

Absolutreport

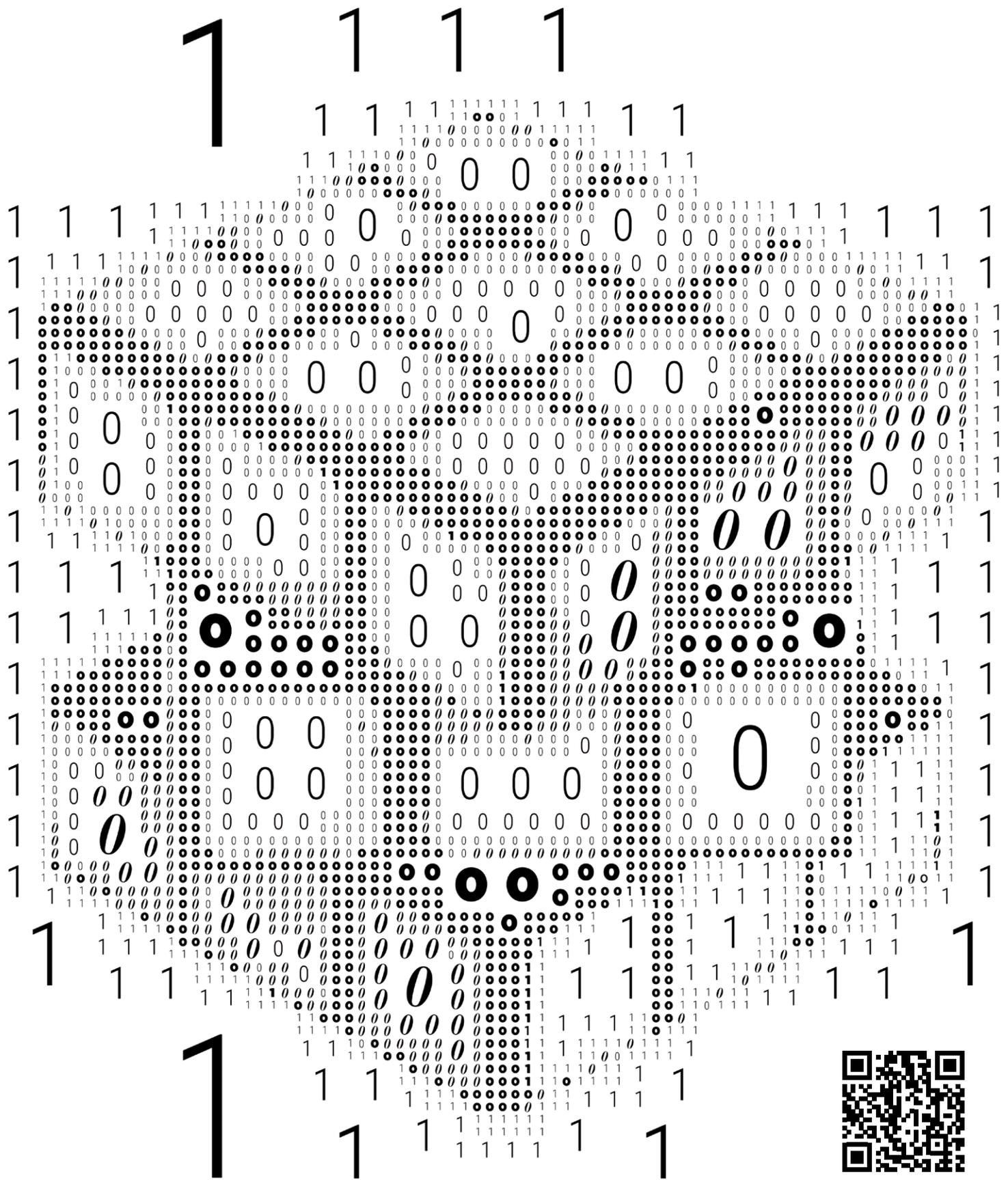
Neue Perspektiven
institutionelle Investoren

Die
100.

Ausgabe kostenlos
anfordern!

06 | 2017

Neue Perspektiven im Asset Management | Herausforderungen für **Europa** im Jahr 2018
| Nachhaltigkeit im Finanzsektor – **H4SF** | Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der
Aktienallokation | **Factor Investing** in der institutionellen Kapitalanlage | **Risiko managen**
– Innovative Ansätze für institutionelle Investoren | **Nowcasting** statt Forecasting



Factor Investing: Implementierung in der institutionellen Kapitalanlage



PRIV.-DOZ. DR. HUBERT DICHTL
Geschäftsführer
dichtl research & consulting GmbH
Bad Soden am Taunus



PROF. DR. WOLFGANG DROBETZ
Lehrstuhl für Unternehmens- und
Schiffsfinanzierung
Universität Hamburg



ULF SCHAD, CFA
Geschäftsführer
dichtl research & consulting GmbH
Bad Soden am Taunus

Während über die Vorteile eines systematischen Factor-Investing-Ansatzes für institutionelle Anleger mittlerweile weitgehend Konsens herrscht, trifft dies für die verschiedenen Umsetzungswege nicht zu. Vor diesem Hintergrund diskutieren in diesem Artikel PD Dr. Hubert Dichtl und Ulf Schad, beide dichtl research & consulting GmbH, sowie Prof. Dr. Wolfgang Drobetz, Universität Hamburg, die Vor- und Nachteile verschiedener Implementierungsmöglichkeiten im Lichte der aktuellen wissenschaftlichen Erkenntnisse.

Einführung

Auf einer Liste aktueller Trends in der institutionellen Kapitalanlage steht Factor Investing zweifelsohne weit oben. Es gibt wenige Themen, die in der institutionellen Kapitalanlage momentan so intensiv und nachhaltig diskutiert werden wie dieses. Damit ein institutioneller Anleger Factor Investing sachgerecht vor dem Hintergrund seiner Anlageziele und seiner sonstigen Rahmenbedingungen beurteilen kann, ist ein fundiertes Grundlagenwissen sowie ein Überblick über verschiedene Formen und Umsetzungswege unumgänglich.

Die mit einer konkreten Umsetzung verbundenen Entscheidungen sind vielschichtig: Welche Faktoren (beispielsweise Value, Size oder Momentum) versprechen auch zukünftig noch ein attraktives Rendite-Risiko-Potenzial? In welchen Asset-Klassen sollte ein Factor-Investing-Ansatz umgesetzt werden? Soll das Factor Investing mit Long-only- oder mit Long-Short-Strategien implementiert werden?

Der vorliegende Beitrag liefert einen Überblick über den aktuellen Stand der Diskussion und versucht – zumindest für einige wichtige Detailfragen – eine Entscheidungshilfe für die praktische Implementierung zu liefern.

1 Historische Entwicklung

Für ein grundlegendes Verständnis der Factor-Investing-Thematik ist die Kenntnis der historischen Entwicklung von zentraler Bedeutung. Streng genommen gehen die Wurzeln des Factor Investings bis ins Jahr 1964 zurück, also jenes Jahr,

in dem William F. Sharpe seinen Aufsatz zum Capital Asset Pricing Model (CAPM) veröffentlichte. Gemäß diesem Modell wird die erwartete Überschussrendite eines Wertpapiers (Rendite über der risikolosen Verzinsung) ausschließlich durch einen Faktor – nämlich die erwartete Überschussrendite des Marktes – bestimmt.

Als eigentliches Fundament des Factor Investings wird allerdings zumeist das 3-Faktorenmodell von Eugene Fama und Kenneth French gesehen. In ihrer Studie aus dem Jahr 1993 zeigten sie, dass sich die Überschussrenditen von Aktien im Querschnitt deutlich besser erklären lassen, wenn neben dem Marktfaktor des CAPMs zusätzlich noch die beiden Faktoren Value und Size in das Modell mit aufgenommen werden.¹

Die Existenz eines Size- und eines Value-Effektes wurde allerdings bereits viele Jahre zuvor empirisch dokumentiert.² Während Sanjoy Basu bereits 1977 zum Value-Effekt publizierte, wird der Size-Effekt mit einer Veröffentlichung von Rolf Banz aus dem Jahr 1981 in Verbindung gebracht.

Bereits im Jahr 1997 wurde dieses Modell dann durch die Aufnahme des Momentum-Faktors von Mark Carhart zum 4-Faktorenmodell weiterentwickelt. Dieser zusätzliche Faktor wurde erstmalig in einer Studie von Narasimhan Jegadeesh und Sheridan Titman aus dem Jahr 1993 nachgewiesen. Zuletzt ist der Low-Volatility-Faktor bereits seit der Veröffentlichung von Robert Haugen und James Heins aus dem Jahr 1975 seit vielen Jahren ein fester Bestandteil der Diskussion zum Factor Investing, wenngleich dieser Faktor bislang in kein prominentes Mehrfaktorenmodell Eingang fand.

Investieren mit Weitsicht

Ausgezeichnete Investmentexpertise

Als eine der führenden unabhängigen Investmentgesellschaften bietet Invesco privaten und institutionellen Investoren weltweit eine Produktpalette, deren Vielfalt und Wertentwicklung nur von wenigen Mitbewerbern erreicht wird, darunter:

- Factor Investing Strategien
- Immobilienstrategien
- Multi Asset Strategien

Überzeugen auch Sie sich von unserem Angebot! Wir freuen uns auf Ihre Nachricht per E-Mail an Institutional_Business@fra.invesco.com.

www.de.invesco.com



Neben den erwähnten empirischen Studien wurden alle genannten Faktoren in zahlreichen weiteren Untersuchungen über unterschiedliche Zeiträume und Märkte bestätigt, was ein wichtiges Indiz für deren nachhaltige, zukunftsgerichtete Existenz darstellt und gegen einen Einmaleffekt bzw. gegen Data-Mining spricht.

2 Gezieltes vs. unbewusstes Factor Investing

Obwohl sich das Thema Factor Investing mittlerweile bei den institutionellen Anlegern etabliert hat, denken doch viele nach wie vor noch in den klassischen Kategorien „aktives“ vs. „passives“ Management.

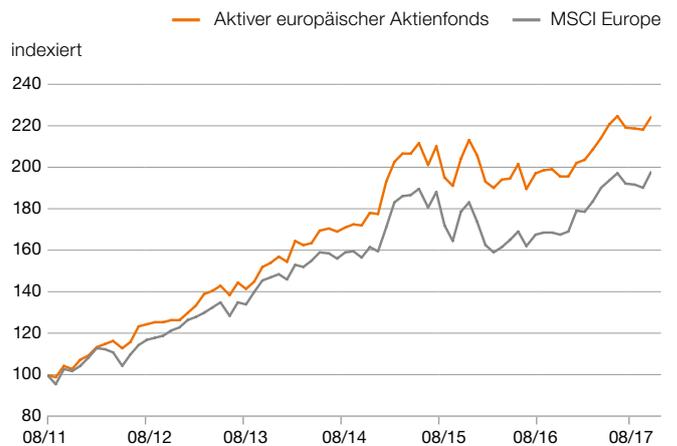
Während Anhänger des passiven Managements von einer weitgehenden Informationseffizienz der Märkte ausgehen, glauben die Vertreter des aktiven Managements daran, dass durch eine gezielte Informationssuche und -auswertung eine positive aktive Rendite nach Kosten gegenüber einem passiven Investment erwirtschaftet werden kann. Wenn passiv ausgerichtete Anleger beispielsweise in den S&P 500 Index über einen passiven Index-Fonds oder ETF investieren, würde ein aktiv ausgerichteter Investor einen aktiv verwalteten Investmentfonds auswählen, der versucht, einen höheren Ertrag nach Kosten als der S&P 500 Index zu erwirtschaften. Die Anhänger des passiven Managements folgen damit der Mechanik des CAPMs, wonach die erwartete Überschussrendite des Marktes der einzig bestimmende (Markt-)Risiko-faktor für die erwartete Überschussrendite eines Investmentfonds ist. Im Gegensatz hierzu gehen die Vertreter des aktiven Managements davon aus, dass sich die erwartete Überschussrendite eines Investmentfonds aus der mit dem Beta-Faktor gewichteten Überschussrendite des Marktes plus einem autonomen Renditebeitrag, der sog. „Alpha-Rendite“, zusammensetzt.³

ABBILDUNG 1 zeigt die kumulierte Wertentwicklung eines exemplarisch ausgewählten aktiven Investmentfonds im Vergleich zu seiner Benchmark MSCI Europe im Zeitraum von 08/2011 bis 09/2017. Aus der Abbildung ist ersichtlich, dass der aktive Fonds im Betrachtungszeitraum konstant eine positive aktive Rendite gegenüber seiner Benchmark aufweist.

Wie das Regressionsmodell in **ABBILDUNG 2a** zeigt, setzt sich die Überschussrendite des Investmentfonds zusammen aus der mit dem Beta-Faktor (0,82) gewichteten Überschussrendite des MSCI Europe (Mkt-rf) sowie einer positiven Alpha-Rendite. Die Alpha-Rendite beträgt dabei 34 Basispunkte pro Monat und ist mit einem t-Wert von 2,44 statistisch signifikant. In der **ABBILDUNG 2b** ist ein alternatives Regressionsmodell dargestellt, das neben der Überschussrendite des Marktes zusätzlich noch die drei Faktoren Value, Size und Momentum zur Erklärung der Überschussrenditen des Fonds beinhaltet.⁴

Während die beiden Faktoren Size und Momentum – ebenso wie der Marktfaktor – statistisch signifikant sind, trifft dies jetzt für die Alpha-Rendite nicht mehr zu. Diese beträgt in dem 4-Faktorenmodell einen Basispunkt pro Monat, wobei dieser Wert mit einer t-Statistik von 0,04 nicht mehr statistisch signifikant ist.⁵ Die Güte des Modells ist mit einem Erklärungsgehalt von über 90 % sehr hoch.

1 Vergleich aktiver Investmentfonds versus Index



Quelle: Thomson/Reuters (Monatsrenditen von 08/2011 bis 09/2017)

2 Regressionsmodell

a mit einem erklärenden Faktor

Faktor	Beta (Coefficient)	Statistical Significance (t-Statistic)
Alpha	0,34	2,44
Mkt-rf	0,82	17,05

$$R^2 = 0,828 / \text{Adj. } R^2 = 0,826$$

b mit vier erklärenden Faktoren

Faktor	Beta (Coefficient)	Statistical Significance (t-Statistic)
Alpha	0,01	0,04
Mkt-rf	0,94	23,44
Value	0,00	0,00
Size	0,17	2,10
Momentum	0,58	5,22

$$R^2 = 0,908 / \text{Adj. } R^2 = 0,902$$

Quelle: Thomson/Reuters (Monatsrenditen von 08/2011 bis 09/2017)

Auf Basis der Regressionskoeffizienten lässt sich somit eine Investition von 1 Euro in den Fonds wie folgt replizieren:

- ▶ Kauf: 0,94 EUR MSCI Europe & Kauf: 0,06 EUR risikolose Anlage
- ▶ Kauf: 0,17 EUR MSCI Europe Small Caps & Verkauf: 0,17 EUR MSCI Europe Large Caps
- ▶ Kauf: 0,58 EUR MSCI Europe Momentum & Verkauf: 0,58 EUR MSCI Europe

Der aktive Fondsmanager bleibt hingegen neutral gegenüber Value- bzw. Growth-Aktien. Wie man bereits an diesem einfachen Beispiel sieht, betreibt letztendlich sowohl der passive als auch der aktive Investor jeweils eine spezifische Form des

Factor Investings. Vor diesem Hintergrund stellt sich nicht die Frage, ob man Factor Investing umsetzt oder nicht, sondern eher, ob man diesen Investmentansatz gezielt bzw. mehr oder weniger unbewusst – also nicht zielgerichtet – implementiert.

3 Welche Faktoren sollten implementiert werden?

In einer vielbeachteten Publikation aus dem Jahre 2016 analysieren die Autoren Harvey, Liu und Zhu 316 in der Wissenschaft dokumentierte Faktoren. In Anbetracht dieser beträchtlichen Menge stellt sich natürlich die Frage, welche Faktoren für eine reale Umsetzung im Portfolio in Betracht gezogen werden sollten. Entscheidend ist in diesem Kontext – neben der realen Umsetzbarkeit – die Robustheit eines Faktors, die letztendlich gewährleisten soll, dass die Faktorprämie auch zukünftig mit einer hohen Wahrscheinlichkeit vereinnahmt werden kann. Losgelöst von komplexeren statistischen Verfahren zur Identifikation von robusten Faktoren erscheinen die folgenden drei Kriterien als zielführend für eine praktische Auswahl:⁶

- ▶ umfassende Diskussion und Überprüfung eines Faktors in der akademischen Literatur
- ▶ Persistenz des Faktors über unterschiedliche Zeitperioden und Regionen
- ▶ hohe Robustheit gegenüber unterschiedlichen Faktordefinitionen

Eng verbunden mit dem ersten Punkt ist auch eine ökonomisch fundierte Erklärung für eine positive Faktorprämie. Während einige Faktorprämien eher „echte Risikoprämien“ darstellen (wie z. B. die Small-Size-Prämie als Illiquiditätsprämie), lassen sich andere eher mit verhaltensökonomischen Verzerrungen erklären (wie z. B. die Momentum-Prämie als Ergebnis einer verzögerten Informationsverarbeitung aufgrund von Anker- und Dispositionseffekten). Zahlreiche Faktoren wurden in Langzeitstudien am US-amerikanischen Aktienmarkt nachgewiesen. Entscheidend für die Robustheit eines Faktors ist dabei, dass er sich auch in unterschiedlichen Zeiträumen bzw. auch in anderen Ländern/Regionen feststellen lässt. Wie in Hsu et al. (2015) gezeigt wird, lassen sich viele Faktoren auf eine unterschiedliche Art und Weise konstruieren, was zu mehr oder weniger ausgeprägt unterschiedlichen Ergebnissen führen kann. Sollte sich ein Faktor weitgehend unempfindlich gegenüber unterschiedlichen Konstruktionsverfahren verhalten, so ist auch diese Beobachtung als ein weiteres Indiz für seine Robustheit zu werten. Nach der Auswahl der ins Portfolio mit aufzunehmenden Faktoren stellt sich in einem nächsten Schritt natürlich die Frage nach der konkreten Umsetzung.

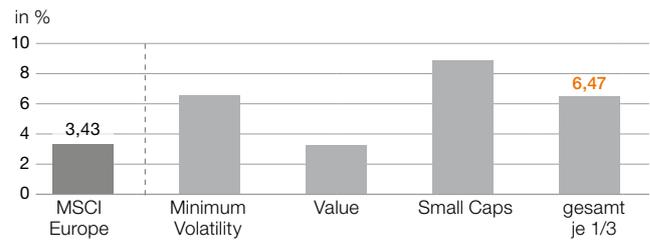
4 Implementierung als Long-only- oder als Long-Short-Strategie?

Eine Vielzahl von Faktoren – wie beispielsweise Value, Size oder Momentum – wurden in ihrer ursprünglichen Form als marktneutrale und selbstfinanzierende Long-Short-Portfolios

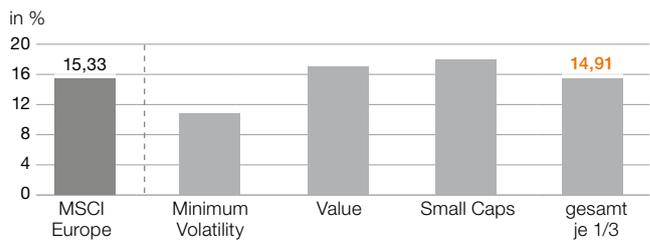
konstruiert (etwa Value-Aktien long und Growth-Aktien short). Losgelöst von dieser aus dem akademischen Bereich stammenden Faktordefinition wurden von der Asset-Management-Industrie verschiedene Long-only-Indizes und auch entsprechende ETFs für unterschiedliche Aktienmärkte hervorgebracht, die einen „Tilt“ gegenüber den jeweiligen Faktoren aufweisen.

3 Vergleich MSCI Europe versus Faktorportfolio

a Rendite p. a.



b Volatilität p. a.



Quelle: Thomson/Reuters (Monatsrenditen von 01/2001 bis 09/2017)

4 Vergleich der Jahresrenditen

Über 3 Jahre rollierend

Zeitraum	Faktorportfolio	MSCI Europe
2001–2003	-5,60 %	-12,28 %
2002–2004	4,41 %	-3,23 %
2003–2005	24,90 %	18,21 %
2004–2006	25,95 %	19,70 %
2005–2007	16,57 %	16,25 %
2006–2008	-11,98 %	-11,07 %
2007–2009	-9,11 %	-8,12 %
2008–2010	-3,75 %	-5,64 %
2009–2011	13,90 %	11,06 %
2010–2012	8,30 %	6,87 %
2011–2013	11,21 %	9,59 %
2012–2014	17,62 %	15,19 %
2013–2015	15,78 %	12,08 %
2014–2016	8,53 %	6,44 %
2015–2017 YTD	9,97 %	8,03 %

Quelle: Thomson/Reuters (Monatsrenditen von 01/2001 bis 09/2017)

In **ABBILDUNG 3a** ist die jährliche Rendite des MSCI Europe Index im Zeitraum von 01/2001 bis 09/2017 im Vergleich zu den Faktorindizes MSCI Europe Minimum Volatility, MSCI Europe Value und MSCI Europe Small Caps aufgeführt. Zusätzlich ist auch die jährliche Rendite eines gleich gewichteten und jährlich rebalancierten Portfolios berechnet aus den drei Faktorindizes dargestellt.

Es zeigt sich, dass das gleich gewichtete Faktorportfolio mit 6,47% eine höhere jährliche Rendite aufweist als der MSCI Europe mit 3,43%. Hier drängt sich zum einen die Frage auf, ob mit der höheren Rendite auch ein höheres Risiko einhergeht. Wie jedoch aus **ABBILDUNG 3b** ersichtlich ist, ist dies nicht der Fall, zumindest wenn man zur Messung des Risikos die Renditevolatilität heranzieht. Im Vergleich zum MSCI Europe weist das gleich gewichtete Faktorportfolio sogar eine geringere Volatilität auf, was auch zu einer deutlich höheren Sharpe Ratio führt. Darüber hinaus stellt sich im nächsten Schritt die Frage, ob die Überlegenheit aus einem Einmaleffekt resultiert oder ob sich die Überlegenheit auch über verschiedene Subperioden feststellen lässt.

Zur Beantwortung dieser Frage sind in **ABBILDUNG 4** die jeweils über drei Jahre rollierend berechneten Jahresrenditen des MSCI Europe und des gleich gewichteten Faktorportfolios aufgeführt. Aus der Abbildung ist ersichtlich, dass sich die Überlegenheit hinsichtlich der annualisierten Rendite – bis auf zwei Ausnahmen – in nahezu allen 3-Jahres-Perioden zeigt (orange Werte). Die über den gesamten Beobachtungszeitraum festgestellte Dominanz des gleich gewichteten Faktorportfolios ist somit nicht auf einen Einmaleffekt zurückzuführen, sondern zeigt sich auch in nahezu allen Subperioden. Weitergehende Analysen zeigen, dass sich analoge Befunde auch für den US-amerikanischen und den globalen Aktienmarkt feststellen lassen.⁷

Ob bzw. inwieweit eine Long-only-Implementierung einen Nachteil gegenüber einer Long-Short-Implementierung darstellt, lässt sich pauschal nicht beantworten, sondern hängt vom jeweiligen Einzelfall ab. Einerseits kommen einige Studien zu dem Ergebnis, dass sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite ein Mehrwert generiert werden kann.⁸ Andererseits wird in der Studie von Blitz et al. (2014) anschaulich demonstriert, dass sich der Vorteil einer Long-Short-Implementierung deutlich relativiert bzw. dieser sogar komplett verschwindet, wenn praxisrelevante Aspekte bei der Umsetzung – wie beispielsweise die Verwendung einer Long-only-Benchmark, höhere Kosten und die Illiquiditätsproblematik bei Leerverkäufen – mitberücksichtigt werden. Für Solvency-II-Anleger kann ein Long-Short-Ansatz allerdings deutliche Vorteile hinsichtlich der geforderten Eigenkapitalunter-

legung (Solvency Capital Requirement (SCR)) aufweisen. Aufgrund von Netting-Effekten kann – sofern die Hedging-Strategie gewisse positive Eigenschaften aufweist – die geforderte Eigenkapitalunterlegung für Aktieninvestments von 39 bzw. 49% spürbar gesenkt werden, teilweise sogar auf deutlich unter 20%.

Aufgrund der Probleme, die sich beim Leerverkauf einzelner Titel im Rahmen eines echten marktneutralen Long-Short-Ansatzes ergeben, ist auch denkbar, einen Long-only-Faktorindex mithilfe eines Futures-Kontrakts auf den zugrundeliegenden Markt gegenüber Marktpreisschwankungen abzusichern und so Marktneutralität herzustellen. Da für viele Marktindizes liquide börsengehandelte Futures-Kontrakte verfügbar sind, lassen sich Probleme vermeiden, die sich durch den Leerverkauf von einzelnen Aktien ergeben. Wie in der Studie von Blitz et al. (2014) gezeigt wird, kommt eine solche „approximative“ Umsetzung eines Long-Short-Ansatzes der exakten Lösung hinsichtlich Rendite und Risiko ziemlich nahe.

5 Factor Investing auch in Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkten?

Die Wurzeln wie auch das Hauptanwendungsgebiet des Factor-Investing-Ansatzes liegen eindeutig im Aktienmarkt-bereich. Es drängt sich aber die naheliegende Frage auf, ob sich ein Factor-Investing-Ansatz auch in anderen Asset-Klassen umsetzen lässt. In **ABBILDUNG 5** sind einige Studien exemplarisch aufgeführt, die sich dem Thema Factor Investing in Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkten widmen.

Vergleicht man die vorhandenen Factor-Investing-Studien in Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkten mit jenen im Aktienmarkt-bereich, dann fällt auf, dass die wenig verfügbaren Studien fast ausschließlich jüngeren Datums sind. Ein ähnlicher Befund zeigt sich auch bei der Frage nach den

5 Studien zum Thema Factor Investing

Studie	analysierte Faktoren	Asset-Klassen
Moskowitz et al. (2012) Natividade et al. (2013)	Time Series Momentum	Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkte
Asness et al. (2013)	Value, Momentum	Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkte
Leote de Carvalho et al. (2014)	Low Risk	Bondmärkte
Ebner (2016)	Value, Size, Carry, Momentum	Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkte
Koijen et al. (2016) Anand et al. (2014)	Carry	Bond-, Treasury-, Währungs- und Rohstoffmärkte
Brooks/Moskowitz (2017)	Value, Momentum, Carry	Bondmärkte
Houweling et al. (2016) Houweling/van Zundert (2017)	Size, Low Risk, Value, Momentum	Corporate-Bond-Markt

Quelle: eigene Darstellung

verfügbaren Anlageinstrumenten. Während für die verschiedenen Aktienmärkte zahlreiche Faktorindizes mit hinreichend großen und liquiden ETFs existieren, trifft dies für Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkte nicht zu. Allerdings bieten spezialisierte Asset Manager aktiv gesteuerte Anlagelösungen an, die sich auf die systematische Vereinnahmung von Risikoprämien in diesen Märkten – teilweise auch mit expliziter Nutzung positiver Diversifikationseffekte bzw. einer faktorbasierten Asset-Klassen-Rotation – fokussieren.

6 Faktor-Timing oder Faktor-Diversifikation?

Sobald festgelegt ist, welche Faktoren in welchen Märkten implementiert werden sollen, stellt sich in einem nächsten Schritt die Frage, ob man breit über die verschiedenen Faktoren diversifiziert oder ob man opportunistisch auf einzelne, zum jeweils aktuellen Zeitpunkt günstig bewertete Faktoren setzt. Hinsichtlich der positiven Diversifikationseffekte unterschiedlicher Faktoren besteht weitgehend Konsens. Das hohe Diversifikationspotenzial eines Factor-Investing-Ansatzes zeigt sich sehr anschaulich bei den beiden Faktoren Value und Momentum. Während beim Value-Faktor in günstige, unterbewertete Titel investiert wird, beinhaltet der Momentum-Faktor Long-Positionen in solche Anlagetitel, die in der jüngsten Vergangenheit einen vergleichsweise starken Wertzuwachs aufwiesen. Auf diese Weise lässt sich die nachhaltig negative Korrelation dieser beiden Faktoren auch ökonomisch plausibel erklären. Im Unterschied zu einer Diversifikationsstrategie würde man bei einem aktiven Timing-Ansatz in „günstig“ bewertete Faktoren investieren und „teure“ Faktoren meiden. Während eine solche Timing-Strategie von einigen Autoren als durchaus vorteilhaft angesehen wird (Arnott et al. (2017)), wird sie von anderen kritisch beurteilt. So kommen beispielsweise Asness et al. (2017) in ihren Analysen zu dem Ergebnis, dass ein solcher Value-basierter Faktor-Timing-Ansatz zu Ergebnissen führt, die hoch mit dem klassischen Value-Faktor korreliert sind. Ihr empirischer Befund deutet darauf hin, dass der Faktor-Timing-Ansatz gegenüber einem diversifizierten Factor-Investing-Ansatz unterlegen ist. Wenngleich das Erfolgspotenzial von Faktor-Timing-Ansätzen noch nicht abschließend beurteilt werden kann, scheinen die positiven Effekte eines Diversifikationsansatzes in der bisherigen Literatur unstrittig zu sein.

7 Integration oder Kombination von Faktorprämien?

In **ABBILDUNG 3** ist die Performance eines Portfolios dargestellt, in dem die drei Stil-Portfolios Minimum Volatility, Value und Small Size gleich gewichtet kombiniert werden. Jedes dieser drei Stil-Portfolios beinhaltet dabei solche Aktien, die die jeweiligen Stil-Eigenschaften ausgeprägt aufweisen. Alternativ ist es aber auch möglich, ein Portfolio aus solchen Aktien zu bilden, die alle drei Eigenschaften möglichst ausgewogen gut abbilden. Auf diese Weise würde man vermeiden, in

Aktien zu investieren, die zwar ein extrem positives Exposure zu einem Stil haben, aber gleichzeitig jedoch ein äußerst negatives Exposure zu einem anderen Stil aufweisen. Aktuelle Studien zeigen, dass sich ein solches integriertes Faktorportfolio einem Faktor-Kombinationsportfolio unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten tendenziell als überlegen erweist.⁹ Darüber hinaus ergibt sich bei einem solchen integrierten Ansatz auch eine höhere Handelseffizienz, da bei einem kombinierten Faktorportfolio die Situation auftreten kann, dass einzelne Titel aufgrund eines bestimmten Stil-Kriteriums verkauft und gleichzeitig wegen eines anderen Kriteriums wieder gekauft werden. Obwohl die Vorteile eines integrierten Faktoransatzes einleuchtend erscheinen, muss dennoch ein Integrationsansatz einem Kombinationsansatz nicht zwangsläufig überlegen sein. Innerhalb kurzer Zeitfenster kann auch der gegenteilige Fall eintreten.

8 Interne oder externe Implementierung eines Factor-Investing-Ansatzes?

Vor dem Hintergrund der vielfältigen Implementierungsmöglichkeiten für einen Factor-Investing-Ansatz steht ein institutioneller Anleger letztendlich vor der klassischen Make-or-Buy-Entscheidung. Ob ein Investor einen solchen Ansatz intern darstellen kann oder besser an externe spezialisierte Asset Manager auslagert, hängt von den jeweiligen Ressourcen des Anlegers ab. Für die nachfolgende Diskussion wird von einem Anleger ausgegangen, der kein eigenständiges Investment in Einzeltitel vornimmt. In **ABBILDUNG 6** sind die Ansätze aufgeführt, die sich tendenziell für eine Eigenverwaltung bzw. eher für eine Verwaltung durch externe, spezialisierte Asset Manager eignen.¹⁰

Die vorangehend beschriebene Kombination von verschiedenen Long-only-Aktienmarkt-Faktorindizes bzw. der entsprechenden ETFs – ggf. mit einem Hedging des Markt-Exposures mittels eines adäquaten Futures – dürfte beispielsweise problemlos von vielen institutionellen Anlegern selbst zu implementieren sein. Geht es allerdings um die Implementierung von „reinrassigen“ Long-Short-Faktorstrategien, dürfte für viele institutionelle Anleger der Einsatz eines

6 Eignung der Strategien für eine Selbstverwaltung bzw. Fremdverwaltung

Eigenverwaltung
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Long-only-Faktorindizes (mit/ohne Hedging des Marktrisikos) ▶ Implementierung in einem kombinierten Portfolioansatz
Verwaltung durch externe Asset Manager
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Umsetzung von „reinrassigen“ Long-Short-Strategien ▶ Factor Investing in Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkten ▶ Umsetzung einer aktiven Faktor-Timing-Strategie ▶ Implementierung in einem integrierten Portfolioansatz

Quelle: eigene Darstellung

externen Managers der bessere Weg sein. Dies gilt insbesondere auch dann, wenn entsprechende Strategien in Bond-, Währungs- und Rohstoffmärkten umgesetzt werden sollen.

Soll eine prognosebasierte Faktor-Timing-Strategie implementiert werden, dürfte auch hier der Einsatz eines externen Asset Managers mit entsprechender Expertise im Regelfall die richtige Entscheidung sein. Das Gleiche trifft auch für die Umsetzung eines integrierten Portfolioansatzes zu, bei dem einzelne Titel so ausgewählt werden, dass sie mehrere Stil-Kriterien gleichzeitig möglichst ausgewogen gut erfüllen. Wie diese Überlegungen zeigen, dürfte in vielen Fällen der Einsatz von spezialisierten Asset Managern bzw. extern verwalteter spezialisierter Anlagefonds der bessere Weg für die Implementierung eines Factor-Investing-Ansatzes sein. Dabei ist die Auswahl eines entsprechenden Asset Managers bzw. Anlagevehikels von zentraler Bedeutung für den Anlageerfolg. Aus diesem Grund sollten institutionelle Anleger auch im Fall extern verwalteter Anlagefonds über ein fundiertes Grundlagenwissen verfügen.

Fazit

Wie in diesem Beitrag gezeigt wird, stellt ein systematischer Factor-Investing-Ansatz nicht nur unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten, sondern in vielerlei Hinsicht – wie z. B. auch unter dem Aspekt der Risikotransparenz und -kontrolle – eine sinnvolle Anlagestrategie für institutionelle Investoren dar. Darüber hinaus wird dargelegt, dass es viele verschiedene Möglichkeiten und Varianten zur Umsetzung eines Factor-Investing-Ansatzes gibt, die jeweils ihre spezifischen Vor- und Nachteile aufweisen.

Während einfache Factor-Investing-Ansätze von einem institutionellen Anleger ggf. noch selbst umgesetzt werden können, dürfte in den meisten Fällen jedoch der Einsatz eines spezialisierten Asset Managers bzw. eines entsprechenden Anlageprodukts den erfolgversprechenden Weg darstellen. Die Auswahl des „richtigen“ Asset Managers bzw. Anlagefonds ist dabei entscheidend für den gewünschten nachhaltigen Anlageerfolg.

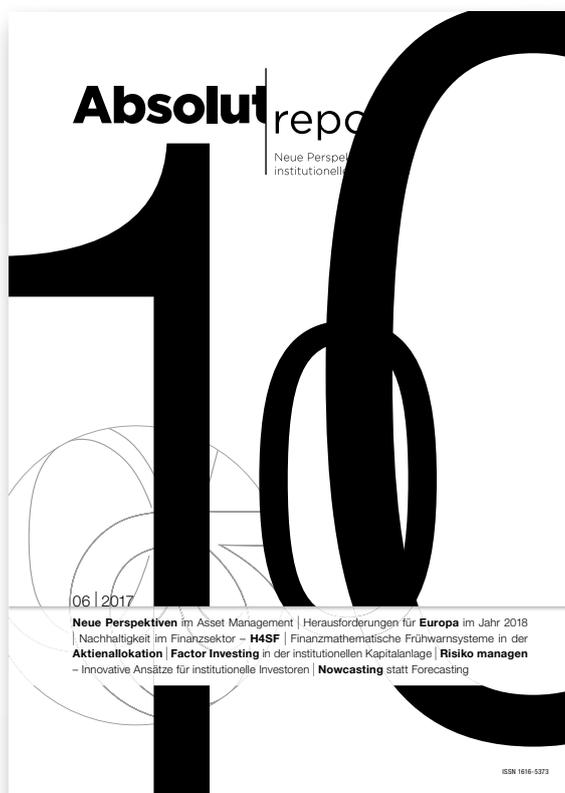
Literatur

- Anand, V./Natividade, C./Mesomeris, S./Davies, C./Jiang, S./Capra, J. (2014): Quantcraft – Riding Carry. (White Paper, Deutsche Bank)
- Ang, A./Goetzmann, W. N./Schaefer, S. M. (2009): Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global. (Report to the Norwegian Ministry of Finance)
- Arnott, R./Beck, N./Kalesnik, V. (2017): Forecasting Factor and Smart Beta Returns. (White Paper, Research Affiliates)
- Asness, C. S./Chandra, S./Ilmanen, A./Israel, R. (2017): Contrarian Factor Timing is Deceptively Difficult. In: *Journal of Portfolio Management* 43, Special Issue 2017, S. 72–87.
- Asness, C. S./Moskowitz, T. J./Pedersen, L. H. (2013): Value and Momentum Everywhere. In: *Journal of Finance* 68, S. 929–985.
- Banz, R. W. (1981): The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks. In: *Journal of Financial Economics* 9, S. 3–18.
- Basu, S. (1977): Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. In: *Journal of Finance* 32, S. 663–682.
- Bender, J./Wang, T. (2016): Can the Whole Be More Than the Sum of the Parts? Bottom-Up versus Top-Down Multifactor Portfolio Construction. In: *Journal of Portfolio Management* 42, Special Issue 2016, S. 39–50.
- Blitz, D./Huij, J./Landsdorp, S./van Vliet, P. (2014): Factor Investing: Long-Only versus Long-Short. (Working Paper)
- Blitz, D./Huij, J./Landsdorp, S./van Vliet, P. (2016): Efficient Factor Investing Strategies. (White Paper, Robeco)
- Brooks, J./Moskowitz, T. J. (2017): Yield Curve Premia. (Working Paper)
- Carhart, M. M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance. In: *Journal of Finance* 52, S. 57–82.
- Ebner, M. (2016): Risk and Risk Premia: A Cross Asset Class Analysis. (Working Paper)
- Fama, E. F./French, K. R. (1993): Common risk factors in the returns on stocks and bonds. In: *Journal of Financial Economics* 33, S. 3–56.
- Fama, E. F./French, K. R. (2015): A five-factor asset pricing model. In: *Journal of Financial Economics* 116, S. 1–22.
- Fitzgibbons, S./Friedman, J./Pomorski, L./Serban, L. (2016): Long-Only Style Investing: Don't Just Mix, Integrate. (White Paper, AQR)
- Harvey, C.R./Liu, Y./Zhu, H. (2016): ... and the Cross-Section of Expected Returns. In: *Review of Financial Studies* 29, S. 5–68.
- Haugen, R. A./Heins, A. J. (1975): Risk and the Rate of Return on Financial Assets: Some Old Wine in New Bottles. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 10, S. 775–784.
- Houweling, P./Breloer, B./Fink, M. (2016): Alpha-Potenzial bei Corporate Bonds über Factor Investing. In: *Absolut|report 05|2016*, S. 24–29.
- Houweling, P./van Zundert, J. (2017): Factor Investing in the Corporate Bond Market. In: *Financial Analysts Journal* 73, S. 100–115.
- Hsu, J./Kalesnik, V./Viswanathan, V. (2015): A Framework for Assessing Factors and Implementing Smart Beta Strategies. In: *Journal of Index Investing* 6, S. 89–97.
- Israel, R./Moskowitz, T. J. (2013): The role of shorting, firm size, and time on market anomalies. In: *Journal of Financial Economics* 108, S. 275–301.
- Jegadeesh, N./Titman, S. (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. In: *Journal of Finance* 48, S. 65–91.
- Koijen, R. S. J./Moskowitz, T. J./Pedersen, L. H./Vrugt, E. B. (2016): Carry. (Working Paper)
- Leote De Carvalho, R./Dugnonne, P./Lu, X./Moulin, P. (2014): Low-Risk Anomalies in Global Fixed Income: Evidence from Major Broad Markets. In: *Journal of Fixed Income* 23, S. 51–70.
- Moskowitz, T. J./Ooi, Y. H./Pedersen, L. H. (2012): Time series momentum. In: *Journal of Financial Economics* 104, S. 228–250.
- Natividade, C./Mesomeris, S./Alvarez, M./Beceren, M./Davies, C. (2013): Quantcraft – Colours of Trend. (White Paper, Deutsche Bank)
- Oertmann, P. (2017): Factor Investing: Alter Wein, aber ein tolles Cuvée! In: *Absolut|report 02|2017*, S. 17.
- Sharpe, W. F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. In: *Journal of Finance* 19, S. 425–442.

Fußnoten

- 1) In einem aktuellen Aufsatz aus dem Jahr 2015 erweitern Fama und French ihr Modell zu einem 5-Faktorenmodell, indem sie zusätzlich die Faktoren Profitabilität und Investitionstätigkeit mit aufnehmen.
- 2) Siehe hierzu auch Oertmann (2017).
- 3) Der Beta-Faktor dient dabei als Maßzahl für das übernommene Marktrisiko.
- 4) Die Faktorrenditen werden dabei durch folgende Renditedifferenzen berechnet: Value = MSCI Europe Value minus MSCI Europe Growth, Size = MSCI Europe Small Caps minus MSCI Europe Large Caps und Momentum = MSCI Europe Momentum minus MSCI Europe. Es handelt sich somit um marktneutrale, selbstfinanzierende dynamische Long-Short-Portfolios.
- 5) Dieses Phänomen, dass das Alpha unter Hinzunahme zusätzlicher Faktoren bzw. der Renditen mechanischer Handelsstrategien verschwindet, ist kein Einzelfall, sondern stellt eher die Regel dar. Siehe hierzu auch die bekannte Studie von Ang, Goetzmann und Schaefer aus dem Jahre 2009, in der die aktiven Renditen des Norwegischen Staatsfonds einer entsprechenden Analyse unterzogen wurden.
- 6) Siehe Hsu et al. (2015) für eine weitergehende Diskussion. Statistische Verfahren zur Identifizierung von robusten Faktoren finden sich beispielsweise in Harvey et al. (2016).
- 7) Siehe beispielsweise auch Blitz et al. (2016) für eine analoge Analyse mit dem MSCI World.
- 8) Siehe Israel und Moskowitz (2013).
- 9) Siehe beispielsweise Bender und Wang (2016) oder Fitzgibbons et al. (2016).
- 10) Zu erwähnen sind in diesem Kontext auch Investmentbanken, die diverse Long-Short-Prämien in entsprechenden Anlagevehikeln auch einzeln anbieten.

inhalt 06/2017



kommentare

DR. WOLFRAM GERDES Kirchliche Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen
DR. JOCHEN KLEEBERG alpha portfolio advisors GmbH, Kronberg im Taunus

artikel

Neue Perspektiven im Asset Management – Märkte im Wandel
MICHAEL BUSACK Absolut Research GmbH

Nachhaltigkeit im Finanzsektor – Hub for Sustainable Finance
PROF. DR. ALEXANDER BASSEN Universität Hamburg
YVONNE ZWICK Rat für Nachhaltige Entwicklung

Herausforderungen für Europa im Jahr 2018
DR. HEINZ-WERNER RAPP FERI Cognitive Finance Institute

Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der Aktienallokation
DR. OLIVER SCHLICK, MARKUS WAHL, PROF. DR. RUDI ZAGST
Technische Universität München

Nowcasting statt Forecasting –
ein Plädoyer für systematische Entscheidungsfindung
ALEXANDER INEICHEN IR&M

Factor Investing:
Implementierung in der institutionellen Kapitalanlage
DR. HUBERT DICHTL, ULF SCHAD dichtl research & consulting GmbH
PROF. DR. WOLFGANG DROBETZ Universität Hamburg

Risiko managen –
Innovative Ansätze für institutionelle Investoren
HERWIG KINZLER, CÄCILIA LUGAUER, MICHAEL SAULER Mercer

drei fragen an

DAVID F. SWENSEN Chief Investment Officer Yale University

Ja, ich möchte den Absolutreport 06/2017
als **kostenloses** Printexemplar anfordern.

Bitte ausfüllen, scannen und senden an:
info@absolut-research.de

Oder online ausfüllen:
www.absolut-report.de/anf100



Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Besuchte Veranstaltung