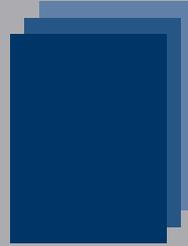


Hintergrund



Factor Investing – Alter Wein, neu gekeltert,
in hochmodernen Schläuchen

August 2017

Factor Investing – Alter Wein, neu gekeltert, in hochmodernen Schläuchen

- Die Fortentwicklung der IT-Landschaft, Big-Data und die Verbesserung der quantitativen Anwendungen haben im Bereich regelgebundener, quantitativ getriebener Kapitalanlagen neue Ideen hervorgebracht. Zu den wichtigsten Neuerungen gehören (semi-)aktive Prozesse, die unter Namen wie Smart Beta, Fundamental Indexing und Faktor Investing in Erscheinung getreten sind.
- Systematisch können in wissenschaftlichen Studien die folgenden Hauptfaktoren zur Bestimmung von Aktienrenditen nachgewiesen werden: Market (Index), Value, Growth, Carry (High Dividend), Momentum, Sentiment (Flow), Quality, Minimum Volatility, Low Risk (Risk Parity) und Size.
- Beim Ein-Factor-Investing investiert man beispielsweise in ein Portfolio aus den mit dem Ein-Faktor-Modell über ein quantitatives Modell identifizierten Value-Aktien in der Erwartung, durch eine streng regelgebundene Anlage in günstig bewertete Aktien auf lange Sicht mehr Wert zu generieren als über ein Investment in den (kapitalisierungsgewichteten) Marktindex.
- Will man als Investor die Abhängigkeit von der Faktor-Zyklik und Faktor-Rotationen reduzieren, so sollte man für die Aktienselektion mehrere Faktoren simultan verwenden, am besten Kombinationen von Faktoren, die miteinander möglichst gering korreliert sind.
- Es gibt verschiedene Wege, Faktor-Investing umzusetzen. Einerseits gibt es (semi-)passive Strategien über ETFs, die entweder auf einen Faktor setzen, mehrere Faktor-ETFs kombinieren oder auf Multi-Faktor-Modelle setzen. Andererseits gibt es aktive, quantitative Faktor-Investing-Strategien.
- Im Quant-Team von Lazard Asset Management werden im Rahmen der „Advantage“-Portfolios auf Basis von vier bzw. fünf über eigene Modelle definierten Faktoren in unterschiedlichen Regionen aktiv Aktien selektiert. In den „normalen Advantage“-Strategien erhalten die Faktoren Value, Growth und Momentum je 30 % Gewicht, während Quality mit 10% eingeht. In den Managed Vol-Strategien wird der Faktor Low Vol als fünfter Faktor in die Entscheidung mit einbezogen.
- Die Faktor-Modelle sind zur generellen Risikosteuerung komplexer Portfolios über alle Assetklassen hinweg geeignet. Verwendet man die Faktor-Modelle zur Erklärung der Wertentwicklung eines Gesamtportfolios, so könnte man die Risikosteuerung an Faktorisiken statt an Assetklassen ausrichten.
- Geld hat mit Vertrauen zu tun und Vertrauen kann nur durch Transparenz begründet werden. Die neuen quantitativen Methoden der Manager verbessern die Möglichkeit, transparent zu machen, woher die Performance in den Portfolios kommt. Wenn dies hilft, die Investmentprozesse transparenter zu machen, leistet es einen Beitrag zu mehr Vertrauen in die Investment-Branche.
- Es gibt eine Kehrseite. Man sollte sich durch die quantitativen Überlegungen nicht verleiten lassen, zur alten Modellgläubigkeit der Zeit vor der Finanzmarktkrise zurückzukehren. Quantitative Modelle ersetzen nicht das eigene Denken in ökonomischen Zusammenhängen, sondern sollen es ergänzen.
- Der wachsende Anteil von ETFs und Smart Beta-Modellen kann trendverstärkend wirken, wenn sich ein großer Teil der Marktteilnehmer mit ihren Anlagen in die gleiche Richtung bewegt. Man muss stets überprüfen, ob die Modelle noch Gültigkeit haben oder ob der Markt die Risikoprämien allmählich wegarbitriert. Wer mit Modellen arbeitet, muss Instabilitäten, Paradigmenwechsel und Stressszenarien in das Risiko Management einbeziehen.

Factor Investing – Alter Wein, neu gekeltert, in hochmodernen Schläuchen

Im Laufe der letzten Jahre haben sich die Kapitalanlagen der Investoren in Kontinentaleuropa deutlich weiterentwickelt. Das Niedrigzinsumfeld hat dazu geführt, dass die Anleger aus heimischen Rentenanlagen zu Gunsten von ganz neuen Assetklassen umgeschichtet, eine globalere Ausrichtung der Portfolios gewählt und neue Methoden implementiert haben, sowohl in der Asset Allocation wie auch im Risiko Management.

Die Fortentwicklung der IT-Landschaft, Big-Data und die Verbesserung der quantitativen Anwendungen haben gerade im Bereich regelgebundener, quantitativ getriebener Kapitalanlagen neue Ideen hervorgebracht. Dies sind einerseits passive Kapitalanlagen und ETFs. Andererseits (semi-)aktive Prozesse, die in den letzten Jahren unter Namen wie Smart Beta, Fundamental Indexing und nicht zuletzt Faktor Investing in Erscheinung getreten sind. Diese neuen Ansätze haben in den Portfolios institutioneller Anleger weite Verbreitung gefunden.¹

Wir wollen in diesem Artikel einerseits die theoretischen Grundlagen der Ansätze darstellen. Dabei wird klar, dass diese Strategien nichts völlig Neues sind, sondern auf jahrzehntealte Überlegungen der Kapitalmarktforschung zurückgehen. Andererseits wollen wir die heutige praktische Umsetzung erläutern und damit zeigen, dass diese Konzepte dennoch mehr sind als nur alter Wein in neuen Schläuchen.

Bestimmung von Aktienrenditen – Das Ein-Faktor-Modell

Schon in ihren Anfängen hat sich die Kapitalmarkttheorie mit der Frage beschäftigt, welche Bestimmungsfaktoren den unterschiedlichen Pfad der Preisbildung, insbesondere die Wertentwicklung (Aktienrendite) und die Schwankungsbreite (Varianz bzw. Standardabweichung oder Volatilität), der einzelnen Aktien eines Marktes bzw. der Mitglieder eines Aktienindexes (in einem gegebenen Zeitraum) erklären. In der Kapitalmarktliteratur spricht man von „Return Generating Process“.

Man hat zunächst versucht, die Renditen und Volatilitäten der einzelnen Aktien auf einen einzigen Faktor zurückzuführen. In diesen sogenannten Ein-Faktor-Modellen verwendete Größen in historischen Untersuchungen waren Makroindikatoren wie das Bruttoinlandsprodukt, die Industrieproduktion, Zinsen oder die Inflation. Die Ergebnisse dieser Makromodelle waren insgesamt ernüchternd und finden heute in der Praxis wenig Verwendung.

Durchgesetzt hat sich ein Ein-Faktor-Modell, das als Input keinen Makroindikator, sondern die Marktentwicklung selbst enthält. Im sogenannten Marktmodell, das mit Hilfe linearer Regression geschätzt und in der unten angegebenen Formel 1 beschrieben wird, setzt sich die Rendite r_i einer einzelnen Aktie „i“ (in einem gewissen Zeitraum) aus zwei (bzw. drei) Bestandteilen zusammen (vgl. Abb. 1).²

Abbildung 1:
Mathematische Formel des Ein-Faktor-Modells

$$\text{Formel 1: } r_i = \alpha_{iI} + \beta_{iI} \times r_I + \epsilon_{iI}$$

Erstens erklärt sich die Aktienrendite aus einem von der allgemeinen Marktentwicklung abhängigen Teilertrag, der sich formelmäßig durch ein Vielfaches β_{iI} der Marktrendite bzw. Aktienindexrendite r_I berechnen lässt. War eine Aktie in einem gewissen Zeitraum schwankungsreicher als der Vergleichsindex, so errechnet sich ein Beta größer als Eins. Schwankte die Aktie weniger als der Index, ist das Beta kleiner als Eins.

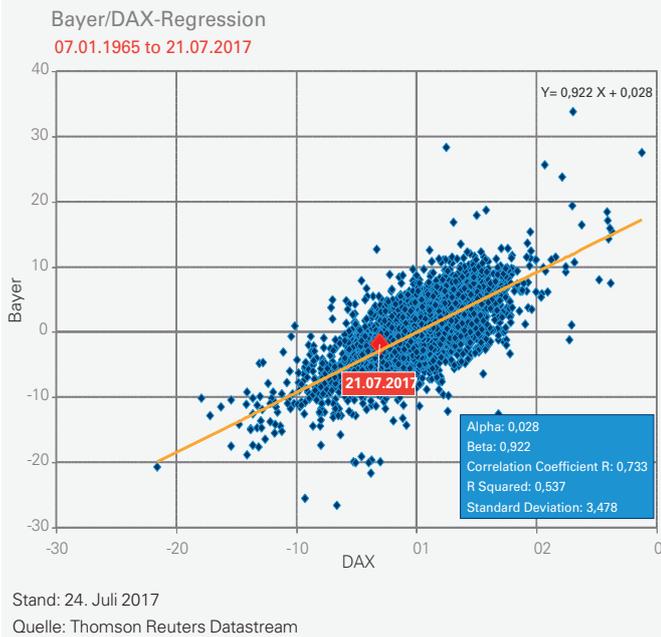
Die Abhängigkeit der Wertentwicklung einer Aktie vom allgemeinen Markttrend, die in diesem Modell alle Aktien eines Marktes oder Indexes charakterisiert, nennt man Marktrisiko oder systematisches Risiko (weil es alle Aktien kennzeichnet). Oft wird es einfach das Beta der Aktie genannt. Dieses Beta ist nichts Fixes, sondern abhängig vom zugrunde gelegten Vergleichsindex und vom Betrachtungszeitraum.

Zweitens erzielt die Aktie einen vom Aktienindex unabhängigen, nicht durch die Marktentwicklung erklärbaren Ertrag, der aufgrund spezieller Charakteristika der einzelnen Aktie inhärent ist. Man spricht vom idiosynkratischen Charakter bzw. vom unsystematischen Risiko der Aktie. Im Modell spiegelt sich dies in zwei Termen wider. Der Term α_{iI} ist eine Konstante, die sich rechnerisch aus der Regressionsrechnung ergibt und den Ertrag darstellt, den die Aktie erzielt, wenn sich der Aktienindex nicht verändert. Sie ist also ein Teil der Wertentwicklung der Aktie, der nicht vom Index herrührt.

Auch der sogenannte Störterm ϵ_{iI} , der annahmegemäß normalverteilt ist mit einem Erwartungswert von Null und einer Volatilität σ_{ϵ_i} , enthält Bestandteile der nicht durch den Index erklärten Wertentwicklung der Aktie. Der Begriff Störterm spiegelt die Tatsache wider, dass der in der Regression unterstellte lineare Zusammenhang der Aktienrendite mit der Indexrendite durch das Eigenleben der Aktie gestört wird.

Als einfache Beispiele zeigen wir zwei Marktmodelle zur Erklärung der Wertentwicklung der Bayer-Aktie durch die Renditen des DAX auf Basis von wöchentlichen Return-Zahlen seit 1965 (vgl. Abb. 2) bzw. die Renditen des DJ Euro Stoxx auf Basis von wöchentlichen Return-Zahlen seit 1987 (vgl. Abb. 3).

Abbildung 2:
Bayer AG und der DAX seit 07/01/1965



Feststellung, dass Alpha und Beta vom verwendeten Index und Zeitraum abhängen.

Bestimmung von Aktienrenditen – Das Mehr-Faktoren-Modell

Die beiden Ein-Faktor-Modelle des vorigen Abschnitts haben deutlich gemacht, dass der Erklärungsgehalt der Aktienrenditen durch Aktienindexreturns als einzigem Faktor relativ begrenzt ist. Die einzelnen Aktien haben viel zu viele spezifische Charakteristika und unsystematische Risiken, als dass sie über einen Kamm geschoren werden können. Im nächsten Schritt haben die Kapitalmarktforscher daher die engen Grenzen der Ein-Faktor-Modelle verlassen, die lediglich die Marktrendite als Inputfaktor zur Erklärung der Aktienrenditen verwenden, sondern gehen über zu Modellen, die eine Reihe mehrerer Erklärungsdeterminanten gleichzeitig anwenden.³

Die ersten Forscher, die eine deutliche Modellerweiterung einführten, waren 1992 Eugene Fama und Kenneth French mit ihrem Fama-French-Drei-Faktoren-Modell.⁴ Sie hatten beobachtet, dass Aktien mit besonders günstiger Bewertung (im Sinne des Verhältnisses vom Buchwert zum Marktwert des Eigenkapitals) sowie Aktien mit kleiner Marktkapitalisierung auf lange Sicht von der Wertentwicklung her besser abschnitten als der Gesamtmarkt. Mit anderen Worten erkannten sie, dass der Faktor „Value“ sowie der Faktor „Size“ neben dem Faktor „Markt“ Bestimmungsfaktoren der Aktienrenditen darstellten. Sie wiesen statistisch durch multivariate Regressionen nach, dass sich im US-Aktienmarkt durch ein solches Drei-Faktoren-Modell 90 % der Aktienrenditen erklären lassen, während das Ein-Faktor-Modell nur 40-70 % Erklärungsgehalt liefert.

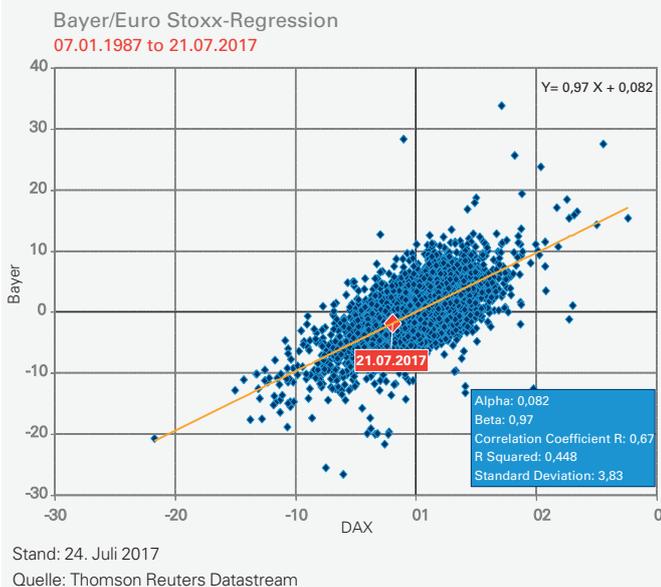
Im Laufe der Entwicklungen hat man dann immer mehr Faktoren in die Diskussion eingeführt, regionale und globale Risikofaktoren unterschieden sowie branchen- und länderspezifische Faktoren entwickelt. Ein wichtiger weiterer allgemeiner Faktor wurde von Mark Carhart 1997 eingeführt (Momentum) und in sein „Vier-Faktoren-Modell“ implementiert. 2003 veröffentlichten Lubos Pastor und Robert F. Stambaugh schließlich ein Fünf-Faktoren-Modell, das die „Liquidität“ als fünften Faktor einführte. All diese Schritte trugen dazu bei, den Anteil des unerklärten Teils der Aktienrenditen im Multi-Faktoren-Modell immer mehr zu reduzieren.

Die allgemeine Darstellung in einem n-Faktoren-Modell zur Erklärung von Aktienrenditen (multi-factor asset pricing model) entspricht weitgehend dem Ein-Faktor-Modell mit der Einschränkung, dass man es hier mit der Rendite von n Faktoren (F_j , $j = 1 - n$) und n Betas pro Aktie i (β_{ij}) in Bezug auf die jeweiligen Faktoren zu tun hat.

Abbildung 4:
Mathematische Formel des Mehr-Faktoren-Modells

$$r_i = \alpha_{iF} + \beta_{i1} \times F_1 + \beta_{i2} \times F_2 + \dots + \beta_{in} \times F_n + \epsilon_{iF}$$

Abbildung 3:
Bayer AG und der Euro Stoxx seit 07/01/1987



In Modell 2, das sich auf den Zeitraum ab 1987 bezieht, betrug das Alpha 0,082, der Korrelationskoeffizient 0,67, das Beta 0,97 und das R² 0,448, so dass im Modell zwei 44,8 % der Bewegungen der Bayer-Aktie durch Bewegungen des DJ Euro Stoxx-Indexes erklärt werden können. Die Standardabweichung betrug 3,83.

Der Ergebnisse von Modell 2 unterscheiden sich von denen von Modell 1, denn im Modell 2 erklären wir die Returns der Bayer-Aktie durch die Returns des Euro Stoxx-Indexes und wählen einen kürzeren Zeitraum. Das erste Modell weist einen größeren Wert für den Korrelationskoeffizienten und das R² und einen kleineren Wert der Standardabweichung auf. Damit hat das erste Modell einen höheren Erklärungsgehalt als Modell zwei. Wichtig ist die

Historisch nachgewiesene Faktoren, die Wert generieren

Wissenschaft und Praxis haben sich in den letzten Jahrzehnten intensiv mit Faktormodellen zur Erklärung der Aktienrenditen beschäftigt. Die Fortentwicklung der IT und der quantitativen Methoden haben unserer Meinung nach aber auch in starkem Maße zu „Data Mining“ verführt. Es gibt tausende von Studien, die hunderte von Faktoren getestet und nachgewiesen haben, sowohl über Ein-Faktor-Modelle als auch über multivariate Methoden und Multi-Faktor-Modelle.⁵

Sind diese empirischen Untersuchungen nicht mit ökonomischer Theorie untermauert, bleibt der Erkenntnisgewinn gering. Rein statistische Analysen vergangener Zeitreihen laufen Gefahr, auf Scheinkorrelationen und redundante Informationen zu stoßen.⁶ Aus unserer Sicht kann man die wirklich relevanten Faktoren auf maximal ein Dutzend, vermutlich aber weniger reduzieren. Sehr systematisch können in den Studien die folgenden Hauptfaktoren zur Bestimmung von Aktienrenditen nachgewiesen werden.

- Market (Index)
- Value
- Growth
- Carry (High Dividend)
- Momentum
- Sentiment (Flow)
- Quality
- Minimum Volatility
- Low Risk (Risk Parity)
- Size

Dabei kommt es aber auch auf die Details an. Der Markt hat bisher keinen klaren Standard entwickelt, wie genau ein Faktor wie „Value“ zu definieren ist, aufgrund welcher Kenngrößen man diesen Faktor quantifiziert und wann eine Aktie eine „Value Aktie“ ist. Insofern unterscheiden sich die einzelnen Untersuchungen, Modelle und daraus hergeleiteten Entscheidungsmechanismen deutlich, auch wenn sie die gleichen Begriffe verwenden.

In der folgenden Tabelle geben wir einen groben Überblick, wie die Faktoren ganz allgemein zu verstehen sind (vgl. Abb. 5).⁷

Abbildung 5:
Übersicht über die Faktordefinitionen

Faktor	Definition	Indikatoren
Market (Index)	Markt	Index, marktkapitalisiert
Value	günstige Bewertung	niedriges KGV oder Preis-Buchwert, hohes ROE
Growth	hohes Wachstum	hohes Gewinn-, Umsatz- oder Cash Flow-Wachstum
Carry (High Dividend)	laufende Erträge	hohe Dividenden oder sonst. Erträge
Momentum	Aufwärtstrend	hohe Preisdynamik über gewisse Zeiträume
Sentiment (Flow)	Marktstimmung	Flows, sonst. Marktstimmung, techn. Indikatoren
Quality	Qualität	hohe Stabilität / Prognostizierbarkeit der Gewinne
Minimum Volatility	niedrige Volatilität	niedrige Volatilität der Returns, kleineres Beta
Low Risk	gleichgewichtetes Risiko	risikogewichtete Portfolios, Risk Parity
Size	Marktkapitalisierung	Micro Cap vs Small Cap vs Mid Cap vs Large Cap vs. Mega Cap

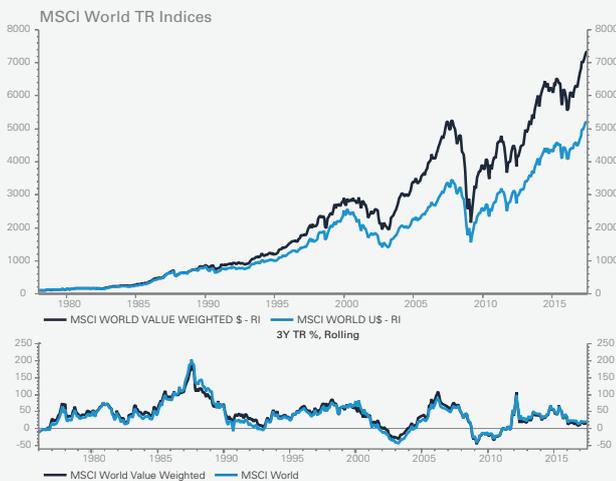
Ein-Faktor-Investing

Beim Ein-Faktor-Investing setzt man die Ein-Faktor-Modelle in Kapitalanlageentscheidungen um. Man investiert beispielsweise in ein Portfolio aus den mit dem Ein-Faktor-Modell über ein quantitatives Modell identifizierten Value-Aktien in der Erwartung, durch eine streng regelgebundene Anlage in günstig bewertete Aktien auf lange Sicht mehr Wert zu generieren als über ein Investment in den (kapitalisierungsgewichteten) Marktindex. Dabei hängt der spezifische Ertrag der jeweiligen Strategie natürlich davon ab, wie der Faktor „Value“ im jeweiligen Quant-Modell genau spezifiziert wird, wie also genau die Aktienselektion erfolgt.

Genauso kann man quantitative Growth-Modelle, Momentum-Strategien, Quality-Konzepte oder Low Vol-Investments auf Basis des jeweiligen Ein-Faktor-Modells umsetzen. Dies kann generell über aktive Quant-Manager, aber auch über (semi-)passive Strategien oder sogar ETFs erfolgen.

Die Abbildungen 6, 7, 8, 9 und 10 zeigen auf Basis der MSCI Welt Faktor-Indizes, dass sich Portfolios, die auf Basis dieser Ein-Faktor-Ansätze zusammengestellt wurden (mit Ausnahme von Growth), in den letzten Jahrzehnten tatsächlich deutlich besser entwickelt haben als Anlagen in den marktkapitalisierungsgewichteten MSCI Welt (vgl. Abb. 6, 7, 8, 9 und 10).⁸

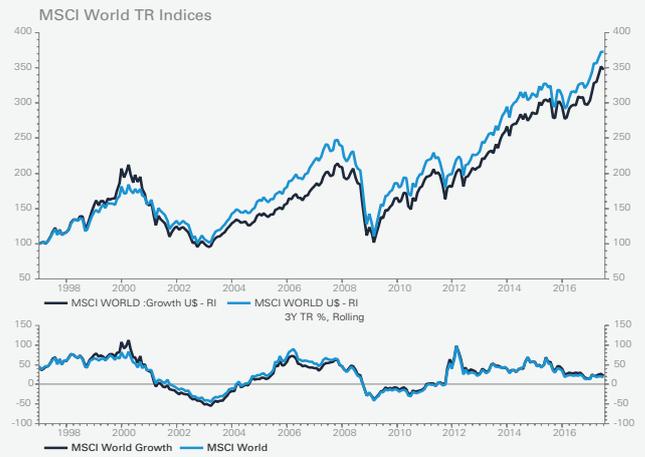
Abbildung 6:
Value-Faktor vs MSCI Welt



Stand: 24. Juli 2017

Quelle: Thomson Reuters Datastream

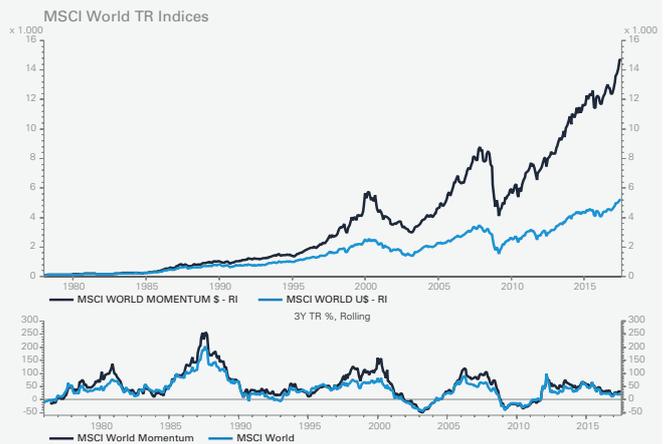
Abbildung 7:
Growth-Faktor vs MSCI Welt



Stand: 24. Juli 2017

Quelle: Thomson Reuters Datastream

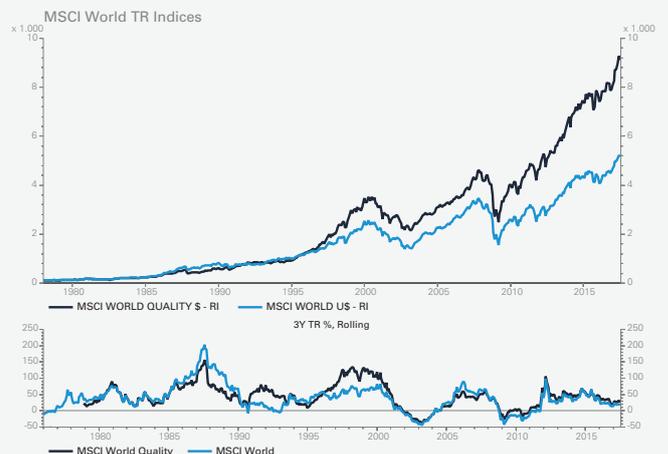
Abbildung 8:
Momentum-Faktor vs MSCI Welt



Stand: 25. Juli 2017

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 9:
Quality-Faktor vs MSCI Welt



Stand: 24. Juli 2017

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 10:
Low Vol-Faktor vs MSCI Welt

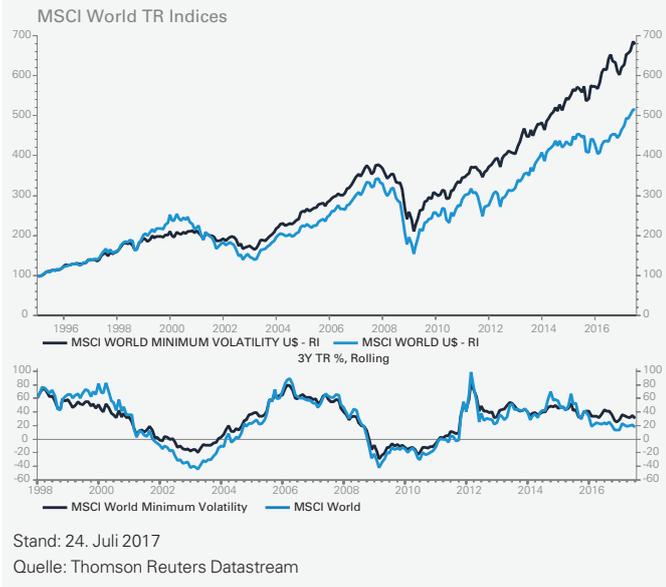
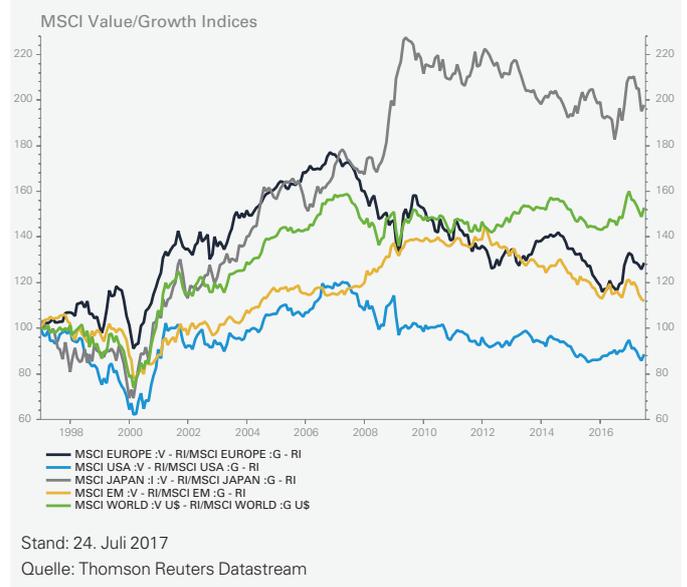


Abbildung 11:
Relative Performance Value vs Growth



Mehr-Faktoren-Investing

Auch wenn viele Strategien des Ein-Faktor-Investing auf lange Sicht erfolgreich waren, so hängt der Investor doch von einem einzigen Faktorisiko ab, was nicht ungefährlich ist. Es gibt am Markt lange Zyklen, in denen ganz bestimmte Faktoren outperformen, andere sich aber weniger gut entwickeln. Oft kann eine Out- oder Underperformance eines Faktors sehr plötzlich kommen und über kürzere Zeiträume sehr heftig ausfallen (Faktorrotation).⁹

Sehr ausgeprägt erkennbar ist die Zyklik bei den Faktoren Value und Growth. Betrachtet man die Wertentwicklung an den Aktienmärkten seit 1994, so erkennt man praktisch deckungsgleich in allen Regionen eine Outperformance von Value gegen Growth von 1994 bis zur Finanzmarktkrise. Seit der Finanzmarktkrise ist Growth als Stil gesucht und hat Value outperformt. Wenn in einem Zyklus wenig Wirtschaftswachstum vorhanden ist, sind Unternehmen, die wachsen, stark gesucht. In einer Phase normalen oder starken Wachstums ist eher Value nachgefragt (vgl. Abb. 11).

Will man als Investor die Abhängigkeit von dieser Faktor-Zyklik bzw. von den Faktor-Rotationen reduzieren, so sollte man auch beim Faktor-Investing ein Mehr-Faktoren-Modell zugrunde legen und für die Aktienselektion eine Kombination von Faktoren verwenden. Für ein solches Mehr-Faktoren-Investing sind Kombinationen von solchen Faktoren am effizientesten, die miteinander möglichst gering korreliert sind. So ist ökonomisch plausibel, dass der Faktor Value zumindest mit den Faktoren Momentum und Growth, vielleicht auch mit Quality, relativ niedrig korreliert ist und daher in Mehr-Faktoren-Modellen gut kombiniert werden kann (vgl. Abb. 12, 13, 14 und 15).¹⁰

Abbildung 12:
Korrelation MSCI Value mit MSCI Momentum

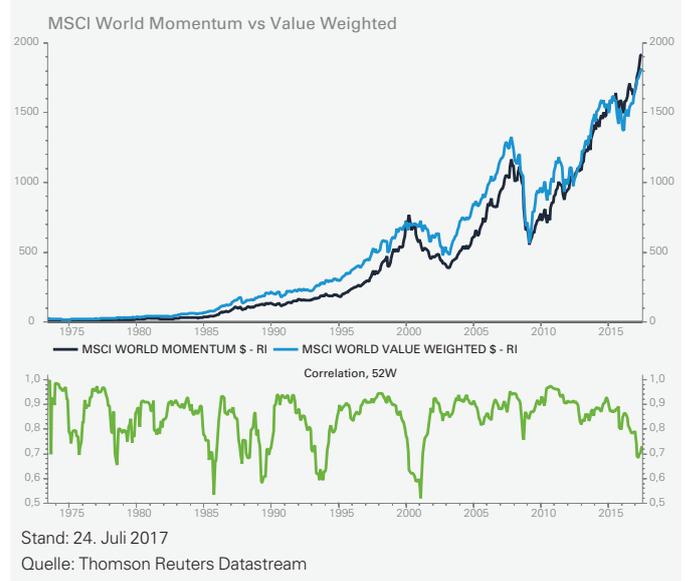
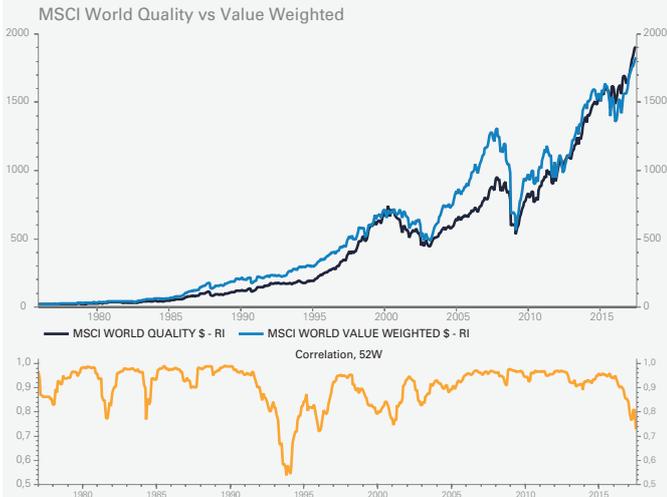
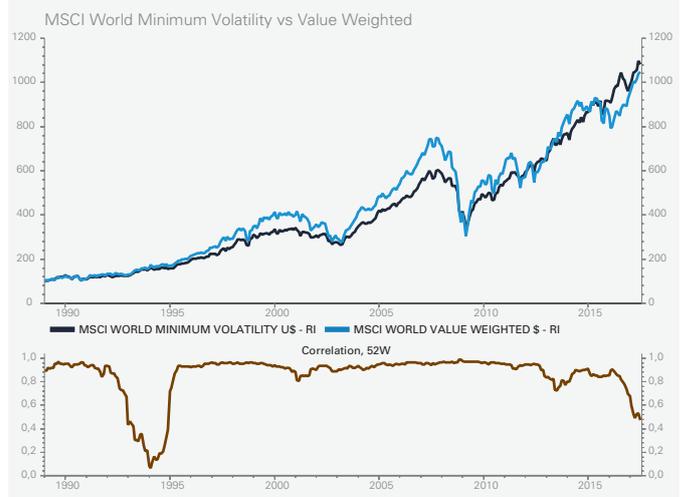


Abbildung 13:
Korrelation MSCI Value mit MSCI Quality



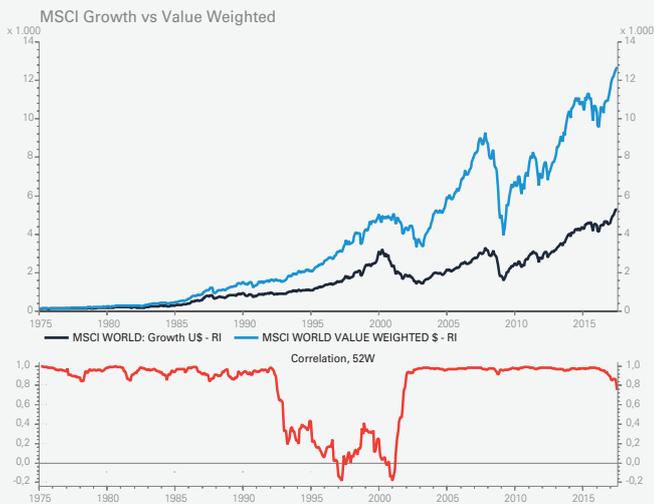
Stand: 24. Juli 2017
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 15:
Korrelation MSCI Value vs MSCI Low Vol



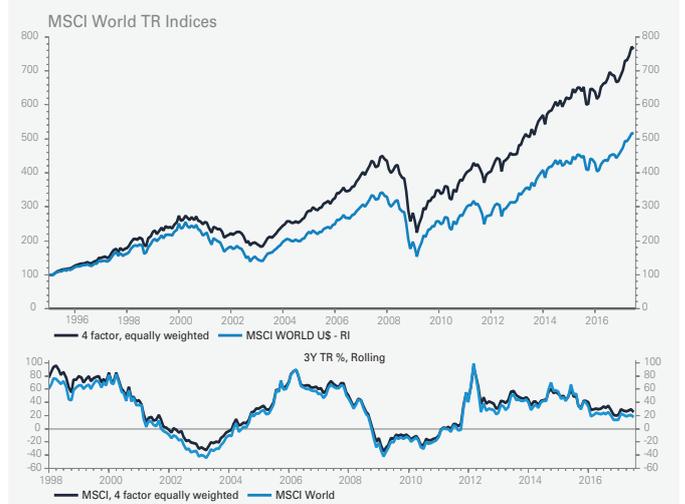
Stand: 27. Juli 2017
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 14:
Korrelation MSCI Value vs MSCI Growth



Stand: 24. Juli 2017
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 16:
Vier-Faktor-Investing vs. MSCI Welt



Stand: 24. Juli 2017
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Geht man daher von einem Ein-Faktor-Investing zu einem Mehr-Faktoren-Investing über, verläuft die Performance-Entwicklung stetiger und die Volatilität sinkt, weil man von der Diversifikation der Faktoren profitiert (wenn sie nicht zu eng korreliert sind). Man muss aber stets die (Instabilität der) Interaktionseffekte zwischen den Risikofaktoren bei der Konstruktion der Modelle für das Multi-Faktoren-Investing berücksichtigen.¹¹ Wir haben in der folgenden Graphik ein Vier-Faktoren-Modell für dem MSCI Welt genutzt, bei dem wir den vier Faktoren Value, Momentum, Quality und Low Vol eine Gewichtung von jeweils 25 % gegeben haben (vgl. Abbildung 16).

Praktische Fragen bei der Umsetzung des Faktor-Investing

Mit dem Nachweis, dass es Risikofaktoren gibt, die als Grundlage für eine Outperformance von marktkapitalisierten Aktienmarktindizes beim Investieren verwendet werden können, ist noch nicht gesagt, wie Faktor-Investing umgesetzt werden kann. Hierzu gibt es mehrere Möglichkeiten.¹²

Erstens gibt es (semi-)passive Strategien und ETFs, die streng regelgebunden Ein-Faktor-Modelle in Bezug auf Value, Growth, Low Vol, Quality, Risk Parity oder Momentum umsetzen, wobei die Faktor-Indizes im Falle der ETF-Strategie von den

Indexanbietern, nicht vom Asset Manager selbst, berechnet werden (die Entscheidung für eine solche Faktor-Strategie ist eine aktive Asset Allocation Entscheidung, auch wenn die Implementierung über eine passive Umsetzung erfolgt). Diese Strategien investieren also ausschließlich in (quantitativ definierte) Value-Aktien, Growth-Werte, Low Vol-Titel usw.¹³

Zweitens gibt es ETFs, die (semi-)passiv auf Multi-Faktor-Modelle setzen, also mehrere Risikofaktoren gleichzeitig regelgebunden umsetzen, beispielsweise als eine Art Dachfonds von Faktor-ETFs. Manche sprechen bei diesen passiven bzw. ETF-Umsetzungen von Smart Beta Modellen, weil man auf einen alternativen Risikofaktor und nicht auf marktgewichtete Indizes (das normale Beta) setzt. Auch der Begriff „Fundamental Indexing“ findet Verwendung, weil die Portfolios indexnah, aber auf Basis von alternativen Indizes zum marktgewichteten Index, ausgerichtet werden.¹⁴

Drittens gibt aktive, quantitative Faktor-Investing Strategien. So werden im Quant-Team von Lazard Asset Management im Rahmen der „Advantage“-Portfolios auf Basis von vier bzw. fünf über eigene Modelle definierten Faktoren in unterschiedlichen Regionen aktiv Aktien selektiert. In den „normalen Advantage“-Strategien erhalten die Faktoren Value, Growth und Momentum je 30 % Gewicht, während Quality mit 10% eingeht. Mit diesen (festen) Gewichtungen wird ein Scoring über alle Aktien des Anlageuniversums erstellt. Auf Basis des Scorings (nach einigen Datenüberprüfungen und fundamentalen Check-Ups) erfolgt die Aktienselektion für die Portfolios und die Portfoliooptimierung.

In den Lazard Managed Vol-Strategien wird der Faktor Low Vol als fünfter Faktor in die Entscheidung mit einbezogen. Wir verzichten auf eine (denkbare) Optimierung der Faktorgewichtungen oder auf ein Market Timing der Faktoren, denn der Zusatzertrag wäre gering bzw. unsicher, das Vorgehen aber komplexer und intransparenter. Mit dieser Meinung steht Lazard Asset Management nicht allein.¹⁵

Zusammenfassung und Ausblick

Die Fortentwicklung der IT-Landschaft, Big-Data und die Verbesserung der quantitativen Anwendungen haben im Bereich regelgebundener, quantitativ getriebener Kapitalanlagen neue Ideen hervorgebracht. Zu den wichtigsten Neuerungen gehören (semi-)aktive Prozesse, die unter Namen wie Smart Beta, Fundamental Indexing und nicht zuletzt Faktor Investing in Erscheinung getreten sind. Diese neuen Ansätze haben in den Portfolien institutioneller Anleger weite Verbreitung gefunden.

Wissenschaft und Praxis haben sich in den letzten Jahrzehnten intensiv mit Faktormodellen zur Erklärung der Aktienrenditen beschäftigt. Sehr systematisch können in den Studien die folgenden Hauptfaktoren zur Bestimmung von Aktienrenditen nachgewiesen werden: Market (Index), Value, Growth, Carry (High Dividend), Momentum, Sentiment (Flow), Quality, Minimum Volatility, Low Risk (Risk Parity) und Size.

Beim Ein-Faktor-Investing setzt man die Ein-Faktor-Modelle in Kapitalanlageentscheidungen um. Man investiert beispielsweise in ein Portfolio aus den mit dem Ein-Faktor-Modell über ein quantitatives Modell identifizierten Value-Aktien in der Erwartung, durch eine streng regelgebundene Anlage in günstig bewertete Aktien auf

lange Sicht mehr Wert zu generieren als über ein Investment in den (kapitalisierungsgewichteten) Marktindex. Dabei hängt der spezifische Ertrag der jeweiligen Strategie natürlich davon ab, wie der Faktor „Value“ im jeweiligen Quant-Modell genau spezifiziert wird, wie also genau die Aktienselektion erfolgt.

Will man als Investor die Abhängigkeit von der Faktor-Zyklus und Faktor-Rotationen reduzieren, so sollte man auch beim Faktor-Investing ein Mehr-Faktoren-Modell zugrunde legen und für die Aktienselektion mehrere Faktoren simultan verwenden. Für ein solches Mehr-Faktoren-Investing sind Kombinationen von Faktoren am effizientesten, die miteinander möglichst gering korreliert sind.

Mit dem Nachweis, dass es Risikofaktoren gibt, die als Grundlage für eine Outperformance von marktkapitalisierten Aktienmarktindizes beim Investieren verwendet werden können, ist noch nicht gesagt, wie dieses Faktor-Investing genau aussehen sollte. Es gibt verschiedene Wege, Faktor-Investing umzusetzen.

Einerseits gibt es (semi-)passive Strategien über ETFs, die entweder auf einen Faktor setzen, mehrere Faktor-ETFs kombinieren oder auf Multi-Faktor-Modelle setzen. Andererseits gibt es aktive, quantitative Faktor-Investing-Strategien.

Im Quant-Team von Lazard Asset Management werden im Rahmen der „Advantage“-Portfolios auf Basis von vier bzw. fünf über eigene Modelle definierten Faktoren in unterschiedlichen Regionen aktiv Aktien selektiert. In den „normalen Advantage“-Strategien erhalten die Faktoren Value, Growth und Momentum je 30 % Gewicht, während Quality mit 10 % eingeht. In den Managed Vol-Strategien wird der Faktor Low Vol als fünfter Faktor in die Entscheidung mit einbezogen. Lazard verzichtet auf eine (denkbare) Optimierung der Faktorgewichtungen oder auf ein Market Timing der Faktoren, denn der Zusatzertrag wäre gering bzw. unsicher, das Vorgehen aber komplexer und intransparenter.¹⁶

Es bleiben zum Thema Faktor-Investing einige interessante Fragen. Einerseits wäre es interessant zu sehen, inwieweit sich die Modelle auch auf das Management von Corporate Bond Portfolios anwenden lassen. Hierzu gibt es mittlerweile erste Ansätze.¹⁷

Andererseits scheinen die Modelle auch zur generellen Risiko-steuerung komplexer Portfolios über alle Assetklassen hinweg geeignet. Verwendet man die Faktor-Modelle zur Erklärung der Wertentwicklung eines Gesamtportfolios, so könnte man die Risikogewichtung des Portfolios gemäß der Faktorrisiken statt nach Assetklassen ausrichten. Letztlich scheint die Streuung der Faktorrisiken effizienter als die Streuung der Anlagearten, denn der Investor will die Risiken genau definieren und kontrollieren, was bei reiner Assetklassenbetrachtung oft nicht gelingt.¹⁸

Generell kann man sagen: Geld hat mit Vertrauen zu tun und Vertrauen kann nur durch Transparenz begründet werden. Die neuen quantitativen Methoden der Manager verbessern aber die Möglichkeit, transparent zu machen, woher (d. h. von welchen Risiken) die Performance in den Portfolios kommt. Wenn die neuen Überlegungen quantitativer Modelle dabei helfen, in diesem Sinne die Investmentprozesse aktiver Manager transparenter zu machen, leisten sie in jedem Falle einen Beitrag zu mehr Vertrauen in die Investment-Branche.

Wir wollen aber abschließend nicht vergessen, auf die Kehrseite hinzuweisen. Man sollte sich durch die neuen quantitativen

Überlegungen nicht verleiten lassen, zur alten Modellgläubigkeit der Zeit vor der Finanzmarktkrise zurückzukehren. Quantitative Modelle ersetzen nicht das eigene Denken und ökonomische Zusammenhänge, sondern sollen diese ergänzen.

So muss man sich sehr wohl bewusst sein, dass der wachsende Anteil von ETFs und Smart Beta-Modellen trendverstärkend wirken kann, wenn sich ein großer Teil der Marktteilnehmer mit ihren Anlagen in die gleiche Richtung bewegt. Man muss auch stets überprüfen, ob die Modelle noch Gültigkeit haben oder ob der Markt die zu vereinnahmenden Risikoprämien allmählich wegarbitriert, weil zu viele Investoren die gleichen Strategien verfolgen. Wer mit solchen Modellen arbeitet, muss immer auch mögliche Instabilitäten, Paradigmenwechsel und Stressszenarien in die Überlegungen und das Risiko Management mit einbeziehen.

Verfasser: **Werner Krämer**

Tel: 069 / 50606–140

Literaturverzeichnis

- ¹ U. Kühn: Die Faktor-Revolution, in: TIAM – Trends im Asset Management, 04/2016, S. 32-36; Milliman Research Report: Risk Factor Portfolio Management, White Paper, Januar 2015.
- ² W. Sharpe / G. Alexander / J. Bailey: Investments, Fifth Edition, 1995, S. 206-216; W. Krämer: Alternative Indizes im Assetmanagement, Lazard Asset Management, Hintergrund, Juni 2014.
- ³ Sharpe / Alexander / Baily, ebenda, S. 293-321.
- ⁴ Z. Cazalet / T. Roncalli: Facts and Fantasies About Factor Investing, Lyxor Asset Management White Paper, Oktober 2014.
- ⁵ Russel Investments: Equity Factor Investing, Präsentation, Oktober 2015.
- ⁶ A. Jourovski: Von passivem Factor Investing zu aktivem Investment mittels Risikoprämien, Unigestion, White Paper, Juni 2016.
- ⁷ S. Mainie: The Story of Factor-Based Investing, S&P Dow Jones Indices, White Paper, Februar 2015.
- ⁸ D. Blitz: Factor Investing Revisited, Robeco White Paper, kein Datum.
- ⁹ I. Webster: The move to multi-factor investing – what every investor should know, Exchange Traded Funds Guide 2015.
- ¹⁰ K. Becker: Überlegene Kombination – Theorie & Praxis von Faktorinvestments, in: Institutional Money, 04/2016, S. 112-116; D. Hunt: Equity Factor Investing, Frontier Advisors, White Paper, Mai 2015.
- ¹¹ P. Amery: Getting the Blend Right – the Right Factor Combination, in: IPE, Mai 2017, S. 14-16.
- ¹² C.G. Koedijk et al: Factor Investing in Practice – A Trustees’s Guide to Implementation, Research Report for Robeco, Januar 2014.
- ¹³ J. Bender et al: Deploying Multi-Factor Index Allocations in Institutional Portfolios, MSCI Research Insight, Dezember 2013.
- ¹⁴ E. Podkaminer: Smart Beta is the Gateway Drug to Risk Factor Investing, Quantitative Strategies – Factor Investing, The Journal of Portfolio Management, Special Issue 2017; W. Krämer: Smart Beta – Alter Wein in neuen Schläuchen?, Lazard Asset Management, Hintergrund, März 2015.
- ¹⁵ D. Blitz / J. Huij / S. Lansdorf / P. van Vliet: Efficient Factor Investing Strategies, Robeco White Paper, kein Datum.
- ¹⁶ W. Krämer: Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility, Lazard Asset Management, Hintergrund, September 2009.
- ¹⁷ R. Rebonato: Smart Beta strategies in fixed income, in: Investment and Pensions Europe, Spring 2017, S. 7-11; P. Houweling / J. van Zundert: Factor Investing in the Corporate Bond Market, in: CFA Financial Analysts Journal, Q2/2017, S. 100-115.
- ¹⁸ V. Naik et al: Factor Investing and Asset Allocation – A Business Cycle Perspective, CFA Institute, Monograph, Dezember 2016; E. Shirbini: Risk Allocation, Factor Investing and Smart Beta, EDHEC-Risk Institute Publication, Juli 2014.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Mai 2014

„Warum Emerging Markets Debt Investments?“

Hintergrund Juni 2014

„Alternative Indizes im Asset Management?“

Standpunkt August 2014

„Kollateralschäden - über die unerwünschten Nebenwirkungen hyperexpansiver Geldpolitik?“

Hintergrund März 2015

„Smart Beta – Alter Wein in neuen Schläuchen?“

Hintergrund April 2015

„Indexbenchmarks für Emerging Markets Debt“

Hintergrund Mai 2015

„New Kids of the Bank - CoCo-Anleihen“

Hintergrund August 2015

„Vom Charme aktiven Portfolio Managements“

Hintergrund März 2016

„Tracking Error und Active Share – Alles aktiv oder was?“

Standpunkt Mai 2016

„Negative Leitzinsen – Ursachen und Folgen?“

Hintergrund Juni 2016

„Wachstum und Assetpreise“

Hintergrund August 2016

„Das „magische“ Dreieck der Kapitalanlage – Revisited!“

Hintergrund September 2016

Liquidität – "Its a Gas !" (frei nach Pink Floyd)!

Hintergrund November 2016

„Globale Renten, Währungsmanagement und Indexbenchmarks“

Standpunkt März 2017

„Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit – Die Globalisierung des (deutschen) Pfandbriefs“

Hintergrund Juni 2017

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

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

<http://www.lazardnet.com/wissen>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

Via Dell'Orso 2
I-Milan 20121
Tel.: +39 02 8699 8611

Lazard Asset Management
Schweiz AG

www.lazardnet.com

Usterstrasse 9
CH-8001 Zürich
Tel. +41 43 888 64 80
Fax +41 43 888 64 89

7 Place de la Fusterie
CH-1204 Geneva
Tel +41 22 581 99 72

LAZARD
ASSET MANAGEMENT