

Faktor-Investing: Ein vorübergehender Modetrend?



PROF. DR. DR. H.C. JOSEF ZECHNER

Institute for Finance, Banking and Insurance, Wirtschaftsuniversität Wien / Co-Leitung Spängler IQAM Research Center

In ihrem Paper „Replicating Anomalies“ untersuchen Kewei Hou, Chen Xue und Lu Zhang 447 dokumentierte Aktienertragsfaktoren. Sie finden heraus, dass allein durch das Ausscheiden von Aktien mit geringer Marktkapitalisierung und daher geringer Liquidität bereits 64 % der untersuchten Faktorstrategien statistisch insignifikant werden. Wird zusätzlich das Problem des Dataminings berücksichtigt, so werden bereits 85 % der Faktorstrategien insignifikant!

Weiters zeigt sich, dass die erzielbaren Prämien nach Publikation einer Faktorstrategie in einer akademischen Zeitschrift signifikant abzunehmen scheinen. Es stellt sich also die Frage: Ist der Trend zu faktorbasierten Portfoliostrategien eine kurzlebige, auf Dataming basierende Mode?

Um dies zu beantworten, ist zu nächst zu klären, ob es überhaupt ein logisches Fundament für Faktorprämien gibt. Diese Frage ist eindeutig mit Ja zu beantworten. Seit der Publikation des Intertemporal Asset Pricing Models von Robert Merton im Jahr 1973 ist klar, dass Investoren nicht nur das „Marktportfolio“ halten, sondern auch bewusst Exposures zu anderen Risikofaktoren eingehen sollen, die Merton zusammenfassend als „Investment Opportunity Set“ bezeichnet.

Darüber hinaus gibt es auch wissenschaftlich getestete verhaltensökonomische Theorien, nach denen Verhaltensmuster von Investoren Faktorprämien generieren. Es gibt also wissenschaftlich gut abgesicherte Gründe, warum Faktorstrategien langfristig existieren sollten.

»Ein starkes theoretisches und empirisches Fundament spricht für den Fortbestand und die Weiterentwicklung von Faktorstrategien.«

Die Frage ist, ob die derzeit zunehmende Nachfrage nach Titeln mit bestimmten Faktorcharakteristika dazu führt, dass diese Faktorstrategien temporär verschwinden oder sich sogar im Vorzeichen umkehren.

Eine Reihe von Gründen spricht dagegen. Erstens ist das „Smart Beta“-Fondsegment immer noch klein und die Faktor-Exposures neutralisieren sich teilweise (z. B. Value und Growth).

Zweitens gibt es natürliche Grenzen, wie viel Faktor-Exposure in Fonds umgesetzt werden kann. Viele Faktorstrategien erfordern z. B. Leerverkäufe oder Leverage und sind daher in Fonds nur begrenzt realisierbar.

Schließlich führen viele Faktorstrategien zu hohen Transaktionsvolumina und daher zu hohen Transaktionskosten.

Trotz dieser Argumente ist es jedoch möglich, dass Prämien für simpel umgesetzte Faktorstrategien

durch Kapitalflüsse temporär reduziert werden. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass innovative Asset Manager auch die Dynamik von Faktorstrategien selbst nutzen, zum Beispiel über Markt-Sentiment- oder Faktorbewertungsindikatoren.

Zusätzlich entwickelt sich die Identifikation und Messung von Faktorcharakteristika laufend. So wird der Faktor Value von innovativen Asset Managern nicht nur eindimensional über Book-to-Market gemessen. Value, d. h. ein günstiges Bewertungsniveau, kann z. B. auch über die Handlungen des Managements quantifiziert werden.

Entscheidet sich z. B. das Management, Aktien zu emittieren oder zurückzukaufen, so kann das seine Einschätzung über das aktuelle Bewertungsniveau der Aktie signalisieren. Die laufende Weiterentwicklung der Faktorindikatoren stärkt die Nachhaltigkeit von Faktorprämien.

Es gibt also ein starkes theoretisches und empirisches Fundament für Faktorprämien, sodass Faktorstrategien wohl keine Modeerscheinung sind. Forschungsstarke Asset Manager, die ökonomisch plausible Faktoren mittels sorgfältig ausgewählter Kennzahlen quantifizieren und die Umsetzungskosten der Strategie niedrig halten, werden ihren Investoren daher nachhaltig attraktive Ertrags-Risiko-Relationen bieten können.