

Smart Beta 2.0: Gewichtungsschemata

Modellrisiken werden bei ERI Scientific Beta, so gut es geht, wegdiversifiziert.

Anstatt wie andere Indexprovider komplexe Ad-hoc-Modelle bei der Gewichtungsfrage zum Einsatz zu bringen, die sich vom Kunden nicht nachvollziehen lassen und intransparent bleiben, gehen die Franzosen einen geradlinigen Weg. Sie bilden aus den fünf wissenschaftlich unterstützten Gewichtungsschemata Maximum Deconcentration, Diversified Risk Weighted, Maximum Decorrelation, Efficient Minimum Volatility und Efficient Maximum Sharpe Ratio ihren Diversified-Multi-Strategy-Ansatz, der sowohl für die einzelnen Faktoren Size, Value, Momentum und Low Volatility als auch für Multi-Beta über alle genannten Faktoren auf die gleiche Art konstruiert wird.

Maximum Deconcentration

Darunter versteht man den einfachen Weg, eine Dekonzentration im Portfolio herbeizuführen, in dem man es zulässt, dass das Portfolio via Rebalancing systematisch zu fixen Gewichtungen zurückfindet. Abhängig vom Universum und ob weitere Implementierungsregeln gelten, kann das Merkmal des Rebalancing zu einer Gleichgewichtung mit relativ hoher Umschlagshäufigkeit und Liquiditätsproblemen in Verbindung gebracht werden. Maximum Deconcentration kann als Verallgemeinerung des simplen Gleichgewichtungsschemas (n Aktien bedeuten eine Gewichtung von $1/n$ für jeden Titel) verstanden werden. Das Ziel ist die Maximierung der effektiven Anzahl von Aktien.

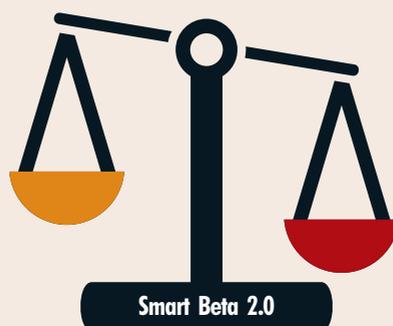
Diversified Risk Weighted

Dieser Begriff bezeichnet die Gewichtung in Bezug auf den Risikobeitrag, den jede einzelne Aktie zum gesamten Portfoliorisiko liefert. Generell will der Risikoparitätsansatz eine Diversifikation erreichen, indem die Risikobeiträge aller Aktien zum Gesamtrisiko eines Portfolios gleich hoch sind. Die Diversified Risk Weighted Strategy, wie sie ERI hier versteht, ist ein spezifischer Fall des allgemeinen Risk-Parity-Ansatzes, dessen Gewichtungsschema zu gewährleisten versucht, dass der Beitrag jeder Aktie zum gesamten Indexrisiko gleich hoch ist. Dabei werden einheitliche

Korrelationen unter den Aktien angenommen.

Maximum Decorrelation

Über die bisher genannten Formen der Dekonzentration hinausgehend fokussiert sich die Strategie der Maximum Decorrelation explizit auf die Maximierung der Vorteile, die sich ergeben, wenn man die Korrelationsstruktur der Aktienrenditen



bestmöglich ausnützt. Tatsächlich versucht der Maximum-Decorrelation-Ansatz eine reduzierte Portfoliovolatilität zu erreichen, indem ausschließlich die Korrelationen der Aktien des Index zueinander geschätzt werden. Dabei wird angenommen, dass die Aktienvolatilität bei allen Titeln ident ist, wodurch das Risiko fehlerhafter Schätzungen von Erträgen und Volatilitäten der einzelnen Aktien vermieden wird. Der Ansatz wurde tatsächlich erstmals bei Christoffersen 2010 vorgestellt, um das Diversifikationspotenzial innerhalb eines vorgegebenen Investmentuniversums zu messen. Genauso wie das Gewichtungsschema der Maximum Deconcentration die Konzentration in einem nominellen Sinn verringert, reduziert das Gewichtungsschema der Maximum Decorrelation die korrelationsadjustierte Konzentration.

Efficient Minimum Volatility

Im Gegensatz zu den drei bisher genannten Diversifikationsstrategien liegt das Minimum-Volatility-Portfolio auf der Effizienzkurve und deckt sich mit dem optimalen Portfolio der Modernen Portfoliotheorie (Tangentialportfolio), wenn und nur dann, wenn die erwarteten Renditen aller

Aktien ident sind. Jedenfalls ist das Minimum-Volatility-Portfolio wegen des Schätzrisikos bezüglich der Input-Parameter attraktiv, weil es ohne Schätzer der erwarteten Renditen auskommt. Nur Risikoparameter sind hier nötig. In der Praxis besteht bei solchen Portfolios die Hoffnung, dass Minimum-Volatilitäts-Strategien gute Proxies wirklich effizienter Portfolios sind.

Efficient Maximum Sharpe Ratio

In Übereinstimmung mit der Modernen Portfoliotheorie ist die Maximum-Sharpe-Ratio-Strategie ein implementierbarer Proxy für das Tangentialportfolio. Wie in jeder Mean-Variance-Optimierung ist die Schätzung der Input-Parameter zentraler Bestandteil der Implementierung der Methodologie. Im Gegensatz zu Minimum-Volatilitäts-Strategien, die nur die Schätzung von Volatilitäten und Korrelationen benötigen, braucht es bei der Maximum Sharpe Ratio noch zusätzlich Schätzer für die erwarteten Renditen.

Diversified Multi-Strategy

ERI Scientific Beta setzt noch auf eine zusätzliche Diversifikationsebene, die dadurch entsteht, dass man die fünf genannten Diversifikationsstrategien mit ihren unterschiedlichen Gewichtungsschemata selbst gleichgewichtet. Jedes der fünf Gewichtungsschemata diversifiziert auf Aktienebene und vermeidet potenziell fatale Konzentrationen in bestimmten Aktien. Die Kombination der unterschiedlichen Gewichtungsschemata trägt dazu bei, verbleibende Modellrisiken aufzuheben. Das zeigte sich schon anhand der Erkenntnisse der Arbeit mit dem Titel „Optimal Portfolio Choice with Parameter Uncertainty“ von Kan und Zhou von 2007 und jener von 2012 von Amenc, Goltz, Lodh und Martellini (Titel: „Diversifying the Diversifiers and Tracking the Tracking Error: Outperforming Cap-Weighted Indices with Limited Risk of Underperformance“). Scientific Betas Diversified-Multi-Strategy-Ansatz diversifiziert also die Diversifizierer, um nicht honorierte Risiken und Schätzfehler bei den Parametern wegzudiversifizieren.