

Oktober 2024

Hintergrund

Quant, Fundamental oder Quantamental – welcher Ansatz ist der Erfolgreichste?

Verfasserin: Desiree Sauer, Vice President, Investmentstrategin

Editor: Werner Krämer, Managing Director, Macro-Economic Analyst

2024. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosure über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Quant, Fundamental oder Quantamental – welcher Ansatz ist der Erfolgreichste?

- In der Vermögensverwaltungsbranche herrscht eine stille Kontroverse, wer die bessere Arbeit leistet: fundamentale oder quantitative Manager. Beim fundamentalen Investieren fließen finanzielle Daten, Unternehmensberichte und qualitative Faktoren (durch engen Kontakt mit dem Unternehmen) in die Analyse mit ein. Quantitatives Investieren stützt sich hingegen einzig und allein auf mathematische Modelle oder Algorithmen.
- Da sowohl quantitative als auch fundamentale Ansätze ihre ganz eigenen Schwachpunkte aufweisen, ist es eine Überlegung wert, ob eine Kombination aus beiden diese Nachteile minimieren kann und die Vorteile maximiert.
- So ist anzunehmen, dass gerade in schwierigen Marktphasen (Finanzmarktkrise, Covid, ...) fundamentale Manager die Nase vorn haben, da quantitative Modelle die neuen Marktbedingungen nicht inkludiert haben können und eine Anpassung langwieriger ist. Eine Kombination aus beiden könnte in solchen Phasen also vorteilhaft sein.
- Quantamentale Strategien kombinieren beide Ansätze; sie verschmelzen das menschliche Urteilsvermögen und die Macht des Computers. So können riesige Datenmengen sekunden-schnell verarbeitet werden und Anomalien aufgespürt werden, während menschliche Analysten beurteilen, ob und inwieweit die Zukunft anders aussieht als die Vergangenheit.
- Schaut man sich die Performance von fundamentalen versus quantitativen versus quantamentalen Fonds in Abwärtsmärkten an, ist auffällig, dass: (1) quantitative Fonds in dieser Zeit schlechter als fundamentale Fonds performten, was sich mit unserer vorherigen Annahme deckt (eine Ausnahme davon bildet das Jahr 2022) und (2) quantamentale Fonds in den schwierigen Jahren glättend in Bezug auf die Performance wirkten.
- Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass fundamentale und quantitative Strategien mit ihren jeweiligen Vor- und Nachteilen ausgestattet sind. Eine Kombination aus beiden stellt folglich eine interessante Alternative dar.

Quant, Fundamental oder Quantamental – welcher Ansatz ist der Erfolgreichste?

Aktives Management basiert auf der Annahme, dass Vermögenswerte (im Folgenden werden wir ausschließlich über Aktien sprechen) fehlerhaft bewertet sein können. Demnach kann für jeden Titel ein fairer Wert ermittelt werden, welcher jedoch von dem aktuellen Preis abweichen kann. Diese Preisabweichungen können von aktiven Investoren wiederum genutzt werden, da sich der Preis einer Aktie im Zeitverlauf an seinen fairen Wert annähern wird.

Die Gründe für Fehlbewertungen sind vielfältig. Abweichungen können durch temporäre Faktoren wie der allgemeinen Marktstimmung, Spekulationen oder politischen Entwicklungen verursacht werden. Marktakteure können zum Beispiel aufgrund schlechter Meldungen viel zu negativ bezüglich der Wachstumsaussichten eines bestimmten Unternehmens eingestellt sein. Auch können durch eine geringe Analystenabdeckung attraktive Titel schlichtweg übersehen werden. Das kommt in weniger beachteten Segmenten, z. B. im Micro oder Small Cap-Bereich vor. Es gibt aber auch gänzlich irrationale Gründe für Fehlbewertungen. Einerseits sind da Panikverkäufe zu nennen – so z. B. Anfang 2020 beim Ausbruch der Covid-Pandemie geschehen – andererseits Spekulationsblasen – so z. B. in den späten 90ern/Anfang der 2000er Jahre mit der DotCom-Blase geschehen.

Wichtig ist, dass all die oben genannten Gründe für eine Fehlbewertung in der Regel keinen Einfluss auf den fundamentalen Wert eines Unternehmens haben. Aktive Manager versuchen daher, Unter- und Überwertungen zu identifizieren und nutzen diese dann, um eine Outperformance gegenüber dem Markt zu generieren.

Bei der Ermittlung von Fehlbewertungen gibt es unterschiedliche Vorgehensweisen: einerseits gibt es quantitative, andererseits fundamentale Ansätze. Während quantitative Manager („die Quants“) Anlagechancen auf Grundlage von mathematischen Modellen und Algorithmen ermitteln, analysieren traditionelle Manager makroökonomische Aspekte wie die allgemeine Wirtschaftsbedingungen und mikroökonomische Aspekte, z. B. Effizienz der Unternehmensführung. Unweigerlich spielt bei Letzteren die menschliche Note - „The human Touch“ - eine Rolle, welche bei Quant-Strategien vollständig eliminiert werden soll.

In der Vermögensverwaltungsbranche herrscht eine stille Kontroverse, wer die bessere Arbeit leistet: traditionelle Manager oder die Quants¹. In dieser Publikation werden wir diese theoretischen Grundlagen des fundamentalen und quantitativen Investierens sowie die Vor- und Nachteile erörtern und der Frage nachgehen, welches der Konzepte langfristig erfolg-

reicher ist. Dabei werden wir auch prüfen, ob eine Kombination aus Quant und Fundamental – „Quantamental“ – einen Kompromiss darstellen könnte.

„Die Basics“

Die Meilensteine des traditionellen und quantitativen Investierens – eine kurze Geschichte

Die Geschichte des fundamentalen Investierens wurde maßgeblich durch **Benjamin Graham und David Dodd** geprägt, welche 1934 mit ihrem veröffentlichten Buch „Security Analysis“ den Grundstein für rationale Investitionsentscheidungen legten. Vor der Veröffentlichung basierten Anlageentscheidungen mehrheitlich auf Erzählungen, Gerüchten und/oder Empfehlungen. Graham und Dodd schufen mit ihren Beiträgen erstmals ein solides und rationales Fundament und gelten daher wohlverdient als Väter der Fundamentalanalyse.²

Im Kern beschrieben die beiden das Konzept des fairen Wertes, welches bereits in der Einleitung angerissen wurde. Diesen fairen Wert berechneten sie auf Grundlage von Geschäfts- und Bilanzkennzahlen und stellten die Theorie auf, dass der Marktwert eines Unternehmens zwar kurzfristig von dem tatsächlichen Wert abweichen kann, sich jedoch beide Werte im Laufe der Zeit wieder annähern.

Unmittelbar nach der Veröffentlichung des Buches wurde die Fundamentalanalyse zum wichtigsten Prinzip bei der Bewertung von Wertpapieren. Einige Jahrzehnte später, in einer Zeit, in der umfangreiche Finanzdaten verfügbar waren und die Computertechnologie stetig fortschritt, gewann diese Philosophie auch bei quantitativen Investoren an Bedeutung.³

Das quantitative Investieren hat in den letzten Jahrzehnten einige Meilensteine durchlaufen. In den frühen 1950er Jahren leistete Harry Markowitz mit der Einführung der **Modernen Portfoliotheorie** Pionierarbeit auf diesem Gebiet. Markowitz zeigte, dass Anleger sich besser stellen, wenn diese nicht all ihr Geld in ein einzelnes Wertpapier stecken, sondern es über verschiedene Wertpapiere verteilen.

Zugrunde liegt der Diversifikationseffekt, der darauf beruht, dass sich einzelne Wertpapiere in der Regel nicht exakt gleich entwickeln – also keine perfekte positive Korrelation aufweisen. Ein bunt zusammengestelltes Portfolio kann daher das Gesamtrisiko reduzieren und das ohne Verzicht auf potenzielle Erträge.⁴ Markowitz Ziel bestand in der Risiko-Rendite-Optimierung, also der Zusammenstellung von Portfolios, die

für jedes Risikoniveau – also entsprechend der jeweiligen Risikopräferenz - die bestmögliche Rendite bieten.

Bei der Modernen Portfoliotheorie handelt es sich um einen systematischen Ansatz, welcher mit mathematischen Modellen und statistischen Methoden umgesetzt wird.

Markowitz legte mit seiner Modernen Portfoliotheorie schließlich den Grundstein für einen der nächsten großen Fortschritte in der Finanzwelt – der Entwicklung des **Capital Asset Pricing Modells (CAPM)**. Dieses Modell beschreibt, wie sich der Preis risikoreicherer Wertpapiere bildet. Eine zentrale und intuitive Annahme des CAPMs ist, dass Anleger eine höhere Rendite für das Eingehen höherer Risiken verlangen.

Die Rendite eines Wertpapiers setzt sich gemäß CAPM aus einer risikofreien Rendite – das ist die Rendite, die man durch das Investieren in als sicher geltende Anlagen erhält (z. B. in deutsche oder US-Staatsanleihen) – und aus einer Risikoprämie – das ist die Kompensation für das zusätzliche Risiko – zusammen.

Wichtig hierbei ist, dass das CAPM nur das Marktrisiko (systematische Risiko) berücksichtigt. Das ist jenes Risiko, welches sich nicht wegdiversifizieren lässt und eine Reihe oder eben alle Wertpapiere betrifft. Beispiele für das systematische Risiko stellen politische Umbrüche oder Leitzinsveränderungen dar.

Das unsystematische Risiko, also jenes Risiko, welches nur ein einzelnes Wertpapier betrifft, wird hingegen vernachlässigt, weil es durch Diversifikation eliminiert werden kann. Ein Beispiel für ein unsystematisches Risiko wäre ein Unternehmensskandal, wie zum Beispiel der Abgasskandal rund um Volkswagen: Milliardenstrafen, Vertrauensverlust und auch strafrechtliche Verfolgungen waren die Konsequenz. Damit einher ging dann auch ein starker Aktienkurseinbruch.

Folgt man der Logik des CAPMs, dann ist es unmöglich, den Markt systematisch zu schlagen. Wenn die einzige belohnte Risikokomponente das Marktrisiko ist, dann sind Anleger gut beraten, jedes Wertpapier im Verhältnis zu seinem Anteil am Markt halten, da jede andere Gewichtung dem Portfolio nur zusätzliches Risiko verleihen würde, ohne eine zusätzliche Belohnung in Form von Rendite.⁵

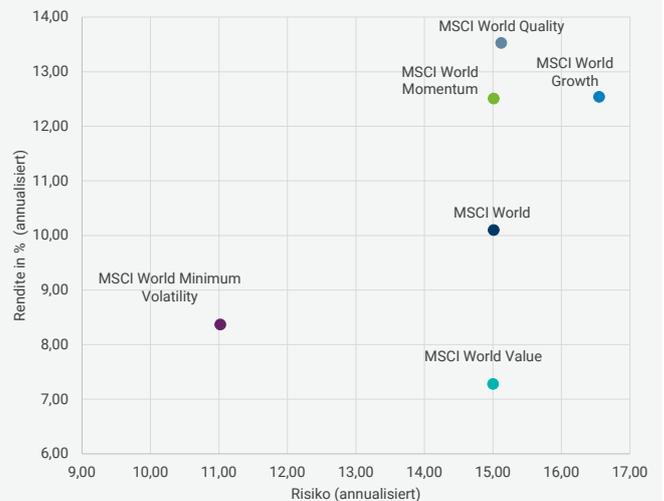
Die Folgerung des CAPMs, dass eine systematische „Beat-the-Market“-Methode nicht funktionieren würde, sorgte rund um den Globus für Motivation, das Gegenteil zu beweisen. So machte sich eine Heerschar an Wissenschaftlern auf die Suche nach sogenannten **Finanzmarktanomalien**.⁶

In der Wirtschafts- und Finanzwelt spricht man von einer Anomalie, wenn das tatsächliche Ergebnis (Rendite) unter bestimmten Annahmen von dem erwarteten Ergebnis abweicht, das durch ein Modell (hier das CAPM) vorhergesagt wurde. Eine Anomalie ist ein Beweis dafür, dass eine bestimmte Annahme oder ein bestimmtes Modell in der Praxis nicht zutrifft.⁷

So zeigte ab den 1970er Jahren eine Reihe von Arbeiten, dass sich die Rendite nicht ausschließlich durch das Marktrisiko, sondern auch durch andere Faktoren erklären ließ. Beispiele sind die Low-Volatility-Anomalie (1972), der Januareffekt (1973), der Neglected-Firm-Effekt (1978) oder der Größeneffekt (1981). Das Drei-Faktor-Modell von Fama und French aus dem Jahr 1992 erlangte besondere Beachtung. Die beiden ergänzten das bisherige Modell (CAPM) um zwei zusätzliche Faktoren, die die Aktienrenditen erklären sollten: den Size- (Größeneffekt) und den Value-Effekt. Später erweiterten die beiden ihr Modell um zwei weitere Faktoren – den Investitionsfaktor und den Profitabilitätsfaktor.

Betrachtet man die letzten 10 Jahre, so kann festgestellt werden, dass gemessen am Sharpe Ratio (risikobereinigte Rendite) die bekannten Faktoren Growth, Momentum, Low Volatility und Qualität den Markt (MSCI World) outperformt haben, während Value in dieser Zeit underperformte (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Risiko-Rendite Faktoren versus Markt (10 Jahre) und Sharpe Ratio



	MSCI World	MSCI World Value	MSCI World Growth	MSCI World Momentum	MSCI World Quality	MSCI World Min. Vola
Sharpe Ratio* 5 Jahre	0,63	0,47	0,7	0,64	0,81	0,37
Sharpe Ratio* 10 Jahre	0,61	0,44	0,7	0,76	0,81	0,64

Stand: 31. Juli 2024

Quelle: MSCI

* Basierend auf NY FED Overnight SOFR vom 1. September 2021 und auf ICE LIBOR 1M vor diesem Datum

Um als relevant eingestuft zu werden, sollte ein Faktor neben (1) einer höheren risikobereinigten Rendite die folgenden Anforderungen erfüllen: (2) Beständigkeit: in verschiedenen Märkten beobachtbar, im Laufe der Zeit stabil, (3) Erklärbarkeit: wissenschaftliche Untermauerung/Begründung und (4) Ausführbarkeit: in der Praxis umsetzbar (z. B. profitabel nach Handelskosten).⁸

In den 1970er und 80er Jahren verfügte die Wall Street schließlich über den Zugang zu mathematischen Modellen, die sie bei ihren Investitionsentscheidungen unterstützen sollten, aber eben nicht über die **Technologie**, um diese wirklich skalierbar zu machen. Mit Beginn der 1990er Jahre waren Computer jedoch nicht nur leistungsfähiger, sondern auch preiswerter und leichter zugänglich als je zuvor.⁹

Mit der Verbreitung von Computern konnten immer mehr Finanzdaten analysiert werden, was die weitere Entwicklung quantitativer Methoden vorantrieb. Die Hedgefondsindustrie stieg rapide an. Viele Hedgefonds entwickelten systematische Handelsstrategien, welche mit Hochgeschwindigkeitsrechnern umgesetzt wurden.

Mittlerweile sind quantitative Ansätze/Strategien weit verbreitet und werden von vielen Vermögensverwaltern, institutionellen Investoren und Hedgefonds eingesetzt. Die stetige **Weiterentwicklung der Datenanalyse und von Technologie** führt dazu, dass zunehmend ausgefeiltere Modelle und Strategien entwickelt werden. Maschinelles Lernen und künstliche Intelligenz wirken als Katalysator.

Abgrenzung – aktives quantitatives versus fundamentales Investieren

Beim fundamentalen Investieren fließen finanzielle Daten, Unternehmensberichte, aber auch qualitative Faktoren in die Analyse mit ein. So durchleuchten traditionelle Manager allerlei an Informationen: Geschäftsberichte, Unternehmensbilanzen, Cash Flow-Statements, Analystenresearch und alles was es darüber hinaus gibt. Zusätzlich pflegen diese enge Kontakte mit den in ihrem Anlageuniversum befindlichen Unternehmen (qualitative Faktoren), denn durch die Besuche und Gespräche mit den Unternehmensvertretern können Erkenntnisse über die Unternehmensführung, die Wettbewerbssituation, etc. gewonnen werden.

Quantitatives Investieren stützt sich hingegen einzig und allein auf mathematische Modelle oder Algorithmen. Quantitative Ansätze existieren in vielen Varianten und Ausprägungen, welche einer ständigen Weiterentwicklung unterliegen. Daher ist die folgende Auflistung nicht als abschließend zu verstehen:

1. Der bekannteste quantitative Ansatz ist das **Factor Investing**. Hierbei erfolgt die Aktienausswahl anhand sogenannter Preisanomalien, die mit einer Outperformance assoziiert werden. Faktorinvestitionen zielen darauf ab, bestimmte Eigenschaften oder Faktoren zu nutzen, die

eine höhere risikobereinigte Rendite als passive Anlagen versprechen. Zu den gängigen Faktoren gehören Value, Momentum, Größe („Size“) und Qualität. Die Portfolios werden schließlich so zusammengestellt, dass diese Faktoren je nach dem gewünschten Anlageergebnis betont oder ausgeschlossen werden. Faktorinvestitionen gelten als eine hybride Anlagestrategie zwischen passivem und aktivem Investieren. So sind diese transparent, regelbasiert und kostengünstig ähnlich wie passive Anlagen, bieten jedoch eine aktive Rendite.¹⁰

2. Eine weitere bekannte Quant-Strategie sind **Arbitrage-Strategien**, welche Preisunterschiede zwischen miteinander vergleichbaren Wertpapieren auf der Grundlage statistischer Modelle ausnutzen. Statistische Arbitragestrategien beruhen auf der Annahme, dass historische Preisbeziehungen fortbestehen beziehungsweise diese zu ihrem Mittelwert zurückkehren. Mathematische Modelle werden eingesetzt, um solche Fehlbewertungen zu identifizieren. Ein Beispiel hierfür ist das Pair-Trading. Zunächst werden Titel gesucht, die über die gesamte Historie eine hohe Korrelation zueinander aufweisen. Sollten die Kurse kurzfristig divergieren, wird der „Gewinner“ ver- und der „Verlierer“ gekauft, in der Annahme, dass die Kurse zu ihrem Mittelwert zurückkehren werden.¹¹
3. Nach der Veröffentlichung von ChatGPT ist das Thema **maschinelles Lernen und Künstliche Intelligenz** auf der Beliebtheitsskala sprunghaft angestiegen. Große Datensätze, die aus Bildern oder großen Textmengen wie z. B. Zeitungsartikeln und Tweets stammen und früher nicht analysiert werden konnten, lassen sich nun mithilfe maschineller Lernverfahren auswerten. Dabei können verborgene Muster aufgedeckt werden, die mit herkömmlichen statistischen Modellen möglicherweise nicht erkannt worden wären. So ermöglicht maschinelles Lernen die Entwicklung quantitativer Modelle, die versteckte Korrelationen erkennen und Vorhersagen über zukünftige Aktienkursbewegungen treffen können.¹²

„Das Duell: fundamentales versus quantitatives Investieren“

Die Vor- und Nachteile

Fundamentalmanager leisten eine umfangreiche Arbeit. Sie erstellen detaillierte Unternehmensanalysen und entwickeln eigene Modelle. Regelmäßige Unternehmensbesuche sowie der Austausch mit Unternehmensvertretern und Analysten gehören zu ihrem Alltag. Dieser gründliche Ansatz kann zu einer geringeren Abhängigkeit von kurzfristigen Marktschwankungen führen, da ihr Fokus auf der langfristigen Wertentwicklung liegt. Durch die enge Verbindung zu den

Unternehmen gewinnen sie wertvolle Einblicke, die über eine reine Analyse von Kennzahlen hinausgehen. So sind sie in der Lage, fundierte Einschätzungen darüber abzugeben, welche Auswirkungen beispielsweise ein Managementwechsel oder eine Produkt- oder Weiterentwicklung auf ein Unternehmen haben können. Der fundamentale Manager weiß also genau um die Managementqualitäten und die Marktposition eines Unternehmens. Dieses menschliche Urteilsvermögen stellt den Mehrwert dar, welchen diese liefern.

Allerdings ist das menschliche Urteilsvermögen nicht unfehlbar und das stellt auch die größte Kritik beim fundamentalen Investieren dar. So kann es zu Fehleinschätzungen oder Verzerrungen kommen. Ein Beispiel dafür ist der Bestätigungsfehler (Confirmation Bias): Bei diesem werden Informationen unbewusst so gefiltert, dass diese in das eigene Weltbild passen. Angenommen ein Analyst ist stark von dem Wachstumspotenzial von Unternehmen XYZ überzeugt. Unbewusst könnte sich dieser dann nur auf jene Informationen fokussieren, die mit seiner Überzeugung übereinstimmen; negative Meldungen blendet er hingegen (unbewusst) aus. Dies kann dazu führen, dass Risiken kaum Beachtung finden, was zu einer Fehlentscheidung führen kann.

Ein weiterer Nachteil des fundamentalen Ansatzes ist die Zeitintensivität. Eine tiefgreifende und detaillierte Analyse bedarf nun mal viel Zeit. Daher ist die Anzahl an Unternehmen, die ein Fundamentalmanager abdecken kann, begrenzt. Der fundamentale Manager fokussiert sich meist auf eine kleine Anzahl der im Universum befindlichen Unternehmen, was dann dazu führen kann, dass potenzielle Alphaquellen übersehen werden. Hinzu kommen dann noch die immer größer werdenden Datenmengen (Big Data), die es ihm unter Umständen schwierig machen, die relevanten Informationen zu filtern und zu analysieren.

Die Verarbeitung großer Datenmengen ist für quantitative Manager, aufgrund der technologischen Ausrüstung, hingegen gar kein Problem. So kann mit der entsprechenden Rechnerleistung eine enorme Menge an Informationen/Daten in Sekundenschnelle analysiert werden. Anders als beim Fundamentalmanager ist das Analyseergebnis rational und objektiv. Da der quantitative Ansatz auf mathematischen und statistischen Methoden basiert, ist er frei von subjektiven (menschlichen) Einflüssen. Darüber hinaus ist die Anzahl an Titeln in quantitativen Portfolios meist wesentlich höher und Korrelationen werden im Modell meist berücksichtigt. Damit einher geht eine meist höhere Diversifikation. Ein weiterer Vorteil ist die Effizienz, denn quantitative Modelle können schnell auf Marktveränderungen reagieren. Die Analyseprozesse bei Fundamentalmanagern sind oft zeitaufwendig, was zu einer langsameren Reaktionsgeschwindigkeit führen kann.

Natürlich weist auch die quantitative Analyse Schwachpunkte auf. Einerseits stellen die Ansätze für Anleger meist eine Blackbox dar - etwas (Daten) geht hinein, etwas (Daten) kommt heraus. Die Entscheidungsprozesse der Modelle sind oft undurchsichtig, was das Anlegervertrauen erschweren kann. Einige Quant-Manager betrachten spezifische Details ihrer Umsetzungsstrategie als unternehmenseigen und sind nicht bereit, das Rezept ihrer „Geheimsauce“ preiszugeben. Tatsächlich basieren aber die meisten Quant-Strategien auf allgemein bekannten Prinzipien und gut erforschten Preisanomalien.

Darüber hinaus besteht ein Modellrisiko. Fehlerhafte Modelle können zu erheblichen Verlusten führen. Zudem basieren quantitative Modelle auf historischen Daten und Annahmen, die in der Zukunft möglicherweise nicht (mehr) zutreffen. Ein häufiges Problem ist, dass das Modell auf der Grundlage vergangener Daten gut funktioniert, aber dann bei neuen Ereignissen schlecht abschneidet. Ein Beispiel dafür: Sollte ein Manager z. B. einen starken Momentum-Tilt aufweisen, welcher in der Vergangenheit Zeitraum outperformt hat, welcher nun aber nicht mehr gefragt ist, dann kann ein Quant-Manager gegebenenfalls eine harte Zeit durchmachen.

Abbildung 2:
Vor- und Nachteile - Quant versus Fundamental

	Quant	Fundamental
Vorteile	<ul style="list-style-type: none"> • Objektivität • Diversifikation • Effizienz (schnelle Anpassung) • Verarbeitung großer Datenmengen • Meist günstiger 	<ul style="list-style-type: none"> • Gründliche Analyse/ Nah an den Unternehmen • Investoren verstehen den Prozess • Geringere Abhängigkeit von Marktschwankungen, da langfristige Wertentwicklung im Blick
Nachteile	<ul style="list-style-type: none"> • Manche Informationen/ Eindrücke lassen sich nicht objektiv messen • Blackbox (in Teilen) • Womöglich Tilts, geringere Anpassungsfähigkeit bei neuen Bedingungen, da historische Daten als Basis genutzt 	<ul style="list-style-type: none"> • Subjektivität/Verzerrungen • Weniger Titel = weniger Diversifikation • Reaktionsgeschwindigkeit gering/Zeitaufwendige Analysen • Konzentration auf wenige Titel

Stand: 2024
Quelle: Lazard

Quantamental: das Beste aus zwei Welten oder Quatsch?

Da wie oben beschrieben sowohl quantitative als auch fundamentale Ansätze ihre ganz eigenen Schwachpunkte aufweisen, ist es eine Überlegung wert, ob eine Kombination aus beiden diese Nachteile minimieren kann und die Vorteile maximiert.

Quantamental beschreibt genau diesen Versuch. Hier werden das menschliche Urteilsvermögen und die Macht des Computers verschmolzen. So können riesige Datenmengen sekundenschnell verarbeitet werden und Anomalien aufgespürt werden, während Analysten beurteilen, ob und inwieweit die Zukunft anders aussieht als die Vergangenheit. So können die Analysten einschätzen, inwieweit sich verändernde Branchenstrukturen, aufkommende Technologien, veränderte Unternehmenspositionen oder neue Branchenvorschriften auswirken können, denn in solchen Situationen sind Maschinen, die sich auf historische Daten konzentrieren, im Nachteil.¹³

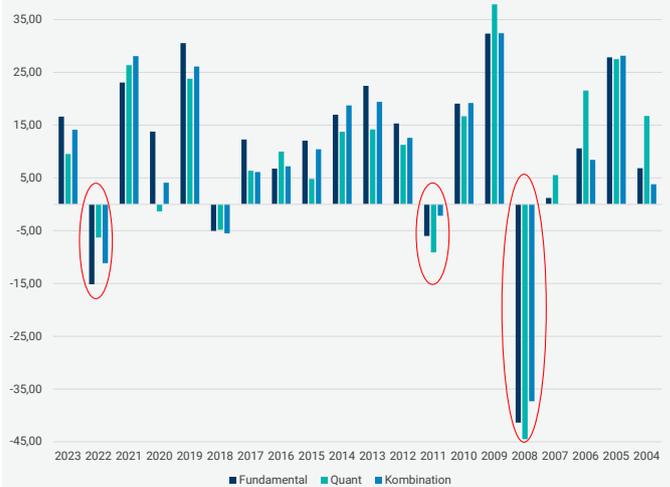
Darüber hinaus sehen manche Unternehmen auf Grundlage von Kennzahlen und Daten attraktiv aus, sind es aber eventuell nicht. Ein Extremfall ist das Beispiel Wirecard. Das Unternehmen sah zahlenmäßig gut aus und ein quantitatives Modell hätte es eventuell ins Portfolio gekauft, während der ein oder andere aktive Manager sich aufgrund anderer Faktoren (Managementmeetings, etc.) dagegen entschieden hätte.

Anzunehmen ist zudem, dass es bei quantitativen Strategien titelmäßig eine große Überschneidung gibt. Das kann gerade in Krisenzeiten nach hinten losgehen, wenn all diese Strategien ein und denselben Titel verkaufen wollen.

Schaut man sich die Performance von fundamentalen versus quantitativen versus quantamentalen Fonds in Abwärtsmärkten an, ist auffällig, dass:

1. quantitative Fonds in dieser Zeit besonders schlecht performten (Ausnahme im Jahr 2022). Das liegt vermutlich wie oben beschrieben an dem Overlap und andererseits an den neuen Marktbedingungen, die ein Quantmodell noch nicht inkludiert haben kann.
2. quantamentale Fonds glättend in Bezug auf die Performance wirkten (2008, 2011 und 2022). Das Zusammenspiel zwischen Quant und Fundamental hat sich bewährt.

Abbildung 3:
Fundamental, Quant- und Quantamental in Krisenzeiten



Stand: 31. Dezember 2023

Quelle: Morningstar

Es wurden aktive Fonds der Standardkategorie Global Equity Large Cap gefiltert und in die folgenden drei Unterkategorien unterteilt: Fundamental, Quantitativ und Kombination aus Fundamental und Quantitativ. Die Bezeichnung als Fundamental, Quantitativ und Kombination stammen von den Managern selbst. Es ist zu beachten, dass die Anzahl an Fonds, welche sich in diese Kategorien selbst eingeteilt haben eher klein ausfiel und die Auswertung daher eher als Indikation statt als statistisch signifikant zu sehen ist. ETFs wurden ausgeschlossen.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass fundamentale und quantitative Strategien mit ihren jeweiligen Vor- und Nachteilen ausgestattet sind. Eine Kombination aus beiden stellt folglich eine interessante Alternative dar.

Quant & Quantamental bei Lazard

(1) Die Advantage-Plattform

Das Team verwendet einen aktiven, quantitativ ausgerichteten Bottom-up-Anlageprozess, der jedes Unternehmen aus einem Anlageuniversum von 5.000 Industrieländeraktien (Globale Strategie) beziehungsweise von 3.600 Schwellenländeraktien (Emerging Markets Strategie) bewertet. Jedes Unternehmen des investierbaren Universums wird täglich auf sein Wachstumspotenzial, seine Bewertung, die Marktstimmung und seine finanzielle Qualität hin überprüft. Darauf aufbauend erfolgt die Aktienauswahl. Dabei vermeidet das Team bewusst Entscheidungen zwischen Large- und Small-Caps, Schwellen- und Industrieländern, Growth- und Value-Aktien sowie sektorale Wetten wie Energie versus Technologie. Solche Entscheidungen sind schwer konsistent zu prognostizieren und bieten oft nur einen geringen oder keinen zusätzlichen Ertrag. Aus demselben Grund wird auch auf Markttiming-Entscheidungen, also die Rotation zwischen den Faktoren,

verzichtet. Stattdessen wird ein ähnliches Exposure zu Regionen, Sektoren, Kapitalisierung und Stil angestrebt, wie es die Benchmark vorgibt.

Auch, wenn sich das Team nicht selbst nicht als quantamentalen Manager, sondern als quantitativen Manager beschreibt, fließen fundamentale Elemente in den Prozess mit ein. So werden alle vom Quant-Modell vorgeschlagenen Titel vom Team überprüft. Sollte es mit den Titeln ein aktienspezifisches Problem geben, z. B. schlechte oder alte Daten oder Probleme makroökonomischer Natur, wie z. B. durch die Covid-Pandemie oder Russlands Überfall auf die Ukraine ausgelöst, werden die Trades angepasst. Dadurch wird sichergestellt, dass die Ziele des Modells bei den Transaktionen auch dann eingehalten werden, wenn das Modell nicht alle Informationen des Marktes widerspiegelt.

(2) US Systematic Small Cap

Das Lazard US Systematic Small Cap Equity-Team hat einen Prozess entwickelt, um das Beste aus den beiden Welten Quant und Fundamental im Small Cap-Bereich zu verbinden. So besteht das Team sowohl aus Quant- als auch aus Fundamentalmanagern, die einen Mechanismus entwickelt haben, anhaltend fundamentale Opportunitäten zu quantifizieren und systematisch zu implementieren.

Diese Opportunitäten werden als automatisierte Fundamentalanalysten bezeichnet und sind leicht zu verstehen, aber komplex zu implementieren. Ein Beispiel für einen Fundamentalanalysten ist der Wettbewerbsvorteil, also die Identifizierung von Unternehmen, die eine nachhaltige Margenverbesserung aufweisen.

Ein weiterer Vorteil des quantitativen Anteils der Strategie besteht darin, dass das Team den gesamten Small-Cap-Markt scannen kann und sich nicht auf einen kleinen Teil des Segments beschränken muss, wie es bei einem rein fundamentalen Manager der Fall wäre.

Zusammenfassung

In der Vermögensverwaltungsbranche herrscht eine stille Kontroverse darüber, wer die bessere Arbeit leistet: fundamentale oder quantitative Manager. Beim fundamentalen Investieren fließen finanzielle Daten, Unternehmensberichte und qualitative Faktoren, die durch engen Kontakt mit dem Unternehmen gewonnen werden, in die Analyse ein. Quantitatives Investieren stützt sich hingegen einzig und allein auf mathematische Modelle oder Algorithmen.

Da sowohl quantitative als auch fundamentale Ansätze ihre ganz eigenen Schwachpunkte aufweisen, ist es durchaus überlegenswert, ob eine Kombination aus beiden diese Nachteile minimieren und die Vorteile maximieren kann. Es ist anzunehmen, dass gerade in schwierigen Marktphasen, wie etwa während einer Finanzmarktkrise oder beim Ausbruch der Covid-19-Pandemie, fundamentale Manager die Nase vorn haben, da quantitative Modelle die neuen Marktbedingungen nicht sofort einbeziehen können und deren Anpassung langwieriger ist. Eine Kombination aus beiden Ansätzen könnte in solchen Phasen also vorteilhaft sein.

Verfasserin: Desiree Sauer
E-Mail: desiree.sauer@lazard.com

Editor: Werner Krämer
E-Mail: werner.kraemer@lazard.com

Literaturverzeichnis

¹ R. B. Gregory-Allen, H. A. Shawky, J. Stangl: Quantitative vs. Fundamental Analysis in Institutional Money Management: Where's the Beef?, April 2009

² V. Tachev: Fundamental Analysis – A Complete Guide from Basic to Advanced, 13. April 2022, <https://www.earn2trade.com/blog/fundamental-analysis/>

³ V. Chandrashekar: The Evolution of Quantitative Investment Strategies, American Century Investments, März 2015

⁴ L. Eller: Portfoliotheorie, Focus, 20. Oktober 2020, https://www.focus.de/finanzen/boerse/lexikon/boersenlexikon-portfoliotheorie_id_10466445.html

⁵ V. Chandrashekar: The Evolution of Quantitative Investment Strategies, American Century Investments, März 2015

⁶ F. J. Fabozzi, S. M. Focardi, C. Jonas: Challenges in Quantitative Equity Management, The Research Foundation of CFA Institute, Juli 2008

⁷ A. Hayes, S. Anderson, V. Velasquez: Anomaly: Definition and Types in Economics and Finance, Investopedia, 1. Februar 2024, <https://www.investopedia.com/terms/a/anomaly.asp>

⁸ Robeco: Guide to Factor Investing, 2018, <https://www.robeco.com/files/docm/docu-robeco-guide-to-factor-investing-global.pdf>

⁹ L. Lin: Intuition vs. Computation: A Brief History of Quant Investing, BMO, 23. April 2024, <https://institutional.bmogam.com/ca-en/insights/intuition-vs-computation-a-brief-history-of-quant-investing/>

¹⁰ Robeco: Guide to Factor Investing, 2018, <https://www.robeco.com/files/docm/docu-robeco-guide-to-factor-investing-global.pdf>

¹¹ C. Krauss: Statistical Arbitrage Pairs Trading Strategies: Review and Outlook, Institut für Wirtschaftspolitik und Quantitative Wirtschaftsforschung, 26. August 2015

¹² Quantpedia: An Introduction to Machine Learning Research Related to Quantitative Trading, <https://quantpedia.com/an-introduction-to-machine-learning-research-related-to-quantitative-trading/>

¹³ M. Molnar: Quantamental Investing: A Fuzzy Term That Describes An Inevitable Future, Forbes, 18. August 2018, <https://www.forbes.com/sites/michaelmolnar/2019/12/12/quantamental-investing-a-fuzzy-term-that-describes-an-inevitable-future/>

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt April 2021

„Die Welt im Wandel – Investieren in die Zukunft“

Standpunkt Mai 2021

„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021

„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt“

Hintergrund März 2022

„Wie wird Inflation berechnet?“

Hintergrund April 2022

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund Mai 2022

„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?“

Hintergrund September 2022

„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen“

Standpunkt November 2022

„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Hintergrund März 2023

„Multi-Asset-Strategien - ein Überblick“

Standpunkt Juni 2023

„Rückkehr in die Zinsnormalität – Die Renaissance von Rentenanlagen“

Hintergrund Januar 2024

Aktualisierung: „Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2024

Aktualisierung: „Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet“

Standpunkt September 2024

„Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardassetmanagement.com>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Telefon +49-69 50 606-0

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Telefon +49-40 35 72 90-20

Opernring 7
1010 Wien
Telefon +43-1 92 80 52 90

LAZARD
ASSET MANAGEMENT