

## PENSIONSRISEN ALS PERFORMANCEBAUSTEIN

### Backtesting eines Multifaktor-Modells im französischen Aktienmarkt

**Die Pensionslücken europäischer Unternehmen sind seit Beginn der Niedrigzinsphase deutlich gewachsen. Um ihre Pensionszusagen erfüllen zu können, sind einige Unternehmen zur Bildung zusätzlicher Rücklagen gezwungen, die die Unternehmensgewinne und ferner die Aktienperformance belasten – ein Risiko für Investoren. Unsere Untersuchung zeigt, dass sich eine gezielte Steuerung dieses Risikos für Anleger als lohnend erweist.**

Im Rahmen unserer empirischen Forschungsarbeit haben wir zunächst den Einfluss von Pensionsrisiken auf die Aktienperformance untersucht. Hierbei wollten wir verstehen, ob Investoren für das Eingehen von Pensionsrisiken durch eine höhere Rendite am Kapitalmarkt belohnt oder durch Unterperformance gar bestraft werden. Die gewonnenen Erkenntnisse wurden anschließend bei der Entwicklung einer Anlagestrategie in Form eines Multifaktorenmodells berücksichtigt.

#### Pensionsrisiken holistisch erfassen

Unser Investmentuniversum umfasst die nach Marktkapitalisierung 100 größten, börsennotierten Unternehmen Frankreichs im Zeitraum

von Juni 2012 bis Juni 2020. Um Pensionsrisiken möglichst holistisch zu erfassen, wurden fünf verschiedene Messgrößen verwendet, darunter defizitbezogene (Pensionsdefizit / Marktkapitalisierung), verpflichtungsbezogene (Pensionsverpflichtungen / Marktkapitalisierung) und veränderungsbezogene Kennzahlen (Zinsaufwand + Dienstzeitaufwand – ausgezahlte Leistungen / EBIT).

Auf Basis der Messgrößen haben wir aus den 100 Einzeltiteln Quintilportfolios gebildet, wobei die Titel im ersten Quintilportfolio das niedrigste Pensionsrisiko aufweisen. Die Berechnung der historischen monatlichen Renditen, Standardabweichungen und der Sharpe Ratio unter einem Gleichgewichtsansatz ermöglicht uns einen performance- und risikobezogenen Vergleich der fünf Quintilportfolios.

#### Kumulierte Rendite (Zeitraum 30.06.2012 – 30.06.2020)

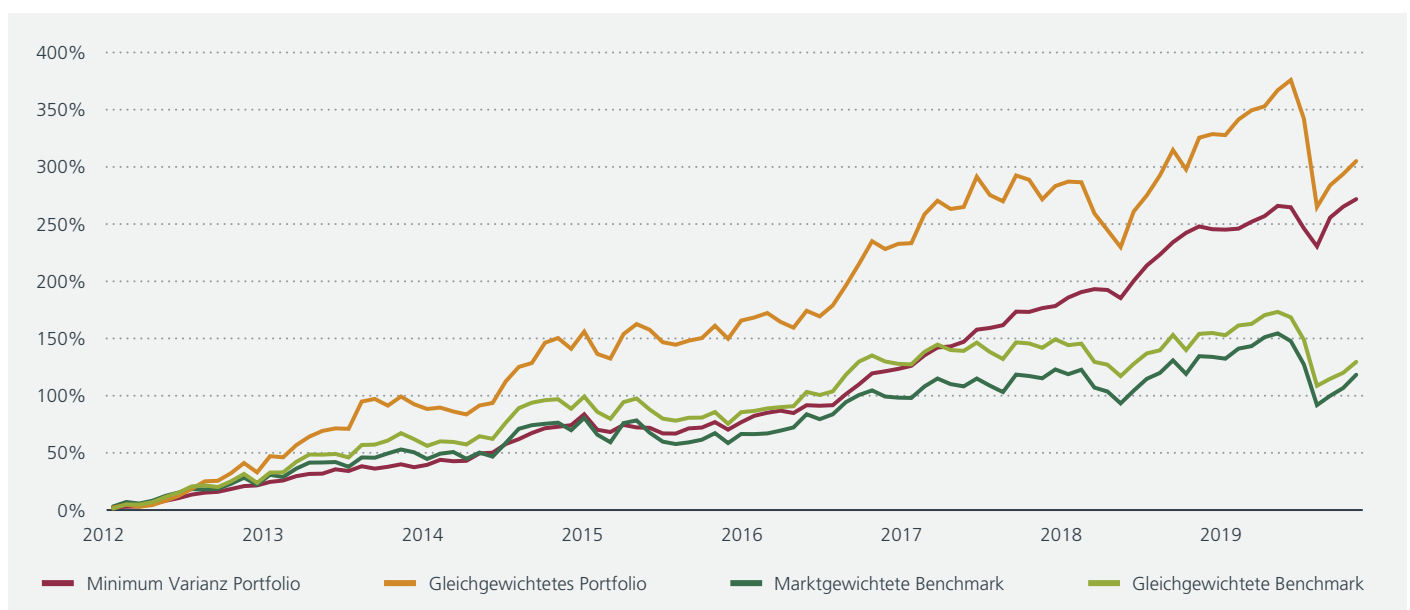


Abb. 1: eigene Darstellung, Quelle: Bloomberg, FactSet

## Pensionsrisiken werden bestraft

Für alle Messgrößen des Pensionsrisikos erzielte das Quintilportfolio mit den niedrigsten Pensionsrisiken im Betrachtungszeitraum eine höhere durchschnittliche monatliche Rendite als das Quintilportfolio mit den höchsten Pensionsrisiken.

Wir stellten ebenfalls eine höhere Sharpe-Ratio des ersten verglichen mit dem vierten und fünften Quintilportfolio bei allen Messgrößen fest. Daraus kann geschlossen werden, dass beim Portfolio mit den geringsten Pensionsrisiken eine bessere Risk/Return Charakteristik vorliegt als beim Portfolio mit den höchsten Pensionsrisiken.

Unternehmen mit höheren Pensionsrisiken erzielten in unserem Anlageuniversum im Durchschnitt also eine schwächere Kursentwicklung (bei gleichzeitig höherer Volatilität) als Unternehmen mit niedrigeren Pensionsrisiken. Investoren werden demnach am Kapitalmarkt nicht für das eingegangene Risiko entlohnt, sondern gar bestraft. Durch unsere Beobachtung ergibt sich die Möglichkeit durch gezielte Steuerung des Faktors Pensionsrisiko eine Outperformance zu erzielen.

## Entwicklung einer Anlagestrategie

Um die Abhängigkeit des Investors von einem einzelnen Faktor zu reduzieren, haben wir weitere in der Wissenschaft und Praxis gleichermaßen anerkannte Faktoren in der Titelselektion mit einbezogen. So wurden neben Pensionsrisiken die Faktoren Value (Fama und French, 1992), Momentum (Carhart, 1997) und Quality (nach Fama und French, 2015) berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir nichtfinanziellen Kriterien, wie der Umwelt- und Sozialverträglichkeit der Unternehmen sowie den Prinzipien einer guten Unternehmensführung, hohes Gewicht beigemessen. Um diese sogenannten ESG-Kriterien ganzheitlich abzubilden, wurden sektoradjustierte ESG-Ratings des Providers MSCI Research verwendet.

## Attraktive Strategie für institutionelle Anleger

Im Backtest unserer Strategie verglichen wir die Performance- und Risikokennzahlen eines gleichgewichteten Portfolios und eines varianzoptimierten Portfolios mit einer gleich- und einer marktgewichteten Benchmark (siehe Grafik).

Dabei stellten wir eine deutliche Überrendite unserer Strategie gegenüber dem Vergleichsindex CAC40 Total Return fest. Es konnten ebenfalls Überrenditen über den Returns erzielt werden, die sich mittels des Dreifaktor- bzw. Vierfaktor-Modells nach Fama-French und Carhart erklären lassen.

Die Outperformance scheint auf die Selektion von Unternehmen einer hohen finanziellen und nichtfinanziellen Qualität zurückzuführen sein. So weisen die Unternehmen in unserem Portfolio im Durchschnitt höhere Eigenkapitalrenditen als die Benchmark auf. Auch das ESG-Rating des Portfolios liegt in 7 von 8 Jahren eine Ratingstufe höher als das der Benchmark (AA vs. A). Die defensiven Eigenschaften des varianzoptimierten Portfolios machten sich im Corona-Crash des Frühjahrs 2020 bezahlt: Der Maximum Drawdown des Portfolios liegt unter 10 Prozent, die Benchmark bei fast 25 Prozent.

Auf der Kehrseite eines qualitativ hochwertigen Portfolios steht eine leicht erhöhte Bewertung. So ergibt sich in sechs von acht Jahren ein höheres Kurs-Buchwert-Verhältnis unseres Portfolios im Vergleich zur Benchmark, wobei die Hinzunahme des Value-Faktors noch höheren Bewertungen im Portfolio entgegenwirkt. Zudem weist unsere Analyse einen „Survivorship Bias“ auf, da gescheiterte Unternehmen nicht in der Datengrundlage berücksichtigt werden.

Constantin Boden, Jacques Botha, Daniel Braun,  
Vincent Helget, Jonas Kottmeyer

*Absolventen der Frankfurt School of Finance & Management*

## Rechtlicher Hinweis

Sowohl die Inanspruchnahme von Wertpapierdienstleistungen als auch die Investition in Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden. Ausführliche Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken finden Sie auf [www.quoniam.com/risikohinweis](http://www.quoniam.com/risikohinweis)

Dieses Dokument wurde von der Quoniam Asset Management GmbH (nachfolgend „Quoniam“) mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Die geäußerten Meinungen, Einschätzungen oder Informationen sind diejenigen der Quoniam bzw. stammen aus allgemein zugänglichen Quellen. Sie beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Für den Inhalt, die Vollständigkeit und die Aktualität der vorstehenden Angaben wird keine Gewähr übernommen.

Dieses Dokument richtet sich ausdrücklich nicht an Privatkunden im Sinne des § 67 Abs. 3 Wertpapierhandelsgesetz. Es handelt sich hierbei grundsätzlich um eine Marketingunterlage, die ausschließlich Werbezwecken dient. Ausgenommen hiervon sind Dokumente, die für Anlageausschusssitzungen oder zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen (z. B. Reporting) erstellt wurden. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass es sich hierbei nicht um eine Vermögensaufstellung nach investimentrechtlichen Vorgaben handelt. Dem Empfänger wird empfohlen sich an die jeweilige Kapitalverwaltungs-gesellschaft zu wenden.

Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken für die genannten Fonds entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher und englischer Sprache bei der deutschen Zahl- und Informationsstelle, der DZ BANK AG (Frankfurt/Main) erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf der Fonds.

Das Dokument berücksichtigt nicht die persönlichen sowie finanziellen Verhältnisse des Empfängers und stellt weder ein Angebot, noch eine Handlungsempfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen dar. Angegebene frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. In jedem Fall wird dem Empfänger empfohlen, im Rahmen einer individuellen Anlageberatung die Geeignetheit in Bezug auf seine persönlichen Verhältnisse prüfen zu lassen.

Die enthaltenen Informationen und Meinungen sind nicht als unabhängige Finanzanalyse anzusehen, da diese nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit und dem Verbot des Handels vor deren Veröffentlichung genügen.

Diese Informationen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne die schriftliche Genehmigung der Quoniam vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Quoniam verfügt über eine Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen und untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Quoniam verarbeitet Ihre personenbezogenen Daten, insbesondere Name, Geschlecht, Adresse, Telefonnummer, berufliche Position, ausschließlich im Rahmen der geschäftlichen Korrespondenz. Rechtsgrundlage ist Art. 6 Abs. 1 lit. b) und f) DSGVO. Verantwortliche im Sinne des Art. 4 Nr. 7 DSGVO ist die Quoniam Asset Management GmbH, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main. Weitergehende Informationen finden Sie in unserem Datenschutzhinweis unter Rechtliche Hinweise auf unserer Webseite. Sie möchten keine weiteren Informationen von Quoniam erhalten? Senden Sie bitte eine kurze E-Mail an [dataprotection@quoniam.com](mailto:dataprotection@quoniam.com)

2020 © Quoniam Asset Management GmbH. Alle Rechte vorbehalten.