

## SIGLO Timeout Nr. 75

### Wegweiser im Faktoren-Zoo

Die aktuelle hohe Bewertung vieler traditioneller Anlagen lässt Anleger mehr denn je nach günstigen Diversifikationsmöglichkeiten für ihre Portfolios Ausschau halten. Dem "Factor Investing" wird zugetraut, diese Nachfragerlücke zumindest teilweise zu schliessen und die Industrie geht in den kommenden Jahren von zweistelligen Wachstumsraten aus. Ziel dieses einführenden Timeouts ist, dem Anleger mehr Orientierung im Faktoren-Zoo anzubieten und aufzuzeigen, welchen Platz Factor Investing und gewisse Alternative Beta Ansätze im Gesamtportfolio einnehmen könnten und inwiefern sie sich von klassischen Alpha Strategien unterscheiden.

#### Intro

Factor Investing ist der Überbegriff für jegliche Art von faktorbasiertem Investieren. Bei den berühmten akademischen Stil-Faktoren handelt es sich um nichts anderes als quantifizierbare Eigenschaften oder Verhältniszahlen von Wertpapieren. Einfache Beispiele sind Kurs-Buch- oder Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei Aktien (oft mit PB und PE Ratios abgekürzt).

Alternative Beta Produkte legen nun ihre Gelder gemäss mehr oder weniger gut dokumentierten Faktoren an und versuchen die entsprechenden Faktorprämien abzuschöpfen. Weshalb diese Entwicklung interessant aber auch schwierig ist, diskutierten wir bereits im Timeout Nr. 31.

***Faktoren sind skalierbar, konsistent und werfen im Erwartungswert nach Transaktionskosten eine positive Rendite ab.***

#### Geschichte der Faktoren

Die Geschichte geht bis in die frühen 70er Jahre zurück, als die Herren Haugen und Heins erstmals die sogenannte "Low Volatility" Anomalie dokumentierten. Sie beschreibt die Überrendite von Aktien mit tiefer Volatilität und tiefem Marktrisiko gegenüber solchen mit hohem Beta und hoher Volatilität, was nach dem Capital Asset Pricing Modell (CAPM) und der Modern Portfolio Theorie eigentlich umgekehrt sein müsste.

Eugene Fama und Ken French publizierten 1993 das bekannte 3-Faktoren-Modell, welches das von Sharpe, Lintner und Mossin entwickelte CAPM und die Faktoren Size- (Banz, 1981) und Value (Basu, 1981) erweiterte. Erwähnenswert ist dabei, dass Fama und French ihre beiden neuen Faktoren neben dem Marktfaktor bereits als long-short Strategie konstruierten. Den Statistikern unter uns ist klar, dass Redundanz in den Faktoren einer Regression vorzubeugen ist,

was einen long-only Ansatz zur Messung und Erfassung von Size und Value ausschliesst. Bei einem Long-short Ansatz - d.h. z.B. Long High Value Aktien und Short Low Value Aktien - wird der "Marktfaktor" hingegen neutralisiert, was die Redundanz verhindert. Kurz darauf schlug Carhart 1997 das 4-Faktor-Modell vor, welches dasjenige von Fama und French um den damals schon bekannten Momentum-Faktor erweiterte.

Mit zunehmender Rechenleistung und einer Heerschar von Quants hat sich in der Folge das Universum an identifizierten akademischen Faktoren inflationsartig ausgeweitet, was John Cochrane (damals Professor an der Universität Chicago) bereits im Jahr 2011 dazu veranlasste, von einem Faktoren-Zoo zu sprechen. Es schien also ob jeder junge Forscher oder Nerd bei einer Investment Bank ebenfalls sein eigenes noch schlauerer Regressionsmodell vorlegen wollte. Weder die Akademie noch die Finanzindustrie, welche diese Faktoren in investierbare Vehikel pferchte, taten sich damit einen Gefallen. Viele Produkte aus dem Faktoren-Zoo beruhten zwar auf wunderbar anzuschauenden Back-Tests - aber mal ehrlich, haben Sie schon jemals einen schlechten Back-Test zu sehen bekommen?

Harvey, Liu und Zhu (2014) machten sich die Mühe und untersuchten insgesamt 315 unterschiedliche Faktoren und Prämien. Ihr Resultat war ernüchternd, da nur eine Handvoll davon auch statistisch signifikant waren. Der Grossteil entpuppte sich als Data Mining Übung. Unter den signifikanten Faktoren waren wiederum diverse altbekannte und gut-verstandene wie Value, Low Volatility oder Momentum in Aktien. Ein zweites Problem lag in der Vorstellung, man könne mit Regressionen auf wenige Faktoren und entsprechend ausgewählten Futures auf wenige Anlageklassen wie Aktienindizes, US-Treasuries, Rohstoffe und Währungen diverse aktive Anlagestrategien z.B. von Hedge Funds liquide und günstig replizieren.

## Regression vs. echte Bottom Up Replikation

Es ging vielleicht vergessen, dass zuverlässige Replikationen von Anlagestrategien auch kausal (nicht nur quantitativ) begründet werden sollten; konkret, dass simple Regressionen eine Bottom Up Replikation auf Basis einzelner in der Praxis gehandelter Instrumente nicht ersetzen können. Zudem bemerkte man im Tagesgeschäft, dass Regressionen die realen Expositionen aktiver Strategien immer nur mit einer zeitlichen Verzögerung erfassen, was die aktiven Manager tun. Entsprechend fielen die Renditen und Eindrücke unter dem Strich eher ernüchternd aus.

Bekannte Praktiker wie z.B. Lars Jäger oder die Gruppe um Stefan Mühlemann bei LGT schlugen schon vor Jahrzehnten vor, aktive Strategien Bottom up mit Einzeltiteln und Einzelinstrumenten zu replizieren. Mittlerweile scheint sich die Finanzindustrie effektiv mehr auf diese Art von Replikation zu konzentrieren und gewisse Anbieter wie AQR sammeln damit Milliarden ein. Der Fokus bleibt zwar immer noch auf den wenigen, bewährten Faktoren. Je nach Anbieter unterscheiden sich aber die gewählten Faktoren und deren Gewichtung. In unserer Erfahrung handelt es sich meistens um die immer noch dominanten Aktienfaktoren, d.h. um eine Kombination aus Momentum, Value, Size, Low Volatility und Quality. Hinzu kommen für Anleihen und auch für Währungen Faktoren wie Carry und weitere spannende Ideen wie Short Volatilität.

***Bottom Up Replikationen von aktiven Strategien gehandelt mit Einzelinstrumenten bieten interessante Anlagechancen.***

Bevor wir unserer Freude über die Entwicklung Ausdruck verleihen, drängt sich eine Exkurs in den Erfolg von Smart Beta auf.

### Smart Beta Exkurs

Interessanterweise und entgegen unserer Intuition fand die bisweilen grösste Bewegung bzw. das grösste mediale Interesse und auch die höchsten Geldflüsse rund um den Faktorzoos in der long-only Welt statt.

Unter dem Label Smart Beta, d.h. der long-only Implementation von Factor Investing, werden unzählige Anlageprodukte beworben und in Seminaren vorgestellt. Die meisten davon weisen im Vergleich zum (kapitalgewichteten) Marktindex eine andere, faktorbasierte Titel-

Gewichtung auf (bspw. eine höhere Allokation zu Value Aktien oder ein fundamentaler Ansatz im Stile von Rob Arnott's RAFI). Die Umsetzung von solchen Smart Beta Strategien erfolgt oft über ETFs oder günstige Fondsprodukte und wird von Investoren als valables Substitut für teures aktives Management angesehen. Die Value-Legenden Graham und Dodd würden sich heute wohl fragen (wenn sie nicht vor Jahrzehnten verstorben wären), weshalb es seit erstmaliger Publikation ihres Meisterwerks im Jahr 1934 rund 80 Jahre gedauert hat, bis man ihre genialen Ideen kostengünstig anbietet. Warren Buffett dürfte das hingegen relativ egal sein, da sein Value-basierter Ansatz in der Praxis in den letzten 60 Jahren auch ohne das Label Smart Beta bestens funktioniert hat.

Aufgrund des long-only Ansatzes ist der Diversifikationseffekt von Smart Beta zu den traditionellen Märkten eher bescheiden. Wer ein Portfolio von long-only Value-Aktien im Rahmen eines ETFs kauft, erwirbt im Wesentlichen Marktrisiko mit einem Value-Zückerchen oben drauf und nicht umgekehrt.

Zudem entspricht Smart Beta nicht der ursprünglichen akademischen Idee von Factor Investing, weil die Short-Seite fehlt, welche den Marktfaktor "marktneutralisieren" würde. Antti Ilmanen erläutert in seinem Buch "Expected Returns" im Detail, worin sich long-only von long-short Strategien unterscheiden und weshalb dies aus Diversifikationsüberlegungen im ganzen Portfoliokontext wichtig ist.

### Was verstehen wir unter Alternative Beta?

Als Alternative zu den aktiven Fonds und den long-only Smart Beta ETFs bieten sich sogenannte Alternative Beta Lösungen an, welche die akademischen Ideen konsistenter umsetzen. Dabei werden die Faktoren eben marktneutral umgesetzt, d.h. den Long-Positionen (mit den positiven Faktor-Tilts) werden Short-Positionen (mit den negativen Faktor-Tilts) gegenüber gestellt, wodurch das Marktrisiko (grösstenteils) eliminiert und gleichzeitig das Exposure zur Stil-Prämie maximiert wird.

Damit in der Praxis eine interessantere Rendite herauschaut, werden Faktor-Produkte zusätzlich gehandelt, was natürlich auch diverse neue Risiken mit sich bringt. Die Implementation solcher Alternative Betas erfolgt momentan noch mehrheitlich mit Aktien, aber andere Anlageklassen erhalten zu unserer Freude auch immer mehr Aufmerksamkeit.

Alternative Beta Strategien sind also nicht neu. Aber bis vor kurzem wurden sie oft von Hedge Funds als Statistical Arbitrage oder Systematic Equity Market Neutral als teures Alpha verkauft. Fairerweise sei bemerkt, dass sich echte Alpha-Strategien auch weiterentwickelten und die Top Hedge Funds zusätzliche proprietäre Faktoren handeln, die (noch) nicht öffentlich beschrieben sind. Wir nennen diese systematisches Alpha. Zudem handeln erfolgreiche Manager oft Aktien von illiquiden, kleineren Unternehmen, was ihre Anlagekapazität einschränkt. Interessanterweise scheinen die Faktoren bei kleinen Unternehmen um einiges besser zu funktionieren. Wir sind gespannt wie sich dies weiter entwickeln wird.

### Was sind Hedge Funds Risikoprämien?

Neben akademisch basierten Alternative Beta Ansätzen, gibt es noch eine zweite Gruppe von Produkten, welche systematisch Risikoprämien abschöpfen. Ihr Ursprung liegt aber eher in der praktischen Erfahrung erfolgreicher Anleger, welche ihre Handelsstrategien offenlegen und systematisieren. Deshalb bezeichnen wir diese Gruppe als "Hedge Fund Risikoprämien". Damit fassen wir systematische bzw. regelbasierte Strategien zusammen, welche nicht auf bereits erforschte Faktoren zurückzuführen sind, sondern eben andere Renditequellen anzapfen.

Hervorzuheben sind aus unserer Sicht zudem die Trendfolge Produkte, die auf Momentum als Risikofaktor ausgerichtet sind aber nicht intra-assetclass long-short, sondern inter-assetclass auf Preistrends. Dort beobachten wir, dass günstige Produkte mit eher simplen aber guten Modellen einen erheblichen Gebührenerfall bei den etablierten Hedge Funds bewirkten. Diese Art der Replikation setzt die CTA-Manager mit teuren "Alpha-Strategien" gehörig unter Druck.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,  
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,  
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlage-  
produkten und Managern, bei der Portfolio-  
konstruktion und bei der Überwachung,  
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit  
konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,  
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine  
Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### Fazit

Ganz allgemein hat das Aufkommen von Alternative Beta Strategien und Hedge Fund Risikoprämien den Alpha-Kuchen um einiges verkleinert (siehe Timeout Nr. 47). Heute hat ein Investor die Möglichkeit, Renditen von aktiven Strategien aufzuschlüsseln und die Alternativen Betas günstig einzukaufen, um so nur für echtes Alpha mehr zu bezahlen. So können Kosten für den Investor und Erträge für den Manager in ein besseres oder zumindest transparenteres Licht gerückt werden. Selbstverständlich bleibt es aber Aufgabe des Anlegers, sich zu informieren.

**Unter dem Begriff Alternative Beta fassen wir akademische Stil-Faktoren und Hedge Fund Risikoprämien zusammen.**

Durch den Einsatz von Alternative Beta lassen sich die Gesamtkosten der liquiden Alternativen markant reduzieren. Deshalb bietet aus unserer Sicht eine Kombination von Alternative Beta, guten Hedge Fund Risikoprämien und echtem Alpha kosteneffizienten Zugang zu unkorrelierten und attraktiven Renditequellen. In einem weiteren Schritt drängt sich die Frage nach dem Timing dieser Renditequellen auf, doch dies ist Thema eines künftigen Timeouts.

Bei der Auswahl von Produkten empfehlen wir, dieselbe Sorgfalt wie bei anderen Alternativen Anlagen anzuwenden. Eine gründliche Anlage- und Operational Due Diligence ist für uns unerlässlich. Im Weiteren erachten wir es analog zu Hedge Funds Investitionen nicht als sinnvoll, alle Eier in einen Faktor-Korb zu legen, und empfehlen deshalb eine Aufteilung des Risikos auf mehrere, sich gut ergänzende Produkte.

