

„Faktor-Investing ist nicht trivial“

Im Streben nach möglichst sicherer Rendite rücken immer wieder neue Konzepte in den Blick. Eines davon ist das Faktor-Investing. Im Interview erklärt Prof. Josef Zechner, worauf dieser Ansatz beruht und warum die Umsetzung eine Herausforderung ist. **Die Fragen stellt Stefan Dworschak**

Herr Prof. Zechner, was versteht man unter Faktor-Investing?

— **Prof. Josef Zechner:** Hier hilft ein Blick in die Historie: Die ursprüngliche Portfoliotheorie von Markowitz und Sharpe hatte gezeigt, dass Erträge oder Risikoprämien von einem Faktor abhängen: dem klassischen Beta, also der Schwankung eines Assets im Verhältnis zum Gesamtmarkt. Die klassische Portfoliotheorie war insofern schon eine Faktortheorie: Es gab einen Faktor, der bestimmte, wie hoch die Erträge eines Investments sein sollten. Seit den 1990er Jahren ist man in der Forschung darauf gekommen, dass es nicht nur einen Faktor gibt, der Erträge treibt, sondern mehrere. Es gibt also eine Reihe von Ertragstreibern, die man Faktoren nennt und mit denen man systematisch ein Portfolio aufbauen kann.

Welche sind das?

— **Zechner:** Einer wäre der Value-Faktor. Er sagt mir, wie teuer ein Investment im Vergleich zum Buchwert ist. Ein anderer Faktor, der häufig dokumentiert wird, ist das Momentum, zu Deutsch Schwung. Hier geht es darum, wie sich ein Investment entwickelt hat. Assets, die sich in den vergangenen Monaten besser entwickelt haben, neigen dazu, das auch in den kommenden Monaten zu tun.

Sind das grundsätzlich immer dieselben Faktoren oder variiert das?

— **Zechner:** Das ist genau der kritische Punkt beim Faktor-Investing. Eugene Fama hat für die Identifikation der Wertpapierertragsfaktoren ja 2013 den Nobelpreis bekommen. Das waren im We-

sentlichen der erwähnte Value-Faktor sowie der Size-Faktor, also die Marktkapitalisierung eines Assets, und der klassische Marktfaktor. Aber in den vergangenen Jahren ist die darauf aufbauende Literatur ziemlich explodiert. Man hat herausgefunden, dass es noch ganz andere Ertragstreiber gibt – gewissermaßen einen ganzen Zoo von Faktoren. Die Frage ist natürlich: Welche sind nachhaltig, welche sind konstant ertragbringend, welche sind nur statistische Scheinfaktoren? Denn wenn man lange genug nach Verlaufsmustern sucht, findet man die auch.

Die Zahl der Faktoren wächst theoretisch also immer weiter. Müssten damit die Ergebnisse nicht immer besser werden?

— **Zechner:** Im Gegenteil. Bei zu vielen Faktoren droht sogenanntes Overfitting. Dann ist die Vorhersagekraft oft schlechter, als wenn ich mich diszipliniere, nur wenige Faktoren nehme und versuche, diese möglichst gut zu messen.

Was bedeutet das in der Praxis?

— **Zechner:** Bei Spängler IQAM Invest gehen wir sehr rigoros vor. Wir nehmen nur Ertragstreiber, die empirisch abgesichert sind und bei denen wir auch verstehen, warum durch diese Faktoren Mehrerträge verdienen sollten. Da gibt es zwei Denkschulen. Die eine sagt: Die Ertragsprämien für diese Faktoren sind Abgeltung für Risiken. Wenn man ein Faktorportfolio hat, bedeute dies, diese Risiken einzupacken. Die andere Schule sagt: Märkte sind nicht effizient. Sie seien getrieben vom Verhalten von beschränkt rationalen Investoren. Und



Prof. Josef Zechner ist Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest.

deshalb gebe es bestimmte Ertragsprämien, die vielleicht nichts mit Risiko zu tun haben, sondern mit Verhaltensmustern – etwa, weil Investoren bei ihren Entscheidungen zu sehr aus der Vergangenheit extrapolieren und es daher bestimmte Momenteffekte gebe.

Was ist Ihre Sichtweise?

— **Zechner:** Ich bin hier agnostisch und glaube, dass beides eine Rolle spielt. Ich habe mich auch in der Forschung viel mit dem sogenannten Low-Vol-Faktor beschäftigt. Er beschreibt die Erfahrung, dass Assets mit geringer Volatilität relativ hohe Erträge bringen. Die Frage lautet, warum das so ist. Da gibt es wiederum unterschiedliche Schulen. Manche sagen, die Low-Vol-Stocks seien langweilig, würden nicht hinreichend nachgefragt und tendierten dazu, unterbewertet zu sein – während die Glamour-Stocks in den Medien diskutiert und daher ent-

sprechend nachgefragt würden. Sie seien in der Folge vielleicht zu teuer und hätten in der Zukunft niedrigere Renditen.

Und was haben Sie herausgefunden?

— **Zechner:** In meinen Forschungen sehe ich, dass Low-Vol-Stocks nicht ganz ohne Risiken sind: Sie schwanken durchaus geringer mit dem Markt im Normalfall – aber in extremen Situationen, etwa einem Crashszenario, schneiden gerade die Low-Vol-Stocks oft nicht gut ab. Mein Freund Bill Sharpe sagte einmal, es gebe Risikoprämien „for doing badly in bad times“. Das heißt aber nicht, dass ein Investor diese Aktien nicht halten soll. Wenn er mittel- oder langfristige Horizonte hat, hat es durchaus Sinn, solche Ertragsfaktoren systematisch ins Portfolio hineinzupacken.

Welche Nachteile hat das Faktorkonzept?

— **Zechner:** Faktorprämien kommen nicht jedes Quartal. Es gibt natürlich Phasen, in denen Faktoren nicht das gewünschte Ertragsziel bringen. Es gibt bei manchen Faktoren auch ein Crashrisiko. Momentumcrashes sind zum Beispiel gut dokumentiert. Der Faktor Momentum hat also Phasen, in denen das Ganze nach hinten losgeht. Als Investor muss man versuchen, einen Faktorcrash so gut wie möglich zu antizipieren. Wir bei Spängler IQAM berechnen aus diesem Grund einen Sentimentindex. Darin versuchen wir, die Marktstimmung einzufangen. Da geht zum Beispiel ein, wie hoch das Handelsvolumen ist, wie teuer es ist, sich gegen Markteinbruch durch Put-Optionsprämien zu versichern, oder wie sich Umfragewerte verändern, z.B. der Ifo-Geschäftsklimaindex. Diese Informationen aggregieren wir zu einem Sentimentindex. Wenn dieser bestimmte Schwellenwerte überschreitet, stellen wir das Faktorportfolio um. Wir reduzieren dann etwa unsere Investments in kleine Market-Caps, gehen eher in Blue Chips. Wir reduzieren den Value-Faktor. Wenn der Markt überhitzt ist und dann einbricht, performt dieser Faktor unter

Umständen nicht so gut. Wir versuchen, diese Dynamik zu antizipieren und abzubilden.

Gibt es einen Typ von Investor, für den sich das Modell besonders eignet?

— **Zechner:** Das Gute am Faktor-Investing ist, dass wir Schutz vor emotionalen Fallen bieten. Dadurch, dass diese Strategie vollkommen regelbasiert ist, wird im Voraus festgelegt, in welchem Szenario was passiert. Danach sollten dann Emotionen keine Rolle mehr spielen. Ex ante muss der Investor wissen, welche Fonds und Assetklassen er überhaupt haben will. Aber wenn diese Entscheidung getroffen ist, ist alles regelbasiert. Daher eignet sich Faktor-Investing grundsätzlich für alle Investoren mit mittel- oder langfristigen Investitionshorizonten.

„Wir bieten Schutz vor emotionalen Fallen.“

Prof. Josef Zechner

Verändern sich Faktoren bei Ihnen mit Erfahrungswerten?

— **Zechner:** Wir gruppieren die Charakteristika, die dann den Faktoren entsprechen, in drei Gruppen: Wir nennen sie Value, Sentiment und Quality. Value sind Charakteristika, die das Bewertungsniveau einfangen: Wie teuer ist ein Asset im Vergleich zu intrinsischen Wertungen? Sentiment beschreibt die Marktstimmung für ein bestimmtes Asset. Quality: Sie fängt bei Aktien Dinge ein wie hohe und nachhaltige Profitabilität, niedriger Verschuldungsgrad etc. Wir glauben, dass einerseits wichtig ist, nicht zu sehr hin und her zu springen und in jeder Marktkorrektur diese Faktoren wegzuerwerfen und andere zu suchen. Denn wir nehmen nur Faktoren, die langfristig funktioniert haben und für die es ökonomische Gründe gibt, dass sie funk-

tionieren sollten. Aber wir sind natürlich laufend auf der Suche, ob zum Beispiel bestimmte Value-Kriterien anders gemessen, neu gemessen werden können. Oder Sentimentkriterien. Da gibt es schon immer Forschungsanstrengungen. Dann bewegen wir uns stark in Richtung Asset-Allocation. Das ist für Stiftungen auch ein wichtiges Thema, denke ich. Ich glaube, da sind wir Vorreiter, dass wir diesen Faktoransatz umlegen auf die Asset-Allocation. Da ist natürlich die Herausforderung, Faktoren so zu definieren, dass sie quer über verschiedene Assetklassen vergleichbar sind. Im Aktienbereich ist es natürlich einfach zu sagen, Value ist Book-to-Market. In anderen Bereichen ist das nicht so klar. Value im Anleihebereich ist schon weniger klar definiert. Hier muss man sich die Zinsstruktur, die heutige reale Rendite etc. ansehen.

Warum ist das Prinzip Faktor-Investing nicht weiter verbreitet?

— **Zechner:** Zunächst einmal glaube ich durchaus, dass dort das Wachstum ist. Es gibt zwei Felder, in denen das Assetmanagement wirklich wächst: bei passiven ETFs, die einen kapitalgewichteten Index nachbauen, und genau bei den Smart-Beta- bzw. Faktoransätzen wie unseren. Insgesamt ist das zwar immer noch ein sehr geringer Anteil der Assets unter Management – maximal 20 Prozent, würde ich schätzen. Aber es gibt eine Dynamik in die Richtung. Allerdings ist Faktor-Investing nicht trivial. Nur weil ich ein paar Papers gelesen habe, kann ich noch kein Faktor-Investing betreiben. Das geht nicht einfach so. Die Umsetzung braucht extrem viel Sorgfalt, es gibt einen enormen Lerneffekt dabei. So ist es zum Beispiel entscheidend, dass man das Portfolio nicht zu oft dreht und Transaktionskosten berücksichtigt. Bei welchem kritischen Faktor-Score soll ein Asset ersetzt werden? Diese Dynamik richtig hinzukriegen ist sicher nicht trivial und erklärt auch, warum Faktor-Investing nicht schon viel weiter verbreitet ist. 