

DIE EVOLUTION VON DIMENSIONAL

Dimensional entwickelt sich im gleichen Maß wie die Wissenschaft des Investierens selbst. Das erklärt, warum wir eine so enge Bindung zu Wissenschaftlern aus der Finanzwirtschaft beibehalten. Viele, wenn nicht sogar die meisten bedeutenderen Fortschritte im Portfoliomanagement der letzten 60 Jahre kamen aus dieser wissenschaftlichen Forschung.

Wir glauben, dass der beste Weg, überdurchschnittlichen Wertzuwachs zu erzielen, darin besteht, Anlageportfolios nach den Dimensionen der erwarteten Renditen zu strukturieren. Denn die Struktur eines Portfolios beeinflusst seine Leistung weitaus mehr als die taktischen Verschiebungen, die im konventionellen Anlagemanagement üblich sind.

Klienten haben unterschiedliche Erwartungen an diese Investmentdimensionen. Wir arbeiten deshalb intensiv mit unseren Klienten zusammen, um gemeinsam zu verstehen, welche Struktur die besten Ergebnisse für sie liefern kann. Oft bedeutet das jedoch, erhöhte Erwartungen an das Ergebnis gegen die Kosten und den Tracking Error abzuwägen.

Identifizierung von Dimensionen erwarteter Renditen

Wir betrachten eine Dimension als einen Faktor, der Unterschiede in Renditen erklären kann, nachhaltig und allgemein gültig ist und im Einklang mit einer ausgewogenen Betrachtung von Investitionen steht. Diese Charakteristika geben uns die Sicherheit, dass wir bisher beobachtete Zusammenhänge auch in Zukunft wiederfinden werden.

Unsere festverzinslichen Anlageportfolios sind nach zwei allgemein akzeptierten Dimensionen für die Renditeerwartung von festverzinslichen Anlagen strukturiert: Laufzeit (Term) und Bonität (Credit Spread). Unsere Aktienportfolios basieren auf vier Dimensionen der Renditeerwartung, die durch akademische Forschung identifiziert worden sind: Gesamtmarkt (Beta-Faktor), Firmengröße (Nebenwerte/Standardwerte), relativer Preis (hoch/niedrig) und direkte Ertragskraft (hoch/niedrig).

Seit Mitte der 60er Jahre sind Modelle für die Preisfindung von Vermögenswerten entwickelt worden, die Unterschiede in der durchschnittlichen Rendite eines gesamten Portfolios und in der individuellen Ausfallsicherheit erklären sollen. Beim Test solcher Modelle findet man jedoch immer wieder Anomalien, da kein Modell die Wirklichkeit exakt wiedergeben kann.

Auswertung der Forschung

Die unternehmerische Entwicklung von Dimensional läuft parallel zur Entwicklung in der Finanzforschung. Als wir mit der Gründung unseres Unternehmens 1981

begannen, Investmentstrategien für Nebenwerte (Small Caps) anzubieten, war der damals wissenschaftlich nachgewiesene „Größeneffekt“ (Size Effect) eine Anomalie. Nebenwerte am Aktienmarkt hatten überdurchschnittliche Renditen, die in ihrer Höhe durch das damals genutzte Ein-Faktoren-Marktmodell einfach nicht erklärt werden konnten. Trotzdem waren wir bei der Auflage unseres ersten Small Cap Fonds zuversichtlich, weil der Größeneffekt so anhaltend und stark ausgeprägt war. Wir hatten keine überzeugende Erklärung für diese höheren Renditen, aber es schien einleuchtend, dass die Kapitalkosten umso höher sind, je kleiner ein Unternehmen ist; und die Kapitalkosten eines Unternehmens reflektieren die Rendite eines Anlegers.

Kurz nach der Gründung von Dimensional entdeckte Don Keim eine weitere Anomalie: den „Januareffekt“. Seine Forschung zeigte, dass die meisten Größeneffekte im Januar auftraten. Wir konnten uns keine sinnvolle, ausgewogene Erklärung für einen Januareffekt vorstellen und haben ihn deshalb auch nicht berücksichtigt. Und tatsächlich hat sich dieser Januareffekt nicht mehr wiederholt, seitdem wir angefangen haben, unsere Small Cap Strategien anzubieten. So verhält es sich mit den meisten Anomalien am Kapitalmarkt – sie verschwinden, wenn sich die dazugehörige Datenbasis erweitert.

Bei der Suche nach Verhaltensmustern von Renditen gibt es zur subjektiven Datenauswahl große Bedenken. Deshalb haben wir mehr Vertrauen in Muster, die über längere Zeiträume andauern und für die Märkte allgemein gültig sind. Die Multifaktorenforschung von Eugene Fama und Ken French ist ein gutes Beispiel dafür. Als Fama und French ihre Forschungsergebnisse zu den Renditen von Aktienanlagen 1991 zum ersten Mal veröffentlichten, bezog sich ihre Datenbasis auf US-Aktien aus der Zeit von 1963 bis 1990. Manche Leute fragten sich, ob ihre Resultate vielleicht nur eine Folge ihrer

Datenauswahl sein könnten, ähnlich dem Januareffekt. Als Antwort auf diese Bedenken führten Fama und French zwei Tests mit einer anderen Datenbasis durch. Zunächst erfassten und analysierten sie zusammen mit Jim Davis die US-Daten von 1926 bis 1962. Dann untersuchten sie die Ertragskraft von Aktien aus bereits entwickelten Aktienmärkten (Developed Markets) und aus Schwellenmärkten (Emerging Markets) rund um die Welt. Sie fanden heraus,

Die Forschung von Fama und French bewog uns Anlagestrategien zu entwickeln, die im Verhältnis zu den Benchmarks, welche unsere Klienten benutzen, höhere Gewichtungen in günstig bewerteten Aktien aufweisen. Neuere Forschungsergebnisse von Robert Novy-Marx zur Ertragskraft (Profitability) von Unternehmen ergaben eine weitere Messgröße, die mit unserer Definition einer Dimension für zu erwartende Renditen übereinzustimmen scheint. Verwendet

Bewertungsmodelle nutzen

Die Erkenntnis, dass Unternehmen mit hoher direkter Ertragskraft (Profitability) höhere Aktienrenditen haben, ist für die Mehrzahl der Betrachter nicht überraschend. Für einige jedoch muss eine höhere zu erwartende Rendite auch ein größeres Risiko bedeuten.

Man könnte eine Parallele ziehen zwischen direkter Ertragskraft und Laufzeitgewinnen bei festverzinslichen Wertpapieren. Allgemein bekannt ist, dass man im Durchschnitt niedrigere Renditen erhält, wenn man US-Schatzanweisungen mit einer Laufzeit von einem Monat kauft anstatt solche mit dreimonatiger Laufzeit. Für manche Investoren sind 3-Monats-Papiere jedoch weniger risikobehaftet bzw. nur sehr wenig mehr riskant als 1-Monats-Papiere. Die höhere Rendite für 3-monatige Laufzeiten beruht aber nicht auf falscher Preisfindung – sie ist lediglich das Ergebnis von Markteinflüssen.

In ähnlicher Weise ist es nur zu verständlich, dass Aktienkapitalmärkte Renditedimensionen haben, die für einige Investoren hochinteressant sein können und für andere nicht. Unsere Überzeugung, eine Dimension richtig definiert zu haben, festigt sich, wenn wir sie mit einem

WIR BETRACHTEN EINE DIMENSION ALS EINEN FAKTOR, DER UNTERSCHIEDE IN RENDITEN ERKLÄREN KANN, NACHHALTIG UND ALLGEMEIN GÜLTIG IST UND IM EINKLANG MIT EINER AUSGEWOGENEN BETRACHTUNG VON INVESTITIONEN STEHT.

dass die Renditemodelle sowohl auf Basis der Daten vor 1963 als auch auf Basis der Daten aus anderen Ländern mit den Modellen übereinstimmen, die sie für amerikanische Renditen zwischen 1963 und 1990 beobachtet hatten. Renditen aus letzter Zeit bestätigen weiter ihre anfänglichen Schlüsse. Deshalb sind wir sicher, dass Größen- und Wertfaktoren tatsächlich Dimensionen für zu erwartende Renditen sind.

man die gemessene Bruttoumsatzrendite als Maß für die Ertragskraft, weisen Unternehmen mit hoher Ertragskraft höhere durchschnittliche Renditen auf als Unternehmen mit niedriger Ertragskraft. Unser Entwicklungsteam konnte die Ergebnisse der Novy-Marx Studien wiederholen und erneut können wir sehen, dass die Resultate nachhaltig und weltweit allgemein gültig sind.

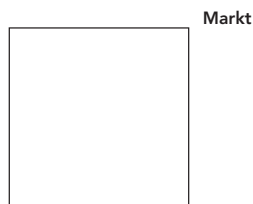
Die ereignisreiche Geschichte von Dimensional

Wichtigste Durchbrüche bei der Entdeckung und Verfolgung von Dimensionen für Aktienrenditen

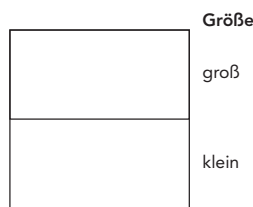
1981	1992	2004	2012
<p>Unternehmensgröße Dimensional bietet Investoren diversifizierte kostengünstigen Zugang zu Nebenwerten.</p>	<p>Relativer Preis Die Forschung von Fama und French identifiziert Markt-, Größen- und Wertfaktoren als wichtigste Treiber für Aktienrenditen.</p>	<p>Gesamtmarktlösungen Fortschritte im Design von Portfolios bieten wertschöpfende, effiziente Gesamtmarktlösungen, die die Dimensionen höherer zu erwartender Renditen in den Mittelpunkt stellen</p>	<p>Direkte Ertragskraft Die Forschung identifiziert einen robusten Vertreter für eine neue Investitionsdimension für höhere zu erwartende Renditen – die zu erwartende Ertragskraft (Profitability).</p>
Small Cap Strategien	Value Strategien	Angewandte Core Equities Strategien	Die Tür zu neuen Strategien und potentiellen Verbesserungen für bestehende Strategien ist aufgebrochen

Fortschritte der Forschung

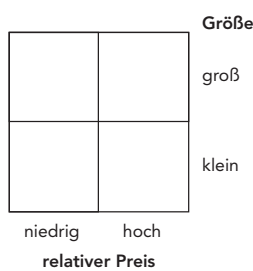
Ein-Faktoren Modell, 1963



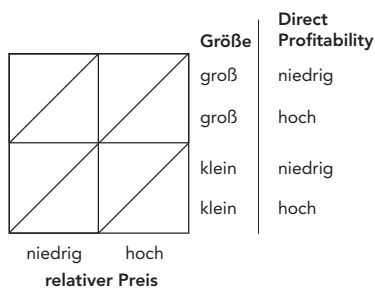
Größeneffekt, 1981



Werteffekt, 1991



Direkte Ertragskraft, 2012



grundlegenden Bewertungsmodell verknüpfen können, wie in der folgenden Gleichung:

$$\text{Preis} = \frac{\text{Erwartete Cashflows}}{\text{Diskontsatz}}$$

Der Wert einer Aktie oder einer Anleihe ist die Summe der zukünftigen Cashflows abgezinst auf den gegenwärtigen Wert. So bestimmt man beispielsweise den Preis einer Anleihe durch den Geldfluss der Coupon-Zahlungen und der Rückzahlungssumme, den man zu verschiedenen Zinssätzen abzinst. Eine hochverzinsliche Anleihe muss also entweder höhere Coupon-Werte haben oder zu einem niedrigeren Preis verkauft werden als eine niedrigverzinsliche Anleihe.

Allgemein gilt, dass je höher das Risiko einer Investition ist, desto höher ist auch ihr Diskontsatz und desto niedriger ihr Preis. Der Diskontsatz entspricht der erwarteten Rendite einer Investition. Wenn wir die obige Gleichung nach der zu erwartenden Rendite auflösen erhalten wir:

$$\text{Erwartete Rendite} = \frac{\text{Erwartete Cashflows}}{\text{Preis}}$$

Wenn man die Gleichung in dieser Form darstellt werden zwei Dimensionen für die zu erwartenden Renditen von Aktien beleuchtet: relativer Preis und direkte Ertragskraft. Höhere zu erwartende Renditen sind entweder das Ergebnis eines höheren erwarteten Cashflows oder eines niedrigeren Preises. Die Dimension der direkten Ertragskraft ist mit dem Zähler verbunden, die Dimension für den relativen Preis mit dem Nenner. Anders ausgedrückt: wenn zwei Aktien zum selben Preis verkauft werden, muss die mit dem höheren erwarteten Cashflow eine höhere zu erwartende Rendite haben.

Diese beiden Dimensionen, relativer Preis und direkte Ertragskraft, können zur Optimierung einer Portfoliostruktur kombiniert werden. Zum Beispiel ist die Aussagekraft der direkten

Ertragskraft an sich relativ gering. Wenn man sie aber mit der Dimension des relativen Preises verbindet, wird die Aussagekraft wesentlich stärker.

Unsere Growth und Value Strategien stehen nicht im Widerspruch. Sie bauen auf den gleichen Dimensionen wie Größe, relativer Preis und direkte Ertragskraft auf. Der Unterschied besteht darin, dass die eine sich auf Aktien fokussiert, welche zu hohen relativen Preisen verkauft werden, während die andere sich auf Aktien konzentriert, welche zu niedrigen relativen Preisen verkauft werden. Unserer Ansicht nach sind Wert (Value) und Wachstum (Growth) nicht die einander gegenüber liegenden Enden einer Dimension, sondern eher zwei unterschiedliche Dimensionen.

Das Momentum

Das Momentum ist ein Beispiel für einen Faktor, der unseren Kriterien für eine Dimension zu Renditen nicht entspricht, trotzdem aber die Renditen eines Portfolios beeinflusst.

Die Forschung weist darauf hin, dass in den meisten Aktienmärkten rund um die Welt ein Momentumeffekt existiert. Aktien mit unterdurchschnittlicher Entwicklung in einem abgelaufenen Zeitabschnitt neigen eher dazu, auch in dem darauf folgenden Zeitabschnitt sich unterdurchschnittlich zu entwickeln. Aktien mit überdurchschnittlicher Entwicklung werden dies dagegen tendenziell auch weiterhin tun. Falls der Effekt des Momentums so groß ausfallen würde, dass man ihn profitabel traden könnte, wäre das ein Beleg für fehlerhafte Marktpreise.

Wir glauben, dass Momentum zwar ein Faktor ist, der sich auf Renditen auswirkt, der insgesamt aber zu klein und sporadisch ausfällt, um den Handel aktiv zu beeinflussen. Das Momentum fällt bei Nebenwerten (Small Caps) stärker ins Gewicht als bei Standardwerten (Large Caps), was mit unserer Ansicht übereinstimmt, dass

man es am besten als einen Handelskostenfaktor anstatt als eine Handelsregel betrachtet. Das Momentum ist auch sehr variabel; 2009 war es für US-Aktien stark negativ.

Man kann das Momentum durchaus zur Steigerung von Renditen nutzen, wenn man sehr sorgfältig handelt. Das Momentum erklärt zum Beispiel die überdurchschnittliche Leistung unserer Nebenwertstrategien im Vergleich zu Nebenwertindices.

Unterschiede zum konventionellen Management

Kernpunkt der Investmentphilosophie von Dimensional ist die Ansicht, dass öffentlich gehandelte Aktien- und Rentenmärkte effizient und im Gleichgewicht sind. Gemäß dieser Betrachtungsweise erreicht man Wertzuwachs oberhalb der Benchmarks am besten dadurch, dass Portfolios nach den Dimensionen zu erwartender Renditen strukturiert werden. Bei Aktienportfolios werden zu erwartende Renditen dadurch gesteigert, dass man größeres Gewicht auf Nebenwertunternehmen mit niedrigem relativem Preis und hoher direkter Ertragskraft legt.

Das konventionelle Anlagenmanagement wird von einer gegensätzlichen, dazu im Wettbewerb stehenden Philosophie dominiert. Gemäß dieser konventionellen Betrachtungsweise kann Wertzuwachs durch taktische Verschiebungen erzielt werden. Vertreter der verhaltensorientierten Anlagestrategien (Behavioral Finance) behaupten zum Beispiel, dass niedrig bepreiste Aktien höhere Renditen haben als hoch bepreiste Aktien wegen fehlerhafter Marktpreise. Interessanterweise nutzen sie dabei viele der gleichen Daten zur Unterstützung ihrer Ansichten, die wir zur Unterstützung unserer Ansichten verwenden.

Klienten, die einen „Money Manager“ engagieren wollen, welcher die fehlerhaften Marktpreise ausnutzen soll, stehen vor einer schwierigen Aufgabe: Zunächst einmal müssen sie im Vorfeld erfolgreiche Manager finden und anschließend hoffen, dass diese Manager nicht ihre Gebühren erhöhen, um den Löwenanteil möglicher Alpha-Gewinne für sich zu behalten.

Wir sind überzeugt, dass man mit unserer Philosophie bessere Anlageerfahrungen macht. Unser Ansatz ist transparent und einfach zu erklären, da er auf grundlegenden Bewertungsmethoden und intensiver empirischer

Unserer Ansicht nach entwickelte sich der Größeneffekt aus einer Anomalie hin zu einer Renditedimension im Drei-Faktoren-Modell von Fama/French, obwohl es immer noch keine stichhaltige Erklärung dafür gibt, warum er existiert. Ihre Forschung identifizierte auch den Werteffekt (Value Effect) als eine Dimension und führte zur Auflage unserer Value Fonds. Die jüngste Forschung hat die Ertragskraft (Profitability) als eine weitere Dimension für zu erwartende Renditen identifiziert, wobei hochprofitable Unternehmen höhere durchschnittliche Renditen aufweisen als dies durch das Drei-Faktoren-Modell zu erklären

WERTZUWACHS ERREICHT MAN AM BESTEN DADURCH, DASS MAN PORTFOLIOS NACH DEN DIMENSIONEN ZU ERWARTENDER RENDITEN STRUKTURIERT.

Forschung beruht und durch eine lange Erfahrungsgeschichte bestätigt worden ist.

Ausblick

Dimensional wird sich parallel zu den Fortschritten in der Forschung zu Dimensionen erwarteter Renditen weiterentwickeln. Als wir unser Unternehmen 1981 gründeten, benutzte die akademische Forschung das Ein-Faktoren-Marktmodell, um durchschnittliche Renditen zu erklären. Der Größeneffekt wurde als Anomalie betrachtet, weil die Renditen von Nebenwerten zu groß waren, um sie durch den Beta-Faktor zu erklären. Trotzdem legten wir einen Small Cap Fond auf, weil der Größeneffekt nachhaltig und allgegenwärtig war und weil dies institutionellen Investoren ein Werkzeug in die Hand gab, sich jenseits großer Hauptwerte wirkungsvoll zu diversifizieren.

ist. So schreitet die Entwicklung in der Finanzwirtschaft fort. Wir sind begeistert von diesen neuen Forschungsergebnissen und werden diese in viele unserer bestehenden Portfolios integrieren. Wir haben ebenfalls bereits neue Portfolios basierend auf dieser Forschung entwickelt – die ersten dieser Strategien sind zwei US Growth Strategien und zwei International Growth Strategien.



David Booth
Co-Chief Executive Officer,
Dimensional Fund Advisors