



BILD: IRIS C. RITTER

Die Mischung macht's

Faktorinvestoren kombinieren verschiedene Anlagestile. Dabei sollten sie sich nicht zu sehr verzetteln. Sonst resultiert mit viel Aufwand die Indexrendite. **THORSTEN HENS**

Bei einem Besuch in Paris begeistern uns die grossartigen Meisterwerke von Botticelli, Van Dijk, Rubens, Monet oder Van Gogh. Die Formen und Farben der jeweiligen Epoche sind einzigartig. Nüchtern betrachtet, hat uns aber Isaac Newton schon gezeigt, dass jede noch so schöne Farbe eine Kombination der drei Grundfarben Rot, Blau und Gelb ist. Diese Erkenntnis gilt auch beim Investieren.

Im US-Aktienindex S&P 500 gibt es 500 Aktien. Deshalb könnte man meinen, dass es 500 einzelne Faktoren gibt, die die Renditen der 500 Aktien bestimmen, da jedes Unternehmen ein einzigartiges Geschäftsmodell, einen besonderen Chef und vielfältige Mitarbeiter hat. Berechnet man jedoch die Varianz-Kovarianz-Matrix der Renditen aller Gesellschaften im S&P 500, so stellt man fest, dass schon sechs bis acht Dimensionen ausreichen, um die Schwankungen der Renditen aller 500 Firmen sehr gut zu beschreiben. Man kann also die 500 Renditen der Titel im S&P 500 mit nur sechs bis acht Faktoren nachbauen. Somit kann auch jedes Portfolio, das auf den 500 Werten des S&P 500 basiert, mit einem geeignet gewählten Portfolio aus sechs bis acht Faktoren so nachgebildet werden, dass man die gleichen Rendite-Risiko-Eigenschaften hat.

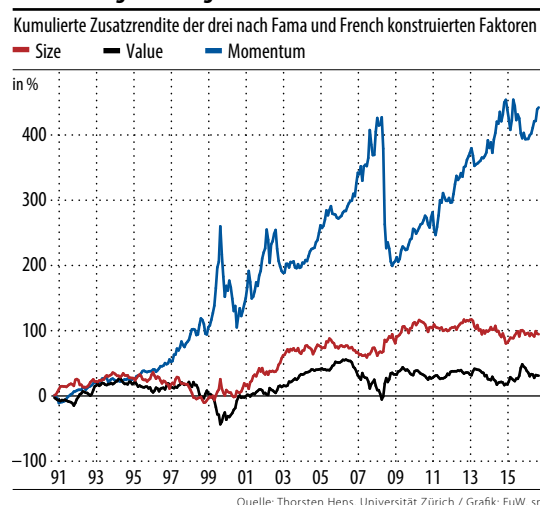
Auf die Variation kommt es an

Grundidee des Faktor-Investing: Sie verstehen, dass eine gleichmässige Mischung aller noch so schönen Farben eines Farbkastens zu einem tristen Grau führt. So ist eine fixe Kombination aller Investitionsstile letztlich stilllos. Mit einer variierenden Zusammensetzung von jeweils nur wenigen Farben kann man aber ein interessantes Gemälde malen. Sie kennen Kriterien, anhand derer Sie entscheiden können, welcher Mix von wenigen Stilen wie Buy & Hold, Carry, Value, Growth oder Momentum für Sie am besten ist.

Wissenschaftliche Fundierung

Die Idee des Faktorinvestierens ist, die sechs bis acht Faktoren, die es gemäss der Varianz-Kovarianz-Analyse gibt, anhand von einfachen Anlageregeln umzusetzen. Interessanterweise geben die in dieser Serie besprochenen Stile – Passiv, Rebalancing, Carry, Value, Growth und Momentum – Hinweise auf die gesuchten Faktoren. Nur muss man die Stile als exakte Anlageregeln festlegen, sodass kein Spielraum mehr für diskretionäre Entscheidungen besteht. Passiv führt zum Marktfaktor – ein Baustein des Faktorinvestierens ist also der Index. Rebalancing lohnt sich umso mehr, je stärker die Renditen schwanken. Somit führt Rebalancing zum Faktor Volatilität, der durch einen Volatilitätsindex wie den Vix abgebildet werden

Einfache Regeln schlagen den Markt



kann. Die Idee das Carry-Investierens ist, dass gemäss der Cashflow-Rendite, bei Aktien also der Dividendenrendite, investiert wird. Und in der Tat kann man einen Faktor konstruieren, der proportional zur relativen Dividendenrendite der Aktien anlegt. Für das Value-Investieren nimmt man im einfachsten Fall den Kehrwert des Kurs-Buchwert-Verhältnisses als Faktor, und Growth kann durch die Marktgrösse (Size) approximiert werden. Schliesslich kann der Faktor Momentum durch ein Portfolio abgebildet werden, in dem man mehr von denjenigen Aktien kauft, die im vergangenen Monat gestiegen sind.

Wenn jedes Portfolio durch eine Allokation von Faktoren gebildet werden kann, so müsste es auch möglich sein, den Erfolg von Investoren wie Jack

Bogle oder Warren Buffett durch Faktorstrategien zu replizieren. Um Bogle, den Erfinder des passiven Anlegens, durch Faktoren nachzubilden, genügt natürlich der Marktindex. Eine Studie von Andrea Frazzini, David Kabiller und Lasse Pedersen zeigt, dass in den Renditen von Buffett neben dem Marktindex das Kurs-Buchwert-Verhältnis wichtig ist. Zusätzlich muss man aber einen Faktor hinzufügen, der die zukünftige Gewinnentwicklung abbildet – die Strategie von Buffett enthält also auch Growth-Überlegungen. Interessant ist zudem, dass Buffett eher in Unternehmen mit grosser Marktkapitalisierung und in solche, deren Rendite nicht zu volatil ist, investiert. Die Faktoren Marktkapitalisierung und Volatilität helfen also, die Renditen von Buffett zu erklären, wenn man darin die entgegengesetzte Position eingehet.

Wo ist der Haken?

Investieren nach Faktoren ist interessant – vorausgesetzt, dass man nicht zu viele Faktoren miteinbezieht und so letztlich mit viel Aufwand nur die Indexrendite generiert. Im Aktienbereich sind einige wenige sehr ertragreiche Faktoren gefunden worden. Dennoch gibt es noch ungelöste Fragen. Zum Beispiel sind in den akademischen Studien die besten Faktorstrategien solche, die Aktien regelmässig nach gewissen Kennziffern wie Marktkapitalisierung, Kurs-Buchwert-Verhältnis oder vergangene Rendite sortieren und dann Long- und Short-Positionen eingehen (vgl. Grafik). Diese Faktorkonstruktion haben Fama und French in ihrem Dreifaktormodell bekannt gemacht.

Die Strategien haben aber eine hohe Umschlagshäufigkeit und somit hohe Transaktionskosten und könnten in der Praxis vielleicht gar nicht umsetzbar sein, da man kleine Unternehmen nicht immer leerverkaufen kann. Zudem sind ausserhalb des Aktienbereichs noch wenig gute Faktoren bekannt. Bei den Anleihen kann man zwar Faktoren durch Zinsdifferenzen bilden, jedoch müssen Ausfallrisiken und Wechselkursentwicklungen mitberücksichtigt werden. Schliesslich schaffen es die Replikationsstudien noch nicht, die Strategien von grossartigen Investoren nachzubilden. Die erwähnte Studie kann die Renditen von Buffett nur zur Hälfte erklären. Ähnlich verhält es sich mit Replikationsstudien zu den besten Carry- oder Growth-Anlegern. Durch Faktor-Investing ist es also noch nicht gelungen, die hervorragende Renditen von grossartigen Investoren mit Stil wie Edward Thorp, Warren Buffett, Peter Püthringer, Peter Lynch oder David Winton Harding zu erreichen.

Thorsten Hens ist Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.

- 1/7: Buy & Hold
Abwarten und Tee trinken
- 2/7: Rebalancing
Richtig austariert
- 3/7: Value
Von Preis und Wert
- 4/7: Carry
Der Cashflow zählt
- 5/7: Growth
Alles fängt mal klein an
- 6/7: Momentum
The Trend is your Friend

Serie Investitionsstile Faktoren

7/7



BILD: E. J. WAMBEGANS/CHICAGO TRIB./MCT/GETTY IMAGES

DAVID G. BOOTH

David G. Booth ist der berühmteste Faktorinvestor in der Praxis. Er hat das Handwerk bei Eugene Fama und Kenneth French an der Universität Chicago gelernt und bei Dimensional Fund Advisors (DFA) seit über dreissig Jahren erfolgreich umgesetzt. DFA verwaltet derzeit Assets von 500 Mrd. \$ und hat seit 1982 den Gesamtertrag des S&P 500 – also inklusive reinvestierter Dividenden – um mehr als 2% pro Jahr übertroffen. 2008 stiftete Booth der Universität Chicago 300 Mio. \$ für ihre Business School, die seither seinen Namen trägt.