

Faktor-Investing und ‚Smart Beta‘ – auf der Suche nach neuen Risiken

Einer der derzeit im Asset Management prominent diskutierten Begriffe ist das ‚Smart Beta‘. Es wird von den Anbietern als der intelligente Weg zu effizienten Portfolios gepriesen. Laut einer Analyse von Morningstar sind in Europa derzeit rund 31 Mrd. Dollar in ETFs mit entsprechenden Beta-Strategien investiert, in den USA sind es rund 450 Mrd. Dollar. In den letzten 12 Monaten ist das Marktsegment nach verwaltetem Vermögen um 18,6% gewachsen. Institutional Money spricht mit Dr. Peter König, einem der beiden Partner von Delta Management Consulting.

IM: Herr Dr. König, was versteht man denn genau unter ‚Smart Beta‘?

Allgemein handelt es sich darum, dass ein Portfolio nach besonderen Risikoeigenschaften ausgerichtet wird. Die Risikofaktoren – oder Betas – ergeben sich bei Aktien aus der Reaktion der Titel auf Kennzahlen wie Dividendenrendite, Kurs-/Buchwert, Marktkapitalisierung, Gewinnwachstum, oder auch auf Volatilitätskennzahlen. ‚Smart Beta‘ ist dabei eher ein Marketing-Begriff. Die neutralere Bezeichnung wäre ‚Strategic Beta‘, weil diese Faktorzusammenhänge ja auch möglichst längerfristig stabil und damit strategisch sein sollten.

IM: Können Sie etwas zu den Wurzeln dieses Gedankens sagen?

Zum ersten Mal ausführlich beschrieben wurde das Investieren nach fundamentalen Kennzahlen von Benjamin Graham in seinem Buch *Security Analysis* schon im Jahre 1934. Die Faktor-Analyse mit mehreren Beta-Koeffizienten wurde dann in einem Artikel von Stephen Ross im *Journal of Economic Theory* im Jahr 1976 formalisiert. Große Aufmerksamkeit erfuhr dann eine empirische Studie über US-Aktien von Eugene Fama und Kenneth French aus dem Jahr 1992. Diese zeigten dass man US-Aktien nach den Risikofaktoren Kurs-/Buchwert und Marktkapitalisierung gruppieren konnte. Unternehmen mit niedriger Kapitalisierung und niedrigem Kurs-/Buchwert – also Small Cap- und ‚Value‘-Aktien – zeigten dabei eine bessere Performance.

IM: Sie erwähnen Studien aus den 70er und 90er Jahren. So ganz neu hört es sich also nicht an, beim Portfoliomanagement auf die genannten Faktoren zu achten. Wie erklären Sie sich den augenblicklichen Hype auf dieses Thema?

Zunächst führten die Krisen der letzten Jahre zu einem Hinterfragen der einfachen Portfolio- oder Indexkonstruktionen nach der Marktkapitalisierung, da bei diesen nur der Risikofaktor ‚Größe‘ – und auch die Liquidität – eine Rolle spielen. Wenn man nur in den DAX oder den EuroStoxx50 investiert setzt man sich dem Faktor ‚Größe‘ aus und vernachlässigt die kleineren Titel. Solche Indizes oder Portfolios haben aber eben prozyklische Eigenschaften.

Ein zweiter Punkt ist der Wunsch vieler Investoren möglichst stabile Erträge und weniger Volatilität zu erhalten. Dies erklärt warum Strategien und Produkte mit Aktien mit hohen Dividendenrenditen und mit niedriger Volatilität besonders nachgefragt werden.

Der dritte Punkt ist, dass sich in den letzten Jahren die Indexanbieter und die ETF-Branche des Themas annahmen, weil sie hier die Möglichkeit sehen ihr Produktangebot mit einer Vielzahl von Indizes und Fonds auf die verschiedensten Beta-Faktoren zu erweitern.

IM: Was unterscheidet denn nun ‚Smart Beta‘ oder ‚Strategic Beta‘ vom Faktor-Investing?

Faktor-Investing ist der allgemeine Oberbegriff. Darunter kann man zwischen dem aktiven Management nach Faktoren oder Stilen einerseits und den ‚Strategic Beta‘-Produkten andererseits unterscheiden.

Das Management nach den Investmentstilen ‚Value‘ und ‚Growth‘ ist in den USA weit verbreitet. Aufgrund der Größe des US-Marktes decken die Benchmark-Indizes wie der S&P 500 von vornherein ein breiteres Universum ab. Insofern macht eine Spezialisierung nach Stilen durchaus Sinn, rein informationstheoretisch haben die aktiven Asset Manager dann eine bessere Möglichkeit zur Outperformance. Jeder muss in seinem Stil eben nur einen Teil des Universums analysieren, und die Unternehmen und Titel haben womöglich auch ähnliche Eigenschaften. Diese Homogenität eines Stils ergibt sich dadurch, dass man mehrere einzelne Kennzahlen oder Beta-Faktoren mit Eigenschaften ähnlicher Art kombiniert und so einen übergeordneten Stil wie ‚Value‘ oder ‚Growth‘ erhält.

Bei einem typischen ‚Strategic Beta‘-Produkt wird das Portfolio nach festen quantitativen Regeln konstruiert. Man nimmt also beispielsweise die 25 Titel mit der höchsten Dividendenrendite und investiert zu Beginn mit gleichen Gewichten. Bleiben diese Regeln unverändert, dann kann man auch von einem Faktor-passiven Investment sprechen, es gibt keinen Portfoliomanager der im Zeitverlauf eingreift. Jedes dieser Produkte wird von vornherein und wohl auch für lange Zeiten als ‚smart‘ und stabil angesehen. Diese Stabilität erscheint bei einzelnen speziellen Faktoren aber sehr fraglich, deshalb geht der Trend auch hier zu Multi-Faktor-Produkten.

IM: Das würde bedeuten, dass der wesentliche Unterschied zwischen ‚Strategic Beta‘ und dem klassischen Management von Stilen wie ‚Value‘, ‚Growth‘ und Small Cap in der Frage aktiv oder passiv liegt?

Im Grunde ja. Es kommt aber noch eine Besonderheit hinzu. Einen aktiven Manager eines Investmentstils kann man auch immer gegen einen passenden Benchmark-Index wie MSCI Value oder MSCI Growth messen. Der Investor kann damit eine klassische Managerselektion vornehmen und auch Kriterien wie die Erfahrung des Managers und Stabilität des Personals in die Beurteilung einfließen lassen. Im Segment der ‚Strategic Beta‘-Produkte hingegen wird eine Vielzahl von speziellen Konstruktionen angeboten, die Track Records sind zumeist historisch simuliert. Und oft ist die Konstruktion zwar passiv, es wird aber mit einer historischen Outperformance über die gängigen Marktindizes geworben.

Der Investor wählt also nicht eine einfache passive Strategie zum Nachbilden eines gängigen Index, sondern er beurteilt die Sinnhaftigkeit und Stabilität einer besonderen quantitativen Konstruktion. Er vertraut nicht dem Stil eines aktiven Fondsmanagers, sondern der von einem Konstrukteur berechneten Statistik. Man kann sich vorstellen, dass hier selten Konzepte mit einer historisch simulierten Unterperformance angeboten werden. Und wenn sich die Faktorzusammenhänge dann doch als instabil erweisen, kann er nicht mit dem Fondsmanager sprechen, sondern muss das Produkt verkaufen. Während ‚Strategic Beta‘-Produkte in sich zwar passiv sind, verwischen sich hier aus Investorensicht somit die Grenzen zwischen aktiv und passiv.

IM: Bedeutet dies, dass mit der Ausrichtung auf Risikofaktoren für Investoren ein erhöhtes Risiko einher geht?

Der Investor muss sich eine Einschätzung über die zukünftige Entwicklung der jeweiligen Risikofaktoren bilden. Dies gilt zwar auch für einfache Risikoprämien wie die von Aktien insgesamt. Aber je komplexer ein Risikofaktor konstruiert ist, desto schwieriger ist die Einschätzung der Prämie und desto höher die Wahrscheinlichkeit dass man falsch liegt. Und dieses Risiko verbleibt beim Investor, vor allem dann wenn das Produkt vom Asset Manager nur passiv umgesetzt wird.

IM: Wie kann ein institutioneller Investor damit umgehen?

Die feinere Steuerung des Portfolios nach Risikofaktoren verlangt einen höheren Aufwand. Nehmen wir als Beispiel eine prominente risikoorientierte Strategie wie ‚Risk Parity‘. Hier ist das Ziel eine Reduktion des Portfoliorisikos, und dieses soll vor allem mit einer Veränderung der Gewichte der einzelnen Titel erreicht werden. Dies geschieht ohne irgendwelche Einschätzungen der Renditen, die Erwartung ist also dass diese keine Rolle spielen bzw. dass für die speziellen Risiken keine Prämien bezahlt werden. Die Portfoliokonstruktion erfolgt über eine relativ rustikale Gleichgewichtung der Risikobeiträge. Auf den ersten Blick also eine ganz einfache und intuitiv eingängige Vorgehensweise.

Die Frage ist ob das aufgeht und ob solche einfachen Strategien dauerhaft effizient sind. Falls beispielsweise in der Praxis neben der Risikoreduktion eine Outperformance entsteht, dann stellt sich sofort die Frage ob nicht doch fundamentale Faktoren dahinter stehen. Im Falle eines höheren Risikos oder einer deutlichen Unterperformance wird ohnehin nachgefragt werden. Also entsteht ein weiterer Analyseaufwand, ebenso ein erhöhter Aufwand beim Benchmarking des Produkts, in der Performanceattribution und im Risikomanagement. Im Ergebnis muss jede besondere Strategie und Risikoprämie auch erarbeitet werden, vom Investor, vom Asset Manager und vom Investment Consultant. Und dies gilt analog sogar auch für risikoreduzierende Strategien.

IM: Können sich Risikofaktoren auch neutralisieren, z.B. durch negative Korrelation?

In der Tat, und das gilt vor allem für die in den USA gängigste Strategie: Dort wird der breite Markt in zwei komplementäre Stile unterteilt, ‚Value‘ und ‚Growth‘. Investiert man in beide Segmente gleichermaßen, dann bleibt das Portfolio faktorneutral. Mandatiert man dann in jedem Segment aktive Stilmanager ergibt sich daraus das Potenzial für Alpha. Somit verbleibt im Portfolio neben dem allgemeinen Marktrisiko lediglich das Managerrisiko, und dieses kann sogar diversifiziert sein. Andererseits sind in den USA auch die stilpassiven Produkte auf ‚Value‘ und ‚Growth‘ dominant, sie haben einen Marktanteil an ‚Strategic Beta‘-ETFs von zusammen fast 50%. US-Investoren nutzen diese somit wohl auch zur Steuerung ihrer Stilallokation, nur eben mit passiven Produkten. Insgesamt sind die USA eben ein Land in dem das Investieren nach Investmentstilen vorherrscht. In Europa sind hingegen mit einem Marktanteil von über 50% vor allem Dividendenstrategien gefragt, gefolgt von risikoreduzierenden Strategien mit einem Marktanteil von 13%.

IM: Wie erklärt sich diese Konzentration auf Produkte und Aktien mit hohen Dividendenrenditen?

Von europäischen Investoren werden aktuell Dividendenrenditen als Ersatz für niedrige Zinserträge angesehen. Dazu kommt dass Aktien mit hohen Dividendenrenditen und entsprechende Produkte in den letzten drei Jahren eine höhere Performance aufwiesen als die breiteren Indizes. In den USA war dieser Effekt nicht so ausgeprägt. Generell stellt sich aber die Frage, wie dauerhaft solche spezifischen Effekte eines einzelnen Faktors sind. Zur taktischen Steuerung eines Portfolios kann ein entsprechender ‚Strategic Beta‘-ETF mit niedrigeren Kosten gut geeignet sein. Damit verwischt sich aber nicht nur die Grenze zwischen aktiv und passiv, sondern auch die zwischen strategischer und taktischer Allokation. Es handelt sich dann eher um ein ‚Tactical Beta‘-Investment.

IM: Können ‚Strategic Beta‘-Produkte und Faktor-Investing nicht auch helfen, die Kosten für institutionelle Investoren zu reduzieren?

Vom Aufwand her betrachtet sollten Faktor-passive Produkte in den Gebühren unterhalb von aktiven Produkten und näher an völlig passiven Fonds liegen. Die meisten ‚Strategic Beta‘-ETFs liegen in einem Bereich von 30 bp bis 50 bp bei der Managementgebühr und damit in derselben Größenordnung wie aktiv verwaltete Aktien-Spezialfonds. Also sind entweder die Gebühren für die aktiven Fonds zu niedrig oder die der Faktor-passiven zu hoch. Für Ersteres spricht, dass in Deutschland ein guter Teil der Kosten bei den aktiven Fonds immer noch bei den Transaktionen anfällt, die Gesamtbelastung also tatsächlich höher ist. Für Letzteres spricht, dass das Segment ‚Strategic Beta‘ eben sehr heterogen ist und deshalb kein wirklicher Wettbewerb zwischen den Produkten herrscht. Im Grunde übernimmt der Investor hier ein besonderes Faktorisiko und hat dadurch höhere Kosten, der Anbieter setzt dies passiv um und erhält dennoch eine relative hohe Gebühr. Dies liegt wohl auch daran, dass aufgrund der semiaktiven Natur von ‚Strategic Beta‘ die Aufteilung der Risiken und Rollen nicht so klar ist.

IM: Bisher haben wir über Aktien-Investments gesprochen. Gibt es ‚Strategic Beta‘-Strategien oder Faktor-Investing auch im Bond-Bereich?

Gerade hier ist das besonders interessant. Das Pendant zur Marktkapitalisierung im Aktienbereich ist hier ja der Schuldenstand. Dies bedeutet dass nach dem Faktor ‚Größe‘ zunächst einmal in den größten Schuldner investiert wird. So hat beispielsweise im iBoxx Eurozone Index Italien ein Gewicht

von über 20%. Die Frage ist ob man das will. Oder will man vielleicht eher auf den Faktor ‚Wirtschaftskraft‘ setzen und nach dem Sozialprodukt gewichten? Ähnliches gilt bei Unternehmensanleihen, wo sich in Europa nach dem Faktor ‚Größe‘ zunächst einmal ganz besondere Branchengewichtungen ergeben. Auch hier bieten andere Risikofaktoren die Möglichkeit zur Konstruktion effizienterer Portfolios wie z.B. mit einer Berücksichtigung des Faktors ‚Bonität‘. Aber auch hier gilt es die Frage zu beantworten, ob man dies über aktives Portfoliomanagement umsetzen will, gegebenenfalls auch mit veränderten Benchmark-Konstruktionen, oder über Faktor-passive Produkte.

IM: Wie lautet Ihr Fazit zu ‚Strategic Beta‘- oder Faktor-Investing-Ansätzen?

Die zugrunde liegende Theorie ist dieselbe, und in der Praxis ist Faktor-Investing ein sehr sinnvoller Ansatz, der viele Möglichkeiten der Portfoliosteuerung erlaubt. Insbesondere das Management von Portfolios nach Investmentstilen wird auch in Europa noch stärker an Bedeutung gewinnen, da man – auch durch die Diskussion über ‚Strategic Beta‘ – erkannt hat, dass die einfachen kapitalisierungsgewichteten Indizes zu einer ausgewogenen Portfoliosteuerung oft nicht ausreichen. Allerdings ist der Aufwand für Investoren bei der Manager- und Produktauswahl höher, ebenso in der Performancemessung und im Risikomanagement. In Europa sollten die Frage der Beimischung von Small Caps und die Identifikation guter Stilmanager dabei vielleicht etwas mehr in den Vordergrund rücken als der Versuch über Financial Engineering immer speziellere Risikoprämien zu entdecken.