Faktorkonzept kann dadurch Mehrwert schaffen, dass es einige Portfoliorisiken aufdeckt und man sie bei Bedarf anpassen kann. Die Faktorperspektive kann nicht nur zu Ergebnissen führen, die besser zu den Anlagezielen passen. Sie kann auch für mehr Transparenz sorgen, die Portfolioveränderungen besser erklären und auf effiziente, skalierbare und kostengünstige Weise zeigen, wie kompetent ein aktiver Manager ist.

Risk & Reward

Wie lassen sich Faktoren in Portfolios einsetzen? Was sind die Vorteile von Einfaktorstrategien gegenüber Mehrfaktorenstrategien?

Jay Raol

Die Antwort hängt davon ab, was Investoren erreichen wollen und welche Restriktionen einzuhalten sind. Da sich ein so großer Teil des Mehrertrags mit Faktoren erklären lässt, scheint es nur zu natürlich, dass Faktorstrategien eine wesentliche Rolle im Portfolio einnehmen können. Eine Einfaktorlösung kann ein Portfolio ergänzen, dem es an Exposure zu einem bestimmten Faktor mangelt. Beispielsweise können zusätzliche Exposures im Faktor Quality die natürlichen Carry- und Value-Übergewichtungen des aktiven Median-Managers ausgleichen. Bestimmte Faktoren können aber über lange Zeit für Mehr- oder Minderertrag gegenüber der Benchmark sorgen. Eine Mehrfaktorenlösung könnte daher besser geeignet sein, wenn Investoren langfristig alle Faktorprämien effizient und risikokontrolliert nutzen wollen.

Risk & Reward

Vielen Dank für dieses Gespräch.

Wie aktives Management Werte schaffen kann

Das ESG-Engagement unseres Henley Investment Centre

von Cathrine De Coninck-Lopez, Amy Kelly und John Pellegrini

Kurz gefasst

ESG-Faktoren spielen bei allen Investmentprozessen in unserem Henley Investment Centre eine entscheidende Rolle. Hier beschreiben wir unsere Grundüberzeugungen und zeigen, wie wir sie in das Management von Aktienportfolios einbringen. Insbesondere setzen wir auf Engagement statt Ausschluss. Anhand von drei Fallstudien veranschaulichen wir außerdem, wie wir Umwelt, Soziales und Governance (ESG-Faktoren) berücksichtigen.

Aktive Eigentümerverantwortung (Active Ownership) bedeutet, dass ein Eigentümer seine Rechte und seine Position nutzt, um die Aktivitäten und das Verhalten von Portfoliounternehmen zu beeinflussen.¹ Im Henley Investment Centre sind wir überzeugt, dass aktive Eigentümerverantwortung wesentlicher Teil eines aktiven Investmentansatzes ist. Deshalb ist die Einflussnahme im Namen der Kunden, deren Kapital wir investieren, ein wichtiges Element unseres Investmentprozesses.

Mitte der 1990er-Jahre war verantwortliches Investieren eine Nische und beruhte meist auf Ausschlusskriterien. Mittlerweile zählt es im professionellen Assetmanagement zum Standard. Weltweit werden über 22 Billionen US-Dollar in verantwortlichen Anlagestrategien verwaltet, also rund ein Viertel des professionell gemanagten Vermögens.² Es gibt vielfältige Möglichkeiten, bei Fonds und Mandaten verantwortlich zu investieren - von der Berücksichtigung im Investmentprozess bis zur Zweckbindung. Die Methoden überschneiden sich zwar erheblich. Der erste Ansatz berücksichtigt aber auch ESG-Faktoren und aktive Eigentümerverantwortung, und im zweiten Fall stehen Ausschlusskriterien oder Best-in-Class-Filter, thematische oder Impact-Investing-Strategien im Vordergrund. Die Ansätze führen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Einige sind stärker finanziell ausgerichtet, andere legen mehr Wert auf die ökologische und gesellschaftliche Wirkung. Im Henley Investment Centre gehört Engagement zu unserem Ethos. Wir nutzen unseren Einfluss als Aktionäre im Namen unserer Kunden, um auf unternehmerisches Verhalten auf höchster Ebene einzuwirken.



Bei unserem Unternehmensengagement fördern wir verantwortliche ESG-Prozesse. Sie sind eine wichtige Säule für den langfristigen finanziellen Bestand unserer Portfoliounternehmen. Wir setzen uns für gute Unternehmensprozesse ein, damit sich ESG-Ratings und -Performance verbessern. Das kann sich wiederum positiv auf die Aktienkursentwicklung auswirken und kommt unseren Kunden zugute. So vereinen wir in unseren Investmentprozessen ESG-Erwägungen mit aktiver Eigentümergeverantwortung.

In unseren Investmentprozessen vereinen wir ESG-Erwägungen mit aktiver Eigentümergeverantwortung.

Eine Studie im Auftrag der Principles for Responsible Investment (PRI) untersuchte den Zusammenhang zwischen Anlegerengagement und Wertschöpfung. Sie hat gezeigt, dass ESG-Engagement langfristig Shareholder Value schafft: Die Kommunikation zwischen Investoren und Unternehmen führt zu einem Informationsaustausch, erzeugt Lerneffekte und ermöglicht maximale politische Vorteile.³ Als aktiver Investor unterstützen wir diese Sicht voll und ganz.

Engagement statt Ausschluss

Der zweijährlichen Global Sustainable Investment Review zufolge ist Negativscreening mit Ausschluss gemessen am verwalteten Vermögen die gängigste Form des verantwortlichen Investierens. Unternehmen oder Sektoren zu meiden, die als „unethisch“ gelten, ist sicher einer der bekanntesten und am meisten genannten Ansätze. Er ist einfach in der Theorie, aber in der Umsetzung oft komplex, will man bei dieser Strategie Unternehmen oder Länder meiden, die bestimmte ESG-Kriterien nicht erfüllen. Man kann etwa die Sektoren Alkohol, Tabak, Glücksspiel und Rüstung komplett ausschließen oder Länder wegen Menschenrechtsverletzungen und schwacher Umweltstandards meiden. Ausschlussgründe können sich aus gesetzlichen Vorschriften oder Vorgaben der Anlageleitlinien von Organisationen ergeben. Ausschlussbasierte Mandate lassen den Investoren Wahlmöglichkeiten, und wir machen davon Gebrauch. Diese Methode hat aber auch Grenzen.

Der Ausschluss bestimmter Sektoren scheint leicht umzusetzen, wirft aber dennoch Fragen auf: Sind nur die Wertpapiere der Unternehmen zu meiden, die diesen Sektoren explizit zugeordnet sind, oder auch Titel von Firmen, die hier nur einen Teil ihrer Umsätze erzielen? In diesem Fall muss eine Umsatzzschwelle festgelegt werden. Welche Kontrollebene ist für die Einhaltung der Ausschlusskriterien verantwortlich? Und wie werden indirekte Aktivitäten durch Lieferketten und Logistik berücksichtigt?

Bei ausschlussbasierten Modellen sind Anlageentscheidungen vielleicht nicht immer im besten Kundeninteresse – beispielsweise, wenn man bestimmte Ertragschancen nicht nutzt. Falls Unternehmen, Sektoren oder Länder aber schwache

ESG-Ratings haben, dürfte Unternehmensengagement die wirksamste Methode sein, um Verbesserungen anzuregen, die unseren Kunden und den Portfoliounternehmen gleichermaßen nutzen. Wenn man zugleich Anlageziele und eine bessere ESG-Performance erreichen will, scheinen uns Engagement oder Dialog zielführender als eine Ausschlussstrategie.

Die Kraft der Dynamik

Wir halten Engagement für sinnvoller als Ausschluss. Deshalb ist auch die ESG-Dynamik wichtig, d.h. eine Verbesserung des ESG-Profiles im Laufe der Zeit. Unseres Erachtens können Unternehmen mit positiver ESG-Dynamik längerfristig bessere Finanzergebnisse erzielen. Durch Engagement können wir kontinuierliche Verbesserungen anregen. Daher scheint es uns zielführender, in Unternehmen zu investieren, die ihre ESG-Performance verbessern wollen, als nur jene mit negativen ESG-Ratings zu meiden. Der Dialog mit Portfoliounternehmen gehört bei allen unseren regionalen Aktienteams zum Investmentprozess. Wir bringen uns bei Unternehmen ein, die ihre ESG-Prozesse verbessern wollen. Die ESG-Dynamik kann sich positiv auf die Aktienkurse auswirken, und davon profitieren wiederum unsere Investoren.

Eine Stimme, die gehört wird

Unternehmensengagement kann kontinuierliche Verbesserungen anstoßen. Deshalb ist der Dialog mit Portfoliounternehmen ein wichtiger Teil unseres Investmentprozesses. Wie die PRI bestätigen, ist für erfolgreiches ESG-Engagement aber auch Folgendes wichtig: „(...) die Ebene, auf der man Zugang zum Unternehmen erhält, (...) langfristige Beziehungen mit wichtigen Akteuren des Unternehmens und starke Unterstützung aus der obersten Führungsebene“.⁴ Das bedeutet, dass Engagement allein nicht reicht. Für eine erfolgreiche ESG-Strategie müssen die Investoren auch einen guten Draht zu den Portfoliounternehmen sowie ausgezeichneten Zugang zur Geschäftsleitung und den Führungskräften haben, die ihre ESG-Prozesse verbessern wollen.

Die Investoren müssen einen guten Draht zu ihren Portfoliounternehmen haben.

Wir setzen bereits seit vielen Jahren auf einen Dialog mit Unternehmen. Unsere Investmentteams investieren viel und zählen insbesondere in Großbritannien und Kontinentaleuropa oft zu den größten Aktionären eines Unternehmens. Bei asiatischen Unternehmen, wo die Gründer traditionell höhere Anteile als im Westen halten, gehören wir oft zu den größten Minderheitsaktionären. Deshalb führen wir oft Gespräche auf Boardebene und liefern Anregungen aus Aktionärsicht, die für die Geschäftsleitung, Unternehmensstrategie, Transparenz, Investitionspolitik und weiter gefasste ESG-Aspekte wichtig sind. So können wir den gemeinsamen Einfluss unserer Kunden nutzen, am besten für das langfristige Wohl des Unternehmens eintreten und im besten Interesse unserer Kunden sprechen.

Als überzeugungsgeleiteter Investor betrachten wir jeden Sektor und jedes Unternehmen einzeln und berücksichtigen wesentliche ESG-Themen in unserer Fundamentalanalyse. Wenn wir ein Thema als wesentlich einschätzen, achten wir auf Verbesserungen im Laufe der Zeit, quantifizierbare Kriterien und einen transparenten Ansatz. Diese Aspekte sind die Grundlage unserer Analysen und Engagementaktivitäten. Es kann zwar Gewichtungsunterschiede zwischen Sektoren und Unternehmen geben, aber die wesentlichsten Themen sind unseres Erachtens folgende:

- Unternehmensethik
- Investitionspolitik
- CO₂-Emissionen
- Corporate Governance
- Datenschutz
- Arbeitsschutz
- Mitarbeiterbeziehungen
- Produkteigenschaften
- Wasser, Abfall und Artenvielfalt

Unser Unternehmensengagement richtet sich nach den jeweiligen Anforderungen und hängt von mehreren Faktoren ab. Dazu zählen die Positionsgröße, die Haltedauer und die Relevanz von ESG-Themen. Da wir im Assetmanagement einen aktiven Stil verfolgen, sind Engagementaktivitäten bei Unternehmen, in die wir im Namen unserer Kunden investieren, für alle Aktienportfoliomanager sehr wichtig. Wir sind davon überzeugt, dass es für den langfristigen Erfolg unserer Portfoliounternehmen und positive Ergebnisse unserer Kunden unerlässlich ist, hohe Corporate-Governance-Standards, soziales Handeln und hohe Umweltstandards einzufordern.

Allein 2018 engagierten sich unsere Investmentteams bei über 850 Unternehmen zu ESG-Themen.

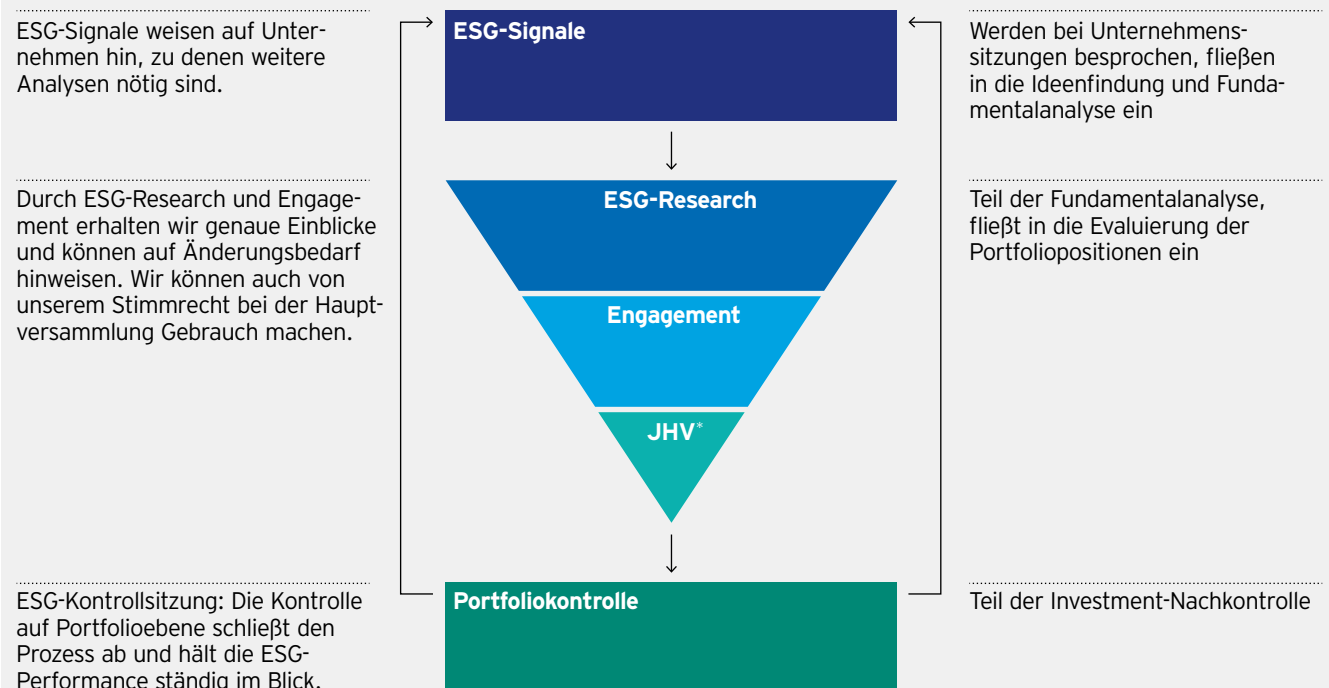
Unseres Erachtens gehört dies zu unserer Verantwortung als Treuhänder des Kapitals unserer Kunden. Allein 2018 engagierten sich unsere Investmentteams bei über 850 Unternehmen zu ESG-Themen.

Engagierte Experten

Unser ESG-Team erstellt eigene Analysen, um unser zielgerichtetes ESG-Engagement zu unterstützen. Außerdem prüft unser Head of ESG des Henley Investment Centre die Portfolios einmal im Halbjahr sorgfältig und offiziell auf ESG-Aspekte, u.a. in Sitzungen mit den Fondsmanagern und Analysten der regionalen Teams. Dabei werden die ESG-Aspekte repräsentativer Portfolios geprüft und in einem zirkulären Prozess Signale ermittelt sowie Verbesserungen nachvollzogen. Unser Team greift auch auf Drittsysteme wie jene von Sustainalytics und Institutional Shareholder Services (ISS) zurück.

Letztverantwortlich für unseren ESG-Ansatz ist der Chief Investment Officer. Vorsitzender unseres ESG-Anlageausschusses ist unser Head of ESG. Der Ausschuss besteht aus ESG-Vertretern aller Investmentteams. Ihre Anregungen fließen in den ESG-Ansatz ein und weisen auf Bereiche hin, die zusätzliche Analysen erfordern.

Abbildung 1
Henley Investment Centre: ESG-Prozess im Überblick



* JHV = Jahreshauptversammlung.
Quelle: Invesco. Nur zur Illustration.

Der Ausschuss erleichtert das Engagement und bündelt die Erkenntnisse aus allen Anlageklassen und Regionen im Investmentcenter.

Schulungen sind ein wichtiger Bestandteil unserer ESG-Integration und sollen helfen, bei der schnellen Entwicklung des verantwortlichen Investierens auf dem Laufenden zu bleiben. Unser Mitarbeiterentwicklungsprogramm umfasst auch ESG-Module.

Berücksichtigung von ESG-Aspekten in unseren Investmentprozessen

Zur ESG-Vorauswahl von Unternehmen und zur Erleichterung der regelmäßigen Kontrolle nutzen wir eigene Ressourcen und die Dienste externer Anbieter. So erhalten wir Signale, die auf potenzielle und bestehende ESG-Probleme hinweisen. Anschließend untersuchen wir sie aus Investorensicht, bringen uns bei den Unternehmen zu diesen Problemen ein und bemühen uns um eine Lösung (Abbildung 1). Bei ESG-Signalen führen wir Analysen durch und sprechen die betreffenden Unternehmen an - direkt und in Zusammenarbeit mit unserem ESG-Team im Henley Investment Centre.

ESG in der Praxis: drei Fallstudien

Für internationale Assetmanager werden engagierte und wirksame ESG-Leitlinien immer wichtiger. In den folgenden drei Beispielen unserer regionalen Investmentteams zeigen wir, was aktives Engagement bewirken kann.

Fallstudie 1

Umwelt: Energiewandel vorantreiben

Der Energiesektor wird von ESG-Filtern üblicherweise schlecht bewertet. Wir zeigen, wie Engagement zu einem maßgeblichen Wandel in der Branche beitragen kann.

Der Öl- und Gassektor steht in vielen ESG-Ausschlusslisten ganz oben. Hier bestehen erhebliche und gerechtfertigte ökologische Bedenken. Deshalb schneiden die Unternehmen anhand vieler ESG-Kriterien oft schlecht ab. Unser Team für europäische Aktien im Henley Investment Centre hat einen hohen Investitionsgrad in diesem Sektor. Dazu zählt auch ein norwegisches Öl- und Gasunternehmen, das gut positioniert ist, um einen Beitrag zur Dekarbonisierung zu leisten.

Bei der Beurteilung der Investmentargumente war uns vor allem die Haltung zur Energiewende wichtig. Das Unternehmen ist auf Erdgas ausgerichtet und will seine CO₂-Emissionen senken. Erdgas ist erheblich weniger CO₂-intensiv als andere fossile Brennstoffe wie Kohle. Wenn man bei der thermischen Stromerzeugung Gas statt Kohle nutzt, können die weltweiten CO₂-Emissionen erheblich gesenkt werden. Bei der Kommunikation mit dem Unternehmen ist der hohe Erdgasanteil in der Produktion immer wieder ein wichtiges Thema für das Investmentteam. Außerdem wurde zugesagt, künftig mehr Energie aus nachhaltigen Quellen zu erzeugen. So wird allmählich mehr in kohlenstoffärmere Technologien wie schwimmende Windparks investiert. Unser Investmentteam unterstützt diese Sicht.

Unser Team verfolgt einen durchdachten, konsequenten Engagementansatz und hat in einem Treffen mit dem leitenden Management des norwegischen Unternehmens den Produktmix erörtert, der ein

Wettbewerbsvorteil sein kann. An unserem ersten Treffen zum Thema verantwortliches Investieren nahmen wichtige Führungskräfte wie der CEO des Unternehmens und unser Head of ESG teil. Dort wurden die Risiken und Chancen neuer Technologien besprochen.

Fallstudie 2

Soziales: Arbeitsschutz im Blickpunkt

Unser Team für asiatische Aktien im Henley Investment Centre investierte im Rahmen einer Privatplatzierung in einen nicht börsennotierten indischen Hafentreiber. Das Team hatte herausgefunden, dass das Unternehmen gegenüber dem geschätzten fairen Wert erheblich unterbewertet war, teilweise aufgrund von ESG-Bedenken. Während der Halteperiode befragte das Investmentteam die Geschäftsleitung zu wichtigen Themen wie Arbeitsschutz.

Unser Team stieß Anfang 2013 auf das Unternehmen und führte eine Sektor- und Unternehmensanalyse durch. Es schien gut geführt und hatte einzigartige Vermögenswerte. Ein Investment schien attraktiv, und die Bewertung lag erheblich unter dem geschätzten fairen Wert. Gemäß der Analyse des Teams konnte die Aktie über einen Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren zweistellige Jahreserträge erzielen. Allerdings erkannte das Team einige Probleme, insbesondere bei sozialen Themen und der Corporate Governance.

Wie bei anderen Unternehmen dieser Branche und Region war eine Neubewertung zu erwarten, die aber durch die schwache - und nachlassende - Leistung in einigen wichtigen Bereichen erschwert wurde. So war das Unternehmen das Aushängeschild eines Mischkonzerns im Familienbesitz, und es gab Bedenken, dass der Cashflow in weniger rentable Bereiche des Konzerns investiert werden könnte. Außerdem gab es Mängel im Arbeitsschutz, und die operative Tätigkeit (der Betrieb von Hafenanlagen und zugehöriger Infrastruktur) bedrohte die Umwelt und führte zu Unzufriedenheit der lokalen Bevölkerung.

Ein wichtiger Aspekt unserer Investmentstrategie war die Frage, welche wesentlichen ESG-Risiken bestanden, ob die Leitlinien des Unternehmens geeignet waren, diese Risiken zu senken, und in welchem Umfang man bereit war, die Abläufe grundlegend zu verbessern. Unser Team brachte sich während der Halteperiode regelmäßig zu ESG-Themen ein. Ausschlaggebend war die Überzeugung, dass echte Verbesserungen bei ESG-Themen langfristig auch im besten Interesse der Investoren sind.

Das Unternehmen sagte zu, regelmäßig Nachhaltigkeitsberichte vorzulegen und über Maßnahmen zur Sicherstellung der sozialen Unternehmensverantwortung zu informieren. Außerdem erhielt das Team bei Gesprächen mit der Geschäftsleitung bessere Einblicke in Transaktionen mit verbundenen Unternehmen. Danach wurden die Belange von Minderheitsaktionären hier besser beachtet. Auch beim Unternehmensübergang an die nächste Generation wurden Maßnahmen ergriffen, um Transparenz und Offenlegung maßgeblich zu verbessern.

2017 kam es in einem der Häfen des Unternehmens zu einem ernststen Vorfall, der sich auf den Umsatz auswirkte und zu sozialen Konflikten führte. Unser

internes ESG-Rating und eine Analyse unseres Head of ESG wiesen darauf hin, dass bei den Unternehmensabläufen Verbesserungspotenzial bestand. Deshalb arrangierten wir ein Treffen zwischen unserem Head of ESG und der Geschäftsleitung. Wir wollten herausfinden, was zur Verbesserung des Arbeitsschutzes getan wurde. Nachlässigkeiten in diesem Bereich hatten zu dem Vorfall geführt.

Im folgenden Dialog stellten wir fest, dass der Arbeitsschutz wichtiger genommen wurde. Die Geschäftsleitung informierte über umfangreiche Schulungspläne und die Einführung der Umweltmanagementnorm ISO 14001, um die Prozesse zu verbessern. Außerdem hat sich das Unternehmen einem erheblich weiter gefassten Anlegerengagement zu diesen Themen geöffnet und seinen Bericht zur Unternehmensverantwortung maßgeblich verbessert. Er wurde um Veränderungen bei Umweltindikatoren im Jahresvergleich erweitert und ging über Angaben zum Arbeitsschutz hinaus. Während der Haltedauer haben sich nicht nur wichtige ESG-Indikatoren verbessert. Auch lag der annualisierte Ertrag der Beteiligung erheblich über dem einstelligen Ertrag des indischen Marktes.

Fallstudie 3

Governance: Lösung eines Boardkonflikts

2018 kam es bei einem langjährigen Investment unseres Teams für britische Aktien zu einem Konflikt im Board, der zu einem Aktienkursverfall und Unsicherheit auf höchster Ebene des Unternehmens führte. Unser Team war Mehrheitseigentümer und brachte sich ein, um die Folgen zu dämpfen und eine angemessene Governance sicherzustellen.

Im Sommer 2018 gefährdete ein schlagzeilenträchtiger Disput auf Boardebene die Zukunft des britischen Logistikkonzerns. Wir waren der größte Aktionär, bereits jahrelang investiert und machten uns wegen eines Nominierungsstreits im Board Sorgen. Ein früheres geschäftsführendes Boardmitglied (und gleichzeitig Minderheitsaktionär des Unternehmens) war mit dem Chairman des Boards unzufrieden. Es kündigte an, gegen dessen Wiederwahl zu stimmen.

Als engagierter und besorgter Aktionär wandten wir uns im Namen unserer Kunden schriftlich an das Unternehmen und kündigten an, die Wiederwahl des Chairman zu unterstützen. Ausschlaggebend dafür waren seine Unabhängigkeit bei der Ernennung und langjährige Boarderfahrung. Unser Team war der Meinung, dass eine Abwahl des Chairman die Stabilität und Meinungsvielfalt des Boards gefährden würde. Er hatte relevantes und vielfältiges Expertenwissen aus beruflicher Erfahrung bei führenden öffentlichen und privaten Unternehmen. Das Board teilte diese Sicht. Leitende Führungskräfte waren derselben Meinung und kündigten ihren Rücktritt an, falls der Chairman abgewählt werden sollte. Unser Team unterstützte den Chairman. Zusätzliche Unsicherheit hätte wohl die geplante Wachstumsstrategie des Unternehmens und die Aktionärserträge gefährdet.

Die rechtlichen Konsequenzen dieses offensichtlichen Disputs wirkten sich auch sehr negativ auf den Aktienkurs aus. Die Aktie litt sowohl unter der Unsicherheit durch mögliche Umbesetzungen in der Geschäftsleitung und im Board als auch unter der negativen Publicity. Um die Angelegenheit zu lösen und die Folgen für alle Aktionäre zu minimieren, führten mehrere Mitglieder unseres Investmentteams einen intensiven Dialog mit dem Chairman und dem Board. Ziel war, den Disput beizulegen und weitere Kursverluste zu verhindern. Mit Unterstützung der Mehrheit der Aktionäre wurde der Chairman wiedergewählt, und die langfristigen Aktionärsinteressen wurden gewahrt. Außerdem regte unser Team Schritte an, um das Board zu stärken und die Diversität zu verbessern. Anschließend wurden zwei neue Boardmitglieder ernannt. Darüber hinaus hat unser Team empfohlen, bis Ende 2019 einen Nachfolger für den Chairman zu suchen, um langfristigen Schaden für die Aktionäre abzuwenden.

Als aktiver Investor müssen wir auch unsere Eigentümerverantwortung wahrnehmen.

Fazit

Es gibt viele Möglichkeiten, verantwortlich zu investieren. Professionelle Investoren nutzen unterschiedliche Ansätze, um zur Verbesserung des ESG-Profiles beizutragen. So wie sich die Debatte um ESG-Themen weiterentwickelt, dürften sich auch die Methoden ändern, mit denen Investoren auf eine bessere ESG-Performance hinwirken. Als aktiver Investor halten wir Investorenengagement nach wie vor für die wirksamste Methode, um für Unternehmen und Investoren gleichermaßen positive Ergebnisse zu erzielen. Wir werden unsere Programme, Systeme und Ansätze weiter verfeinern, um stets unserer Pflicht zur Eigentümerverantwortung gerecht zu werden. Engagement bei Portfoliounternehmen hat sich für Unternehmen, Kunden und andere Stakeholder als nützlich erwiesen. Als aktiver Investor müssen wir auch unsere Eigentümerverantwortung wahrnehmen.

Über die Autoren



Cathrine De Coninck-Lopez

Head of ESG,
Henley Investment Centre
Cathrine De Coninck-Lopez ist Head of ESG im
Henley Investment Centre. Sie ist für die ESG-
Unterstützung der Investmentteams verantwortlich.



Amy Kelly

UK Equities Product Manager,
Henley Investment Centre
Amy Kelly ist Produktmanagerin im Team für britische
Aktien. Sie ist für die Kommunikation der Invest-
mentstrategien des Teams gegenüber den Investoren
verantwortlich.



John Pellegry

Asian Equities Product Director,
Henley Investment Centre
John Pellegry ist Product Director im Team für
asiatische und Emerging-Market-Aktien. Er ist für
die Kommunikation der Investmentstrategien des
Teams gegenüber den Investoren verantwortlich.

Anmerkungen

- 1 „A practical guide to active ownership in listed equity“, Principles for Responsible Investment, Februar 2018.
- 2 „2016 Global Sustainable Investment Review“, Global Sustainable Investment Alliance, 2017.
- 3 „How ESG engagement creates value for investors and companies“, Principles for Responsible Investment, April 2018.
- 4 Ebd.

Rentenreform ebnet Laufzeitfonds in Festlandchina den Weg

von Nixon Mak

Kurz gefasst

China möchte seinen privaten Rentenversicherungsmarkt weiterentwickeln. Die Regierung bevorzugt ein System mit Dachfonds sowie anderen Vehikeln, die ausschließlich von den Behörden zugelassene Strategien verfolgen – insbesondere Laufzeitstrategien und Strategien mit festem Risikoziel. Wir glauben, dass insbesondere Laufzeitfonds beliebt werden und erwarten ein Marktvolumen von bis zu 1,88 Billionen Renminbi (280 Milliarden US-Dollar). Sozio-ökonomische Trends werden in den nächsten zehn bis 20 Jahren für starkes Marktwachstum sorgen.

Kürzlich hat China Richtlinien für Laufzeit-Publikumsfonds zur Altersvorsorge verabschiedet. Dies ist ein wichtiger Meilenstein bei der Entwicklung des privaten Rentenversicherungssystems und der Assetmanagement-Branche in China. Zusammen mit einer Gruppe von Studierenden des Master-of-Finance-Programms der Cambridge Judge Business School hat Invesco die Auswirkungen dieser Richtlinien untersucht.

Das chinesische Altersvorsorgesystem beruht auf drei Säulen: einer staatlichen Grundrente, einer beitragsfinanzierten betrieblichen Altersvorsorge sowie individuellen privaten Rentenversicherungen (Abbildung 1). Zurzeit zählen zur dritten Säule Rentenversicherungen und spezielle Investmentprodukte für die Altersvorsorge, insbesondere

Die chinesische Politik möchte die dritte Säule der Altersvorsorge stärken, da die ersten beiden Säulen zunehmend unter Druck stehen.

Abbildung 1
Die drei Säulen der Altersvorsorge

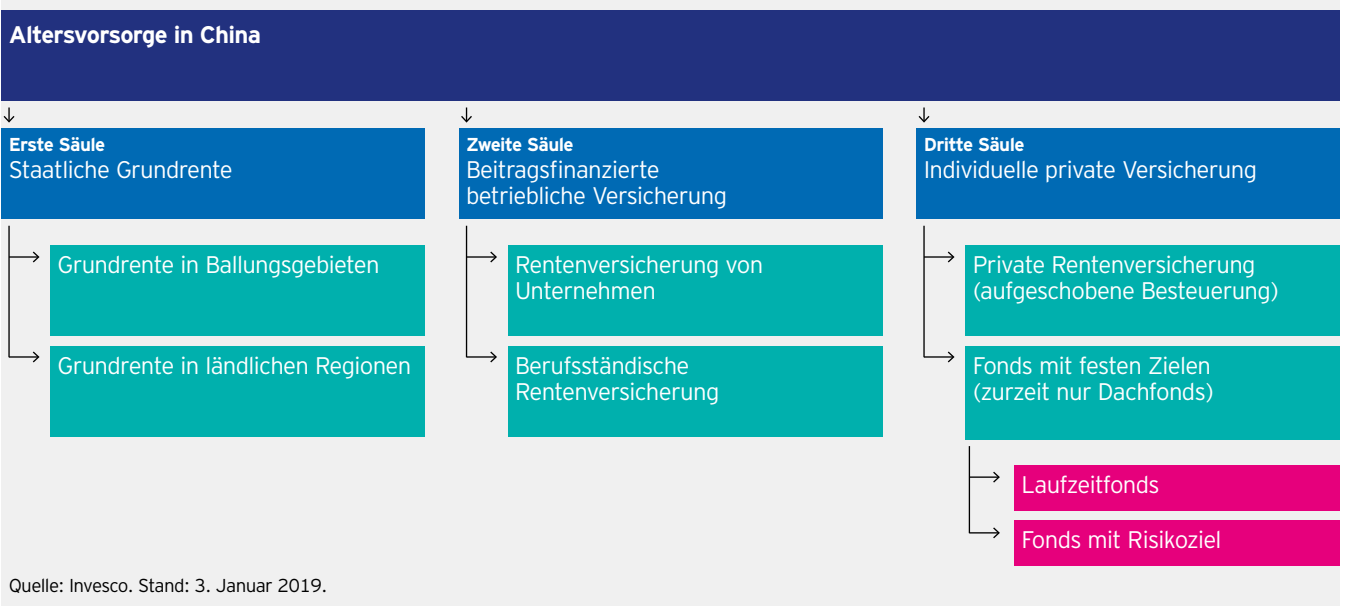


Tabelle 1

Aktuelle Entwicklungen am privaten chinesischen Altersvorsorgemarkt

Juni 2017	März 2018	Mai 2018	August 2018
Der Staatsrat schafft Richtlinien für neue private Rentenversicherungsprodukte.	Die CSRC führt Richtlinien für Laufzeitfonds ein.	Pilotprojekt für Versicherungsprodukte mit aufgeschobener Besteuerung in ausgewählten Städten	Die CSRC lässt die Auflegung von Pensionsfonds als Dachfonds zu.

Quelle: China Securities Regulatory Commission (CSRC). Stand: 30. Oktober 2018.

Laufzeitfonds. Die chinesische Politik möchte die dritte Säule stärken, da die ersten beiden Säulen zunehmend unter Druck stehen.

Zu den neuen Regeln für individuelle private Rentenversicherungen (Tabelle 1) zählen die Richtlinien der China Securities Regulatory Commission (CSRC). Danach sollen die Produkte als Dachfonds aufgelegt werden und Laufzeitstrategien verfolgen. Denkbar sind aber auch Fonds mit festen Risikozielen sowie andere von der CSRC zugelassene Konzepte.

Es überrascht nicht, dass die CSRC eine Dachfondsstruktur bevorzugt, da die Risikokontrolle bei Altersvorsorgeinvestitionen wichtiger sein soll als hohe Erträge. Als Kombination mehrerer Fonds kann ein Dachfonds Investoren ein diversifizierteres Portfolio bieten und den Anteil einer bestimmten Anlageklasse oder einer bestimmten Risikoart verringern.

Wir halten den Ansatz der CSRC für klug, da er die Entwicklung der dritten Säule des chinesischen Altersvorsorgesystems voranbringt. Durch die Konstruktion von Dachfonds können Fondsanbieter vorhandene Produkte zu Dachfonds speziell für die Altersvorsorge zusammenfassen.

Das geschätzte Volumen des chinesischen Laufzeitfondsmarktes

Wir glauben, dass aus der Gruppe der Dachfonds Laufzeitfonds in China besonders beliebt werden. Deren Portfolios werden sukzessive angepasst. Je näher das Fälligkeitsdatum rückt, desto weniger setzen die Fonds auf Wachstum und desto mehr auf laufenden Ertrag. Selbst Investoren ohne tiefe Finanzkenntnisse dürften sie leicht verständlich finden. Das macht sie für die Planung der Altersvorsorge interessant.

Wir glauben, dass Laufzeitfonds in China besonders beliebt werden.

Doch wie groß kann der Markt werden? Der reife amerikanische Rentenversicherungsmarkt, an dem Laufzeitfonds sehr beliebt sind, kann einen Anhaltspunkt geben: In den letzten zehn Jahren verzeichneten amerikanische Laufzeit-Publikumsfonds Nettomittelzuflüsse von 521 Milliarden US-Dollar.¹ Ende 2017 betrug ihr verwaltetes Vermögen 1,1 Billionen US-Dollar. Das sind 229 Milliarden US-Dollar oder 25,8% mehr als 2016.²

Um das mögliche Volumen des chinesischen Laufzeitfondsmarktes abzuschätzen, haben wir anhand öffentlich verfügbarer Daten die Zahl der Menschen geschätzt, die vermutlich in solche Fonds investieren werden.³ Für die Schätzung der Untergrenze gingen wir von der Anzahl der Teilnehmer an betrieblichen Altersvorsorgesystemen aus. Da die Arbeitgeberbeiträge verfallen, wenn ein Mitarbeiter das Unternehmen verlässt, glauben wir, dass diese Menschen (insgesamt 23,31 Millionen) mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit in Rentenversicherungsprodukte mit aufgeschobener Besteuerung investieren.

Für die Schätzung der Obergrenze haben wir eine andere staatliche Studie herangezogen, nämlich zu den Teilnehmern am Housing Provident Fund.⁴ Das in diesen Fonds eingezahlte Geld kann zum Kauf von Häusern oder für Mietzahlungen verwendet

Tabelle 2

Schätzung des möglichen Volumens des chinesischen Laufzeitfondsmarktes (jährliches Volumen in Mrd. RMB)

		Zusätzliche Beiträge in Renminbi je Person und Monat				
		400	600	800	1.000	1.200
Teilnehmer (Millionen)	23,31	112	168	224	280	336
	32,66	157	235	314	392	470
	65,32	314	470	627	784	941
	97,98	470	705	941	1.176	1.411
	130,64	627	941	1.254	1.568	1.881

Quelle: Berechnungen von Invesco. Stand: 3. Januar 2019.

werden. Die Einzahlungen werden vom Arbeitgeber in gleicher Höhe aufgestockt. Da die Beiträge steuerlich abzugsfähig sind, investieren die meisten Sparer den höchstmöglichen Betrag. Zurzeit gibt es 130,6 Millionen Einzahler.

Um zu berechnen, wie viel Einzelne jeden Monat voraussichtlich einzahlen werden, betrachten wir eine andere Studie. Sie sagt aus, dass die einzelnen Beitragszahler monatlich 400 Renminbi einzuzahlen bereit sind, wenn es steuerliche Vorteile bringt. Wenn man also von 400 Renminbi im Basisfall und 1.200 Renminbi als Obergrenze ausgeht, erhält man für den Laufzeitfondsmarkt ein Volumen von mindestens 112 Milliarden Renminbi. Es könnte aber auch auf 1,88 Billionen Renminbi (280 Milliarden US-Dollar) steigen (Tabelle 2).

Was könnte verhindern, dass der Markt sein volles Potenzial entfaltet?

Der Markt muss noch immer einige Hürden überwinden, bevor er sein volles Potenzial von 1,88 Billionen Renminbi erreichen kann.

Derzeit gibt es Restriktionen, wer sich als Fondsanbieter qualifizieren kann. Hinzu kommen Einschränkungen bei den Volumina der Zielfonds, dem Einsatz von Derivaten und dem Zugang zu ausländischen Märkten. Diese Faktoren begrenzen die Zahl der Fondshäuser, die solche Produkte anbieten können.

Zugleich fehlen für Laufzeitfonds noch die steuerlichen Anreize. Gerade erst hat China ein einjähriges Anreizprogramm für Pensionsfondsprodukte eingeführt, das eine aufgeschobene Besteuerung vorsieht. Da es aber bislang nur in ausgewählten Städten eingeführt wurde, müssen wir erst noch auf genaue Ergebnisse warten, um abschätzen zu können, ob es tatsächlich Rentenversicherungsprodukte gefördert hat. Das Pilotprogramm soll im Mai 2019 auslaufen.

Wenn sich das Programm als Erfolg erweist, könnten die Behörden die steuerlichen Vorteile auf Laufzeitfonds ausweiten. Dies würde zweifellos deren langfristigen Marktwachstum nutzen. Regierungsvertreter haben bereits darüber gesprochen, dass automatisch

Tabelle 3
Grenzen der Entwicklung des chinesischen Laufzeitfondsmarktes

Mögliche Herausforderungen		USA	China	Analyse
Entwicklung der Asset-management-Branche	Volumen der Zielfonds	Keine Einschränkungen	Durchschnittliches Fondsvolumen von mindestens 200 Millionen RMB in den letzten zwei Jahren	Kurzfristiger Engpass, aber voraussichtlich Besserung
	Einsatz von Derivaten	Zulässig	Nicht zulässig	Chinesischer Derivatemarkt dürfte sich weiterentwickeln, daher angesichts der langen Lebensdauer von Laufzeitfonds wohl kein kritisches Thema
	Zugang zu ausländischen Märkten	Zulässig	Theoretisch möglich über Produkte für Qualified Domestic Institutional Investors (QDII), sodass zugelassene inländische institutionelle Investoren in ausländische Produkte investieren können	In China zurzeit nicht leicht zu erreichen
Unterstützung durch die Politik	Unterstützung durch die Politik	Default-Option für 401(k)	Keine	Die Chinesen müssten Laufzeitfonds aus eigenem Antrieb kaufen.
	Steuerliche Anreize	Aufgeschobene Besteuerung	Keine	Peking hat eine aufgeschobene Besteuerung für Versicherungen eingeführt, die voraussichtlich auch auf Laufzeitfonds ausgeweitet wird (aus Gründen der Fairness und Wettbewerbsfähigkeit).
Vertrieb	Vertrieb	Unterschiedlich	Durch Banken, Wertpapierhäuser sowie unabhängige Dritte	<ul style="list-style-type: none"> - Die aktuelle Marktstruktur bevorzugt große Institutionen, die den Fondsvertrieb dominieren. - Fintech-Plattformen bieten die Aussicht auf neue Chancen im Bankgeschäft und Vertrieb.

Quelle: Invesco. Stand: 3. Januar 2019.

in diese Fonds investiert werden soll - ebenso wie in den USA, wo eine automatische Aufnahme in Laufzeitfonds für 401(k)-Pläne⁵ möglich ist. Wir erwarten weitere steuerliche Anreize für Rentenlaufzeitfonds.

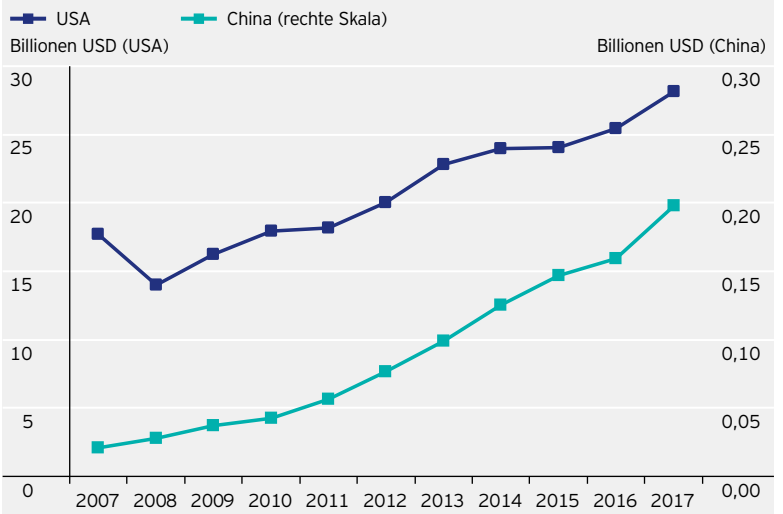
Abgesehen von politischen Hindernissen gibt es aber auch Marktentwicklungen, die das Wachstumspotenzial bremsen könnten (Tabelle 3). Beispielsweise ist das Bewusstsein für die Altersvorsorge in China noch immer unzureichend. Eine Umfrage aus dem Jahr 2017 hat gezeigt, dass nur 9% der 2.013 Antwortenden aus verschiedenen chinesischen Städten nach eigener Aussage „sehr engagiert“ in Kontrolle und Management ihrer Altersvorsorgegelder sind.⁶ Hinzu kommt, dass Fonds in China in erster Linie über Banken verkauft werden. Diese ziehen Publikumsfonds möglicherweise Dachfonds vor, weil sie klarer und einfacher strukturiert sind. Auch kann das Hauptverkaufsargument für Dachfonds - breite Diversifikation und niedrigeres Risiko - am Ende gegen sie verwendet werden: Mitunter kann es den Fonds schwerfallen, Mehrertrag gegenüber kleineren Märkten und stärker konzentrierten Fonds zu erzielen.

Dennoch sind wir optimistisch, dass bessere Informationen über die Altersvorsorgeplanung helfen werden, diese Probleme zu lösen. Der Laufzeitfondsmarkt könnte dann organisch wachsen.

Allgemeine Trends werden das Wachstum stärken
Wir gehen davon aus, dass der chinesische Markt für Rentenlaufzeitfonds auch aufgrund allgemeiner Entwicklungen wächst. Wir halten es sogar für denkbar, dass die Obergrenze unserer Schätzung überschritten wird. Einmal mehr nehmen wir die USA als Vergleich - und gehen davon aus, dass der chinesische Laufzeitfondsmarkt in den nächsten zehn bis 20 Jahren ähnlich schnell wachsen wird.

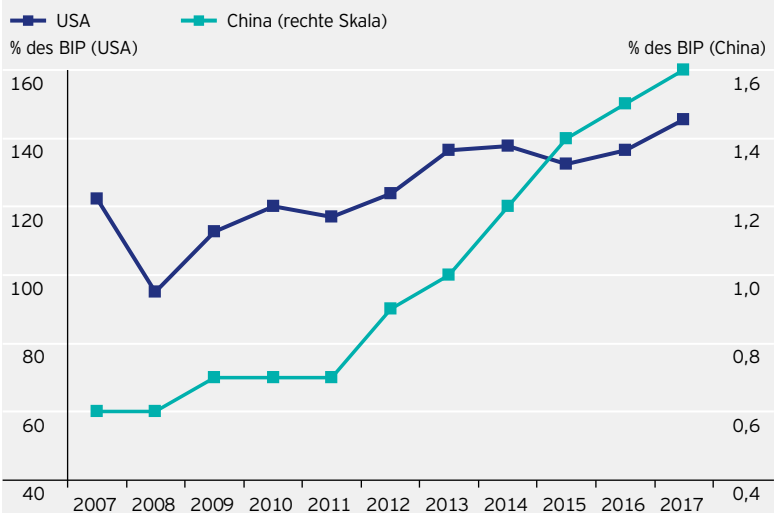
Ein wichtiger Grund für dieses Wachstum wird der zunehmende Wohlstand in China sein. Die verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen steigen hier schneller als das Bruttoinlandsprodukt (BIP), nämlich um 7,24% in den Jahren 2013 bis 2017.⁷ Mit zunehmendem Wohlstand dürften die chinesischen Haushalte weniger sparen und mehr investieren, um ihr Vermögen zu sichern oder zu mehren. 2017 hielten private Pensionspläne in den USA ein Vermögen von insgesamt etwa 28,17 Billionen US-Dollar, was 145,3% des US-BIP entspricht (Abbildungen 2 und 3).

Abbildung 2
Vermögen von Pensionsfonds (zweite und dritte Säule)



Quelle: OECD, „Pension Markets in Focus 2018“. Jahresdaten Stand 2017.

Abbildung 3
Vermögen von Pensionsfonds (zweite und dritte Säule)



Quelle: OECD, „Pension Markets in Focus 2018“. Jahresdaten Stand 2017.



In China beträgt das Volumen privater Pensionspläne nur 197,8 Milliarden US-Dollar oder 1,6% des BIP.⁸ Der Markt für Laufzeitfonds kann also noch stark wachsen.

Auch die demografische Entwicklung wird für Wachstum sorgen. Ende 2017 betrug der Abhängigkeitsquotient (Rentner/Erwerbstätige) 15,9% und lag damit fast einen ganzen Prozentpunkt über dem Wert von 2016 (15%).⁹ Die Anforderungen an die Altersvorsorge in China werden daher steigen, und das Rentensystem muss damit zurechtkommen.

Hinzu kommt das Wachstum der chinesischen Kapitalmärkte. Zu den jüngsten Bemühungen Pekings um eine Stärkung der Kapitalmärkte und des Assetmanagement-Sektors kommt das wachsende Interesse der Assetmanager an Dachfonds hinzu. Es zeigt, dass sie dem chinesischen Markt für private Rentenversicherungen noch einiges zutrauen. Wir glauben, dass es in absehbarer Zeit immer mehr Finanzprodukte geben wird, die die Entwicklung des chinesischen Laufzeitfondsmarktes fördern.

Wir erwarten neue Anlagemöglichkeiten.

Fazit

Die neuen Richtlinien der chinesischen Behörden aus dem März 2018 haben den Markt für Dachfonds zur Altersvorsorge geöffnet. Wir glauben, dass Laufzeitfonds zu den beliebtesten Produkten zählen werden und rechnen damit, dass sozioökonomische Entwicklungen den Markt weiter wachsen lassen. Anhaltende politische Reformen dürften in den nächsten ein oder zwei Jahrzehnten für enormes Marktwachstum sorgen. Wir erwarten deshalb neue Anlagemöglichkeiten.

Über den Autor



Nixon Mak

Head of Hong Kong Pensions & Solutions Strategist, Invesco Asia Pacific
Nixon Mak kam 2016 zu Invesco. Er ist Head of Hong Kong Pensions und Solutions Strategist Asia Pacific. Nixon Mak hat 20 Jahre Investmenterfahrung und ist jetzt für die Allokation der anlageklassenübergreifenden Strategien der Pensionfonds und des Mandatory Provident Fund (MPF) von Invesco Hong Kong verantwortlich. Außerdem identifiziert er Chancen für die Entwicklung neuer Multi-Asset-Produkte und Lösungen für Kunden in der Region Asien-Pazifik.

Anmerkungen

- 1 2018 Investment Company Fact Book, Investment Company Institute.
- 2 Ebd.
- 3 Annual Report on the State of Human Resource and Social Security Development in China 2017, Ministry of Human Resources and Social Security, China.
- 4 National Housing Provident Fund Report 2016, Ministry of Finance, China.
- 5 401(k)-Pläne sind eine vom Arbeitgeber geförderte Altersvorsorge in den USA.
- 6 „The Future of Retirement in China“, Society of Actuaries (US), 2017.
- 7 National Bureau of Statistics of China.
- 8 Pension Markets in Focus 2018, OECD.
- 9 National Bureau of Statistics of China, abgerufen am 17. Oktober 2018. Der Abhängigkeitsquotient wird definiert als Quotient aus der Zahl der Rentner ab 65 Jahren und der Zahl der Erwerbstätigen von 15 bis 64 Jahren.

Low Volatility Anchoring

von Michael Milano und Sergey Protchenko

Kurz gefasst

Wir untersuchen die Entwicklung der Faktor-exposures eines Minimum-Varianz-Portfolios, eines Marktportfolios und eines darauf aufbauenden Low-Volatility-Portfolios. Außerdem zeigen wir, dass ein solches Portfolio - anders als die beiden Ankerportfolios - im Zeitablauf stabile Faktorexposures zu Qualität, Momentum und Value haben kann. Mit diesem Ansatz lässt sich das Nutzen der Volatilitätsanomalie (Low-Volatility-Anomalie) unmittelbar mit einem Exposure zu Qualität, Momentum und Value verbinden. Mit auf dem Minimum-Varianz- oder Marktportfolio basierenden Konzepten ist das so nicht gegeben.

Es gibt immer mehr Belege dafür, dass stabile Aktien vergleichsweise hohe Renditen erzielen. Daher werden immer mehr Investmentprodukte mit dem Ziel entwickelt, diese sogenannte Low-Volatility-Anomalie auszunutzen. Diese Produkte setzen auf unterschiedliche Stile, von traditionellem aktivem Management bis zu passiven Indexstrategien.

Einer der ersten Lehrbuchansätze zur Nutzung der Low-Volatility-Anomalie ist eine Minimum-Varianz-Strategie.

Einer der ersten Lehrbuchansätze zur Nutzung der Low-Volatility-Anomalie ist eine Minimum-Varianz-Strategie. Sie zielt darauf ab, das Gesamtrisiko eines diversifizierten Portfolios risikobehafteter Vermögenswerte zu minimieren. Man hat Indizes mit genau diesem Ziel entwickelt. So werden die MSCI-Minimum-Volatility-Indizes aus einem jeweils zugrunde liegenden MSCI-Index abgeleitet, indem mit einer geschätzten Kovarianzmatrix der Einzelwerte unter bestimmten Nebenbedingungen die absolute Volatilität minimiert wird. Dieser Ansatz hat den Vorteil, dass er einfach und relativ kostengünstig ist. Offensichtlich sind weder auf der Titel- noch auf der Portfolioebene Renditeprognosen erforderlich, da nicht Renditemaximierung, sondern Volatilitätsminimierung angestrebt wird. Doch so ansprechend die Transparenz dieses Konzepts auch sein mag, die resultierende Portfoliostruktur hängt in hohem Maße von den vergangenen Korrelationen zwischen den verfügbaren Anlageoptionen ab, wobei die jüngste Vergangenheit besonders hoch gewichtet wird.¹ Wenn die zukünftigen Einzelwertvolatilitäten und -korrelationen denen der jüngeren Vergangenheit ähneln, dürfte der Ansatz in der Praxis gut funktionieren. Doch das ist unter Umständen nicht der Fall, wenn sich das Marktumfeld ändert.

Andere Ansätze verwenden entweder einen Low-Volatility-Faktor oder einen Portfoliokonstruktionsprozess, der die Risiko-Rendite-Vorteile volatilitätsarmen Investierens mit längerfristigen Renditeerwartungen und Renditetreibern verbindet. Für uns sind das Minimum-Varianz-Portfolio und das kapitalisierungsgewichtete Marktportfolio (zum Beispiel der S&P 500 in den USA) natürliche Anker für den Portfoliokonstruktionsprozess. Indem wir ein Risikoniveau



anstreben, das unter dem des Marktportfolios, aber über dem des Minimum-Varianz-Portfolios liegt, nutzen wir die Risiko-Rendite-Vorteile der Low-Volatility-Anomalie ebenso wie langfristige Faktorexposures.

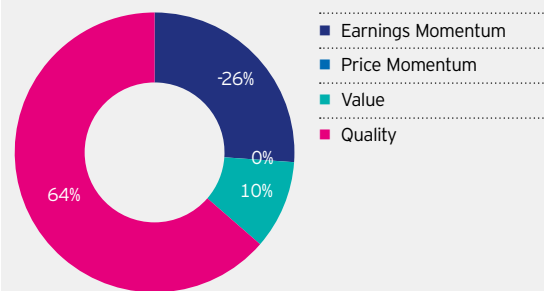
Wichtig ist zu verstehen, dass die den beiden Anker unseres Risikoziels zugrunde liegenden Rendite-treiber nicht statisch sind. Was meinen wir damit? Wir wissen alle, dass der Markt manchmal „billig“ und manchmal „teuer“ ist. Aus Faktorsicht bedeuten „billig“ und „teuer“ ein hohes bzw. niedriges Exposure zum Faktor Value (Bewertung). Daneben verfolgen wir

die Faktoren Quality (Qualität), Earnings Momentum (Gewinnmomentum) und Price Momentum (Kursmomentum). Im Folgenden analysieren wir die Faktorexposures des Minimum-Varianz-Portfolios, des Marktportfolios und eines Low-Volatility-Portfolios.

Faktorexposures des Minimum-Varianz-Portfolios

Ein Minimum-Varianz-Portfolio hat naturgemäß ein negatives Volatilitätsexposure. Aber welche anderen Eigenschaften hat es noch? Wir würden beispielsweise positive Exposures zu den Faktoren Quality und Value erwarten. Abbildung 1 zeigt die durchschnittlichen Faktorexposures eines Minimum-Varianz-US-Portfolios von Januar 1994 bis Mai 2018.

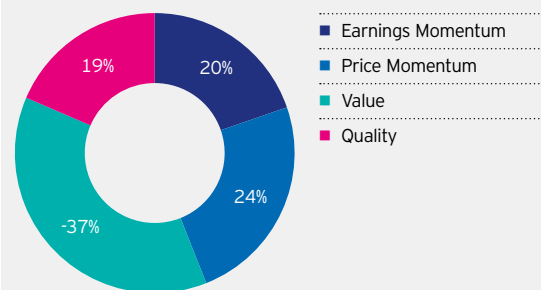
Abbildung 1
Durchschnittliche Faktorexposures eines Minimum-Varianz-US-Portfolios



Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI USA Minimum Volatility (USD) Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.
Alle Angaben für Zeitpunkte vor der Auflegung im Juni 2008 sind Backtest-Daten. Dies sind keine tatsächlich realisierten, sondern hypothetische Daten. Backtest-Daten sind zwar im Nachhinein, aber nach der bei der offiziellen Auflegung des Index gültigen Methode berechnet worden. **Die tatsächliche oder hypothetische Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.** In einen Index kann nicht investiert werden.

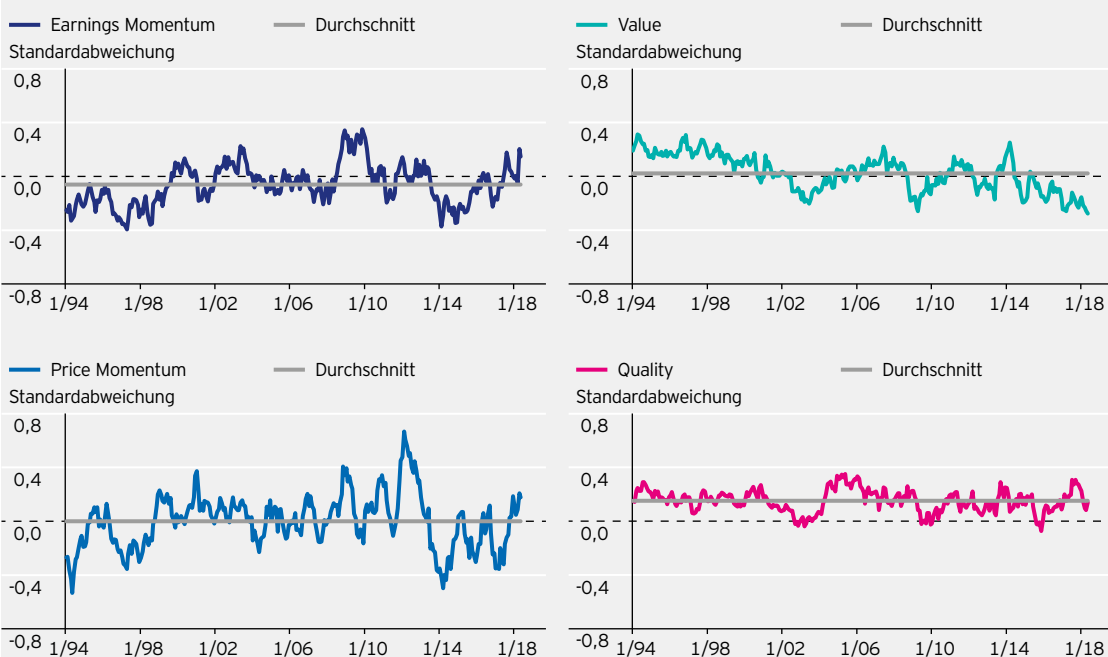
Offenkundig dominiert der Faktor Quality, gefolgt vom Faktor Value. Im Durchschnitt setzt das Portfolio

Abbildung 2
Faktorexposures eines Minimum-Varianz-US-Portfolios im Mai 2018



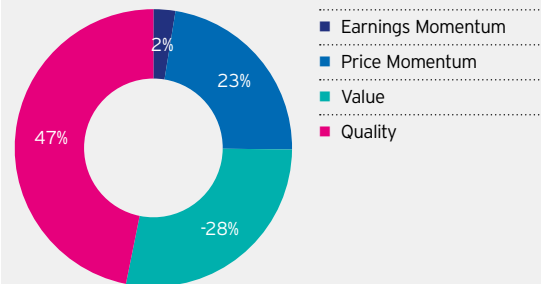
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI USA Minimum Volatility (USD) Index für Mai 2018.
Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 3
Entwicklung der Faktorexposures eines Minimum-Varianz-US-Portfolios



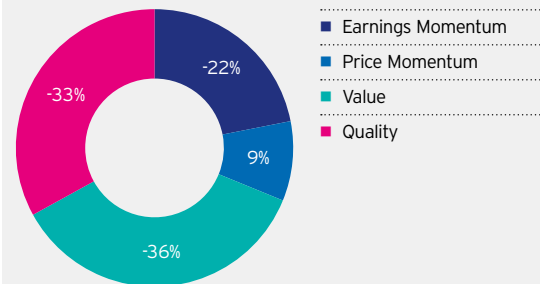
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI USA Minimum Volatility (USD) Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 4
Durchschnittliche Faktorexposures eines Minimum-Varianz-EU-Portfolios



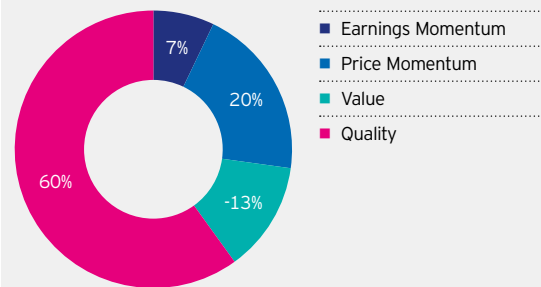
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI Europe Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 6
Faktorexposures eines Minimum-Varianz-EU-Portfolios im Mai 2018



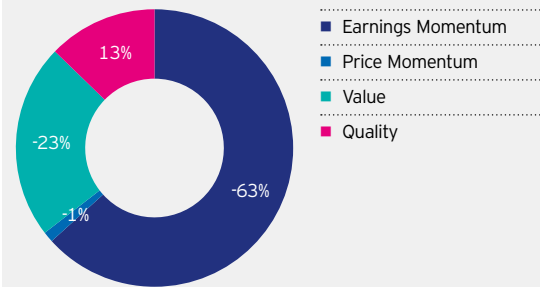
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI Europe Index für Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 5
Durchschnittliche Faktorexposures eines Minimum-Varianz-Weltportfolios



Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI World Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 7
Faktorexposures eines Minimum-Varianz-Weltportfolios im Mai 2018



Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI World Index für Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

nicht auf das Earnings Momentum, das Exposure ist sogar negativ. Diese Durchschnittsergebnisse sind absolut plausibel, aber Faktorexposures sind nicht statisch. Beispielsweise waren sie im Mai 2018 ganz anders (Abbildung 2), als die Momentumfaktoren dominierten. Das Exposure war sowohl zum Price Momentum als auch zum Earnings Momentum höher als zu Quality, und das Value-Exposure war negativ.

Auch wenn die Exposures im Mai 2018 für ein Minimum-Varianz-Portfolio sehr ungewöhnlich erscheinen, sind sie doch absolut plausibel. Zu dieser Zeit war der US-Markt von fünf hoch bewerteten Unternehmen mit starkem Earnings Momentum und Price Momentum dominiert. Aufgrund ihrer niedrigen Volatilität bildeten sie plötzlich den Kern des Minimum-Varianz-Portfolios.

Ein steigendes Exposure zu Momentumfaktoren ist nicht ungewöhnlich. Wie aus Abbildung 3 ersichtlich ist, gibt es häufig Phasen mit überdurchschnittlichen Exposures zu diesen Faktoren. Beispielsweise stieg das Exposure zum Earnings Momentum im November 2008 deutlich, und seit seinem Allzeittief im Februar 2014 ist es stetig gestiegen. Gleichzeitig fiel das Value-Exposure im Mai 2018 auf ein Allzeittief.

Wenn der Low-Volatility-Ansatz darin besteht, einfach den MSCI USA Minimum Volatility (USD) Index nachzubilden oder ein Portfolio mit dieser Benchmark aktiv zu managen, geht das Exposure zur Low-Vola-

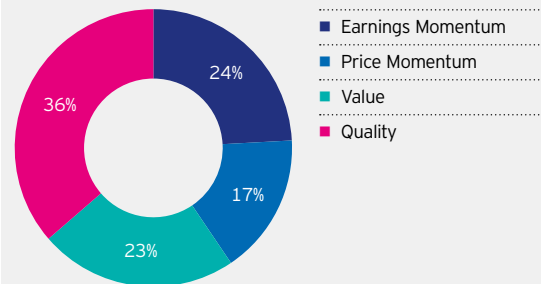
tility-Anomalie mit zusätzlichen, nicht immer einleuchtenden oder wünschenswerten Exposures einher. Im Mai 2018 hätte ein Anleger in einem einfachen Minimum-Varianz-Portfolio ein teures, momentumlastiges Portfolio mit ganz anderen Exposures als in der Vergangenheit gehabt.

Minimum-Varianz-EU-Portfolio und Minimum-Varianz-Weltportfolio

Vergleicht man das Minimum-Varianz-US-Portfolio mit seinen auf dem MSCI EU bzw. MSCI World basierenden Pendanten, so erkennt man einige Strukturunterschiede. Während alle drei ein hohes Quality-Exposure haben (Abbildungen 1, 4 und 5), unterscheiden sich ihre Exposures zu den Faktoren Momentum und Value erheblich. Das Minimum-Varianz-US-Portfolio hat im Durchschnitt ein positives Value-Exposure und ein negatives Momentum-Exposure, während dies beim EU- und beim Weltportfolio umgekehrt ist.

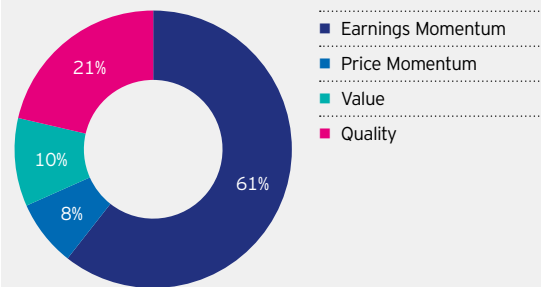
Ähnlich wie das US-Portfolio scheinen im Mai 2018 auch das Minimum-Varianz-EU-Portfolio und das Minimum-Varianz-Weltportfolio aus dem üblichen Rahmen zu fallen (Abbildungen 2, 6 und 7). Das Minimum-Varianz-EU-Portfolio behält sein positives Exposure zum Price Momentum, während alle anderen Exposures negativ werden. Dagegen behält das Minimum-Varianz-Weltportfolio sein positives Quality-Exposure, während alle anderen Exposures negativ werden.

Abbildung 8
Durchschnittliche Faktorexposures eines US-Marktportfolios



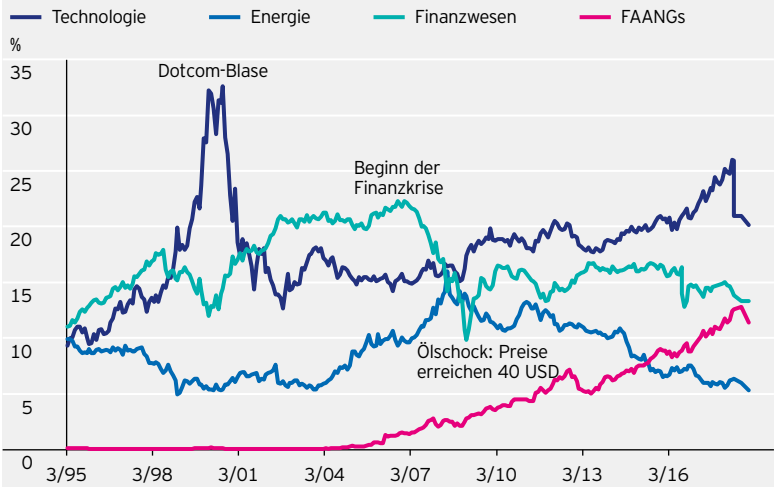
Auf Basis von Monatsdaten für den S&P 500 Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: S&P, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 9
Faktorexposures eines US-Marktportfolios im Mai 2018



Auf Basis von Monatsdaten für den S&P 500 Index für Mai 2018.
 Quellen: S&P, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 10
Entwicklung der S&P-Sektorgewichte

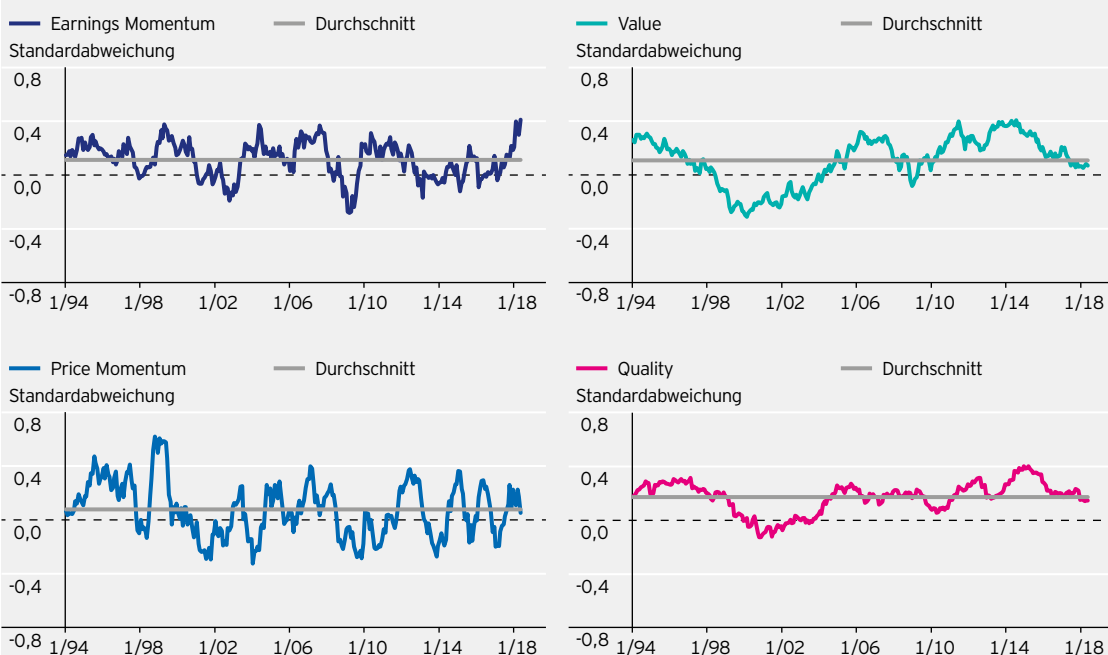


Auf Basis von Monatsdaten für den S&P 500 Index von März 1995 bis Dezember 2018.
 Quelle: S&P. Die FAANGs sind fünf teure Unternehmen, die den S&P 500 dominierten.

Faktorexposures des Marktportfolios

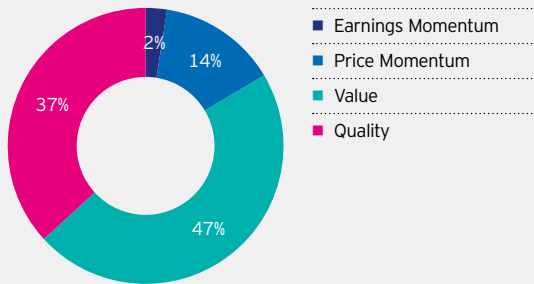
Die Faktorexposures des anderen Volatilitätsankers, des kapitalisierungsgewichteten Marktportfolios (in diesem Fall der S&P 500), schwanken ähnlich stark wie die des Minimum-Varianz-Portfolios. Im Durchschnitt hat der S&P 500 zu allen vier Faktoren positive Exposures, wobei Quality die anderen Faktoren leicht dominiert (Abbildung 8). Auch hier fällt der Mai 2018 aus dem Rahmen: In diesem Monat wurde das Portfolio vom Earnings Momentum dominiert, das 61% des gesamten Faktorexposure ausmachte (Abbildung 9).

Abbildung 11
Entwicklung der Faktorexposures eines US-Marktportfolios



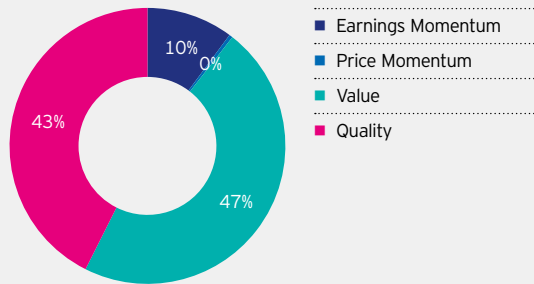
Auf Basis von Monatsdaten für den S&P 500 Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: S&P, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 12
Durchschnittliche Faktorexposures eines EU-Marktportfolios



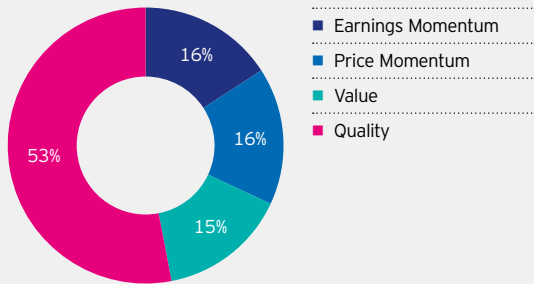
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI EU Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 14
Faktorexposures eines EU-Marktportfolios im Mai 2018



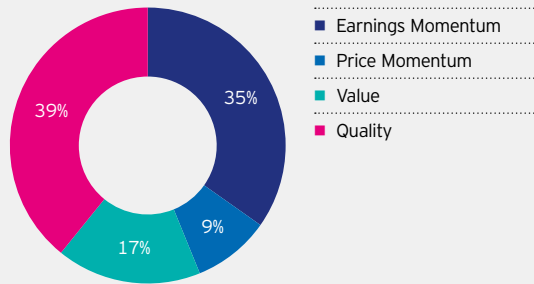
Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI EU Index für Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 13
Durchschnittliche Faktorexposures eines Weltmarktportfolios



Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI World Index von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Abbildung 15
Faktorexposures eines Weltmarktportfolios im Mai 2018



Auf Basis von Monatsdaten für den MSCI World Index für Mai 2018.
 Quellen: MSCI, Berechnungen von Invesco.

Wieder waren ein paar teure Unternehmen für die Dominanz der Momentumfaktoren verantwortlich (Abbildung 10). Außerdem zeigt Abbildung 11, dass ein zunehmendes Exposure zum Faktor Earnings Momentum - im Prinzip auf ein Zehnjahreshoch - mit einem abnehmenden Value-Exposure - auf ein Zehnjahrestief - einherging.

EU-Marktportfolio und Weltmarktportfolio

Die Ankerpendants zum Minimum-Varianz-EU-Portfolio und zum Minimum-Varianz-Weltportfolio sind das EU-Marktportfolio und das Weltmarktportfolio, die durch den MSCI EU Index bzw. den MSCI World Index repräsentiert werden. Aus den Abbildungen 8, 12 und 13 ist ersichtlich, dass alle drei Märkte im Durchschnitt positive Exposures zu den Alphafaktoren haben. Doch sie zeigen auch, dass diese drei Märkte nicht alle gleich sind. Value und Quality dominieren zusammen den EU-Markt, während das Faktorexposure des Weltmarktes zu mehr als der Hälfte auf den Faktor Quality entfällt.

Im Mai 2018 waren die Exposures des EU-Marktportfolios nicht wesentlich anders als im langfristigen Durchschnitt, während die Exposures des Weltmarktportfolios näher bei den Exposures des US-Marktportfolios lagen (Abbildungen 9, 14 und 15). Das Exposure des Weltmarktportfolios zum Earnings Momentum stieg im Mai 2018 erheblich, wenn auch nicht so stark wie im US-Marktportfolio. Angesichts des hohen Gewichts der USA im Weltindex ist das plausibel.

Faktorexposures eines Low-Volatility-Portfolios

Wir sind von einem Mehrfaktoren-Investmentansatz fest überzeugt. Die Low-Volatility-Anomalie wird durch den Portfoliokonstruktionsprozess genutzt, der das Volatilitätsziel am Minimum-Varianz-Portfolio und am Marktportfolio „verankert“ und stabile Exposures zu den vier Hauptfaktoren aufrechterhält. Abbildung 16 zeigt, dass alle drei Low-Volatility-Portfolios im Durchschnitt ein ausgewogenes Exposure zu allen Faktoren hatten. Dies änderte sich im Mai 2018 nicht wesentlich (Abbildung 17).

Das US-Low-Volatility-Portfolio hatte im gesamten Beobachtungszeitraum positive und signifikante Exposures zu allen vier Faktoren (Abbildung 18). Anders als das Minimum-Varianz-Portfolio, das zeitweise ein negatives Value-Exposure hatte, oder der S&P 500 (bei dem das Earnings Momentum

Das US-Low-Volatility-Portfolio hatte im gesamten Beobachtungszeitraum positive und signifikante Exposures zu allen vier Faktoren.

Worauf beruht die Low-Volatility-Anomalie? Fünf Gründe

Nach der traditionellen Kapitalmarkttheorie müssten sich volatile Aktien besser entwickeln als ihre stabilen Pendants, weil höhere Renditen als Entlohnung für höhere Risiken (z.B. mehr Volatilität) gelten. Doch in Wirklichkeit lassen volatilitätsarme Aktien den Markt oft hinter sich. Hier sind fünf Gründe für diese Anomalie. Die ersten drei sind kognitive Verzerrungen, die anderen beiden haben mit der Mikrostruktur des Marktes zu tun.

Verlustaversion: Mit dieser erstmals 1984 von Daniel Kahneman und Amos Tversky beschriebenen kognitiven Verzerrung ist die Neigung der Menschen gemeint, lieber Verluste (oder negative Erfahrungen) zu vermeiden, als gleich hohe Gewinne (oder positive Erfahrungen) zu machen. In einem Versuchsszenario, in dem ein beträchtlicher Gewinn und ein beträchtlicher Verlust gleich wahrscheinlich waren, war die Präferenz für die Vermeidung des Verlusts in der Regel durchschnittlich 1,5- bis 2,5-mal höher als die Präferenz für die Realisierung des gleich hohen Gewinns. Interessanterweise präferierten die Versuchspersonen, als sie zwischen einem sehr unwahrscheinlichen, aber extrem hohen Gewinn und der Vermeidung eines sehr wahrscheinlichen, aber begrenzten Verlusts wählen sollten, ganz überwiegend den unwahrscheinlichen, aber extrem hohen Gewinn. Dieser sogenannte Lotteriefekt erklärt nicht nur die Beliebtheit von Lotterien, sondern auch die Neigung von Anlegern, für einige wenige hochvolatile Investments systematisch zu viel zu zahlen, da sie die Chance (wenn auch mit minimaler Wahrscheinlichkeit) auf einen extrem hohen Gewinn bieten.

Selbstüberschätzung: Daniel Kahneman zeigte auch, dass Personen, die sich auf heuristische Methoden verlassen (Experimente, Versuch und Irrtum, Faustregeln), ihre subjektive Erfolgswahrscheinlichkeit überschätzen. Infolgedessen setzen sie Konfidenzintervalle für mögliche Ergebnisse häufig viel zu eng. Selbstüberschätzung führt zu einer überhöhten Nachfrage nach hochvolatilen Aktien, da die Anleger ihre Fähigkeit, extrem renditestarke Titel auszuwählen, systematisch überschätzen. Durch diese Übernachfrage werden solche Aktien überbewertet, sodass sie eine geringere Rendite abwerfen als ähnliche Titel mit niedrigerer Volatilität.

Repräsentativitätsheuristik: Eine weitere von Kahneman und Tversky 1974 festgestellte kognitive Verzerrung ist die Neigung, die Wahrscheinlichkeit eines bestimmten Ereignisses zu überschätzen, wenn dieses mit einem prototypischen Ereignis derselben Kategorie Merkmale gemein hat. Vereinfacht gesagt, überschätzt man oft die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses, das zu den eigenen Klischees passt. In der Praxis führt dies ebenfalls zur Überbewertung von volatileren Aktien, wenn diese in den Augen der Anleger ein Merkmal mit anderen volatilen, aber äußerst performancestarken Aktien gemein haben.

So überzeugend diese Argumente sein mögen, erklären sie doch nicht vollständig, warum die Low-Volatility-Anomalie nicht wegarbitriert wird, sobald sie bekannt wird. An dieser Stelle kommt die Marktstruktur ins Spiel:

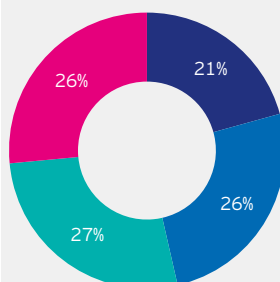
Leverage-Restriktionen und Leverage-Aversion: Wie erstmals 1972 von Black, Scholes und Jensen angesprochen und 1992 von Fischer Black und Robert Litterman diskutiert wurde, halten Regeln und Restriktionen viele große Marktteilnehmer von Leerverkäufen und jeder Form von Hebelung ab. Unternehmen sowie viele Publikums- und Spezialfondsmanager dürfen nicht das geringste Leverage einsetzen, um die erwarteten Renditen ihrer Fonds zu steigern. Stattdessen sind sie gezwungen, sich bei höherer Risikobereitschaft auf volatilere Aktien zu konzentrieren. Auch das kann zu einer Überbewertung hochvolatiler Aktien führen und somit deren Renditechancen einschränken.

Benchmarking: Die Fähigkeiten von Fondsmanagern werden in der Regel anhand des Mehrertrags und des Tracking Error gegenüber einer festen, marktkapitalisierungsgewichteten Benchmark bewertet. Eine Aktie mit niedrigem Beta bräuchte unter dem Strich einen entsprechend höheren erwarteten Mehrertrag, um den erhöhten Tracking Error auszugleichen. Fondsmanager mit Tracking-Error-Vorgaben haben dadurch einen natürlichen Anreiz, in Titel mit höherem Beta zu investieren. Die Folge ist wiederum eine Überbewertung und damit ein geringeres Renditepotenzial von volatileren Aktien. Darauf wies erstmals 1993 M. J. Brennan hin sowie 2010 Baker, Bradley und Wurgler.

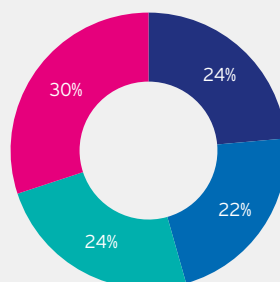
Abbildung 16

Durchschnittliche Faktorexposures von Low-Volatility-Portfolios

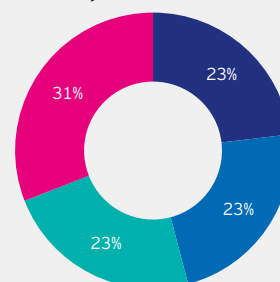
a) US-Portfolio



b) EU-Portfolio

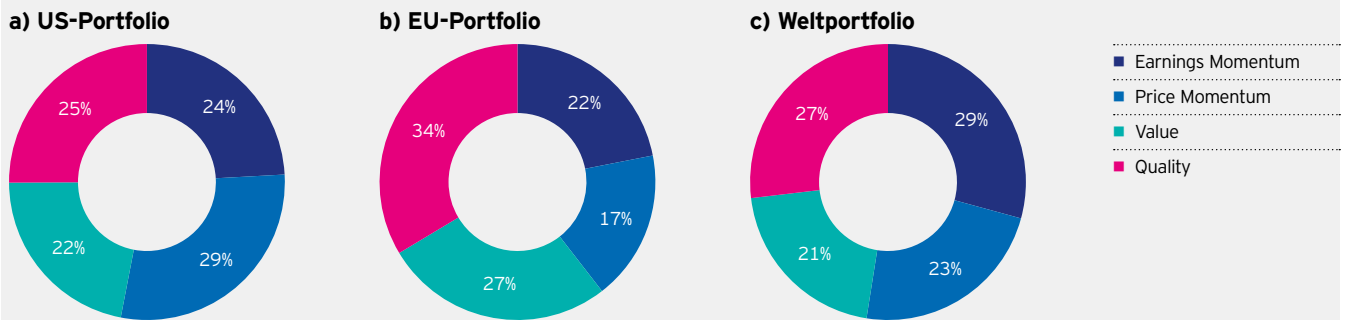


c) Weltportfolio



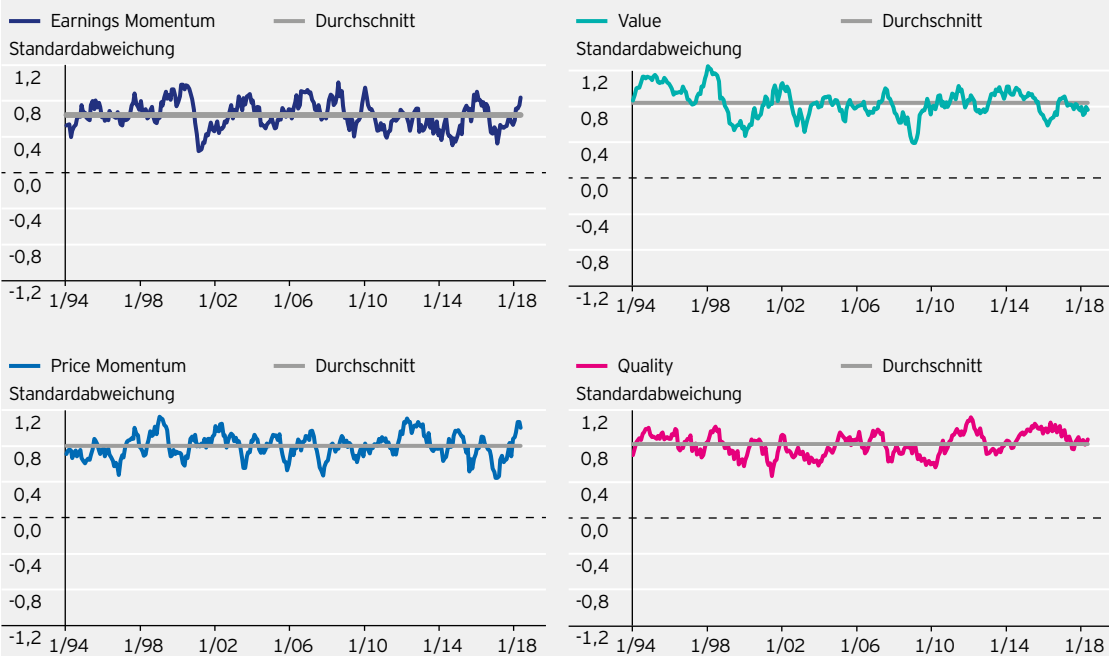
Auf Basis von Monatsdaten für die Low-Volatility-Portfolios von Januar 1994 bis Mai 2018.
Quelle: Invesco.

Abbildung 17
Faktorexposures der Low-Volatility-Portfolios im Mai 2018



Auf Basis von Monatsdaten für die Low-Volatility-Portfolios im Mai 2018.
 Quelle: Invesco.

Abbildung 18
Entwicklung der Faktorexposures des Low-Volatility-US-Portfolios



Auf Basis von Monatsdaten für das Low-Volatility-Portfolio von Januar 1994 bis Mai 2018.
 Quelle: Invesco.

dominierte) behielt das Low-Volatility-Portfolio ausgewogene Exposures zu allen Faktoren.

Der Low-Volatility-Ansatz ergab ein Portfolio, das weniger volatil als das Marktportfolio und nicht übermäßig auf einen Faktor konzentriert war.

Tabelle 1 zeigt, dass das Minimum-Varianz-Portfolio im Mai 2018 mit einem Gesamtgewicht von 40% auf die Sektoren Versorgungsbetriebe und Konsumgüter konzentriert war. Das Marktportfolio war in Informationstechnologie-Aktien mit fast 30% sehr hoch gewichtet. Aufgrund unseres Ansatzes war das Low-Volatility-Portfolio in den Sektoren Versorgungsbetriebe, Werkstoffe, Informationstechnologie, Industrie und Finanzinstitute recht ausgewogen gewichtet, um die Low-Volatility-Anomalie zu nutzen und die angestrebten Exposures aufrechtzuerhalten.

Der Low-Volatility-Ansatz ergab ein Portfolio, das weniger volatil als das Marktportfolio und nicht übermäßig auf einen Faktor konzentriert war.

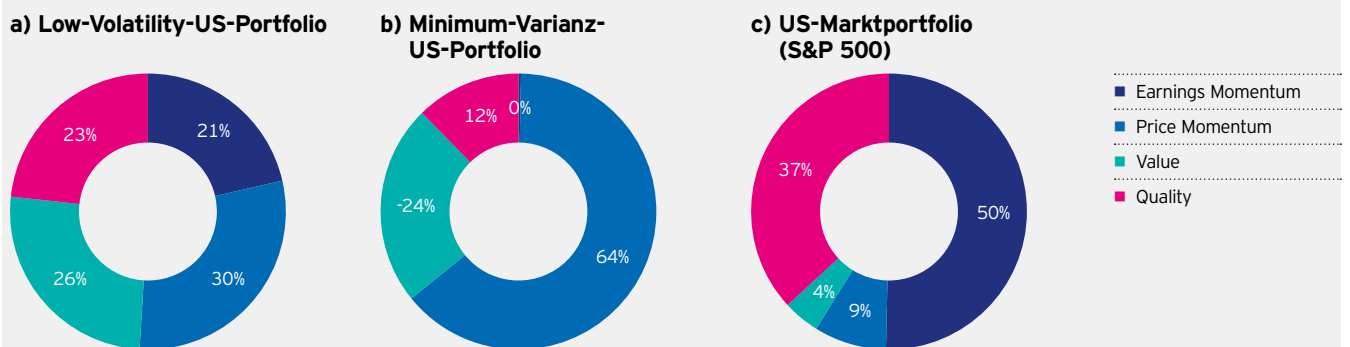
Abbildung 19 zeigt die Faktorexposures der US-Portfolios zum Stand Dezember 2018. Demnach blieben die Faktorexposures des Low-Volatility-Portfolios

Tabelle 1
Nettogewichte des US-Portfolios im Mai 2018

Sektoren	Minimum-Varianz-Portfolio	S&P-500-Portfolio	Low-Volatility-Portfolio
Versorgungsbetriebe	23,7%	2,9%	14,6%
Kommunikationsdienste	1,2%	1,9%	8,6%
Werkstoffe	5,7%	2,9%	10,2%
Informationstechnologie	6,9%	28,7%	13,2%
Industrie	4,2%	9,9%	20,5%
Gesundheitswesen	7,3%	13,8%	6,9%
Finanzinstitute	13,0%	17,4%	10,0%
Energie	5,7%	6,2%	7,5%
Basiskonsumgüter	12,6%	7,3%	1,3%
Konsumgüter	19,8%	9,0%	7,2%

Quellen: MSCI, S&P, Invesco.

Abbildung 19
Faktorexposures der US-Portfolios Ende 2018



Auf Basis von Monatsdaten für die Portfolios. Stand: Dezember 2018.
 Quelle: Invesco.

trotz des Markteinbruchs im vierten Quartal 2018 ausgewogen. Beim S&P 500 sank das dominante Exposure zum Earnings Momentum etwas zugunsten von Quality, und die Faktorexposures des Minimum-Varianz-Portfolios waren sehr stark vom Price Momentum dominiert.

Bei der Beurteilung eines Low-Volatility-Ansatzes muss man sich der „Anker“ des Portfolios bewusst sein.

Fazit

Bei der Beurteilung eines Low-Volatility-Ansatzes muss man sich der „Anker“ des Portfolios bewusst sein. Mit einem Portfolio mit minimaler oder nahezu minimaler Varianz nutzt der Investor zwar die Low-Volatility-Anomalie, geht aber möglicherweise unerwünschte Risiken ein, wie etwa ein negatives Value-Exposure in momentumgetriebenen Phasen. Verankert der Investor das Portfolio dagegen an einem kapitalisierungsgewichteten Marktindex, um ein Portfolio mit niedrigerer Volatilität (aber ähnlichen Exposures) zu konstruieren, so kann er leicht ein hoch konzentriertes Portfolio erhalten - wie im Mai 2018, als das Earnings Momentum dominierte. Investoren sollten die verschiedenen Ansätze kennen, denn die Wahl des Ansatzes wirkt sich direkt auf die Gesamtperformance ihres Portfolios aus.

Über die Autoren



Michael Milano

Portfolio Manager Associate,
Invesco Quantitative Strategies
Michael Milano analysiert die Performance von Portfolios und Modellen. Außerdem arbeitet er an der Investmentkommunikation und im Reporting mit.



Sergey Protchenko

Senior Quantitative Research Analyst,
Invesco Quantitative Strategies
Sergey Protchenko arbeitet an der Entwicklung quantitativer Modelle für das Management von Aktienportfolios mit Titeln aller Größenklassen und der Asset-Allokation mit. Er ist verantwortlich für statistische Tests, Faktoranalysen, Koeffizientenberechnungen und Performanceanalysen.

Anmerkung

1 MSCI Minimum Variance Index Construction, Barra Global Equity Model Handbook.

Gleichgewichtete Sektorportfolios

von Brad Smith

Kurz gefasst

In diesem Beitrag kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Gleichgewichtung der Einzelwerte in sektorspezifischen mehr Vorteile bietet als in umfassenderen Aktienportfolios. Dafür sprechen viele deskriptive Statistiken für kapitalisierungs- und gleichgewichtete S&P-500-Sektorportfolios über die letzten zehn Jahre.

Im Folgenden zeigen wir, dass gleichgewichtete Aktienstrategien in den letzten zehn Jahren Mehrertrag gegenüber kapitalisierungsgewichteten Strategien erzielt haben. Wir möchten erreichen, dass die Gründe dafür besser verstanden werden, sodass gleichgewichtete Strategien transparenter und leichter zu beurteilen sind. Investoren sollte klar sein, dass gleichgewichtete Strategien eine spezielle Form von Factor Investing sind, die sich in bestimmten Punkten von anderen Konzepten unterscheidet.¹ Kurz gesagt: Gleichgewichtete Strategien führen indirekt zu einem Portfolio mit einer Übergewichtung des Small-Cap-Faktors, was unserer Ansicht nach einen Großteil der Ergebnisse erklärt. Die Strategie hat aber auch eine gewisse Übergewichtung des Faktors Value zur Folge. Wir untersuchen diesen Ansatz und seine Anwendung auf Sektorportfolios genauer. Wenn man im Rahmen seiner Investmentstrategie die Sektorallokation steuert, so glauben wir, sind gleichgewichtete Portfolios oft sehr interessant, insbesondere im Vergleich zu kapitalisierungsgewichteten Sektorstrategien.



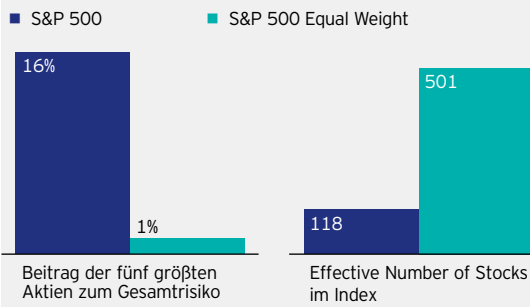
Zunächst befassen wir uns mit einer gleichgewichteten Strategie für den Gesamtmarkt. Gegenüber einer Kapitalisierungsgewichtung hat die Gleichgewichtung vor allem zwei Vorteile:

1. Geringere Konzentration und dadurch die Aussicht auf mehr Diversifikation
2. Günstige Faktorgewichtungen

Diese Vorteile sind für umfassende Aktienportfolios gut dokumentiert; dieser Beitrag enthält hierzu einige wichtige zusammenfassende Kennzahlen. Üblicherweise gehen diese Vorteile aber mit manchen zusätzlichen Risiken einher, beispielsweise höherer Volatilität und ausgeprägteren Verlustphasen. Hinzu kommt, dass die Gleichgewichtung der Performance in Trendmärkten (Momentummärkten) tendenziell schadet - denn das Portfolio wird systematisch so angepasst, dass Unternehmen mit einer

In diesem Beitrag wollen wir die Auswirkungen der Gleichgewichtung in konzentrierten Portfolios untersuchen, beispielsweise in sektorspezifischen.

Abbildung 1
Die Auswirkungen der Gleichgewichtung



Quelle: FactSet. Stand: 31. Dezember 2018. FactSet Research Systems, Inc. Man kann nicht direkt in einen Index investieren. Zur Berechnung der „Effective Number of Stocks“ vgl. Anmerkung 2.

zuletzt guten Performance (höheres Momentum) niedriger gewichtet werden. In diesem Beitrag wollen wir die Auswirkungen der Gleichgewichtung in konzentrierteren Portfolios untersuchen, beispielsweise in sektorspezifischen. Dabei zeigt sich, dass die Diversifikationsvorteile der Gleichgewichtung hier aufgrund geringerer Einzelwertrisiken ausgeprägter sind.

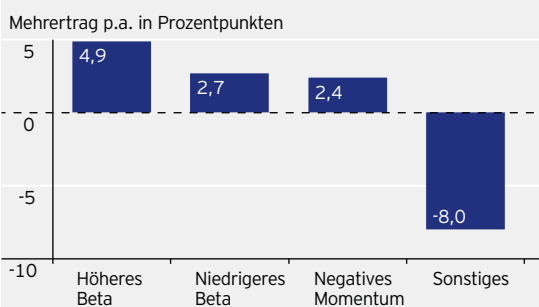
Mehr Diversifikationspotenzial

Die Kapitalisierungsgewichtung führt dazu, dass die Titel mit der höchsten Marktkapitalisierung einen wesentlichen Teil der Portfoliopformance bestimmen. Im S&P 500 haben die zehn größten Unternehmen 25% Anteil an der Kursvolatilität. Dieses hohe einzelwertspezifische Risiko lässt sich durch eine Gleichgewichtung des Portfolios verringern. Sie führt dazu, dass das Risiko durch die größten Positionen substanzial reduziert und gleichmäßiger über das Gesamtportfolio verteilt wird. Infolgedessen ist die „Effective Number of Stocks“ des Portfolios gemessen am Herfindahl-Index höher (Abbildung 1).²

Wünschenswerte Faktorgewichtungen

Die Gleichgewichtung von Aktien führt dazu, dass Small Caps höher gewichtet werden als bei einer Kapitalisierungsgewichtung. Es ist gut dokumentiert, dass dies zu Mehrerträgen, sogenannten Faktorprämien, führen kann. Aufgrund seiner performance-

Abbildung 2
Erklärung des Mehrertrags des S&P 500 Equal Weight ggü. dem S&P 500



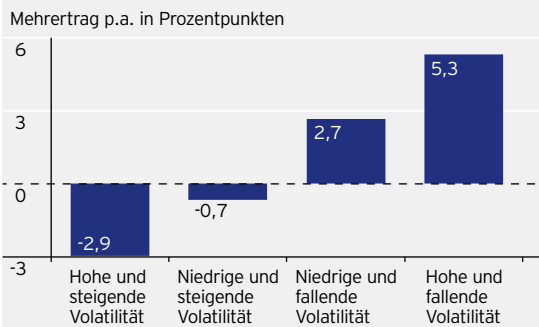
Quelle: FactSet. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.

Tabelle 1
Portfoliotheoretische Kennziffern über zehn Jahre

	Beta	Volatilität	Ertrag p.a.
S&P 500 Equal Weight Index	1,11	15,6%	15,0%
S&P 500 Index	1,00	13,6%	13,1%

Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018.

Abbildung 3
Mehrertrag durch Gleichgewichtung nach Volatilitätsregimen



Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.

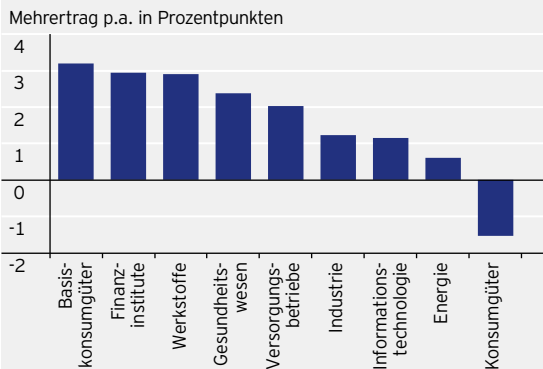
steigernden Faktorgewichte hat der gleichgewichtete S&P 500 Index in jedem Zehnjahreszeitraum seit April 2003 Mehrertrag gegenüber dem kapitalisierungsgewichteten S&P 500 Index erzielt. Bei Umschichtungen verkauft die gleichgewichtete Strategie Aktien, die überdurchschnittlich im Wert gestiegen sind, um Titel zu kaufen, deren Anteil gefallen ist. In der Regel hat dies zur Folge, dass die Strategie in niedrigkapitalisierteren und volatileren Titeln übergewichtet ist. Der Momentumfaktor ist hingegen untergewichtet (Abbildung 2).

Dies bewirkt, dass eine gleichgewichtete Strategie volatiler ist und ein höheres Beta hat. In der Vergangenheit hat das zu Mehrertrag geführt, wenn die Volatilität hoch war, aber zurückging (Tabelle 1 und Abbildung 3).

Gleichgewichtete Sektorindizes

Bei Sektorindizes hat die Gleichgewichtung ähnliche Effekte. Einige der möglichen Stärken treten aber deutlicher zutage, und einige Nachteile werden verringert. Ähnlich wie bei der Gleichgewichtung des S&P 500 führt die Gleichgewichtung bei Sektorindizes zu langfristigen Mehrerträgen und höheren risiko-adjustierten Erträgen (Abbildungen 4 und 5). In den letzten zehn Jahren erzielten alle gleichgewichteten Sektorindizes mit Ausnahme des Konsumgütersektors Mehrertrag gegenüber den kapitalisierungsgewichteten Pendanten. Entscheidend für den Minderertrag im Konsumgütersektor war, dass bei der Gleichgewichtung ein bestimmtes Unternehmen um acht Prozentpunkte untergewichtet wurde. Dieses Unternehmen erzielte im Berichtszeitraum aber 40% Ertrag p.a. Aufgrund ihrer begrenzten Datenhistorie

Abbildung 4
Mehrerträge gleichgewichteter Sektorindizes über zehn Jahre ggü. kapitalisierungsgewichteten Indizes



Quelle: Bloomberg L.P. Zeitraum: Dezember 2008 bis Dezember 2018. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.**

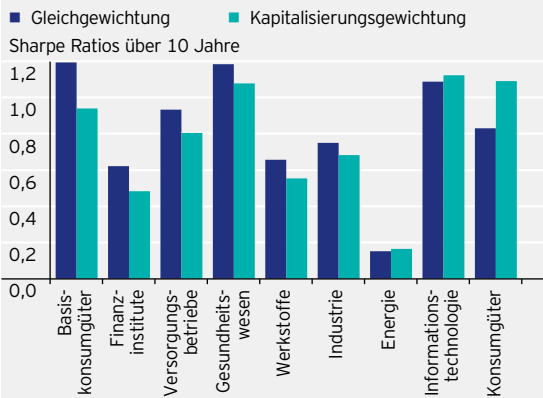
wurden die Sektoren Immobilien und Kommunikationsdienstleistungen aus unserer Analyse ausgeschlossen.

In den letzten zehn Jahren verzeichneten sechs der neun untersuchten gleichgewichteten Sektorindizes höhere Sharpe Ratios als die kapitalisierungsgewichteten Pendanten (Abbildung 5).

Viele der Stärken einer Gleichgewichtung bleiben erhalten, wenn man sie auf Sektorportfolios anwendet, und zugleich werden einige der Schwächen gemindert. Es überrascht, dass sich das höhere Beta und die höhere Volatilität des gleichgewichteten S&P 500 Index in den gleichgewichteten Sektorindizes nicht wiederholen. Wenn das US-Marktportfolio kapitalisierungsgewichtet wird, verringern die Mega Caps die einzelwertspezifischen Risiken der größten Positionen. Wenn man das Portfolio dann aber in Sektoren aufteilt, dominieren diese Mega Caps die einzelnen Sektoren. Das einzelwertspezifische Risiko ist in Sektorportfolios daher höher. Im Schnitt entfällt über die Hälfte des Risikos der kapitalisierungsgewichteten Sektoren auf fünf Unternehmen. Wenn man hingegen die Sektoren gleichgewichtet, verringert sich die Einzelwertkomponente des Risikos gegenüber einem kapitalisierungsgewichteten Index. Die fünf größten Unternehmen machen dann im Schnitt nur noch 13% des Gesamtrisikos eines Sektors aus (Abbildung 6).

Der Anteil des größten Einzelwerts liegt in den neun kapitalisierungsgewichteten Sektorindizes, die wir untersucht haben, zwischen 8,8% und 30%. In fünf

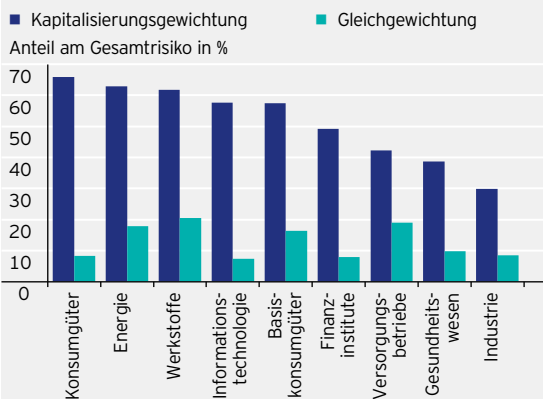
Abbildung 5
Sharpe Ratios über 10 Jahre



Quelle: Bloomberg L.P. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Erträge.**

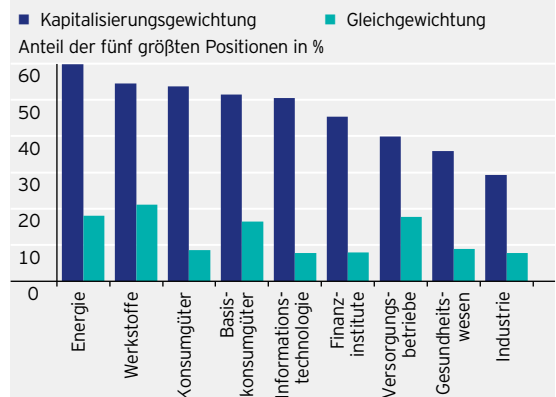
Wenn man die Sektoren gleichgewichtet, verringert sich die Einzelwertkomponente des Risikos gegenüber einem kapitalisierungsgewichteten Index.

Abbildung 6
Beitrag der fünf größten Aktien zum Gesamtrisiko



Quelle: FactSet. Stand: 31. Dezember 2018. Ex-ante-Risiken aus dem fundamentalen Risikomodel für die USA von Northfield.

Abbildung 7
In fünf kapitalisierungsgewichteten Indizes entfallen über 50% des Index auf fünf Titel



Quelle: FactSet. Stand: 31. Dezember 2018.

Fällen entfiel über die Hälfte des Index auf nur fünf Aktien (Abbildung 7).

Man sieht, dass die einzelwertspezifischen Risiken in den kapitalisierungsgewichteten S&P-500-Sektoren tendenziell höher sind. Im Dezember 2012 entfielen beispielsweise 21% des S&P 500 Information Technology Index auf ein einziges Technologieunternehmen. In dieser Zeit fiel die Aktie um 9%, sodass der Sektor insgesamt im Minus lag. Im gleichgewichteten Sektor hatte dieser Wert nur einen Anteil von 1,3%, sodass die Sektorperformance mit plus 4,4% positiv war (Abbildung 8). Im Folgenden werden wir die Tücken der Kapitalisierungsgewichtung von Sektorindizes und die Vorzüge eines gleichgewichteten Ansatzes für alle Sektoren genauer untersuchen.

Die großen Investitionen in einzelne Titel verringern die für den Sektorertrag wichtige Effective Number of Stocks² deutlich. Wenn man sie auf die kapitalisierungsgewichteten S&P 500-Sektoren anwendet, wird deutlich, wie sehr es an Diversifikation mangelt, wenn man Sektoren kapitalisierungsgewichtet (Abbildung 9). Beispielsweise führt die Kapitalisierungsgewichtung des Konsumgütersektors dazu, dass letztlich nur neun Aktien den Sektorertrag bestimmen. Das Diversifikationsproblem lässt sich allerdings durch Gleichgewichtung lösen; bei einer Gleichgewichtung beträgt die Effective Number of Stocks im Konsumgütersektor 64. Auch in den anderen Sektoren verbessert die Gleichgewichtung die Diversifikation gegenüber dem kapitalisierungsgewichteten Index.

Die hohen Konzentrationen in kapitalisierungsgewichteten Sektorportfolios führen dazu, dass sich der Sektorertrag meist mit einer kleinen Anzahl von Aktien erklären lässt. In den letzten drei Jahren entfiel durchschnittlich die Hälfte des Ertrags der kapitalisierungsgewichteten Sektoren auf den größten Einzelwert. Gleichgewichtung führt hingegen zu einer besseren Diversifikation. Jetzt entfallen nur noch 26% des Ertrags auf den größten Einzelwert (Abbildung 10).

In den letzten drei Jahren entfiel durchschnittlich die Hälfte des Ertrags der kapitalisierungsgewichteten Sektoren auf den größten Einzelwert. Gleichgewichtung führt hingegen zu einer besseren Diversifikation. Jetzt entfallen nur noch 26% des Ertrags auf den größten Einzelwert.

Tabelle 2 zeigt den Anteil der größten Positionen am Sektorertrag. Auf der vertikalen Achse wird angegeben, wie viele Einzelwerte (beginnend mit dem größten) in die Berechnung einfließen. Beispielsweise

Abbildung 8
Die schwache Performance eines einzigen Technologiewerts hat den kapitalisierungsgewichteten Sektor nach unten gezogen

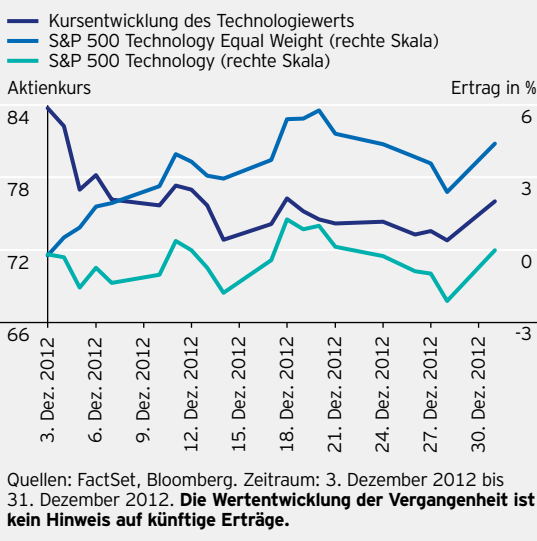


Abbildung 9
Gleichgewichtung sorgt für ein Engagement in mehr Unternehmen

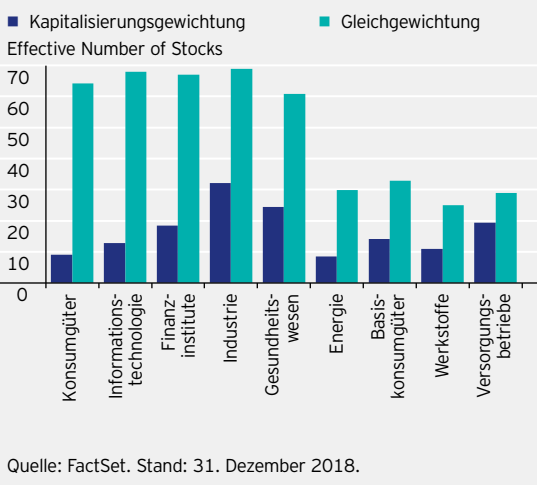


Abbildung 10
Gleichgewichtung von Sektorindizes verringert das Einzelwertrisiko

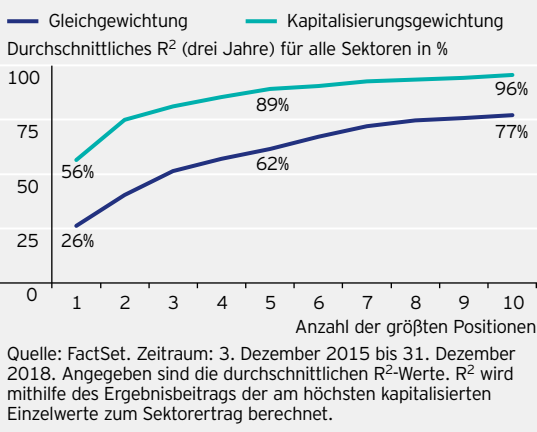


Tabelle 2

Anteil der Sektorerträge, der sich mit den größten Positionen erklären lässt

Anzahl der größten Aktien	Kapitalisierungsgewichtung									
	Energie	Werkstoffe	Industrie	Konsumgüter	Basis-konsumgüter	Gesundheitswesen	Finanzinstitute	Informationstechnologie	Versorgungsbetriebe	
1	70	73	25	68	50	32	63	58	69	
2	84	81	48	78	69	57	85	82	89	
3	89	80	67	86	75	67	90	86	89	
4	92	84	73	89	77	79	94	90	91	
5	94	85	82	89	90	85	95	91	93	
6	96	88	83	89	90	88	96	92	95	
7	97	91	87	89	94	91	96	94	96	
8	98	92	89	90	96	90	96	95	97	
9	98	93	91	91	96	92	96	96	97	
10	98	95	93	93	97	93	97	97	99	

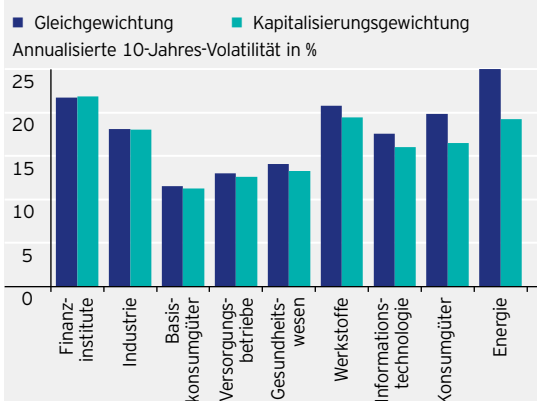
Anzahl der größten Aktien	Gleichgewichtung									
	Energie	Werkstoffe	Industrie	Konsumgüter	Basis-konsumgüter	Gesundheitswesen	Finanzinstitute	Informationstechnologie	Versorgungsbetriebe	
1	39	51	39	16	18	46	21	0	7	
2	46	57	58	27	35	69	34	15	23	
3	57	66	55	30	66	67	50	26	45	
4	63	68	62	37	70	65	58	28	62	
5	67	72	76	40	70	71	62	33	66	
6	79	75	78	48	71	74	63	41	77	
7	80	75	81	53	82	76	66	52	82	
8	82	80	85	54	83	78	67	57	86	
9	82	78	85	55	84	80	71	57	88	
10	86	79	84	57	83	85	71	58	90	

Quelle: FactSet. Zeitraum: 3. Dezember 2015 bis 31. Dezember 2018. Angegeben sind die durchschnittlichen R²-Werte. R² wird mithilfe des Ergebnisbeitrags der am höchsten kapitalisierten Einzelwerte zum Sektorertrag berechnet. Die Farben reichen von Grün (Sektoren mit einem niedrigen, diversifizierten R²) bis zu Rot (Sektoren mit einem hohen, konzentrierten R²).

ließen sich in den letzten drei Jahren 90% des Ertrags des Finanzsektors mit den drei größten Einzelwerten erklären. Die Gleichgewichtung der Aktien in den Sektorindizes verringert den Einfluss einiger weniger Aktien auf den Sektorertrag erheblich. Bei einer Gleichgewichtung ist man in allen Unternehmen des Sektors angemessen vertreten - und nicht nur in einigen wenigen wie bei der Kapitalisierungsgewichtung. Dies ist ein wesentlicher Vorteil für Investoren, die in den gesamten Sektor investieren wollen und nicht nur in eine kleine Gruppe von Einzelwerten.

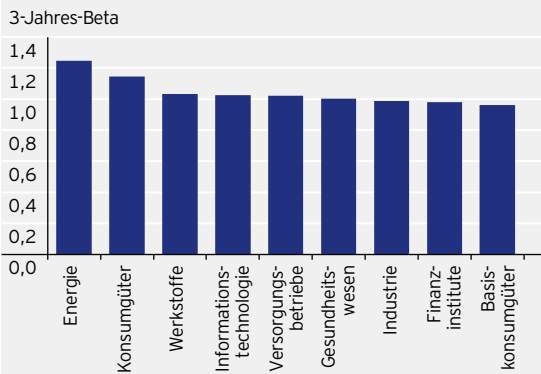
Die Zehnjahresvolatilität des S&P 500 Equal Weight Index ist um zwei Prozentpunkte höher als die des S&P 500 Index (15,6% ggü. 13,6%). Der Volatilitätsabstand zwischen kapitalisierungsgewichteten und gleichgewichteten Indizes beträgt bei sieben der neun analysierten Sektoren weniger als zwei Prozentpunkte (Abbildung 11). Dieser geringere Abstand resultiert aus dem niedrigeren einzelwertspezifischen Risiko durch Mega Caps in gleichgewichteten gegenüber kapitalisierungsgewichteten Portfolios. Am größten ist die Volatilitätsdifferenz zwischen den beiden Gewichtungsansätzen im Energiesektor.

Abbildung 11
Sektorvolatilitäten gleichgewichteter und kapitalisierungsgewichteter Indizes im Vergleich



Quelle: Bloomberg. Annualisierte 10-Jahres-Volatilität eines gleichgewichteten und eines kapitalisierungsgewichteten S&P-500-Sektorindex. Stand: 31. Dezember 2018. Volatilität gemessen an den Standardabweichungen der Monatserträge.

Abbildung 12
Sechs gleichgewichtete Sektoren haben Betas über eins



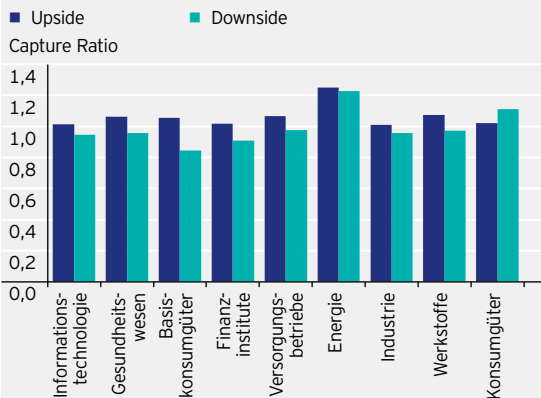
Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 3. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. Die angegebenen Betas beziehen sich auf gleichgewichtete Sektorindizes ggü. kapitalisierungsgewichteten Indizes.

Der große Abstand in diesem Sektor kommt dadurch zustande, dass ein einziges großes Energieunternehmen am kapitalisierungsgewichteten Sektor 22% Anteil hat, am gleichgewichteten Sektor hingegen nur 3,2%. Die Zehnjahresvolatilität dieses Unternehmens beträgt 17%.

Taktische Sektorallokation mit gleichgewichteten Indizes

Gleichgewichtung sorgt für Investitionen in alle Unternehmen eines Sektors und nicht nur in einige wenige Mega Caps. Für eine taktische Sektorrotationsstrategie kann dies nützlich sein. Die tendenzielle Höhergewichtung von Small Caps führt dazu, dass die Zehnjahresbetas von sechs von neun gleichgewichteten Sektorindizes über eins liegen. Durch diese höheren Betas kann eine Sektorrotationsstrategie einen größeren Teil der Sektorperformance abbilden (Abbildung 12).

Abbildung 13
Gleichgewichtete Sektorindizes haben bessere Upside/Downside Capture Ratios



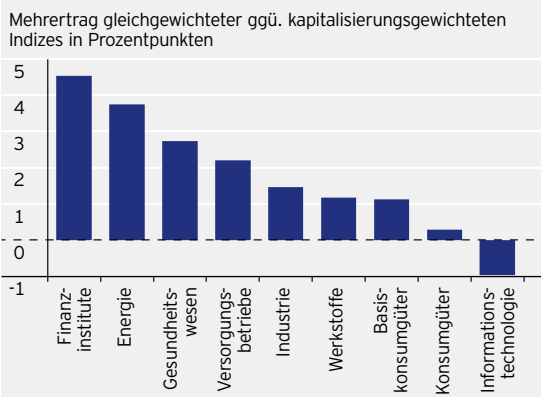
Quelle: Bloomberg. Zeitraum: Dezember 2008 bis Dezember 2018. Upside/Downside Capture Ratios für gleichgewichtete Indizes ggü. kapitalisierungsgewichteten Indizes.

In den letzten zehn Jahren haben alle untersuchten gleichgewichteten Sektoren stärker an Gewinnen partizipiert als die kapitalisierungsgewichteten Sektoren. Die zusätzliche Diversifikation der Gleichgewichtung zahlt sich auch in Verlustphasen aus; bei sieben der Sektoren lag die Capture Ratio unter eins. Mit anderen Worten: Die meisten gleichgewichteten Sektoren partizipierten stärker an der Aufwärtsbewegung von Märkten, als sie unter der Abwärtsbewegung litten (Abbildung 13).

In Zeiten abnehmender Volatilität lagen fast alle gleichgewichteten Sektoren (gemessen am CBOE VIX Index) vor den kapitalisierungsgewichteten Sektoren (Abbildung 14).

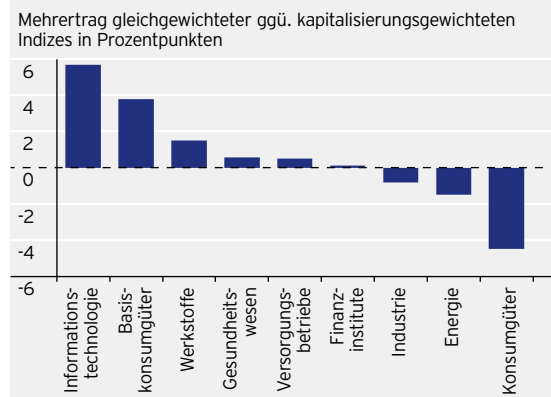
In Zeiten steigender Unsicherheit gilt dies allerdings nicht. Bei zunehmender Volatilität war der durchschnittliche Mehrertrag gleichgewichteter Sektoren gegenüber kapitalisierungsgewichteten Sektoren uneinheitlich (Abbildung 15).

Abbildung 14
Ein Marktumfeld mit abnehmender Volatilität



Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. Median der annualisierten Mehrerträge (nach Quartalen) gleichgewichteter ggü. kapitalisierungsgewichteten Indizes in Quartalen, in denen der CBOE VIX Index gefallen ist.

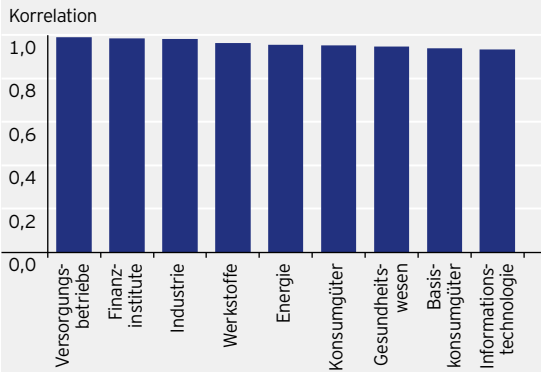
Abbildung 15
Ein Marktumfeld mit zunehmender Volatilität



Quelle: Bloomberg. Zeitraum: 31. Dezember 2008 bis 31. Dezember 2018. Durchschnitt der annualisierten Mehrerträge (nach Quartalen) gleichgewichteter ggü. kapitalisierungsgewichteten Indizes in Quartalen, in denen der CBOE VIX Index gestiegen ist.

Abbildung 16

Zehnjahreskorrelation gleichgewichteter mit kapitalisierungsgewichteten Indizes



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2018.

der gleichgewichteten Indizes mit den kapitalisierungsgewichteten Indizes mehr als 0,93 (Abbildung 16).

Wichtige Vorteile der Gleichgewichtung ggü. der Kapitalisierungsgewichtung

- Die Gleichgewichtung des S&P 500 führt dazu, dass kleinere, volatilere Titel höher gewichtet werden. Tendenziell wird der Faktor Momentum niedriger gewichtet. In der Vergangenheit hat sich eine solche Positionierung vor allem in Zeiten mit niedrigeren Risiken ausgezahlt.
- Wenn man den S&P 500 in seine Sektoren aufgliedert, nimmt die Konzentration der größten Positionen in den Sektorindizes zu. Dieses Problem lässt sich durch die Gleichgewichtung der Einzelwerte in den Sektoren verringern.
- Sechs der neun gleichgewichteten Sektoren hatten Betas über denen der kapitalisierungsgewichteten Sektoren. Dies kann sich bei taktischen Sektorrotationsstrategien auszahlen.
- Trotz der Höhergewichtung kleinerer, volatilerer Unternehmen in den gleichgewichteten Portfolios waren die Downside Capture Ratios der gleichgewichteten Sektorindizes in sieben von neun Fällen niedriger als die der kapitalisierungsgewichteten Indizes. Dies lag an der höheren Diversifikation durch die höhere Effective Number of Stocks.
- Die gleichgewichteten Sektorindizes waren stark mit den kapitalisierungsgewichteten Indizes korreliert. Dadurch investierte man umfassend und effektiv in alle Unternehmen des Sektors und nicht nur in eine kleine Gruppe hochkapitalisierter Titel.

Für Investoren, die die Sektorallokation gezielt steuern, sei es strategisch oder taktisch, können die höhere Diversifikation und die Faktorgewichtungen der gleichgewichteten Sektorindizes interessant sein. Andere Investoren, die ebenfalls Sektorgewichte nutzen, können von der geringeren Konzentration und den impliziten Faktorgewichten profitieren. Gleichgewichtung ist kein Allheilmittel. Die hier gezeigten Möglichkeiten sind aber Beispiele für Faktorstrategien, die im Rahmen einer umfassenden Investmentstrategie interessant sein können.

Über den Autor



Brad Smith, CFA

Senior ETF Research Analyst, Invesco ETFs

Brad Smith gehört dem Produkt- und Researchteam für die Exchange Traded Funds (ETFs) von Invesco an. Er forscht und erstellt Analysen zu den ETFs von Invesco und zur ETF-Branche.

Anmerkungen

- 1 Introduction to factor investing - the balance between risk and return efficiency, Invesco, 2017.
- 2 Um die Effective Number of Stocks eines Index zu bestimmen, ermitteln wir mit dem Herfindahl-Index den Kehrwert der summierten quadrierten Gewichte. In einem gleichgewichteten Index ist die Effective Number of Stocks gleich der tatsächlichen Anzahl der Portfoliowerte. In einem Portfolio, in dem eine einzige Aktie sehr hoch bewertet ist, ist die Effective Number of Stocks niedriger als die tatsächliche Anzahl der Einzelwerte im Portfolio. Ein extremes Beispiel wäre ein Portfolio aus 100 Aktien, von denen eine einen Anteil von 99% hätte. Faktisch hätte ein solches Portfolio nur eine Position, während ein Portfolio aus 100 Aktien mit jeweils 1% Anteil auch wirklich in 100 Aktien investiert ist.

Portfoliogewichte	Quadriert	Portfoliogewichte	Quadriert
99%	98%	1% × 100	0,01% × 100
1% × 99	0% × 99		
Summe der quadrierten Gewichte	99%		1,00%
Effective Number 1/99%	1,0	1/1%	100,00

Wichtige Information

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland und Österreich sowie an qualifizierte Investoren in der Schweiz. Eine Weitergabe an Privatkunden ist untersagt.

Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, ein Finanzinstrument oder eine Strategie zu investieren. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben. Diese Information dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten.

Sämtliche Beiträge in diesem Marketingdokument wurden von Invesco-Mitarbeitern erstellt, sofern nicht anders gekennzeichnet. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die ständigen Änderungen unterworfen sind. Diese Publikation ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Das Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und berücksichtigt keine individuellen Erwartungen, steuerliche oder finanzielle Interessen.

Der Wert der Anteile sowie die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Weiterhin können auch Wechselkursänderungen Schwankungen des Wertes der Anlage verursachen. Weder Invesco noch ein anderes Unternehmen der Invesco Ltd. übernimmt eine Garantie für die Entwicklung eines Fonds noch für den Werterhalt einer Anlage. Die Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Die von Invesco bereitgestellten Asset-Management-Dienstleistungen entsprechen den relevanten lokalen gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben. Eine Anlageentscheidung muss auf den jeweils gültigen Verkaufsunterlagen basieren. Diese (fonds- und anteilsklassenspezifische wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte, Jahres- und Halbjahresberichte, Satzung und Treuhandurkunde) sind kostenlos als Druckstücke in deutscher Sprache bei den Herausgebern dieser Information oder unter www.invescoeuropa.com erhältlich. Diese Publikation dient lediglich der Information und stellt keinen Anlagerat oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar.

Herausgeber dieser Publikation in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland. Herausgeber in Österreich ist Invesco Asset Management Österreich - Zweigniederlassung der Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Rotenturmstraße 16-18, 1010 Wien, Österreich. Herausgeber in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zürich, Schweiz.

Stand: 31. März 2019, sofern nicht anders angegeben.

Copyright © 2019 Invesco: Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: +49 (0)69 29 807 0

E-Mail: info@fra.invesco.com

www.de.invesco.com

Invesco Asset Management Österreich

Zweigniederlassung der Invesco Asset Management Deutschland GmbH
Rotenturmstraße 16-18
1010 Wien
Österreich

Tel.: +43 (0)1 316 20 0

E-Mail: info@vie.invesco.com

www.invesco.at

Invesco Asset Management (Schweiz) AG

Talacker 34
8001 Zürich
Schweiz

Tel.: +41 (0)44 287 90 00

E-Mail: info@zur.invesco.com

www.invesco.ch