

Faktoren wecken gemischte Gefühle

Algorithmen sollen Ineffizienzen des Aktienmarktes ausnutzen –
Tücken im Multifaktor-Ansatz

Faktorbasiertes Anlegen verspricht höhere Renditen bei kalkulierbaren Risiken. Das klingt gut und stößt unter institutionellen Investoren auf zunehmendes Interesse. Einige Punkte sollten jedoch vorab beachtet werden, um Enttäuschungen zu vermeiden.

Von Dietegen Müller, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 31.8.2017

Kostengünstige datengestützte Anlageprodukte und eine höhere Risikoaffinität von Investoren angesichts der anhaltenden Niedrigzinspolitik verschaffen neuen Strategien Zulauf. Dazu zählen faktorbasierte Anlagen, auch „Smart Beta“ genannt.

Damit verbunden sind aber oft unklare Vorstellungen. So sind Faktorstrategien keineswegs neu, sondern kommen seit Jahrzehnten, ausgehend von den USA, in der Vermögensallokation zum Einsatz. Auch handelt es sich nicht um rein „passive“ Anlagen. Der – umstrittene – Begriff „Smart Beta“ bezieht sich vor allem auf eine Portfoliokonstruktion, die besser als ein Vergleichsindex (Benchmark) abschneiden soll. Nicht alle Faktor-Produkte setzen aber auf Indizes auf.

Indexnah oder individuell

Anleger, die auf Faktoren setzen (vgl. Erklärkasten), unterstellen dabei, dass es ihnen so gelingt, Marktineffizienzen zu heben. Auch begehen sich in eine Welt des Relativen. Eine Prognose über die Kursentwicklung ist damit nicht per se verbunden. Es geht darum, für ein eingegangenes Risiko angemessen entschädigt zu werden und Risikoprämien abzuschöpfen. Dabei bezieht sich die Überrendite oft auf die Rendite eines breiteren Markts, also in der Regel auf bestimmte Indizes.

Klassischerweise basieren diese meist noch auf der Marktkapitalisierung. Inzwischen gibt es aber auch Indizes, die auf einer gleichgewichteten Basis berechnet werden, was ungewollte Verzerrungen in Bezug auf Faktorprämien vermeiden soll und Überrenditen gegenüber kapitalisierungsgewichteten Indizes verspricht.

Faktor-Indizes und Faktor-Strategien werden auch in Deutschland

stärker nachgefragt. Der unter anderem am Standort Frankfurt auf Faktor-Investing spezialisierte Fondsanbieter Invesco, der rund 20 Faktoren untersucht, will etwa das Anlagekapital im Quant-Bereich von 35 Mrd. Euro auf mittelfristig 150 Mrd. Euro ausweiten oder 20% des gesamten Anlagevermögens, wie das Unternehmen sagt. Dabei handelt es sich nicht um das ETF-Geschäft (Power-shares), sondern um individualisierte Produkte, die sich nicht zwingend an einer Benchmark ausrichten. Individualisierte Produkte lassen sich aber ihrerseits auch in die Hülle eines börsengehandelten Indexfonds (ETF) verpacken.

Auch andere Finanzinstitute und Vermögensverwalter bauen ihr Faktor-Investing-Angebot aus. Der britische Assetmanager Legal & General prognostizierte für das Jahr 2020 einen Anstieg der investierten Gelder in faktorbasierte Anlagestrategien auf 1,6 Bill. Dollar.

Der Faktor-Ansatz versucht, auf rationale Art und Weise Überrenditen zu heben. Durch die vielen Kombinationsmöglichkeiten von Faktoren (Multi-Faktor-Strategien) und die Möglichkeit, sich an Indizes auszurichten oder auch nicht, macht Faktor-Strategien aber im Verständnis komplex. Auch gibt es offenbar Enttäuschungen, dass sogenannte Smart-Beta-Produkte die geweckten Erwartungen nicht erfüllt haben. Christian Jasperneite, Chief Investment Officer der Hamburger Privatbank M.M. Warburg, meint im Gespräch, es gebe „eine gewisse Grundskepsis, da einige Investoren schlechte Erfahrungen gemacht haben mit Produkten, die primär eine Marketingstory waren.“

Warburg baut aus

M.M. Warburg plant, ihre Palette an quantitativen, faktorbasierten Anlagen auszubauen. „Wenn es um Basisinvestments geht, kann man mit einer faktorbasierten Portfoliokonstruktion langfristig gut abschneiden, auch dank einer sehr guten Diversifizierung und nach wie vor positiver Risikoprämien“, sagt Jasperneite. Regelgebundene und faktorbasierte Aktienportfolios seien heute „günstig zu produzieren, mit geringen Fees verbunden und von daher eine gute Ergänzung zu marktkapi-

talisierungsgewichteten Indexprodukten“.

Die Erfahrung zeigt, dass verschiedene Faktoren je nach Marktphase unterschiedlich gut abschneiden – das Phänomen wird Faktor-Rotation genannt. So hat sich etwa der Value-Faktor (vgl. Erklärkasten) in den vergangenen Jahren unterdurchschnittlich entwickelt, während Aktien mit einer geringen Schwankungsbreite (Minimum Volatility, MinVol) zwischen 2014 und Mitte 2016 sehr gut abgeschnitten haben. „Es macht daher wenig Sinn, nur auf einen Faktor zu setzen, besser ist es, mehrere Risikoprämien langfristig zu ernten“, sagt Jasperneite und rät zu einem so genannten Multi-Faktor-Ansatz.

Allerdings sollten sich Investoren vor Augen halten, dass es nicht nur unterschiedliche „Stile“ wie Value oder MinVol gibt, sondern dass auch in der gleichen Kategorie Faktorportfolio nicht gleich Faktorportfolio ist. So schneiden entsprechende Faktor-Indizes mitunter sehr unterschiedlich ab, obwohl sie eigentlich den selben Faktor abbilden. Faktor-Indizes des globalen Indexanbieters MSCI beispielsweise haben sich gegenüber den iStoxx-Faktorindizes teilweise deutlich abweichend entwickelt (vgl. Tabelle).

Dieses interessante Phänomen zeigt, dass der Versuch, über faktorbasierte Anlagen auf Basis von Indizes Marktineffizienzen auszunutzen, offenbar in sich selbst mitunter ineffizient umgesetzt wird – oder hier Apfel und Birnen miteinander verglichen werden. Unterschiedliche Marktteilnehmer haben offensichtlich unterschiedliche Herangehensweisen, wie ein Faktor identifiziert und ein Portfolio – beziehungsweise ein Index – konstruiert wird.

Zielkonflikte bestehen

Komplex wird es, wenn Portfolios dann gleichzeitig mehrere Faktoren abbilden sollen. Jasperneite erklärt dies an einem Beispiel: „Value-Aktien haben oftmals negative MinVol- und Momentum-Eigenschaften, es gibt hier also je nach Art der Portfoliokonstruktion Zielkonflikte auf der Ebene von Multi-Faktorportfolios. Es kann dadurch Verwässerungseffekte geben, und im Endeffekt liegt – bei Nichtbeachtung dieser Problematik – ein Portfolio dann praktisch an

der Benchmark, weil sich die unterschiedlichen Risikoprämien gegenseitig neutralisieren“. Dies gelte es zu berücksichtigen, wenn Multi-Faktor-Portfolios konzipiert werden.

Auch die Indexanbieter können hier in die Falle laufen, da sie mit sehr spezieller Methodik, die aus marktgewichteter Welt stammt, arbeiten, meint Jasperneite. „Der Index-Optimizer führt dazu, dass resultierende Multifaktor-Indizes wieder sehr stark an marktgewichtete Indizes herangeführt werden.“

Und Ulf Füllgraf, Geschäftsführer der Hamburger Assetmanagement-Boutique Alpha Centauri, erklärt

auf Anfrage die vergleichsweise bessere Entwicklung der iStoxx-Indizes damit, „dass wir uns intensiv mit den fundamentalen Hintergründen von Risiko- und Faktorprämien beschäftigt haben“. Alpha Centauri steht hinter den iStoxx-Indizes, die nach Faktorwert und Marktkapitalisierung gewichtet sind, und nutzt das APT-Marktrisikomanagement-Tool des Finanzdienstleisters FIS. Man habe sich „intensiv mit Unternehmensdaten und Risiko“ auseinandergesetzt, sagt Füllgraf und spricht von einer „neuen Welt“, auf die sich Investoren vorbereiten sollten. Je quantitativer die Angebote

werden, desto bedeutungsloser würden die quantitativen Elemente von Evaluierungsprozessen in Indizes, börsengehandelten Indexfonds oder Fonds und würden „qualitative Elemente“ wichtiger. Eine andere Art der Evaluierung sei erforderlich.

Investoren, die faktorbasiert investieren wollen, sollten sich über Risikomodelle, Datengrundlagen und Indexberechnungsmethoden bewusst werden. Beim Faktor-Investing ist Faktor nicht Faktor, und jeder Anbieter wird etwas andere Vorannahmen in seine Algorithmen einbauen.

Gleicher Faktor, aber anderes Resultat

Über-/Unterrendite zum Hauptindex ab 1. April 2016 bis 30. August 2017

Stil/Faktor in %	MSCI	J.P. Morgan	iStoxx
Value	2,2	4,0	8,1
Quality	-6,2	-10,3	1,4
Momentum	-0,6	0,5	3,8
Low Risk	-7,9	-9,1	1,2
Size	0,0	-7,7	9,1

Zugrundeliegende Hauptindizes: Stoxx 600 Europe Net Return, MSCI Europe Net Return

Quelle: Bloomberg

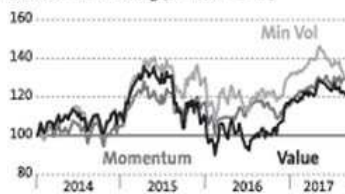
Börsen-Zeitung

Das kleine Faktor-ABC

- Faktorbasierte Anlagen setzen auf bestimmte Eigenschaften von Aktien, die sich in der wissenschaftlichen Literatur mittels datengestützter Untersuchungen als über Jahrzehnte verlässliche Mehrrendite-Bringer erwiesen haben.
- Faktor-Strategien beruhen auf bestimmten Risikoannahmen und Algorithmen, mit denen Unternehmensdaten und Kursdaten über lange Zeitreihen hinweg analysiert werden. Risikomodelle sind etwa Barras, das auch vom Indexanbieter MSCI genutzt wird, oder Axio-ma, Capital IQ (S & P), Northfield, FinAnalytics (Bisam/Fact-set) oder APT (FIS).
- Weit verbreitet sind die Faktoren Momentum, Value, Quality und Size. Momentum investiert in die Vorjahresgewinner, während Verlierer leerverkauft werden. Value setzt auf Unternehmen, deren Marktwert unter dem inneren Wert liegt. Bei Qualität wird auf robuste Finanzkennzahlen gesetzt. Size unterscheidet nach Größe (der Marktbewertung oder anderen Kennziffern).
- Verbreitet sind auch Volatility und Carry. Bei Volatility wird auf die Schwankungsbreite der Aktien abgestellt, bei Minimum Volatility (MinVol) auf Aktien mit der geringsten Schwankungsbreite und geringeren maximalen Verlusten. Carry nutzt die Eigenschaft, dass höher rentierende Aktien (via Dividenden, Aktienrückkäufe) höhere Renditen erbringen als niedriger rentierende.
- Faktor und Stil werden gern synonym verwendet. Sie lassen sich nicht klar voneinander abgrenzen. Als Stil werden Eigenschaften aus einem breiten Marktportfolio bezeichnet, wie etwa die Größe nach Marktkapitalisierung. Stile lassen sich in der Regel in Gegensatzpaare aufteilen (groß vs. klein, Wachstum vs. Werthaltigkeit) und sind nach Marktkapitalisierung gewichtet und nicht gleich- oder faktorgewichtet.

J.P.-Morgan-Europa-Indizes

Indizierte Entwicklung (3.1.2014 = 100)



© Börsen-Zeitung

Quelle: Thomson Reuters

Unterschiedliche Value-Faktor-Indizes

Indizierte Entwicklung (1.1.2016 = 100)



© Börsen-Zeitung

Quelle: Thomson Reuters