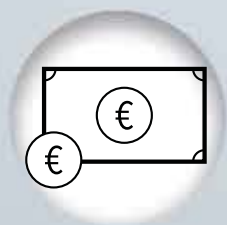


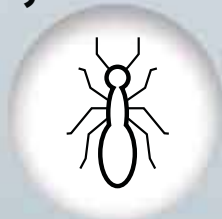
# DIE GEWINNFORMEL

Faktor-Investing ist einer der stärksten Trends im Asset-Management. Kein Wunder: Richtig umgesetzt versprechen Faktor-Strategien mehr Rendite bei weniger Risiko. Doch die Tücke steckt im Detail. Was Investoren wissen müssen und welche Fonds auf den revolutionären Ansatz bauen

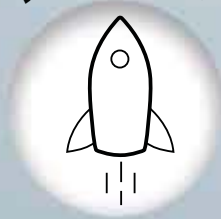
## VALUE



## SMALL CAPS



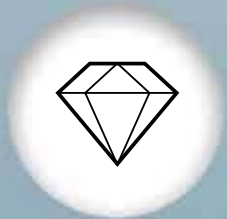
## MOMENTUM



## LOW VOLATILITY



## QUALITY



Autor

Uli Kühn

**W**eltweit fliegen institutionelle Anleger auf faktor-basierte Strategien. Das ist das Ergebnis einer im Herbst durchgeführten Umfrage im Auftrag der US-Fondsgesellschaft Invesco unter knapp 100 Pensionskassen, Versicherungen, Staatsfonds, Vermögensberatern und Privatbanken. 70 Prozent der befragten Profis nutzen danach schon heute Faktor-Ansätze. Fast alle wollen künftig noch stärker mit solchen Strategien arbeiten. Bereits im Frühjahr kam eine Untersuchung von BlackRock zu ähnlichen Ergebnissen. Der US-Asset-Manager hat rund 200 institutionelle Anleger in 20 Ländern befragen lassen.

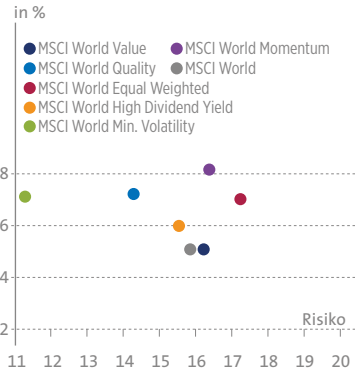
Doch was fasziniert Anlageprofis an diesem Ansatz so? „Faktor-Strategien sind die Lösung für die Zinswüste“, erklärt Bernhard Langer, CIO für quantitative Strategien bei Invesco, im TiAM-Interview (ab Seite 38). Mit Faktor-Investments lasse sich nicht nur mehr Rendite generieren, sondern zudem das Risikobudget besser ausnutzen. Viele Institutionelle haben diese Erkenntnis schon verinnerlicht: Als wichtigste Motivation für den Einsatz faktorbasierter Strategien nennen die befragten Investoren das Ziel der Risikominderung sowie die Erwartung überdurchschnittlicher Renditen.

Ihre Hoffnungen sind wohl nicht völlig aus der Luft gegriffen. Eine ganze Reihe jüngerer Untersuchungen zeigt, dass faktor-basierte Strategien tatsächlich lang- →

FOTO: RICHARD DREW/AP PHOTO/DPA, HERMIN UTOMO/ISTOCKPHOTO.; ICONS: MELINA LOPEZ RUIZ

**BESSERE RELATION**

Rendite und Risiko (11/1997 bis 03/2016)

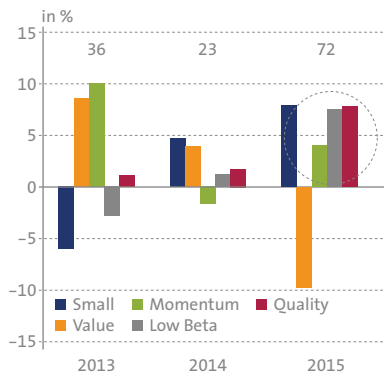


Quelle: Invesco

Einige Faktor-Indizes weisen langfristig ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis auf als der Standardindex.

**RELATIV ERFOLGREICH**

Faktor-Rendite vs. MSCI Europe



Quelle: Lyxor

In den vergangenen Jahren brachten Aktienfaktor-Indizes häufig mehr Rendite als ihre Benchmark.

fristig höhere Renditen bringen können als gängige Indizes, deren Zusammensetzung sich nach der Marktkapitalisierung richtet. Auch die gute Wertentwicklung von Fonds, die auf Faktor-Strategien setzen, macht Hoffnung (siehe Tabelle Seite 36). Für manchen Experten sind Risikofaktoren deshalb eindeutig die besseren Portfolio-bausteine. „Investments in Risikofaktoren könnten eine zuverlässigere Methode sein, Risikoprämien zu vereinnahmen als beispielsweise die Übergewichtung von

Aktien gegenüber Anleihen“, befindet etwa Andrew Lapthorne, Quantitative Research Strategist der Société Générale. Die Risikoprämien-Strategien orientieren sich an einem Zusammenhang, den Ökonomie-Nobelpreisträger Eugene Fama bereits vor mehr als zwei Jahrzehnten aufzeigte. Nach seiner Auffassung lässt sich die Marktrendite in verschiedene Risikofaktoren zerlegen. Variablen wie Region oder Sektor erklären dabei nur zum Teil die Marktrendite.

Erst zusätzliche Faktoren wie Value oder die Unternehmensgröße ermöglichten ein vollständiges Bild, argumentierten Fama und sein Co-Autor Kenneth French 1992. Zahlreiche andere Wissenschaftler bestätigten mit diversen empirischen Studien, dass sich Aktienrenditen in Risikofaktoren aufschlüsseln lassen. Dabei entdeckten die Forscher noch weitere Faktoren wie „Quality“, „Momentum“ oder auch „Low Volatility“.

**Das Erfolgsrezept**

Nach dieser Logik können Investoren also ganz einfach Überrenditen erzielen, wenn sie nur systematisch auf die richtigen Risikofaktoren setzen. Renditen, die bisher dem überragenden Können eines Portfoliomanagers zugerechnet wurden, sind deshalb womöglich nur auf bestimmte Risikoprämien zurückzuführen. 90 Prozent der Portfoliorenditen lassen sich von den fünf Standardfaktoren ableiten, konstatieren die Analysten des französischen ETF-Anbieters Lyxor, was an der Entwicklung der europäischen Aktienfonds im Jahr 2015 klar erkennbar sei.

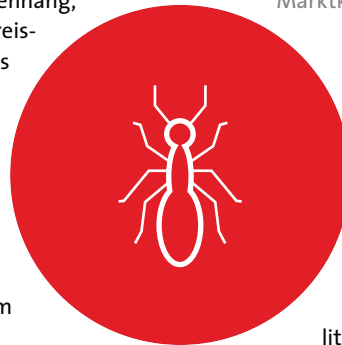
Lyxor analysierte fast 4000 Fonds. 47 Prozent davon übertrafen 2015 ihre Referenzindizes. Dabei diagnostizieren die Analysten, dass ein erheblicher Teil der Outperformance allein spezifischen

**VALUE**

Unternehmen, die an der Börse unter ihrem inneren Wert gehandelt werden

**SIZE**

Einer der beiden klassischen Fama/French-Faktoren: Aktien von Unternehmen mit geringer bis mittlerer Marktkapitalisierung



Risikofaktoren zu verdanken ist. So seien etwa die überdurchschnittlich erfolgreichen Fondsmanager in den Faktoren geringes Beta, Momentum und Qualität übergewichtet gewesen.

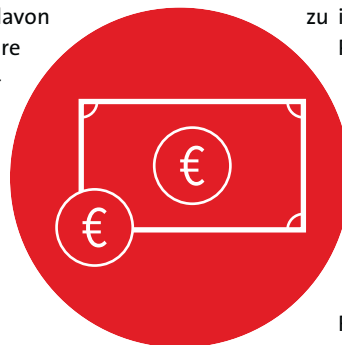
Alle drei Faktoren brachten 2015 mehr Rendite als die gängigen, marktkapitalisierten Indizes.

So einfach lässt sich also der Markt schlagen. Dennoch ist Alpha nur eine Seite der Medaille. Risikoreduzierung ist die andere. Für viele Investmentprofis steht dieser Aspekt sogar im Vordergrund. So setzt etwa Fondsmanager Matthias Hoppe bei seinem Multi-Asset-Fonds Franklin Diversified Balanced auf die Diversifikation über Risikofaktoren. Schließlich hätten die vergangenen Jahre und vor allem die Finanzkrise gezeigt, dass Diversifikation über verschiedene Anlageklassen nicht immer den erhofften Schutz bieten kann. „Um sich vor größeren Kursverlusten zu schützen, sollte daher über Risikofaktoren gestreut werden, anstatt allein über Anlageklassen“, befindet Hoppe im TiAM-Interview (ab Seite 44).

**Leichter diversifizieren**

Ähnlich sieht das Spyros Mesomeris, Leiter der Deutsche Bank Equity Quantitative Strategy Group. Der Schlüssel zu einem optimalen Portfolio und zu einem effektiven Risikomanagement sei es, alle Faktoren zu identifizieren, die zum Risiko des Portfolios beitragen, und dann die Risikostreuung über diese Faktoren vorzunehmen – und nicht über Anlageklassen. „Risikofaktoren sollten die Bausteine eines Portfolios sein“, appelliert Mesomeris.

Nach seinen Untersuchungen bietet die Diversifikation nach Risikofaktoren gleich mehrere Vorteile: So seien Risikofaktoren untereinander geringer korreliert als Anlageklassen untereinander. Zudem seien die Korrelationen im Zeitablauf stabiler, auch in Krisenzeiten. Gleichzeitig böten



Risikofaktoren eine robuste Plattform, um anhand von zyklischen oder säkularen Makrotrends zu investieren. Zu guter Letzt führe die Identifikation der verschiedenen Risikofaktoren auch zu einem klareren Blick auf Extremrisiken und damit auch zu den Möglichkeiten für eine günstigere Absicherung gegen diese.

Was auf den ersten Blick wie ein simples Rezept für mehr Rendite und weniger Risiko aussieht, stellt Investoren aber in der Praxis vor einige Herausforderungen. Schwierige Fragen sind zu beantworten:

Welche Faktoren sind überhaupt relevant und investierbar? Wie lange wird in einen Faktor investiert? Wie werden die verschiedenen Faktoren gewichtet? Mit welchen Kennzahlen lassen sich die einzelnen Faktoren identifizieren? Und wie werden die einzelnen Wertpapiere gewichtet?

### Die besten Faktoren

In der Literatur, bei Indexanbietern und vielen Praktikern wird meist auf die fünf klassischen Faktoren abgestellt: Value, also Aktien mit niedriger Bewertung; Size, Aktien mit geringer Marktkapitalisierung; Momentum, Aktien, deren Kurse sich besser als der Gesamtmarkt entwickeln; Quality, verstanden als Aktien ertragsstarker Unternehmen mit goldener Bilanz; Low Volatility, Aktien mit niedriger beziehungsweise unterdurchschnittlicher Volatilität. Zunehmend werden jedoch auch weitere Faktoren ins Spiel gebracht. „Es ist geradezu ein Konkurrenzkampf um neue Faktoren entbrannt“, berichtet Faktor-Experte Langer. Derzeit seien vor allem Makrofaktoren stark auf dem Vormarsch, also Kriterien für Aktien, die etwa ein besonderes Exposure zur wirtschaftlichen Entwicklung, zur Inflation, zur Politik oder zu Währungsschwankungen haben.

Zur Messung verwenden Fondsmanager und Indexanbieter ähnliche, aber im Detail abweichende Kennzahlen. Beim Value-Faktor orientieren sich viele am Preis-Buchwert-Verhältnis, andere stellen eher auf den Cashflow ab oder auf die Dividendenrendite. Häufig werden auch mehrere Kennzahlen kombiniert. Fortlaufende Validierung der verschiedenen Kennzahlen und ständiges Feintuning ist dabei für viele Faktor-Investoren Pflicht.

Doch welche Faktoren gehören denn nun ins Portfolio – und mit welchem Gewicht? Die Antwort auf diese Frage hänge zum einen von der schon existierenden Asset-Allokation des Investors ab, erklärt Langer. Häufig weise ein Wertpapierportfolio be-

### STARKE ZYKLEN

#### Relative Wertentwicklung der MSCI-Faktor-Indizes



Quelle: Invesco

Die einzelnen MSCI-Faktor-Indizes haben sich in der vergangenen 20 Jahren unterschiedlich entwickelt und zeigten zum Teil starke Schwankungen.

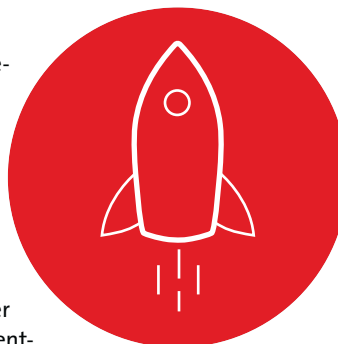
reits einen Überhang bestimmter Faktoren auf, der eher ausgeglichen als verstärkt werden sollte.

Zusätzlich müssen Portfoliomanager aber auch eine weitere, nicht unwesentliche Eigenschaft der Faktoren kennen. „Ein zentrales Element des Faktor-Investments ist die Zyklizität“, berichtet Remy Briand, Research-Chef bei MSCI. „Faktor-Indizes ergeben über längere Zeiträume risikobereinigt überdurchschnittlich hohe Renditen, über kürzere Zeiträume war jedoch die Zyklizität der Faktoren hoch, und sie enthielten Phasen von schwacher Performance im Verhältnis zu Market-Cap-gewichteten Indizes“, warnt Briand.

#### Wichtige Eigenschaften

Jeder Faktor hätte in den vergangenen Jahren mindestens zwei bis drei Jahre hintereinander eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung gezeigt. Für manche Faktoren galt dies sogar über noch längere Zeiträume, beispielsweise für Small Caps oder Value. Die meisten Faktoren reagieren zudem unterschiedlich auf makroökonomische Trends.

Faktoren wie Value, Momentum und Small Caps verhielten sich in der Vergangenheit prozyklisch. Sie lieferten Risikoprämien, wenn Wachstum, Inflation und Zinsen stiegen. Quality und Low Volatility waren dagegen defensiv und zeigten eine gute



### MOMENTUM

Aktien, die in den vergangenen Monaten oder Jahren besonders kräftige Kurssteigerungen gezeigt haben

Entwicklung bei schwachen Rahmenbedingungen. Die abweichenden Zyklen müssen nicht unbedingt ein Nachteil sein: Eine angenehme Folge war in der Vergangenheit die geringere paarweise Korrelation und damit potenziell auch ein stärkerer Diversifizierungseffekt.

Schreien solche Erkenntnisse nicht geradezu nach Timing? „Es wäre schon ein enormer Vorteil, wenn man es schaffen würde, den richtigen Faktor zur richtigen Zeit auszuwählen“, gesteht Etienne Vincent, Head of Global Quantitative Management beim französischen Fondsanbieter THEAM, einer Tochter der BNP Paribas. Doch diese Vorstellung sei leider ein Trugschluss und in der Praxis nicht umsetzbar. Sinnvoller als Timing erscheint vielen Faktor-Spezialisten daher eine Kombination mehrerer Faktoren, bei der die Gewichte der einzelnen Faktoren in größeren Zeitabständen vorsichtig angepasst werden.

Langer setzt beim Invesco Pan European Structured Equity Fonds auf ein Multi-Faktor-Konzept mit Schwerpunkt Low-Volatility. Die Auswahl der Aktien erfolgt →



## LOW VOLATILITY

Aktien, deren Kurse kaum oder zumindest unterdurchschnittlich schwanken

dabei nach mehreren Kriterien: positive Gewinnrevisionen, positives Momentum, solide Bilanzen und Shareholder Value. Zudem müssen die Aktien im Verhältnis zu ihrer Branche günstig sein. Das Invesco-System scheint einwandfrei zu funktionieren. Der bereits vor zehn Jahren aufgelegte Fonds gehört regelmäßig zu den besten Fonds für europäische Aktien. Dabei weist er auch noch ein geringeres Risiko auf als der Gesamtmarkt.

Auch Patrick Soler Schubert setzt bei seinem Deutsche Quant Equity Europe FC auf ein dynamisches Faktor-Modell. Der Fonds ist dabei jederzeit über fünf Faktor-Klassen diversifiziert, wobei das Exposure zu den einzelnen Klassen variieren kann. Rund 200 Einzelfaktoren fließen bei der Aktienbewertung in das Modell der Deutschen Bank ein, das bereits seit 15 Jahren bei verschiedenen Mandaten im Einsatz ist.

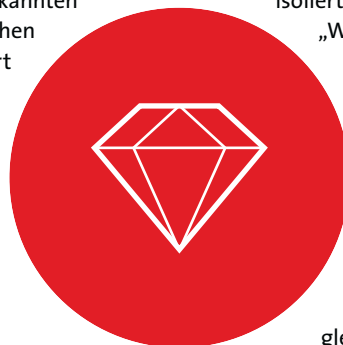
Schuberts Ziel ist nachhaltiges Alpha bei gleichzeitig geringem Tracking-Error zur Benchmark MSCI Europe. Das scheint zu klappen: Die institutionelle Tranche des Fonds ist zwar erst seit gut zwei Jahren am Markt, doch die Strategie wird als (teurerer) Retail-Fonds schon seit April 2008 vertrieben. Nach Berechnungen von Morningstar schaffte die institutionelle Klasse im Schnitt der vergangenen fünf Jahre eine jährliche Rendite von 12,8 Prozent, womit

der Vergleichsindex deutlich abgehängt wurde.

Eine konstante Wertentwicklung ist das Hauptziel des erst in diesem Jahr aufgelegten Parworld Equity World DEFI. Dazu setzen die Quant-Spezialisten der BNP-Paribas-Tochter THEAM ebenfalls auf eine Multi-Faktor-Strategie. Verwendet werden „die vier Schlüsselfaktoren der Aktienmärkte“: Value, Qualität, Momentum und Low Volatility. Das Besondere des DEFI-Ansatzes ist, dass jeder Faktor das gleiche Risikobudget zugewiesen bekommt.

### Faktor-Strategien für Anleihen

Faktor-Strategien können auch bei Unternehmensanleihen funktionieren. Das zeigt Patrick Houweling mit dem Robeco Global Multi-Factor Credits IH Fonds, mit dem er schon in seinem ersten Jahr den Credit-Weltindex schlagen konnte. Er hat die aus der Aktienwelt bekannten Faktoren für Anleihen neu interpretiert und versteht unter Size Kreditpapiere von Unternehmen mit ge-



## QUALITY

Unternehmen mit goldgerahmter Bilanz, stabilen Geschäftsmodellen, guter Corporate Governance und in der Regel hoher Marktkapitalisierung

ringem ausstehenden Emissionsvolumen. Zu Momentum gehören Anleihen, die in den letzten Monaten hohe Erträge brachten. Value bezeichnet Anleihen mit einem kräftigen Risikospread, und zu Quality zählen Anleihen mit besonders gutem Rating. „Wir können zeigen, dass alle diese Faktoren signifikantes Alpha-Potenzial besitzen“, sagt Houweling. Zudem sei die Korrelation zwischen den Anleihe-Faktoren niedrig.

### Neue Absolute-Return-Technik

Der erst in diesem Sommer aufgelegte Threadneedle Diversified Alternative Risk Premia Fund geht noch einen Schritt weiter. Dieser Fonds nutzt Risikoprämien mehrerer Anlageklassen: Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffe. Zudem verfolgt der Diversified-Alternative-Risk-Premia-Fonds einen Absolute-Return-Ansatz. Dabei wird das Marktexposure neutralisiert, indem die jeweiligen Risikoprämien isoliert werden.

„Wir konstruieren ein Portfolio aus etwa 25 bis 40 Risikoprämien. Dabei nutzen wir eine Kombination aus Gleichgewichtung des Risikos, definiertem Risikoziel und taktischem Asset-Management“, erklärt Portfoliomanager William Landes. Im ersten Schritt des Anlageprozesses werden dabei alle Risikofaktoren gleich gewichtet. Dann werden anhand von Makroanalysen Schwerpunkte gesetzt. Ziel ist eine Wertentwicklung, die unabhängig von der allgemeinen Marktrichtung ist, sowie eine geringe Korrelation zu Aktien und Anleihen. ■

## INNOVATIVE ANSÄTZE

### Fonds mit Faktor-Strategien

Fonds	ISIN	Fondsvol. in Mio. €	Kosten p. a. in %	Fondsauflage	Rendite pro Jahr in %	
					1 Jahr	3 Jahre
Deutsche Quant Equity Europe FC	DE000DWS1742	64	0,75	22.09.2014	-5,8	7,6
Invesco Pan European Structured Equity C	LU0119753134	6665	1,07	06.11.2000	-7,4	8,3
Parworld Equity World Defi I	LU1325797170	15	0,62	10.06.2016	-	-
Robeco Global Multi-Factor Credits IH	LU1235145213	245	0,40	12.06.2015	3,0	-
Threadneedle Diversif. Altern. Risk Premia	LU1400363666	15	0,80	19.07.2016	-	-

Quelle: Morningstar

Faktor-Strategien werden von Asset-Managern meist im Rahmen von individuellen Mandaten oder Spezialfonds angeboten. Doch langsam kommen auch die ersten UCITS-Fonds mit Faktor-Ansätzen auf den Markt.