



Faktorbasiertes Investieren als dritte Säule

NOVEMBER 2018



Inhalt

Vorwort	2
Kapitel 1: Generierung von Alpha	3
Mythos Markteffizienz	4
Value – ein bewährtes Erfolgsrezept	5
Faktorbasiertes Investieren liefert langfristig Mehrwert	8
Behavioural Finance – Menschliches, Allzumenschliches	10
Kapitel 2: Mehr Portfolioeffizienz	13
Strikt regelkonform investieren – eine Stärke quantitativen Fondsmanagements	14
Schlüsselfaktoren für die Erzielung von Outperformance	15
Portfoliorisiken reduzieren mit einem Multi-Faktor-Ansatz	16
Multi-Faktor-Strategien – eine Lösung für die Praxis	16
Fazit	17

Vorwort

Institutionelle Investoren haben ihre Asset Allocation in den letzten Jahren an das veränderte Marktumfeld angepasst. Dauerhaft niedrige Zinsen und volatile Aktienmärkte haben sich auf die Einschätzung der mit passiven und fundamental basierten Anlagestrategien verbundenen Risiken ausgewirkt. Während passive Strategien unvermeidlich das Marktrisiko in Zeiten steigender Volatilität erhöhen, gestaltet es sich für Vermögensverwalter mit fundamental-basiertem Ansatz zunehmend schwierig, ihre Vergleichsindizes regelmäßig zu übertreffen. Beide Ansätze werden weiterhin ihren Platz haben in den Portfolios professioneller Anleger. Allerdings dürften faktor-basierte Strategien zunehmend an Bedeutung gewinnen als dritte Säule, die zur Erzielung konstanter, absehbarer Outperformance beiträgt.

Multi-Faktor-Strategien, die ODDO BHF Asset Management bereits seit mehr als 14 Jahren erfolgreich anbietet, tragen zur Portfoliodiversifikation und damit zur Risikominimierung bei. Bei vielen Anlegern wirft dieses jedoch Fragen auf: Auf welchen Faktoren sollte der Fokus liegen? Wie stabil ist die negative Korrelation zwischen den verschiedenen Faktoren? Können Faktorstrategien nachhaltig Alpha generieren?

In unserem ersten White Paper zum faktor-basierten Fondsmanagement möchten wir interessierten Anlegern einen Einblick geben in die Geschichte und aktuellen Merkmale dieses Ansatzes der Vermögensverwaltung. Im Rückblick zeigt sich eine wissenschaftlich und empirische fundierte Grundlage für Faktorprämien. Ein Blick in die Praxis hilft dabei, ein besseres Verständnis dafür zu entwickeln, wie faktorbasierte Strategien im Portfoliokontext arbeiten. Diese Strategien sind keine Allzweckwaffe. Richtig eingesetzt aber tragen sie zur deutlichen Verbesserung der Portfolioeffizienz bei.



Dr. Carsten Große-Knetter

Globaler Leiter quantitative Aktien
ODDO BHF Asset Management GmbH



Thierry Misamer

Portfoliomanager, quantitative Aktien
ODDO BHF Asset Management GmbH



100110
1-10 1
0
01010

Kapitel 1: Generierung von Alpha

Mythos Markteffizienz

Im Zentrum der klassischen Kapitalmarkttheorie steht der lineare Zusammenhang von Risiko und Rendite. Dass höhere Renditen nur durch höheres Risiko erzielt werden können, ist so anschaulich, dass es trotz äußerst restriktiver Grundannahmen noch heute als Standardlehrstoff quasi sämtlicher ökonomiebezogener Studiengänge dient. Vorausgesetzt wird allerdings ein vollkommener Kapitalmarkt, auf dem rationale Anleger ohne räumliche, zeitliche oder persönliche Präferenzen homogene Güter ohne Transaktionskosten, Steuern oder sonstige Marktschranken handeln können. Dabei herrscht zu jeder Zeit volle Markttransparenz. Eugene Fama hat mit der Efficient Market Hypothesis (EMH) in der Folge den Mythos effizienter Märkte in die Welt gesetzt. Aber schon früh kamen Zweifel daran auf, ob Märkte wirklich effizient sind. Anomalien wie Kalendereffekte oder Spekulationsblasen waren nicht mit der EMH in Einklang zu bringen. Anfang der 80er Jahre schon sah Robert Shiller die EMH an der Empirie gescheitert:

“It should be obvious to the most casual and unsophisticated observer by volatility arguments like those made here that the efficient markets model must be wrong ... The failure of the efficient markets model is thus so dramatic that it would seem impossible to attribute the failure to such things as data errors, price index problems, or changes in tax law.”

(Robert J. Shiller, « Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? » ; The American Economic Review, juin 1981, p.421)

Was ist faktorbasiertes Investieren?

Bei faktorbasierten Anlagestrategien liegt der Fokus auf den Merkmalen von Wertpapieren, den sogenannten Faktoren, die Unterschiede in der Ertragsentwicklung erklären. Zu den Faktoren, die nachweislich höhere risikoadjustierte Renditen als der Marktdurchschnitt hervorbringen, zählen Unternehmensgröße, Marktbewertung, jüngste Kurstrends (Momentum) und hohe Dividenden. Über die Auswahl von Wertpapieren auf Faktorbasis verfolgen Anleger das Ziel, die Märkte langfristig zu übertreffen. Asset Manager, die sich eines faktorbasierten Ansatzes bedienen, lassen sich nicht von ihrer eigenen Meinung oder Spekulationen über eine bestimmte Aktie leiten. Grundlage für ihre Anlageentscheidungen sind immer quantifizierbare Fakten und Daten.



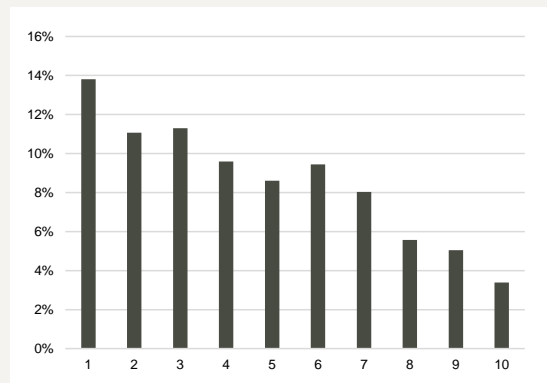
Value – ein bewährtes Erfolgsrezept

Lange vor den Akademikern, haben Praktiker die Existenz effizienter Märkte in Frage gestellt. Bereits 1949 wurde Benjamin Grahams legendäres Investmentbuch "The Intelligent Investor" veröffentlicht. Es basiert auf der Idee, in Unternehmen zu investieren, welche unter ihrem eigentlichen Wert gehandelt werden. Die zugrundeliegende Annahme, dass die Börse nicht immer den wahren Wert eines Unternehmens widerspiegelt, steht im direkten Widerspruch zur EMH. Graham führt aus, dass Märkte zu Über- oder Untertreibungen neigen und Kurse sich daher erst im Laufe der Zeit dem fairen Wert nähern. Er gibt dabei den Schwankungen an der Börse ein Gesicht und kreierte "Mr. Market", eine Personalisierung des Aktienmarktes. Mr. Market wird als manisch-depressiv beschrieben. Nicht rational, sondern von Emotionen getrieben bietet er Tag für Tag Aktien zum Kauf und Verkauf an. Nutznießer von Mr. Markets Launen ist „The intelligent Investor“, der seine eigenen Emotionen ausblendet, von Pessimisten (übertrieben günstig) kauft und an Optimisten (übertrieben teuer) verkauft.

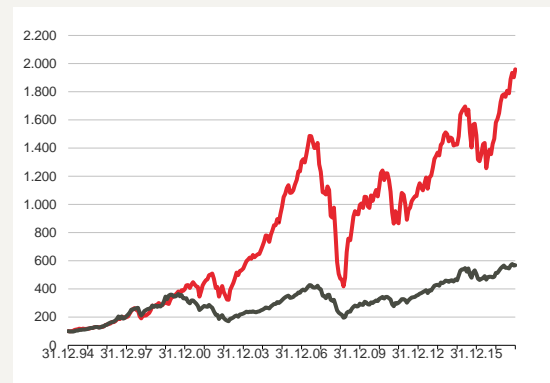
Grahams Investmentphilosophie basiert vor allem auf der Betrachtung historischer KGVs. Oft werden daher Unternehmen selektiert, die zuletzt schlecht gelaufen und deshalb billig sind. Tendenziell haben solche Aktien eine höhere Volatilität und ein Beta über eins. Häufig wird es erstmal schlechter, bevor es besser wird. Deep-Value-Strategien, die in solche Turnaround-Kandidaten investieren, sind zwar erfolgversprechend, weisen aber häufig hohe Drawdowns auf.

Beispiel 1:**“Cyclical Value” – Kurs-Gewinn-Verhältnis (niedrig)**

Einer der wesentlichen Indikatoren Grahams war das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Obwohl seit Grahams Buchveröffentlichung 1949 bekannt, funktioniert der Indikator noch heute. Zur Verdeutlichung haben wir eine einfache Studie durchgeführt. Beginnend mit dem 31.12.1994 wurden jeweils quartalsweise die Konstituenten des DJ Stoxx 600 nach ihrem KGV sortiert und in Dezile unterteilt. Dezil 1 umfasst die Aktien mit dem niedrigsten KGV, Dezil 10 die mit dem höchsten:

Aktien im DJ Stoxx 600 Index, aufgeschlüsselt nach ihrem KGV

Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Historische Wertentwicklung: Erstes und letztes Dezil im Vergleich

Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Während die Aktien in Dezil 1 im Schnitt bis Ende 2017 fast 13,8% Rendite p.a. erzielten, konnten die Aktien aus Dezil 10 nur 3,3% zulegen (linke Grafik). Damit wurde zwangsläufig auch der Gesamtmarkt substantiell geschlagen (rechte Grafik). Allerdings war die über den Betrachtungszeitraum realisierte Volatilität des ersten Dezils mit 22,3% deutlich höher als die des Marktes mit 15,4%. Befürworter der EMH mögen dies als Beweis ihrer Theorie ansehen, da modellimmanent Überperformance nur durch höheres Risiko erzielbar ist. Vernachlässigt wird jedoch, dass der Umkehrschluss nicht funktioniert. Das schlechter abschneidende Dezil 10 müsste dieser Logik folgend eine geringere Schwankungsbreite als der Markt aufweisen. Das Gegenteil ist der Fall. Tatsächlich weist Dezil 10 mit einer Volatilität in Höhe von 24,2% sogar noch mehr Schwankungen auf als Dezil 1.

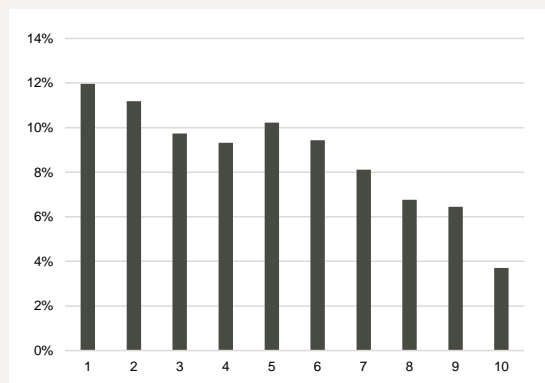


Investoren wie Warren Buffet haben Grahams Ansatz später modifiziert und suchten eher nach „Stable Value“: Reife Unternehmen mit guten und stabilen Cashflows, hohen und nachhaltigen Dividendenzahlungen; Unternehmen, die fast schon ein wenig langweilig wirken, und deshalb gerade in Boomphasen übersehen werden, wenn die Angst vor Kursverlusten klein und die Gier nach Rendite groß ist. Die Historie zeigt: Auch dieser Ansatz sorgt für Überrenditen.

Beispiel 2: “Stable Value” – Dividendenrendite (hoch)

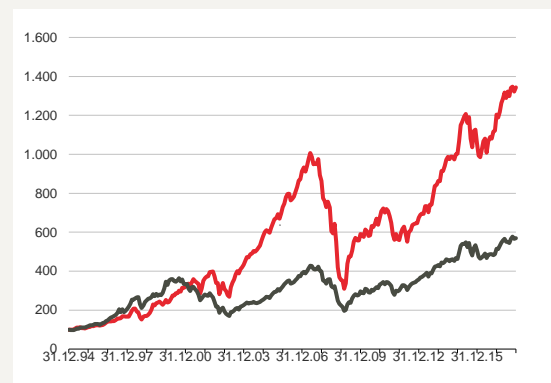
Analog zur Vorgehensweise in Beispiel 1 (KGV) haben wir hier für den gleichen Zeitraum die Aktien nach ihrer Dividendenrendite sortiert: die höchste Dividendenrendite in Dezil 1, die niedrigste in Dezil 10.

Aktien im DJ Stoxx 600 Index, aufgeschlüsselt nach ihrer Dividendenrendite



Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Historische Wertentwicklung: Erstes und letztes Dezil im Vergleich



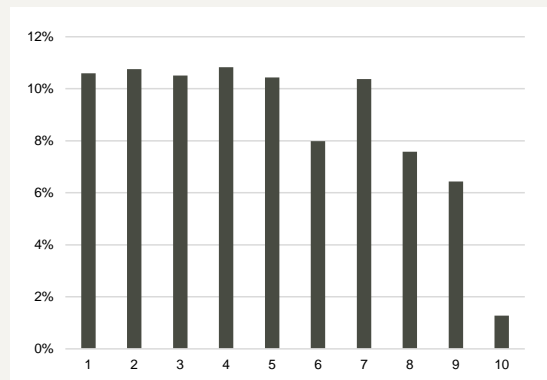
Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Aktien mit der höchsten Dividendenrendite (Dezil 1) schneiden mit 12,0% p.a. erneut am besten ab und übertreffen den Markt nachhaltig. Die dabei realisierte Volatilität in Höhe von 18,5% ist immer noch über Marktniveau, jedoch deutlich niedriger als beim KGV. Aktien mit niedriger Dividendenrendite verzeichnen dagegen nur einen Wertzuwachs von 3,7%, bei ebenfalls erhöhter Volatilität von 22,8%.

Faktorbasiertes Investieren liefert langfristig Mehrwert

Die Marktineffizienzen beschränken sich nicht auf den Bereich „Value“: auch andere Faktoren wurden als systematischer Treiber für Mehrwert identifiziert.

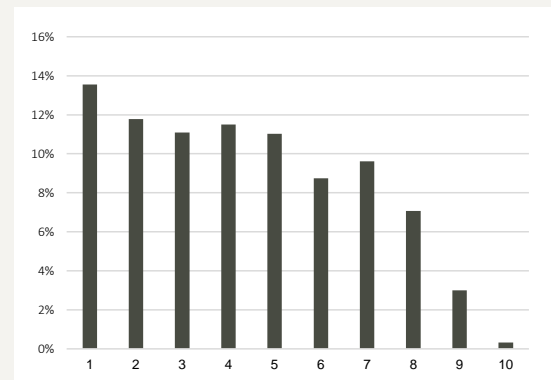
Faktor „Size“ – Marktkapitalisierung (small)



Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Aktien mit der größten Marktkapitalisierung (Dezil 10) weisen durchschnittlich nur einen Wertzuwachs von 1,2% p.a. aus. Gleichzeitig dominieren kleinere Unternehmen mit zweistelliger Renditen den Gesamtmarkt.

Faktor „Momentum“ – Preisänderung 1 Jahr (hoch)

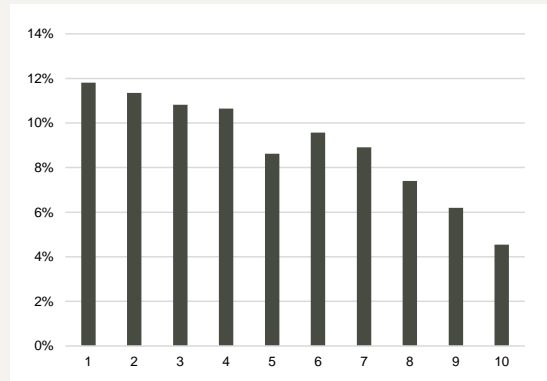


Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Während die Aktien im Dezil 1 im Schnitt bis Ende 2017 fast 14% Rendite p.a. erzielt haben, konnten die Aktien aus Dezil 10 nur etwa 0,3% zulegen. Eine Differenz, die auch nicht mit dem leicht erhöhten Risiko erklärbar ist.



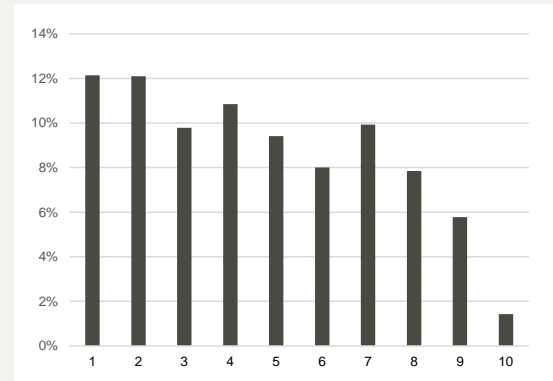
Faktor „Qualität“ – Return on equity (hoch)



Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017

Auch die Betrachtung der Profitabilität eines Unternehmens bringt verlässlich Mehrwert. Aktien mit hohem Return-on-equity (Dezil 1) schlagen über die Zeit den Markt klar, gleichzeitig underperformen Aktien mit niedriger Eigenkapitalrentabilität.

Faktor „Risiko“ – Volatilität (niedrig)



Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017

Während die Aktien mit der niedrigsten Volatilität (Dezil 1) im Schnitt eine Rendite von 12,2% aufweisen, konnten die Aktien mit der höchsten Volatilität (Dezil 10) nur um 1,4% zulegen.

Diese Beispiele zeigen, dass systematisches Investieren auf der Basis von Faktoren langfristig zu Mehrwert führt. Zugegeben, die Topwerte in den genannten Beispielen weisen zumindest leicht überdurchschnittliche Volatilitäten aus. Befürworter der EMH führen dies als Bestätigung ihrer These an, nach der man in effizienten Märkten Mehrwert nur über erhöhtes Risiko erzielen kann. Diese Argumentation vernachlässigt jedoch, dass sich im Umkehrschluss keine „Underperformance aufgrund niedrigeren Risikos“ ergibt. Aktien aus Dezil 10 schneiden durchweg schlechter ab, trotz sogar noch höherer Schwankungsanfälligkeit. Des Weiteren zeigt Beispiel 6 anschaulich, dass höheres Risiko an sich nicht zu mehr Rendite führt, sondern im Gegenteil sogar viel Geld kostet.

Behavioural Finance – Menschliches, Allzumenschliches

Die Empirie belegt demnach, dass die Theorie effizienter Märkte allenfalls normativ verstanden werden kann, aber ihre grundsätzliche Gültigkeit in der Realität nicht gegeben ist. An diesem Punkt setzt die verhaltensökonomische Schule der Behavioural Finance an. In deren Mittelpunkt stehen die Entscheidungen einzelner Menschen und die aggregierten Auswirkungen nicht rationalen Denkens und Verhaltens auf Marktebene. Dabei werden zahlreiche Fallen aufgezeigt, in die nicht nur Anleger regelmäßig tappen:

Fallstudie:

In einer Studie wurden die Probanden vor folgende Wahl gestellt:

- A.** Sie haben eine 50%-Chance 1000 EUR zu gewinnen
- B.** Sie haben eine 100%-Chance 500 EUR zu gewinnen

Rein statistisch sind beide Antworten gleichwertig, dennoch entscheidet sich der überwiegende Teil der Befragten für den sicheren Gewinn von 500 EUR.

Einer anderen Gruppe wurde folgende Frage gestellt:

- A.** Sie haben eine 50%-Chance 1000 EUR zu verlieren
- B.** Sie haben eine 100%-Chance 500 EUR zu verlieren

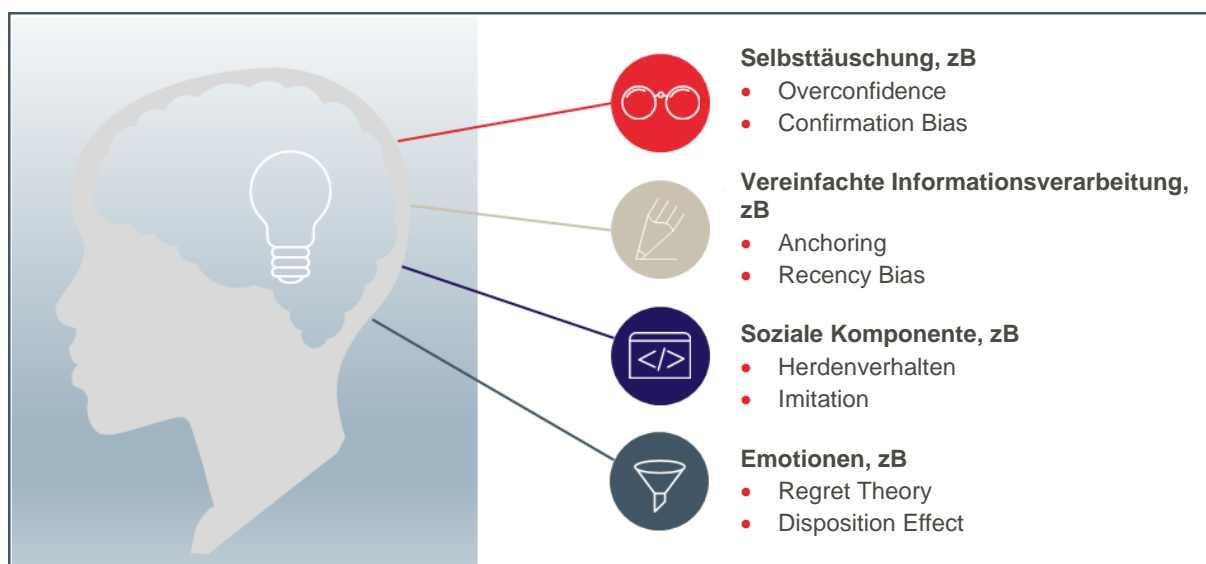
Diesmal entschied sich die deutliche Mehrheit der Gruppe für die riskante Variante A.

Diese Fallstudie bezieht sich auf den sogenannten „Disposition-Effect“, d.h. die Tendenz von Anlegern, Gewinne zu früh zu realisieren und Verlustpositionen zu lange zu halten. Dieses Verhalten hat Auswirkungen auf den Anlageerfolg, da es im Widerspruch steht zur beobachtbaren Tendenz von Aktien, die zuletzt an Wert zugelegt haben, dies auch weiter zu tun. Aus Angst vor einem Verlust ist man also bereit, ein höheres Risiko einzugehen, während man bei Gewinnen schneller mit einem mäßigen Ergebnis zufrieden ist. Der Versuch zeigt, (drohende) Verluste haben einen emotional höheren Wert in Entscheidungssituationen als (potenzielle) Gewinne.

Ein verwandtes Phänomen ist das „Anchoring“. Bei der Einschätzung des aktuellen Kursniveaus einer Aktie stehen oft weniger die aktuelle Gewinnsituation einer Firma als vielmehr andere Referenzen im Vordergrund (historische Höchstwerte, Einstiegskurse, ggf. auch runde Zahlen wie 100 oder 1000). Die Charttechnik als Anlagestrategie ist auf Basis dieses Verhaltensmusters entstanden. Es ist nicht rational, einem fünf oder zehn Jahre alten Höchstwert noch heute eine Leitfunktion zuzuschreiben. Vielleicht arbeitet die Firma nun deutlich profitabler oder hat inzwischen eine andere strategische Ausrichtung. Die Charttechnik vergleicht nur den Preis einer Aktie und lässt den Unternehmenserfolg unberücksichtigt. Das hat Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, da der einzelne Anleger einem



Herdeninstinkt folgend in Vermögenswerte investiert, in die auch viele andere investieren. Je mehr Menschen also ihr Handeln an den gleichen Zielmarken ausrichten, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie erreicht werden.



Weitere gerade in der Investmentbranche verbreitete, wenig rationale Verhaltensmuster sind Zweckoptimismus und Herdenverhalten. Doch die Liste ist noch viel länger, wie unsere Illustration zeigt.

Was aber ist mit dem Verhalten der Märkte? Wenn die Wissenschaft belegt, dass der Mensch aufgrund von Emotionen schlechte Entscheidungen trifft, drängt sich die Frage auf: „Warum entscheiden wir eigentlich im Eifer des Gefechts?“. Wenn aus unserer Sicht günstige Aktien von irrationalen Emotionen getrieben im Wert sinken, wird ganz nüchtern betrachtet ihre Unterbewertung nur noch größer. Märkte können lange irrational sein, aber eben nicht ewig. Joel Greenblatt formulierte es so:

“Over the short term, Mr. Market acts like a wildly emotional guy who can buy or sell stocks at depressed or inflated prices. Over the long run, it’s a completely different story. Mr. Market gets it right.”

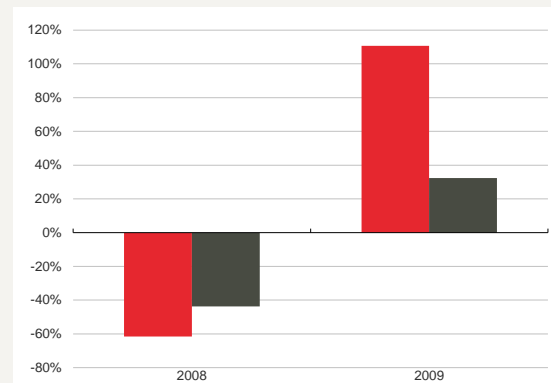
(Joel Greenblatt, « The Little Book that beats the Market », 2010)

Beispiel 1 :**“Cyclical Value” – Kurs-Gewinn-Verhältnis (niedrig)**

Über den gesamten Betrachtungszeitraum von 23 Jahren konnten die Aktien mit dem niedrigsten KGV den Gesamtmarkt deutlich schlagen (linke Grafik).

Faktor “Value” – Niedriger KGV (in rot)

Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Faktor “Value” – 2008 vs. 2009

Quelle: Factset / Berechnung durch ODDO BHF Asset Management GmbH. Zeitraum: 31.12.1994 – 31.12.2017.

Doch in Subperioden sah das durchaus anders aus. Im Jahre 2008 auf dem Höhepunkt der Subprime-Krise waren Aktien mit niedrigem KGV überhaupt nicht gefragt. Während der Gesamtmarkt satte 43,8% nachgab, verloren die Top-KGV-Aktien im Panikmodus sogar 60,8%. Im Jahr darauf das umgekehrte Bild: Ein starker Gesamtmarkt mit einem Plus von 32,8% wurde von dem Strategieportfolio klar geschlagen. Der Wert der Aktien in Dezil 1 verdoppelte sich sogar.

Auf lange Sicht lohnt es sich, unabhängig von Marktstimmungen zu investieren. Sich nicht von der Panik des Marktes anstecken zu lassen, sondern gegen alle Widerstände und Versuchungen an seiner Meinung festzuhalten, ist aber eine der schwersten Prüfungen. So wie sich Odysseus am Mast seines Schiffes festbinden ließ, um nicht dem verführerischen Gesang der Sirenen nachzugeben, müssen Investoren sich vor ihren eigenen Emotionen schützen, um Erfolg zu haben.



Kapitel 2: Mehr Portfolioeffizienz

Strikt regelkonform investieren – eine Stärke quantitativen Fondsmanagements

Quantitatives Aktienfondsmanagement zeichnet sich durch einen strukturierten, disziplinierten und regelgebundenen Prozess aus. Irrationalitäten wie die in Kapitel 1 beschriebenen werden so nicht nur vermieden, aufgrund der daraus resultierenden Ineffizienzen kann systematisch Outperformance generiert werden. Dabei nutzen quantitative Fondsmanager grundsätzlich dieselben Faktoren wie Manager mit traditionellen Ansätzen. Sie orientieren sich ebenso an fundamentalen und technischen Kennzahlen, wie z.B. der Dividendenrendite, Gewinnwachstum und -revisionen, dem Preismomentum oder der Volatilität. Die Behauptung, quantitatives Fondsmanagement sei kein fundamentales Fondsmanagement, ist daher ein Fehlschluss. Es muss auch von den zahlreichen, rein passiven Ansätzen unterschieden werden. Die Aufgabe des Computers ist es letztendlich nur, effizient zu rechnen und große Mengen von Daten auszuwerten. Die Vorgaben für die zu analysierenden Daten und die Rechenoperationen sowie die Interpretation der Ergebnisse fallen in die Verantwortung des quantitativen Portfoliomanagers. Sein Handeln ist für den Prozess wesentlich. Um eine aktive Performance zu erzielen, benötigt er daher neben mathematischem Verständnis und Zahlenaffinität ebenso ökonomischen Sachverstand und Kenntnisse des Aktienmarktes.

Auf einen Blick – Eigenschaften quantitativen Fondsmanagements

- Der Investmentprozess ist stringent, klar strukturiert und transparent
- Durch quantitatives Screening können attraktive Aktien aus einem breiten Anlageuniversum ausgewählt werden
- Die systematische Auswertung gewährleistet hohe Objektivität und Umsetzungsdisziplin
- Alle Märkte werden mit gleichbleibender Qualität abgedeckt
- Je nach Marktumfeld lässt die Prognosekraft der angewandten Modelle nach

Der wesentliche Unterschied des quantitativen Portfoliomanagements zu herkömmlichen Ansätzen liegt vielmehr in dessen Fähigkeit, große Datenmengen zu einer Vielzahl von Märkten zu verarbeiten, in deren stringenter Umsetzung und in der systematischen Auswertung der verfügbaren Indikatoren. So können auch „Hidden Champions“ aus der zweiten Reihe für ein Portfolio identifiziert und selektiert werden, die bei einem traditionellen, auf Fundamentalanalysen basierenden Ansatz nicht ins Auge gefallen wären, da deren Fokus zu eng auf ein begrenztes Anlageuniversum ausgerichtet ist. Ein Home Bias oder Big-Cap Bias, d.h. die systematische Übergewichtung einheimischer oder großer Unternehmen, einfach nur, weil man diese besser kennt, kann in einem quantitativen Modell nicht



auftreten. Denn hier werden die Titel konsequent nach den Kennzahlen und Faktoren des Modells ausgewählt. Die „Story“ zu den Unternehmen und seine persönliche Meinung dazu blendet der Portfoliomanager dagegen bewusst aus, um Intuition und Irrationalität zu eliminieren. Die Investmententscheidung ist damit in jedem einzelnen Fall konsequent, nachvollziehbar und wiederholbar.

Überspitzt gesagt: der nicht-quantitative Fondsmanager geht eher in die Tiefe, da er die Unternehmen, in die er investiert, genauer untersucht; der quantitative Fondsmanager geht eher in die Breite, da er sich mit Hilfe der Kapazität des Computers ein viel weiteres Anlageuniversum erschließt, um interessante Unternehmen zu finden.

Schlüsselfaktoren für die Erzielung von Outperformance

Bei einem systematischen Modell zur Aktienselektion gilt es zunächst Faktoren zu identifizieren, die für bestimmte Investmentstile stehen und deren systematische Auswertung eine positive aktive Performance gegenüber dem Markt generiert. Hier einige Beispiele:

- Bewertung: Fundamental günstig bewertete Aktien
- Momentum: Aktien mit mittelfristig guter historischer Performance
- Revision: Aktien mit positiver Entwicklung der Analystenschätzungen
- Wachstum: Aktien mit guten fundamentalen Wachstumskennzahlen
- Risiko: Aktien mit niedrigen Risikokennzahlen, wie Volatilität und Beta

Die Faktoren „Bewertung“, „Revision“ und „Wachstum“ sind Faktoren, die auf fundamentalen Kennzahlen wie Unternehmensgewinnen bzw. den Analystenschätzungen für diese beruhen. Die Kennzahlen „Momentum“ und „Risiko“ sind technisch und beruhen auf der Kurshistorie des Aktienkurses. Der Aktienkurs geht natürlich über Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Dividendenrendite in den Faktor „Bewertung“ ein.

Jedem Faktor liegen mehrere Kennzahlen zugrunde, die diesen Investmentstil repräsentieren. So nutzt zum Beispiel der Faktor „Bewertung“ Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis, Dividendenrendite und andere. Wir haben die Beobachtung gemacht, dass die Performance des Faktors umso stabiler ausfällt, je höher die Zahl der ausgewerteten Kennzahlen ist.

Portfoliorisiken reduzieren mit einem Multi-Faktor-Ansatz

Viele Investoren konzentrieren sich auf bestimmte Faktoren. So gehörten Value-Ansätze lange zu den beliebtesten Investmentansätzen. Allerdings müssen dann Phasen mit klarer Underperformance in Kauf genommen werden. Reine Stil-Portfolios, z.B. so genannte Smart-Beta-Produkte, liefern nur dem sehr langfristig orientierten Investor Mehrwert, der bereit ist, längere Schwächephasen durchzuhalten. Vielen Investoren fehlt aber dieser lange Atem. Sie verabschieden sich nach einer Schwächephase aus einem Engagement oder reduzieren es und verpassen so die darauffolgende Erholungsphase. Dies spricht für Multi-Faktor-Ansätze, bei denen verschiedene Faktoransätze kombiniert werden. Der Faktor „Bewertung“ etwa investiert in Aktien, die unterbewertet sind, also auch in solche, die zuvor starke Kursverluste erlitten haben („Turnaround-Kandidaten“). Der trendfolgende Faktor „Momentum“ investiert gerade entgegengesetzt in Titel, die eine besonders gute historische Kursentwicklung aufweisen. Entsprechend selektieren die Faktoren „Bewertung“ und „Momentum“ eher volatile Titel, der Faktor „Risiko“ konstruktionsbedingt eher Titel mit geringer Volatilität. Die Verschiedenheit der Faktoren manifestiert sich mathematisch in der geringen oder gar negativen Korrelation der relativen Erträge der Faktorportfolios. Auch gibt es immer Marktphasen, in denen ein bestimmter Investmentstil nicht funktioniert. Darüber hinaus, kann ein einzelnes Faktorportfolio sich sehr stark auf bestimmte Sektoren konzentrieren, d.h. überwiegend aus diesen Titel selektieren, womit eine optimale Diversifikation nicht gewährleistet ist.

Eine Kombination verschiedener Faktoren in einem Portfolio kann dagegen Risiko durch Diversifikation reduzieren. Läuft ein Faktor schlecht, wird dieser durch andere Faktoren kompensiert. Insbesondere die Kombination von fundamentalen Faktoren (Bewertung, Revision, Wachstum) und technischen (Momentum, Risiko) erweist sich als vorteilhaft. Auch hier zeigt sich wieder die Stringenz des quantitativen Vorgehens: so ist es möglich, die Investition in einzelne Faktoren und Investmentstile in Phasen schlechter Performance durchzuhalten, um so an der anschließenden Erholung zu partizipieren.

Multi-Faktor-Strategien – eine Lösung für die Praxis

Unter dem Gesichtspunkt der Diversifikation stellt sich die Frage, wie sich die Faktorgewichte am besten bestimmen lassen. Hier ist es sinnvoll, in zwei Schritten vorzugehen: Zunächst werden strategische Gewichte mittels einer Markowitz-Optimierung (Maximierung des Information Ratio) basierend auf historischen Risiko-Ertragskennzahlen eines langjährigen Zeitraums festgelegt. Es zeigt sich jedoch, dass allein eine Optimierung auf Basis langfristiger Risikokennzahlen keine optimale Diversifikation gewährleistet. Die theoretische Grundannahme der Portfoliooptimierung, die Risikoeigenschaften der Faktorportfolios, also insbesondere deren Korrelationen untereinander, seien im Zeitablauf konstant, erweist sich in der Praxis als unrealistisch. Insbesondere in angespannten Marktphasen, können



langfristig gering korrelierte Investmentstile in eine Richtung laufen. In diesem Fall ist die Reduzierung des aktiven Risikos durch Diversifikation zwischen diesen nicht gegeben. Zu diesem Zweck sollten im zweiten Schritt bei jeder Umschichtung des Portfolios, dynamische Faktorgewichte auf Basis kurzfristiger historischer Risikoparametern bestimmt werden. Hoch miteinander korrelierte oder sehr volatile Faktoren werden dadurch untergewichtet. Somit wird das aktive Risiko weiter reduziert.

Im Ergebnis werden gering oder gar negativ miteinander korrelierte Faktorportfolios kombiniert. So wird das aktive Risiko des Gesamtportfolios durch Diversifikation reduziert, zugleich kann aber der Ertrag, den die einzelnen Faktorportfolios generieren, vereinnahmt werden. Aus fünf Portfolios mit einem jeweils sehr hohen Tracking Error entsteht ein Gesamtportfolio mit nur einem moderaten Tracking Error. Trotzdem ist es nicht indexnah oder passiv, was sich an einem hohen Active Share (Abweichung vom Vergleichsindex) zeigt. Dies ist ein typisches Merkmal eines quantitativen Aktienfonds: einerseits eine sehr aktive Positionierung mit – isoliert betrachtet – sehr riskanten (und damit auch Erfolg versprechenden) Positionierungen in den einzelnen Titeln und Investmentstilen, insgesamt aber ein diversifiziertes Portfolio mit kontrolliertem Gesamtrisiko.

Fazit

Den Stein der Weisen, die Formel, in welche Aktien man investieren muss, um besser als der Markt abzuschneiden, hat leider kein Experte aus der Finanzindustrie gefunden, auch kein „Quant“, trotz langjähriger Erfahrung an den Märkten und mit technischen Modellen. Aber quantitative Aktienselektionsmodelle ermöglichen es, durch ihre Systematik, erfolgversprechende Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, aktive Positionierungen einzugehen und die Anlageentscheidungen auch in Zukunft nach genau denselben Regeln zu treffen. Dies eröffnet Investoren die Chance, mit überschaubarem Risiko mittel- bis langfristig systematisch besser als der Markt, d.h. als Indices und ETFs, abzuschneiden. Die gleichbleibende, konsequent angewandte Selektionssystematik ermöglicht auch eine höhere Verlässlichkeit zukünftiger Anlageergebnisse.

Über ODDO BHF AM

ODDO BHF Asset Management ist Teil der 1849 gegründeten, unabhängigen deutsch-französischen Finanzgruppe ODDO BHF. ODDO BHF AM ist ein führender unabhängiger Vermögensverwalter in Europa. Das Asset Management der ODDO BHF Gruppe umfasst ODDO BHF AM GmbH in Deutschland, ODDO BHF AM SAS und ODDO BHF Private Equity in Frankreich sowie ODDO BHF AM Lux AG in Luxemburg, die zusammen 61,6 Mrd. € verwalten.

ODDO BHF AM bietet seinen institutionellen und privaten Kunden eine attraktive Auswahl an leistungsfähigen Anlagelösungen in den wichtigsten Anlageklassen, d.h. europäische Aktien, quantitative Strategien, Renten- und Multi-Asset-Ansätze sowie Private Equity.

Das auf quantitative Team verwaltet aktuell insgesamt 4,1 Mrd. € und wendet sowohl Multi-Faktor- als auch Single-Faktor-Ansätze an. Es umfasst 9 Investmentspezialisten mit durchschnittlich 16 Jahren Anlageerfahrung und einem Track Record von bis zu 14 Jahren in Europa und den USA.

Auf konsolidierter Basis entfallen 70% des verwalteten Vermögens auf institutionelle Kunden, 30% auf Vertriebspartner. Die Teams operieren aus Investmentzentren in Düsseldorf, Frankfurt und Paris sowie an weiteren Standorten in Luxemburg, Mailand, Genf, Stockholm, Madrid, Hongkong, Abu Dhabi und Zürich.

Oberste Priorität von ODDO BHF AM ist es, den Kunden ein langfristiger Partner zu sein. Die Unabhängigkeit von ODDO BHF AM ermöglicht es den Teams, schnell und flexibel zu agieren und innovative Lösungen zu entwickeln, die passgenau auf die Anforderungen der Kunden zugeschnitten sind.

Disclaimer

ODDO BHF Asset Management ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von vier eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland) und ODDO BHF AM Lux AG (Luxembourg).

Vorliegendes Dokument wurde durch die ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH (ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH), zu Werbezwecken erstellt.

ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen.

STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schließt für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschließlich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt.

ODDO BHF Asset Management GmbH

Herzogstrasse 15 – 40217 Düsseldorf (Sitz der Gesellschaft)

Bockenheimer Landstrasse 10 – 60323 Frankfurt am Main

am.oddo-bhf.com