

Von der Theorie zur Praxis: Umsetzung von Faktorstrategien

von Stephen Quance und Georg Elsässer, Invesco Office of Factor Investing

Factor Investing Academy

Einführung und
Überblick

Aktien

Anleihen

Single Factor, Multiple
und Multi Factor

Multi Asset,
Multi Factor

Faktoren und
Nachhaltigkeit

>> Faktoren praktisch implementieren

Faktoren und ETFs

Faktoren Portfolio
Analyse

Research - ein wichti-
ger Baustein beim
Factor Investing

Einmal verstanden, ist das Konzept Factor Investing sehr intuitiv: Bewährte und allgemein akzeptierte Eigenschaften von Wertpapieren - wie Bewertung, Kapitalisierung, Trend oder Rentabilität - helfen, Ertrag und Risiko von Anlagen zu erklären. Aktive Portfoliogewichtungen zu diesen Eigenschaften, sogenannte Exposures, werden systematisch implementiert. In der praktischen Umsetzung sind bei Faktorstrategien jedoch vielfältige Aspekte zu berücksichtigen, zumal ein echtes Portfolio wesentlich komplexer ist als ein theoretisches in einer Simulation. Dazu zählen die konkreten Definitionen der Faktoren, in die man investiert, angemessene Faktordiversifikation, die Festlegung der gewünschten Risiko-Ertrags-Profile, ein Konzept für die Portfoliokonstruktion, Risikomanagement, Rebalancing, Transaktionskosten und effizienter Handel.

Im siebten Beitrag unserer Factor Investing Academy befassen wir uns mit den wichtigsten Aspekten der Umsetzung von Faktorstrategien sowie möglichen Fallstricken. Hinzu kommen Möglichkeiten für Investoren, wie sie mit ihren Faktorstrategien die gewünschten Ergebnisse erzielen können.

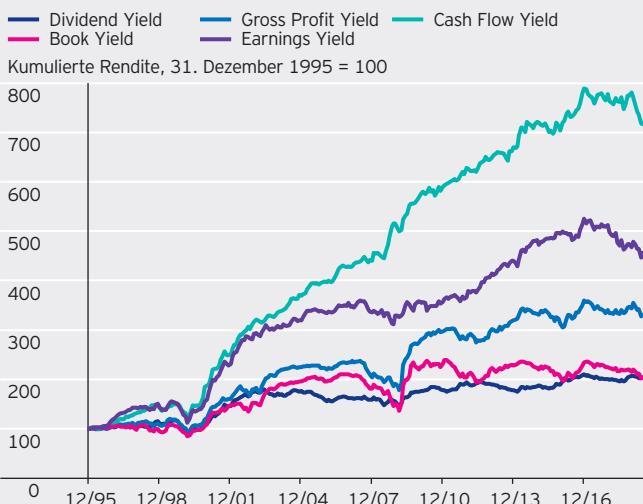
Zu den Stärken faktorbasierter Investmentansätze zählt, dass sie evidenzbasiert sind, also auf empirischen Fakten beruhen. Wissenschaftler und Praktiker haben intensiv analysiert und dokumentiert, dass einige der gängigsten Signale für die Bewertung der Attraktivität von Finanzinstrumenten deren Erträge und Risiken in sehr hohem Maße erklären. Beim Factor Investing werden Varianten dieser Signale (sogenannte Faktoren) strukturiert und systematisch genutzt, aufbauend auf diesen allgemein akzeptierten Variablen.

Von der Theorie zur Praxis: von der Intuition zum Portfolio

Für das Verständnis und die Akzeptanz von Faktorstrategien ist es hilfreich, dass Faktoren systematisch sind. Die Herausforderung besteht jedoch darin, sie im

Abbildung 1
Warum Faktordefinitionen wichtig sind

Value ist nicht gleich Value



Entscheidend ist ein klares Konzept:

- Das Verhältnis von Kurs zu Buchwert ist bei Wissenschaftlern (z.B. Fama und French) und Praktikern oft ein Proxy für Value.
- Der Buchwert hat jedoch wenig damit zu tun, ob ein Unternehmen Cashflows erzielen kann.
- Das Kurs-Cashflow-Verhältnis passt möglicherweise besser zu Value.
- Die Vergangenheitsperformance bestätigt, dass die Cashflow-Rendite überlegen war.

Quelle: Invesco. Stand 30. Juni 2019. Alle Faktorindizes berechnet als kapitalisierungsgewichtete Long/Short-Zielportfolios (Dezil-Spreads) auf Basis des IQS-Research-Universums für internationale Aktien. Bitte beachten Sie, dass sich die Jahresangaben auf der x-Achse jeweils auf das Jahresende beziehen. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

Faktoren: auf die konkrete Definition und Kombination kommt es an

Echteinsatz optimal zu nutzen. Ein wichtiger Ausgangspunkt ist die Frage, welche Faktoren verwendet und wie sie definiert werden sollen. Ein Faktor sollte zunächst einmal eine fundamentale ökonomische Begründung haben, die eine stabile Basis für Ertragserwartungen bildet. Außerdem muss er empirisch fundiert, skalierbar, spezifisch, diversifiziert, persistent und im gesamten relevanten Anlageuniversum anwendbar sein. Und er sollte Investoren eine Prämie oder zumindest ein berechenbares Ergebnis liefern.

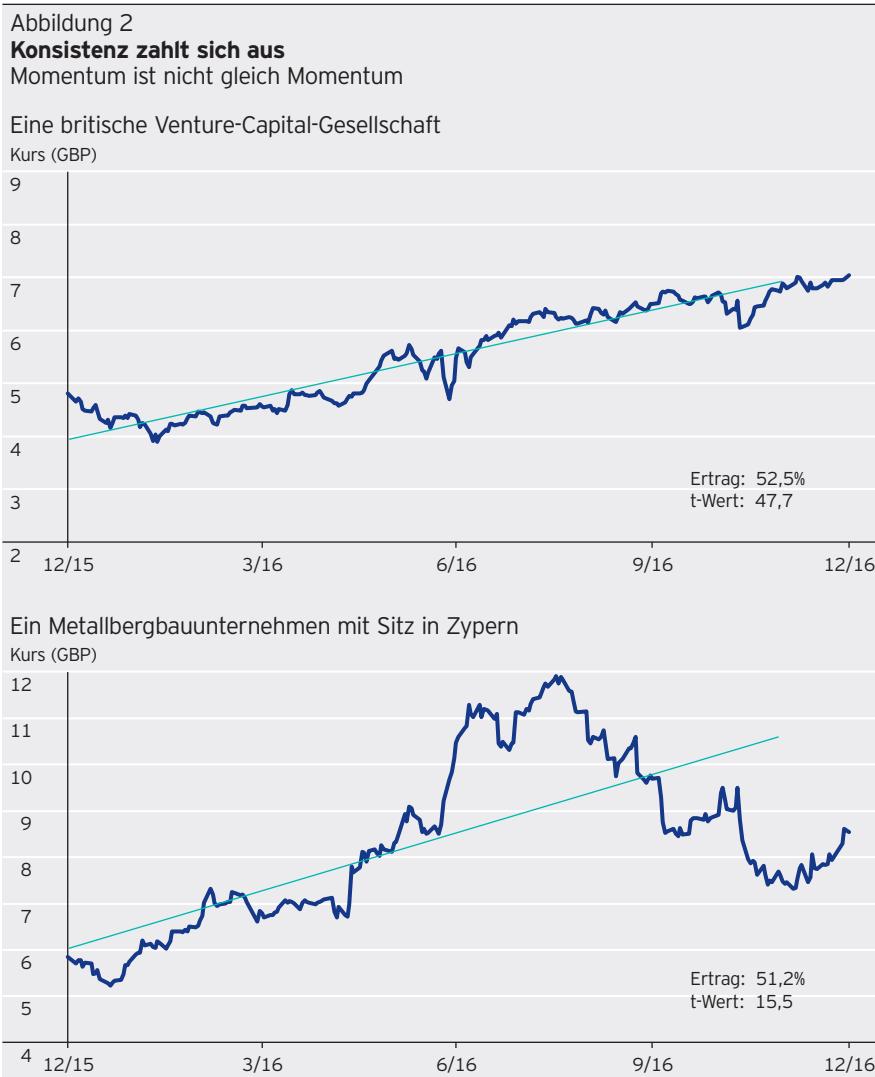
Nachdem die gewünschten Faktoren festgelegt sind, ist ihre konkrete Definition eine weitere Herausforderung. Wenn Forscher beispielsweise nach einem Maß für die Bewertung von Aktien (Value) suchen, haben sich Signale wie das Kurs-Buchwert-Verhältnis, das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Kurs-Cashflow-Verhältnis, die Dividendenrendite sowie Kombinationen daraus bewährt, um nur einige zu nennen. Welchen Zeithorizont sollte Momentum erfassen, und muss die

Volatilität in diesem Zeitraum berücksichtigt werden? Die Abbildungen 1 und 2 zeigen Beispiele dafür, welche Auswirkungen die unterschiedlichen Definitionen in diesen beiden Beispielen haben können. Welche Folgen hat es zum Beispiel, dass im Anleihebereich Benchmarks anders strukturiert sind als bei Aktien (volumenstatt kapitalisierungsgewichtet)? Und wie können wir beispielsweise sinnvoll zwischen Carry und Value unterscheiden?

Faktorkombinationen oder Faktordiversifikation?

Eine Mehrfaktorenstrategie kann von Diversifikation über Faktoren profitieren und trotzdem die mit den Faktoren verbundenen Prämien vereinnahmen. Für bestmögliche Diversifikation müssen jedoch wichtige Dinge beachtet werden. Welche Faktoren und welche Faktoreigenschaften haben die stabilste niedrige oder negative Langfristkorrelation? Wie lassen sich Faktoren so kombinieren, dass am Ende nicht nur ein Portfolio aus Faktoren entsteht, die sich gegenseitig neutralisieren? Das wäre nichts anderes als ein Benchmarkportfolio.

Faktorkombination und Faktordiversifikation sind nicht unbedingt dasselbe.



Quellen: Invesco und FactSet Research Systems Inc. Stand: 31. Dezember 2016. Nur zur Illustration. Zur Veranschaulichung wurde das Jahr 2016 ausgewählt, da sich die Kernaussage bei den gewählten Unternehmen in diesem Zeitraum besonders verdeutlichen ließ. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

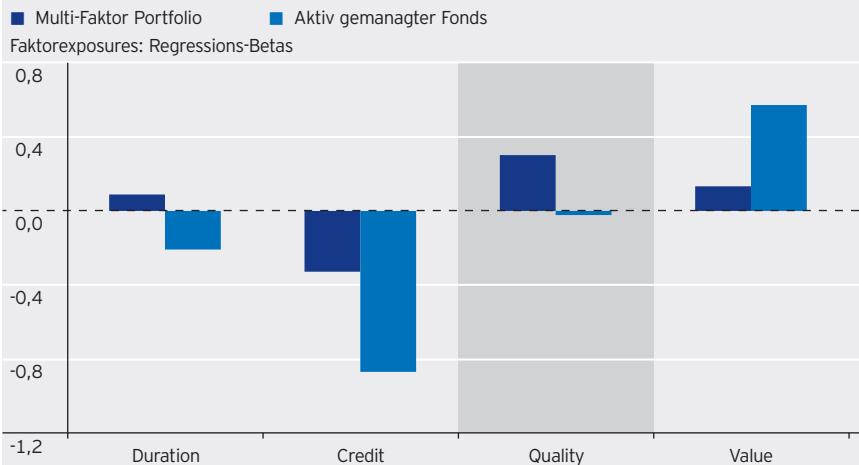
Wie wir im 4. Artikel unserer Factor Investing Academy beschrieben haben, lassen sich Faktoren auf unterschiedliche Weise zu einem Portfolio zusammenfügen. Alle Konzepte haben Vor- und Nachteile. Beispielsweise ist die Kombination von Einfaktorstrategien mit dem Ziel, eine bestimmte Faktordiversifikation zu erreichen, ein einfacher und leicht umsetzbarer Ansatz. Er kann allerdings zu vergleichsweise niedrigen Faktorexposures führen. Die Diversifikation lässt sich möglicherweise stark verbessern, wenn man einen Mehrfaktorenansatz umsetzt, der die Faktoreigenschaften und Korrelationen aller Einzelwerte des Gesamtportfolios berücksichtigt und so die einzelwertspezifischen Risiken diversifiziert.

Portfoliokonstruktion: wichtig für die Risikosteuerung

Abbildung 3

Faktor-Ergänzung: Höhere Information Ratio durch zusätzlichen Quality-Faktor

Ergänzung zu einem bestehenden aktiven Manager: Quality-Exposure hinzufügen, ohne das Ertragsprofil der Kernallokation zu verändern.



Quelle: Invesco. Stand 30. Juni 2019. Invesco Multi Factor Core ETF versus Mittel der US Core Fixed Income Funds gemäß Bloomberg Definition. Regression der Portfolio-RetURNS auf Markt und Faktoren über 3 Jahre.

Nützliches Instrument zur Anpassung von Risiko-Ertrags-Profilen

Ein weiterer, eng mit der Definition und der Kombination von Faktoren verbundener Umsetzungsschritt ist es, die gewünschten Risiko- und Ertragseigenschaften festzulegen. Faktoransätze können als sehr nützliches Instrument zur Konstruktion von Portfolios mit unterschiedlichen Risiko- und Ertragseigenschaften genutzt werden, passend zu den Zielen des Investors. Soll beispielsweise mit einer faktorisierten Credit-Strategie ein bereits vorhandenes, sehr Carry-lastiges Portfolio diversifiziert werden, kann es hilfreich sein, den Faktor Quality zu ergänzen und das Risiko-Ertrags-Profil ansonsten unverändert zu lassen, wie Abbildung 3 zeigt.

Bei Aktienstrategien ist es üblich, sich an einer Benchmark zu orientieren. Höhere Tracking Errors, niedrigvolatile Strategien, Long-Short-Konzepte sowie ESG-Überlegungen sind darüber hinaus je nach Anlagezielen ebenfalls denkbar (vgl. Abbildung 4). Faktorstrategien bieten vielfältige Möglichkeiten für individuelle Ziele, woraus sich Auswirkungen auf die Umsetzung ergeben.

Portfoliokonstruktion: Kern der Implementierung

Die Art und Weise, wie Portfolios konstruiert werden, also die Frage, welche Wertpapiere sie enthalten und wie diese gewichtet sein sollen, ist der Teil des Investmentprozesses, in dem alle für einen

Faktoransatz relevanten Überlegungen zusammenkommen. Ziel ist ein Portfolio mit sämtlichen gewünschten Eigenschaften. Die zahllosen Varianten der Portfoliokonstruktion und die Unterschiede zwischen ihnen bedeuten nicht, dass eine Methode grundsätzlich besser oder schlechter ist – sondern einfach nur, dass sie möglicherweise für die gewünschten Ziele des Investors unterschiedlich gut geeignet sind.

Ein mögliches Konzept ist zum Beispiel die Gleichgewichtung von Wertpapieren, ein anderes faktorbasierte Übergewichtungen oder Untergewichtungen (Tilting) der vorhandenen Titel. Denkbar sind Ranking-Systeme oder ein Optimierungsmodell mit dem Ziel, unter Berücksichtigung von Nebenbedingungen das optimale Risiko-Ertrags-Profil zu finden. Es gibt auch Kombinationen dieser unterschiedlichen Ansätze. Sie alle und andere Konstruktionskonzepte haben gewisse Vor- oder Nachteile. Beispiele sind ihre Einfachheit (etwa bei der Gleichgewichtung), umfassende Diversifikation (etwa beim Tilting) oder besonders hohe Faktorgewichte sowie flexible individuelle Anpassung (wie bei der modellgestützten Optimierung).

Bei all diesen Konstruktionskonzepten ist wichtig, wie sie Risiken steuern. Risikomanagement hat unterschiedliche Aspekte. Es steuert nicht nur die Volatilität oder das aktive Risiko (also den Tracking Error), es kann auch darauf abzielen, unerwünschte Risiken zu vermeiden und das Risikobudget lediglich für solche Risiken zu verwenden, die mit einer erwarteten Prämie belohnt werden. Dies kann beispielsweise eine sektor- oder regionen-neutrale Umsetzung oder die Neutralisierung gewisser Macro-Exposures wie der Zins- oder der Ölpreissensitivität bedeuten. Damit lässt sich erreichen, dass diese Risiken den Portfoliozielen nicht zuwiderlaufen.

Dies verlangt aber nicht unbedingt nach einer komplexeren Portfoliokonstruktion. Grundsätzlich sprechen höhere Transparenz, oftmals höhere Liquidität und bessere Verständlichkeit für einfache Ansätze – ceteris paribus.

Eine flexible Umsetzung, die individuelle Anforderungen berücksichtigt, wird immer wichtiger, insbesondere bei Aktien-

Abbildung 4

Aktien-Faktorstrategien können sehr unterschiedlich sein

Sehr verschiedene Risiko-Ertrags-Profil



Quelle: Invesco. Nur zur Illustration.

Transaktionskosten: den richtigen Mittelweg finden

strategien. Da Factor Investing im Aktienbereich ein immer reiferes Konzept wird und viele Investoren seit einigen Jahren mit Erfolg in Aktien-Faktorstrategien investieren, ist es naheliegend, dass diese Konzepte so genau wie möglich an individuelle Investorenanforderungen angepasst werden.

Individualisierung wird immer wichtiger.

Handeln kostet Geld: Umgang mit Transaktionskosten

Bei der Ausführung von Portfoliotransaktionen sind weitere Dinge zu berücksichtigen, insbesondere die Transaktionskosten. Sie können auf unterschiedlichen Ebenen eines Prozesses einbezogen werden. Beispielsweise kann man Transaktionskosten für alle Wertpapiere im Anlageuniversum schätzen, um sie bereits bei der Portfoliokonstruktion zu berücksichtigen. Mit anderen Worten: Die Auswahl der Wertpapiere im Portfolio hängt auch von deren erwarteten Transaktionskosten ab. Denkbar sind außerdem Obergrenzen für den Portfolioumschlag, damit Transaktionskosten bestimmte Limits nicht überschreiten.

Um einen Ausgleich zwischen der unterschiedlichen Zyklicität von Faktoren (Faktorprämien können über die Zeit geringer werden) und Transaktionskosten zu schaffen, spielt auch die Umschichtungsfrequenz eine wichtige Rolle. Beispielsweise ist bei Momentum-Strategien ein hoher Portfolioumschlag üblich. Wer jedoch das Portfolio einer Momentum-Strategie zu oft umschichtet, läuft Gefahr, dass die Transaktionskosten die Momentum-Prämie aufzehren oder die Prämie nach Transaktionskosten sogar negativ wird. Value und Quality erfordern hingegen weniger häufige Umschichtungen, da beide Faktoren langfristig orientiert sind. Eine effiziente Anpassungsstrategie muss ein Gleichgewicht zwischen der kurzfristige-

ren Momentum-Prämie und den längerfristigen Value und Quality-Prämien finden, damit auch nach Transaktionskosten positive Faktorergebnisse zu erwarten sind.

Schließlich kann auch die Orderausführung helfen, die Transaktionskosten unter Kontrolle zu halten, indem sie einen niedrigen Market Impact anstrebt. Intelligente Handelstechniken - wie Algorithmen - zusätzlich zu traditionellen Konzepten - wie Basket Trades - können zu besseren Umsetzungsergebnissen führen.

Zusammenfassung: Der Teufel steckt im (Umsetzungs-)Detail

Es ist zweifellos eine sehr komplexe Aufgabe, aus dem theoretischen Konzept Factor Investing eine konkrete Portfoliostrategie zu machen. Auf jeder Umsetzungsebene gibt es vielfältige Möglichkeiten. Welche Vorgehensweise die beste ist, hängt davon ab, wie sehr sie sich für die individuellen Anlageziele eignet.

Bei der faktischen Umsetzung von Faktorstrategien ist vieles zu beachten, um die gewünschten Ergebnisse zu erzielen. Wesentlich bei der Implementierung ist es, Faktoren sorgfältig auszuwählen, genau zu definieren und sie sinnvoll zu kombinieren, um die gewünschte Diversifikation zu erreichen. Im Mittelpunkt der Implementierung steht die Portfoliokonstruktion, die alle Elemente zusammenführt und wichtige Risikomanagement-Überlegungen berücksichtigt. Schließlich hängt die erfolgreiche Implementierung auch von Überlegungen zu Transaktionskosten, Regeln für die Portfolioanpassung und Obergrenzen für den Portfolioumschlag ab.

Die Implementierung von Faktorstrategien mag auf dem Papier einfach erscheinen, doch machen vielfältige Möglichkeiten sie in der Praxis komplex. Spezialisierte Faktormanager können Investoren helfen, individuelle Bausteine zu bestimmen und sich für eine geeignete, maßgeschneiderte Implementierung zu entscheiden.

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH
An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland
Tel.: +49 (0)69 29 807 0
E-Mail:
vertriebspartner@invesco.com
www.de.invesco.com

Invescos Stärken im Factor Investing

- **Erfahrung:** seit 1983 faktor-basierte Anlagestrategien bei Invesco
- **Differenziertes Angebot:** Aktien-, Anleihen- und Multi-Asset-Faktorstrategien
- **Eigene globale Faktor-Ressourcen und Research:** 11 Niederlassungen weltweit mit über 70 Faktor-spezialisten
- **Größe:** 120 Mrd. US-Dollar in Faktorstrategien

Stand: 30. Juni 2019

Beitrag verpasst?
Alle bereits erschienenen Beiträge finden Sie unter
www.de.invesco.com/factor



Wichtige Information

Dieser Beitrag richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland. Eine Weitergabe an Privatkunden ist nicht gestattet.
Stand: 31. Juli 2019, falls nicht anders angegeben. Dieser Beitrag stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die jederzeit Änderungen unterworfen sein können. Herausgeber dieses Beitrags in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland.
Copyright © 2019 Invesco. Alle Rechte vorbehalten. [\[EMEA6153/2019\]](http://EMEA6153/2019)