CEΔMS

White Paper

Juni 2015

Aktiv investieren in Zeiten von Factor Investing: Eine Evaluierung der CEAMS Quality Strategien im Licht neuer Erkenntnisse im Bereich Factor Research

Executive Summary

In den letzten Jahren ist die Bedeutung von Factor Investing stetig gewachsen. Dementsprechend ist die Liste angeblicher Faktoren immer länger geworden. Wie ist Quality in diesem Zusammenhang zu sehen? Nachdem die CEAMS weltweit als einer der Pioniere im Quality Investing Bereich gesetzt ist, fühlen wir uns auch motiviert, uns mit diesen neuen Erkenntnissen auseinander zu setzen. Interessant ist, dass sich das Research zu diesem Thema in den letzten Jahren verdichtet hat und in zwei neue Faktoren „High Profitability“ und „Low Investment“ zusätzlich zu den klassischen Faktoren wie Size, Value und Momentum diskutiert werden. Ohne an dieser Stelle näher auf die Motivation der neuen Faktoren eingehen zu können, sei erwähnt, dass im Zuge dieser Entwicklung u.a. Fama French ihr ursprüngliches 3-Faktoren-Modell um die beiden Faktoren auf ein 5-Faktoren-Modell erweitert haben und der Value Faktor redundant zu werden scheint.

Die beiden neuen Faktoren werden mancherorts[1] in Bezug zu Quality gesetzt – nachvollziehbar für den Faktor Profitabilität, jedoch weniger, wie wir meinen, für den Low Investment Faktor, aber mehr dazu in diesem Beitrag, in dem es darum gehen soll, CEAMS Quality in dieser Diskussion zu verorten bzw. einzuordnen. Hierzu evaluieren wir anhand einer multiplen Regression die Überrenditen von CEAMS Quality in Bezug auf die verschiedenen Faktoren. Dabei verwenden wir den über 10-jährigen live Track Record des CEAMS Quality US Fonds sowie die Faktorrenditen von Fama French.

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

Welche Art von Exposures haben CEAMS Quality Strategien?

Die CEAMS dokumentiert den Performance Charakter seiner Quality Strategien sehr ausführlich - seit Firmengründung 2003. In Gesprächen mit Kunden wird aber neuerdings immer mehr die Frage nach den Performance-Merkmalen von Quality im spezifischen Faktorkontext gestellt. Wie reagieren CEAMS-Strategien auf verschiedene Faktoren? Dies ist für Investoren, die einen (Multi-)Faktor-Investmentansatz verfolgen eine wichtige Frage.

Keine Exposures zu den klassischen Faktoren Size und Value

Bereits 2009 konnte in einer Studie[2] gezeigt werden, dass CEAMS Quality unabhängig von den klassischen Fama-French Faktoren Size und Value ist, d.h. die ausgewiesene Überrendite nicht mit Value und Size erklärt werden kann – auch in Kombination nicht. Die aktualisierten Ergebnisse (siehe Abb. 1) zeigen, dass einzig der Faktor Markt (Überrendite im Vergleich zum risikolosen Zins) signifikant ist, die Faktoren Size und Value dagegen nicht. Mit anderen Worten: Im Gegensatz zu Ansätzen wie beispielsweise dem Fundamental Indexing, kann CEAMS-Quality nicht durch Value und Size oder einer Kombination davon nachgebildet werden[3]. Sie verfügt im Kontext des 3-Faktoren-Modells von Fama-French also über einen eigenständigen Performance Charakter und stellt eine „Anomalie“ dar.

Abb. 1: Faktorsensitivitäten der Überrenditen des CEAMS Quality US Equity Fund C (3-Faktoren Modell von Fama French)

	Mkt-RF	Size	Value
R2 bar = 89%		SMB	HML
Koeffizient	**0.97**	0.03	0.01
t-Statistik	*29.40*	0.52	0.18

Zeitraum: Oktober 2004 bis Dezember 2014. $r_t^{CEAMS} - r_t^f = \alpha + \beta_1 (MKT_t - r_t^f) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_t$. Die zu erklärende Variable sind die monatlichen Brutto-Überrenditen des CEAMS US Quality Equity Fund C (Fondsrenditen minus risikoloser Zins). Die erklärenden Variablen sind die Monatsrenditen der Fama-French Faktoren Size und Value sowie die Überrenditen des Marktes (Markt minus risikoloser Zins). Werte mit 5% Signifikanz sind fett gedruckt.
Datenquelle: CEAMS für monatliche Fondsrenditen; Webseite von Kenneth French für alle anderen Daten.

Signifikante Exposures zu den Faktoren Profitabilität und Low Investment

Seit jüngster Zeit sind zwei weitere Faktoren in der Diskussion: Profitabilität und Low Investment. Es konnte gezeigt werden, dass Titel von Firmen mit hoher Profitabilität (gemessen an Kennzahlen wie beispielsweise dem Verhältnis Operativer Gewinn/Eigenkapital) sowie Titel von Firmen mit niedrigen Investitionen (gemessen an der Veränderung der Bilanzsumme) überdurchschnittliche Börsenrenditen erzielen[4].
Wir haben im Folgenden den Einfluss der nunmehr fünf Faktoren Markt, Size, Value, Profitabilität und Low Investment auf die Überrenditen des CEAMS US Quality Equity Funds mittels einer multiplen Regression geprüft und auf Signifikanz getestet (Abb. 2):

[1] Clifford Asness (2014) und Scientific Beta (2015)
[2] Dr. Wolfram Gerdes. Quality as an Independent Factor. Whitepaper (2009)
[3] http://en.wikipedia.org/wiki/Fundamentally_based_indexes
[4] Für Einzelheiten siehe R. Novy-Marx (2013), K. Hou, C. Xue und L. Zhang (2014), E. Fama und K. French (2014)

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

Abb. 2: Faktorsensitivitäten der Überrenditen des CEAMS US Quality Equity Fund C (5-Faktoren-Modell)

	Mkt-RF	Size	Value	High Profitability	Low Investment
R2 bar = 91%		SMB	HML	RMW	CMA
Koeffizient	**1.00**	0.05	-0.14	**0.36**	**-0.34**
t-Statistik	*28.33*	0.89	-1.37	*2.47*	*-2.78*

Zeitraum: Oktober 2004 bis Dezember 2014. $r_t^{CEAMS} - r_t^f = \alpha + \beta_1 (MKT_t - r_t^f) + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 RMW_t + \beta_5 CMA_t + \varepsilon_t$. Die zu erklärende Variable sind die monatlichen Brutto-Überrenditen des CEAMS US Quality Equity Fund C (Fondsrenditen minus risikoloser Zins). Die erklärenden Variablen sind die Monatsrenditen der Faktoren Size (SMB), Value (HML), High Profitability (RMW) und Low Investment (CMA) sowie die Überrenditen des Marktes (Markt minus risikoloser Zins). DieAbkürzungen SMB stehen für Small Minus Big, HML für High Minus Low, RMW für Robust Minus Weak und CMA für Conservative Minus Aggressive. Werte mit 5% Signifikanz sind fett gedruckt. Datenquelle: CEAMS für monatliche Fondsrenditen, Webseite von Kenneth French für Markt- und Faktorrenditen

Die Faktoren Size und Value sind für die Erklärung der Outperformance des CEAMS Quality US Fonds weiterhin statistisch nicht signifikant, der Faktor Markt ist nach wie vor signifikant. Der neue Faktor Profitabilität ist ebenfalls signifikant und positiv, der Faktor Low Investment ist auch signifikant, aber negativ. Nun dürfte es wenige erstaunen, uns wahrscheinlich zuletzt, dass zwischen Quality und Profitablität ein signifikanter positiver Zusammenhang besteht und Teile der Quality Performance mit dem Faktor Profitabilität beschrieben werden können. Kontrovers sehen wir hingegen den Zusammenhang zwischen Low Investment und Quality. Wie eingangs erwähnt, wird von einigen Anbietern die Ansicht vertreten, dass Low Investment etwas mit Quality zu tun habe, also ein positiver Einfluss bestehen müsse. Diesen können wir aber, wie die Zahlen von oben zeigen, gerade nicht belegen, besteht ja ein signifikant negativer Zusammenhang.

Aus Quality-Sicht können wir die Ansicht, dass Low Investment etwas mit Quality zu tun hat, nicht nur auf Grund der Zahlen, sondern auch auf Grund von betriebswirtschaftlichen Zusammenhängen nicht teilen. Low Investment (definiert über die Veränderung der Bilanzsumme) ist, überspitzt gesagt, vor allem von denjenigen Firmen gefragt, die ihre Kapitalkosten nicht verdienen, Turnaround- bzw. Sanierungskandidaten sind, ihre Working Capitals herunterfahren müssen oder einfach zu viel Kapital einsetzen für eine gegebene Menge Gewinn/Cash Flow. Dies sind Firmen, die auf Basis der betriebswirtschaftlich abgestützten CEAMS Quality Selektionslogik als Non-Quality und im Extremfall sogar als Junk zu bezeichnen sind. Firmen, die in einer Non-Quality Situation folgerichtig ihre Bilanzen verkürzen, anstatt gutes Geld schlechtem hinterherzuwerfen, sind zwar in fast allen Fällen immer noch Non-Quality, aber auf dem Wege der Besserung, zumindest kurzfristig. Man könnte sie deshalb bestenfalls als Emerging Quality bezeichnen.

Low Investment bzw. ein Abbau von Schulden sagt also noch nichts über das Qualitätsniveau einer Firma und damit über ihre operative Leistungsfähigkeit aus. Um sich als potenzieller Kandidat für ein seriöses Quality-Portfolio qualifizieren zu können, muss das Unternehmen erst nachweisen, dass es operativ leistungsfähig ist.
In diese Argumentation passen auch die Erkenntnisse des CEAMS Research der letzten Jahre, dass zwischen der Börsenperformance von Quality und der von Junk Aktien ein signifikanter und ebenfalls negativer Zusammenhang besteht. Wenn Quality „läuft“, dann leidet Junk, wenn Junk gut performt, dann leidet Quality.

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

Fazit

Eine maximale Reduktion der Komplexität kann durchaus ein Treiber für effizientes Wirtschaften sein. Aber komplexe Zusammenhänge auf einen Faktor, also zum Beispiel Quality auf Profitabilität oder Junk auf Low Investment zu reduzieren, scheint uns, als verantwortungsbewusste Investoren, doch etwas zu kurz gegriffen.

Die Analyseergebnisse geben eine klare Antwort auf die wichtige Frage nach den Performance-Merkmalen von CEAMS Quality Strategien: Die Faktoren Profitabilität und Low Investment sind für CEAMS Quality Strategien signifikant, die Faktoren Value und Size hingegen nicht. CEAMS Quality Strategien eignen sich damit als Profitability-/Quality-Baustein für Multi-Faktor-Portfolios.

Die aktuellen Entwicklungen im Bereich Factor Research bestätigen die Leistung eines live Track Record, in dem Quality-Kriterien seit über zehn Jahren systematisch und erfolgreich zum Nutzen der Kunden angewendet werden. Dies zeigt, dass gerade im Bereich Quality der Faktor „Skill" in der Analyse und Definition von Qualität neben einem systematischen Vorgehen für den langfristigen Erfolg wichtig ist. Aktives Management bleibt damit auch in Zeiten von Faktor Investing aktuell.

Kurzüberblick zur Entwicklung von Faktormodellen

Anfang der 60er Jahre wurde das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) mit (Markt-)Beta als einzigem Faktor auf der Grundlage der Arbeiten von H. Markowitz entwickelt (Ein-Faktoren-Modell). Im Laufe der Zeit bekam das Modell Risse, es wurden immer mehr Anomalien entdeckt, die sich nicht über das Modell erklären liessen. Die Rettung des CAPM erfolgte schliesslich 1992 durch Eugen Fama und Kenneth French, die zwei zusätzliche Faktoren – Value und Size – identifizierten: Empirische Untersuchungen ergaben, dass Small Caps besser performten als Large Caps und Value besser als Growth. Die überdurchschnittliche Renditen (=Anomalien) liessen sich mit einem erhöhten Risiko erklären, für welches die Investoren eine Risikoprämie verlangen konnten. Die Idee, dass es Risiken gibt, die langfristig kompensiert werden, ist auch die Grundlage für heutige Factor-Investing-Ansätze.
Im Laufe der Zeit wurden weitere Faktoren empirisch identifiziert, so zum Bsp. der Momentumfaktor (Carhart 1997). Im Unterschied dazu sind die neuen Faktoren Profitabilität und Low Invstment zunächst ökonomisch bzw. theoretisch fundiert[5] und wurden erst in einem zweiten Schritt auch empirisch validiert. Für weitere Einzelheiten verweisen wir auf die angegebene Literatur.

Literaturverzeichnis

Clifford S. Asness, Andrea Frazzini, Lasse H. Pedersen. 2014. Quality Minus Junk. CFA Digest, Jan. 2014, Vol. 44, No. 1.
Clifford S. Asness. Our model goes to six and saves value from redundancy along the way, Working Paper, Dezember 2014.
E. Fama und K. French. A five-factor Asset Pricing Model. Working Paper, 2014.
Dr. Wolfram Gerdes. Quality as an Independent Factor. Whitepaper, 2009.
K. Hou, C. Xue und L. Zhang. Digesting Anomalies : An Investment Approach, 2014.
R. Novy-Marx. The other side of value: The gross profitability premium. Journal of Financial Economics, 108, 2013.
Scientific Beta. The Dimensions of Quality Investing, Whitepaper, März 2015.

[5] Siehe K. Hou, C. Xue und L. Zhang (2014) und Fama French (2014).

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

Steckbrief: CEAMS Quality

Inhalt

- Grundgedanke
- Konzeptionelle Grundlage
- Investment-Prozess
- Portfolioinhalt
- Portfoliokonstruktion
- Performance Charakter im Markt, Style und Size Kontext
- Performance Charakter im Risiko Kontext
- Sektor und Size Bias
- Regionaler Bias
- Turnover

Grundgedanke:

- Nachhaltig produktive und die Kapitalkosten verdienende Firmen sind Quality-Firmen. Sie bilden das Rückgrat einer kapitalistischen Gesellschaft.
- Ökonomische Grundsätze gelten universell für alle Marktteilnehmer, wer sich nicht daran hält, wird über kurz oder lang aus dem Markt gedrängt und abgestraft.
- Die Basis der ökonomischen Grundsätze ist eine nachhaltige, hochwertige und effiziente Bewirtschaftung von Ressourcen und damit von Erfolgsrechnung, Mittelflussrechnung und vor allem auch der Bilanz.

Konzeptionelle Grundlage:

- Die auf der Best Overall-Idee abstützende Portfolio-Theorie der Boston Consulting Group.
- Einteilung des gesamten Investmentuniversums in Quality- und Bewertungssegmente. Quality-Firmen sind Stars und Cash-Cows.
- In das Quality-Portfolio gelangen vertieft analysierte, attraktiv bewertete Quality-Firmen.
- Research-Aufnahme im Jahr 2001.

Investment-Prozess:

- Monatlich (in Ausnahmefällen quartalsweise).
- Streng analytisch und faktenbasiert, mehr als 120 Mal erprobt und eingespielt.
- Zweistufig mit einem ersten quantitativen Screening (Ausschluss von rund 90% der Unternehmen) und einem nachfolgenden systematischen vertieften qualitativen Check.
- Entscheid im Investment Committee (stabiles langjähriges Team).
- Bottom-up Investments ausschliesslich innerhalb der jeweiligen Benchmark.
- Operative Umsetzung in Kunden-Portfolios seit 2003.

Portfolioinhalt:

- Selektion nach strikten und systematischen Qualitäts- und Bewertungskriterien.
- Firmen mit hervorragenden Bilanzen, grundsolider Finanzierung, Marktkraft und Margendurchsetzungskraft, unterdurchschnittlich kapitalintensiv, überdurchschnittlich profitabel.
- Unternehmen mit bewährtem Geschäftsmodell und stabilem Management.

Portfoliokonstruktion:

- Gleichgewichtet (sofern es die Liquidität zulässt).
- Rebalancing nach klaren Regeln.
- Fokussierte Portfolios, hoher Active Share (80-90%).
- Hedging (Währung und Markt) nach Kundenabsprache.

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

CEΔMS · CE Asset Management

Performance Charakter im Markt, Style und Size Kontext:

- Seit Lancierung Alpha in allen Märkten ausser Emerging Markets.
- Unabhängiger, wertgenerierender und eigenständiger Performance-Stil im Fama French Kontext (vgl. Studie «Quality as an independent Style»).
- In den 180 rollierenden 12 Monatsperioden (1998-2013) (z. B. Schweiz) war Value in 29 Perioden, Growth in 39 Perioden und Quality in 112 Perioden bester Anlagestil, in 138 Fällen konnte Quality den Markt outperformen.
- Gegenwind (unterschiedlich nach Märkten) auf Grund tiefer Zinsen (Zentralbankeingriffe) vor allem seit 2012.

Performance Charakter im Risiko Kontext:

- Beta um 1, Vola etwas höher als Markt, Max Draw Down tiefer als Markt.
- Positive Zahlen für Capture Ratio (sowohl Down- wie auch Upside).

Sektor und Size Tilt:

- Strukturell unterinvestiert in kapitalintensiven, höher geleveragten, stark regulierten Sektoren wie z.B. Telecom, Utilities, Financials.
- Strukturell überinvestiert in Consumer und Technology.
- Large-Cap Tilt.

Regionaler Bias:

- Weltkontext: unterinvestiert in Japan (Quality Gründe), weniger Quality in Europa, mehr Quality in USA (und bei MSCI ACWI Mandaten) sowie in Emerging Markets.
- Europamandate: unterinvestiert in Südeuropa, Osten – überinvestiert in Schweiz, UK, je nach Marktphase auch Skandinavien.

Turnover:

- Um die 80% p.a..
- Hauptquelle von Transaktionen sind Veränderungen in der Bewertung – nicht in der Qualität (Firmen, die von attraktiver ins teure Quality Segment migrieren und umgekehrt, sowie Rebalancing).
- In der Regel sind alle Halteperioden wertgenerierend.

Konkurrenz-Umfeld:

- Mehr Konkurrenz seit Ende der Finanzkrise.
- Konzepte nicht immer identisch (z. B. Indexanbieter mit Growth Bias ohne Bewertungsfilter – MSCI, S&P).
- Konkurrenz historisch vor allem aus den USA – die meisten Konkurrenten haben einen Quality Growth Bias, Konkurrenz in Europa sehr gering.
- CEAMS langfristig bestperformender Anbieter.

CEAMS Geschäftsverständnis

Legt hohen Wert auf:

- Analytik und Systematik: deshalb auch seit 2003 ein eigenes Research Center in Riga/Lettland.
- Transparenz und Sicherheit: deshalb umfassend analytisches Vorgehen, umfassende Dokumentationen zum Vorgehen (mit eigenen Fachbüchern) und zu den Titeln.
- Betreuungsqualität: deshalb langjährig stabiles und hoch qualifiziertes Team.
- Fokus auf Quality, um langfristig Wert zu generieren.

© 2015 CEAMS · CE Asset Management AG, General Wille-Strasse 201, CH-8706 Meilen/Zürich
Tel. +41 43 222 31 41 Fax +41 43 222 31 40

CEΔMS · CE Asset Management

Informationen zu CEAMS · CE Asset Management

CEAMS · CE Asset Management ist der unabhängige Vermögensverwalter für internationale Qualitätsinvestitionen. Fokussiert, diszipliniert und systematisch entwickeln und verfolgen wir seit unserer Gründung im Jahre 2003 den Quality Investment Stil mit dem Ziel, ein zuverlässiger Lösungsanbieter und Partner für unsere Kunden zu sein.

Zahlen und Fakten

Gründungsjahr
2003

Anzahl Mitarbeiter
25 (inklusive Research Center in Riga, Lettland)

Verwaltete Vermögen
CHF 1.1 Mrd. per 30.4.2015

Aufsicht
CEAMS · CE Asset Management AG ist als Verwalter von kollektiven Anlagen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt.

Rechtsform
Aktiengesellschaft nach Schweizerischem Recht. Eigentümer sind die Raiffeisen Schweiz Gruppe (Mehrheitseigentümer) sowie die Mitbegründer Dr. Philipp Weckherlin und Markus P. Hepp

Disclaimer

This document may contain confidential information that is not intended for third parties. If you are not the intended recipient of this document, you must not publish or pass on its content in any way. This document is for information purposes only and constitutes neither an offer nor a recommendation to undertake any type of transaction or to buy or sell securities or financial products in the broadest sense. CEAMS · CE Asset Management offers no guarantee of the completeness, correctness or security of this document. CEAMS · CE Asset Management accepts no liability claims that might arise from the use or non-use of the content of this document.

CEΔMS · CE Asset Management

We put **QUALITY** in your portfolio

CE Asset Management AG
General Wille-Strasse 201
CH-8706 Meilen/Zürich
Switzerland

Tel. +41 43 222 31 41