

Faktor-Investing als Baustein für das institutionelle Portfolio

VON ULF FÜLLGRAF, BENJAMIN BADEL UND ULRICH JUNGBAUER



Das sogenannte Faktor-Investing, das sich auch unter den Begriffen Smart Beta, Strategic Beta etc. etabliert hat, gewinnt zunehmend an Bedeutung in den Portfolios institutioneller Anleger. Ulf Füllgraf, Benjamin Badel und Ulrich Jungbauer von Alpha Centauri gehen in ihrem Beitrag auf die ökonomischen Grundlagen sowie die Charakteristika verschiedener Ansätze ein und stellen Lösungsansätze für die Anleger vor.

1 Einleitung

Fortschritte in der empirischen Kapitalmarktforschung, längere und bessere Datenverfügbarkeit, leistungsfähigere Risikomodelle, niedrigere Transaktionskosten und ein wachsendes ETF-Angebot haben in den letzten Jahren dazu beigetragen, dass Faktor-Investing – auch als Smart Beta, Strategic Beta etc. bezeichnet – zunehmend Bedeutung in den Portfolios institutioneller Anleger gewinnt.

Einer der Auslöser für diese Entwicklung war u. a. die Studie von Ang, Goetzman und Schaefer für den Norway Government Pension Fund¹ aus dem Jahr 2009, in der die Autoren nachwiesen, dass die aktiven Managementkomponenten des Fonds aus einer Reihe bekannter systematischer Risikoprämien bestehen und keine Alpha-Quelle darstellen. Die Autoren gaben als Fazit die Empfehlung ab, diese Risikoprämien als einen Bestandteil der Benchmark in der strategischen Asset Allocation des Fonds zu verankern.

Für die Modellierung der Asset Allocation verwenden Investoren typischerweise im ersten Schritt Indizes, bevor in einer weiteren Stufe über die Art der Implementierung – aktiv oder passiv – entschieden wird. Das Angebot an Smart-Beta-Indizes ist mittlerweile recht breit – zwischen den einzelnen Konzepten der jeweiligen Indexanbieter gibt es jedoch erhebliche Unterschiede, selbst wenn es sich um Indizes des gleichen Faktors – z. B. Value – handelt. Das führt dazu, dass sich je nach Konstruktion die relative Performance zur marktkapitalisierten Benchmark nicht nur im Niveau, sondern im Vorzeichen erheblich unterscheidet – zudem divergieren die Risikoparameter erheblich.

Europäische Investoren sind bei Faktor- und Risikoprämieninvestments nach wie vor überaus zurückhaltend. Zwei Umfragen von RUSSEL² und Edhec³ aus dem Jahr 2015 geben einen guten Einblick in die Gründe dafür. Im Wesentlichen lassen sich die Antworten drei Themenblöcken zuordnen:

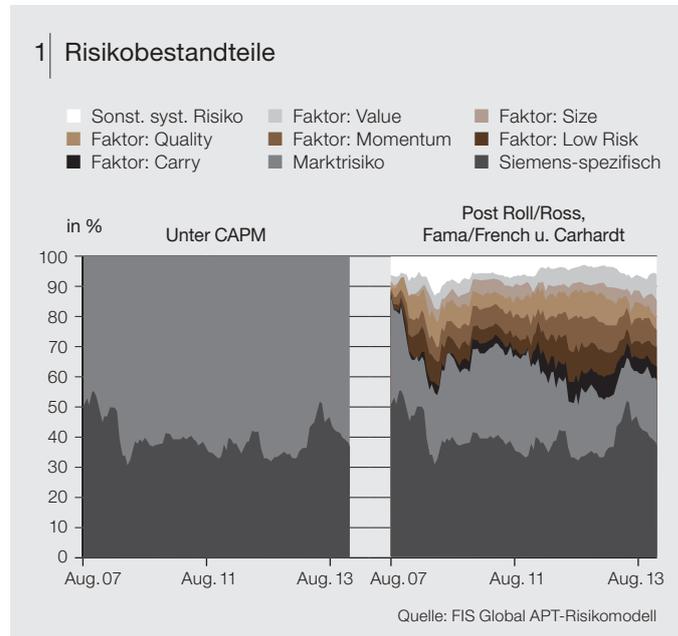
1. Unzureichende Grundlageninformationen in Bezug auf die theoretische Fundierung, die fundamentale und ökonomische Basis sowie die Nachhaltigkeit der Prämien.
2. Unterschiede zwischen verschiedenen Indexkonzepten, insbesondere bezogen auf den Tracking Error zum marktkapitalisierten Index, die Rebalancing-Frequenz, den Turnover sowie die damit zusammenhängenden Implementierungskosten.
3. Umsetzungsfragen für die tägliche Anlagepraxis mit aktuellen Risiko- und Szenarioanalysen und Entscheidungsunterstützung für die aktive Allokation von Faktoren.

2 Grundlagen

2.1 Theoretische Fundierung

Die wesentlichen Grundlagen des Faktor-Investings haben sich aus der empirischen Kapitalmarktforschung der letzten sechzig Jahre entwickelt. Die wesentlichen Meilensteine sind den meisten Investoren geläufig und mit den Namen Markowitz, Sharpe, Roll/Ross, Fama/French und Carhardt verbunden. Eine sehr gut aufbereitete, detaillierte Zusammenstellung der wesentlichen Quellen findet sich in dem bereits genannten Paper von Edhec. Zusammengefasst kam man zu der Erkenntnis, dass es mehr „systematische Risiken“ als nur

das Marktrisiko oder -Beta gibt. Mithilfe moderner Risikomanagementsysteme kann man diese Risiken heute sichtbar und zum Beispiel mit Smart-Beta-ETFs investierbar machen, wie das Siemens-Beispiel in **Abbildung 1** zeigt.



Daraus kann man als Investor bereits erste Erkenntnisse über die Ertragsquellen von Faktor-Investments ziehen. Da sie für das Eingehen systematischer Risiken – Betas jenseits des Marktes im Sinne der Theorie – kompensieren, muss der mittel- bis langfristige Erwartungswert positiv sein. Im Gegensatz zum Alpha, dessen Erwartungswert für alle Investoren im Aggregat null – unter Berücksichtigung von Transaktionskosten sogar negativ – ist. Sharpe hat dies in „The Arithmetic of Active Management“⁴ deutlich dargelegt.

2.2 Ökonomische Basis

Die Bewegungen an den Kapitalmärkten der letzten 20 Jahre haben sowohl in der gelebten Investmentpraxis als auch in der Forschung mittlerweile zu starken Zweifeln an einigen „Paradigmen“ der Portfoliotheorie geführt. Wir betrachten in der Folge zunächst traditionelle Bond- und Aktieninvestments aus der Sicht der Finanzierungs- und Optionspreistheorie und versuchen zu erklären, warum die Skepsis u.E. mehr als gerechtfertigt sein könnte. Black, Scholes⁵ und Merton⁶ erklären in ihren grundlegenden Arbeiten zur Optionstheorie alle Verbindlichkeiten eines Unternehmens – also Fremdkapital – als Optionen oder Bündel von Optionen.⁷

Vereinfacht zusammengefasst kann man in Bezug auf die Auszahlungsprofile sagen:

- Fremdkapital (z. B. Corporate Bonds oder Kredite) repliziert einen Short Put,
- Eigenkapital (Aktien) repliziert einen Long Call, jeweils mit einem Basispreis auf dem Buchwert des Eigenkapitals resp. Wert des Fremdkapitals.

Die Optionalität ergibt sich aus bedingten Ansprüchen („contingent claims“) gegen die Cashflows und damit gegen die Assets des Unternehmens. Richard Roll, einer der Väter der Arbitrage Pricing Theory, hat die reale Position eines Aktieninvestors als aus drei Teilen bestehend beschrieben: Long-Position in den Aktiva, Short-Position im Fremdkapital und Option zum Default gegenüber den Fremdkapitalgebern.⁸

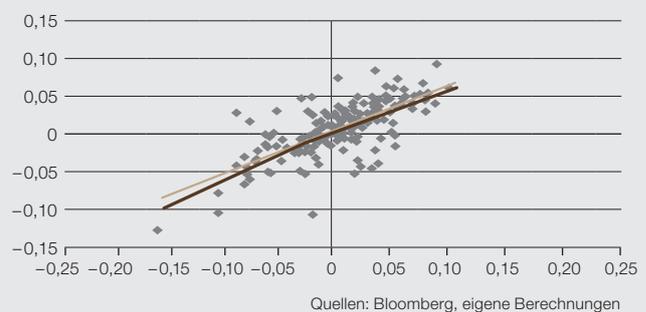
Stellt man sich die Passivseite der Bilanz eines Unternehmens vereinfacht aus Fremdkapital in Form von Corporate Bonds und Eigenkapital in Form von Aktien finanziert vor, verändert sich das Auszahlungsprofil der verschiedenen Investments in der Bilanz von oben nach unten i. W. entlang der Parameter Liquidität und Seniorität. Auf die Arbeiten von Black, Scholes und Merton übertragen, bedeutet das u. E.: von „out of the money puts“ zu „out of the money calls“. Eine Wandelanleihe als Hybrid zwischen Fremd- und Eigenkapital repliziert diese Struktur aus Put und Call. Man spricht bei Wandelanleihen zwar immer vom „Bond Floor“ – das gilt jedoch nur, solange das Ausfallrisiko unberücksichtigt bleibt; ansonsten hat man als Investor beide o. g. Optionen im Portfolio. Für ein Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil und hoher Ausfallwahrscheinlichkeit ist danach der „Put“ der Fremdkapitalgeber weit im Geld – der „Call“ der Aktienbesitzer weit aus dem Geld. Bei steigender Ausfallwahrscheinlichkeit sind kurzfristige Laufzeiten stärker betroffen – die Zahlungen liegen zeitlich am Nächsten. Deren Barwert kommt so stark unter Druck, dass die Renditen stärker steigen als bei Lang-Läufern, die Zins- oder Kredit(CDS)-Kurve verflacht oder invertiert.

Diesen Effekt konnte man auch gut während der Eurokrise bei den Zins- und CDS-Kurven der Krisenländer beobachten. Bei überwiegend vorherrschender Steilheit der Volatilitäts-, Zins- und Kreditkurven lassen sich damit die hohen Returns sowohl für kurz laufende Short-Optionen als auch für Short Term Credit genauso erklären wie die Risiken: Nimmt die Ausfallwahrscheinlichkeit zu, kommen die „short puts“ (Fremdkapital) nach und nach „ins Geld“, die „long calls“ (Eigenkapital in Form von Vorzugs- und Stammaktien) gehen „aus dem Geld“. Daraus ergibt sich, dass Investoren am vorderen Ende auf dem risikoreichsten Teil der jeweiligen Kurve investiert sind und dafür entsprechend mit mehr Return pro Einheit Risiko kompensiert werden. Die meisten Short-Term-Corporate- (z. B. High Yield) und Volatilitätsprodukte beuten also systematisch ableitbare Risikoprämien aus – und kein Alpha. Was hat das alles mit Faktor-Investing zu tun?

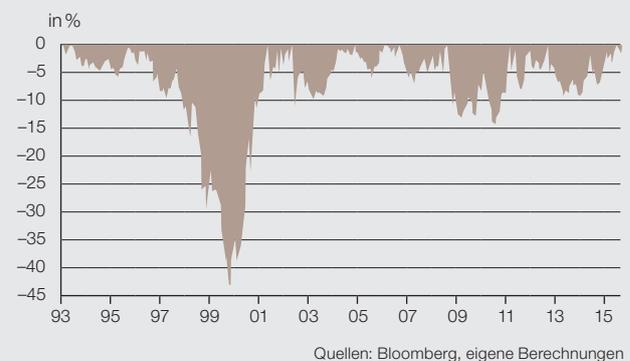
Faktorprämien haben gegenüber ihrem Benchmark-Index ebenfalls asymmetrische Auszahlungsprofile. Die Asymmetrie ergibt sich i. W. aus dem jeweiligen ökonomischen Hintergrund und aus dem (sich verändernden) Beta resp. den systematischen Risiken jenseits vom Faktor-Exposure. Anhand eines Beispiels lässt sich das recht gut erklären. Den meisten Investoren ist die „Low Volatility“-Prämie (Minimum Varianz) bekannt, zu der es neben zahlreichen Veröffentlichungen viele Index-, ETF- und Fondsangebote gibt. Ein Low-Volatility-Investment repliziert i. d. R. gegenüber dem Benchmark-Index einen „short-put“. Ausprägung und statische Signifikanz variieren je nach Indexdesign. Dieses Profil verspricht den höchsten Ertrag in Phasen, in denen der Gesamtmarkt eher seitwärts tendiert –

ein Charakteristikum für die Aktienmarktphase von 2000 bis heute, in der der DAX per Saldo kaum p. A. Performance generieren konnte. Das Put-Profil ergibt sich daraus, dass bei fallenden Märkten die Low-Beta-Aktien sukzessive mehr Beta aufnehmen – also risikoreicher werden, womit der Put „ins Geld“ kommt, während vorherige High-Beta-Aktien (Long Calls) an Beta verlieren – also risikoärmer werden. Die **Abbildung 2** zeigt das Auszahlungsprofil des S&P US Low Volatility Index gegenüber dem S&P und **Abbildung 3** das Drawdown-Profil der Überschussrendite. Phasen von relativer Underperformance enden i. d. R. um –10% – während der „Tech-Bubble“ mussten Investoren 45% Drawdown hinnehmen.

2 | Auszahlungsprofil des S&P US Low Volatility Index



3 | Drawdown-Profil der Überschussrendite



Leider gibt es nicht immer komplementäre „High Beta“-Indizes, um deren Profil im Vergleich zu zeigen, eine Herleitung ist analog dem oben genannten Bilanzbeispiel dennoch möglich. Da die nicht im Low-Volatility-Index vertretenen Aktien das äquivalente Auszahlungsprofil zeigen müssen, damit im Aggregat der Benchmark und damit „Beta 1“ entsteht, kann das Profil eigentlich nur ein „long call“ sein. Minimum-Varianz-Aktien „rollen“ also die Beta- oder Volatilitätskurve „nach oben“ – im Gegensatz zu den vorher genannten Beispielen Short-Term Bond und Volatilität, die nach unten rollen. Die Folgen daraus sind aber im Grundsatz die gleichen – am „vorderen Ende“ der Kurve sind die (risikoadjustierten) Returns am höchsten und, so wie Bond- und Volatilitätsinvestments mit abnehmender Laufzeit wieder verlängert – oder „nach oben gerollt“ – werden, müssen Minimum-Varianz-Aktienportfolios „nach unten gerollt“, also rebalanced werden. Die überwäl-

tigende Mehrheit der Literatur spricht in Bezug auf den Low-Volatility-Effekt von einer Anomalie, weil ein Grundgesetz der Portfoliotheorie – mehr Rendite bedeutet automatisch mehr Risiko – hier nicht zu stimmen scheint. Durch die Optionspreistheorie, die Variation im Beta und die Kurvenperspektive betrachtet, lässt sich entlang dieser Parameter eines der größten „Puzzles in Finance“ vielleicht relativ rational erklären.

Die Asymmetrie von Risikoprämien im Allgemeinen lässt darüber hinaus starke Zweifel daran aufkommen, dass Volatilität überhaupt „das Risiko“ ist, das mit Return vergütet wird. Lempérière et al.⁹, Jiang, Wu und Zhou¹⁰, Li und Wang¹¹, Ang, Chen und Xing¹² sowie Xion, Idzorek und Ibbotson¹³ kommen zum Ergebnis, dass höhere Tail-Risiken mit entsprechenden Returns vergütet werden, höhere Volatilität dagegen nicht. Für Strategien mit nicht linearen, optionsartigen Auszahlungsprofilen beschreibt Volatilität sowie alle davon abgeleiteten Kennziffern wie VAR und CVAR die Risiken nur ungenügend. Darüber hinaus sind bei fast allen kapitalmarktbezogenen Analysen Korrelationen, Beta und Alpha – also auf linearen Zusammenhängen basierende Berechnungen – die wesentlichen Beweismittel. Bei asymmetrischen Profilen ist von Linearität jedoch nicht auszugehen – womit der Wert vieler Analysen mindestens fragwürdig erscheint.

2.3 Nachhaltigkeit der Faktorprämien

Eine der meistgestellten Fragen im Zusammenhang mit Faktor-Investments dreht sich um die Nachhaltigkeit der Prämien. Da es sich um eine Kompensation für die Übernahme systematischer Risiken handelt, sollten die Prämien im Aggregat und auf mittel- bis längerfristige Zeiträume auch zukünftig Erträge liefern. Das sollte allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass einzelne Faktoren über gewisse Zeiträume keine Risikoprämie liefern. Allerdings gilt das für traditionelle Asset-Klassen ebenfalls, wie die Performance japanischer Aktien seit 1988 zeigt, die seitdem im Drawdown sind. Im Grunde ist das vergleichbar mit einer Versicherung, die Leben-, Hausrat-, Feuer- oder Haftpflichtpolen anbietet. In einzelnen Bereichen können die Prämien unter Druck geraten und in Verbindung mit hohen Schäden zu negativen Ergebnissen führen – auf Gesamtebene der Versicherung ist das natürlich ebenfalls möglich, aber auf Dauer eher unwahrscheinlich.

3 Verschiedene Faktor-Indexkonzepte

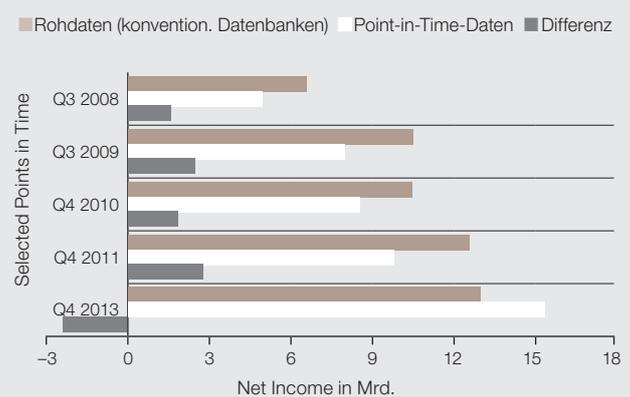
3.1 Unterschiede im Design

Faktoren, Subfaktoren und Datenquellen

Die von den verschiedenen Indexanbietern und Investmentbanken eingesetzten Signalgeber oder Subfaktoren unterscheiden sich mitunter erheblich – vor allem in den Faktoren, in denen Daten aus Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen oder der Kapitalflussrechnung benötigt werden. Vielen Investoren und quantitativen Portfoliomanagern ist die Problematik bekannt – Nutzung von Unternehmensdaten, die zum jeweiligen Zeitpunkt der Kalibrierung des Backtests noch nicht bekannt waren. Der wesentliche Grund dafür ist das typische Repor-

ting-Lag zwischen dem Datum des Unternehmensabschlusses und der Veröffentlichung, die in aller Regel einige Wochen später stattfindet. Die meisten Anbieter von systematischen Investmentstrategien wie auch Index-Provider und Investmentbanken bauen einen festen Lag von i. d. R. ein- bis zwei Monaten in ihre Berechnungen ein. Damit wird die Frage beantwortet „Wann waren die Daten bekannt?“ Mindestens ebenso wichtig ist in aller Regel aber die Frage zu klären „Welche Daten waren bekannt?“ Bei Makrodaten sind Revisionen ein bekanntes Phänomen – bei Unternehmensdaten eher nicht. Die Auswirkungen auf Backtests und Simulationen hat E. Breitschwerdt von S&P Capital IQ (u. a. Compustat und Capital IQ) sehr gut herausgearbeitet¹⁴ und ist dabei auf erhebliche Return-Differenzen gestoßen. Abhilfe schaffen hier sog. „Point in Time“-Datenbanken, die jede Revision exakt mit Zeitstempel protokollieren. Die Nutzung dieser Daten stellt erhebliche Anforderungen an die Auswertungsmechanismen, weil z. B. Wachstumsraten für Gewinne und andere Kennzahlen eines Stichtages mehrfach berechnet und in den Backtest integriert werden müssen, da dem Markt zu unterschiedlichen Zeitpunkten andere Informationen für diesen Stichtag vorlagen. Daher sollte es Investoren nicht überraschen, wenn Faktorindizes, die auf Basis konventioneller Datenbanken entwickelt wurden, nach dem „Going Live“ veränderte Verhaltensmuster und damit andere Risiken aufweisen. Dass dieses Phänomen nicht nur bei kleineren Unternehmen zu finden ist, zeigt das Beispiel Google – bei dem zwischen der ersten veröffentlichten Gewinngröße und dem heute in konventionellen Datenbanken zu findenden Wert bis zu 2,5 Mrd. US-Dollar Differenz (annualisiert) liegen (siehe [Abbildung 4](#)). Ein Auszug aus einer Faktoranalyse für „Carry“ zeigt die daraus folgenden Unterschiede in der Performance (siehe [Abbildung 5](#)).

4 Point-in-Time-Daten für Google

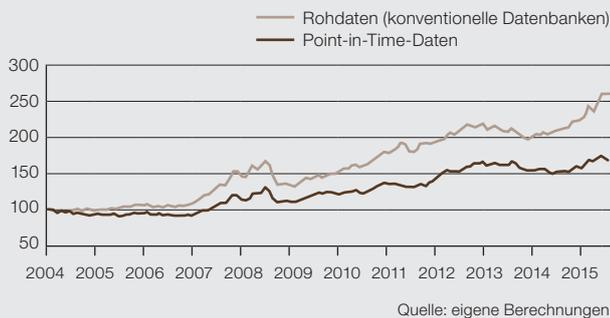


Quelle: eigene Berechnungen

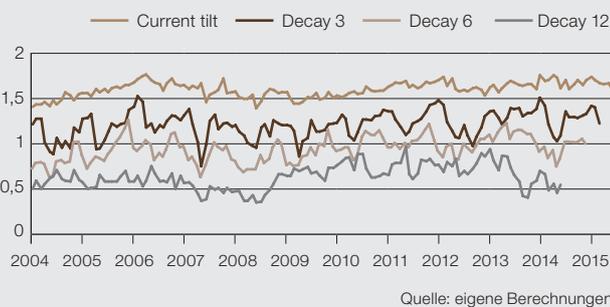
Rebalancing-Frequenz, Turnover und Kosten

Die meisten marktkapitalisierten Indizes werden – von Sondereinflüssen abgesehen – ein Mal im Jahr überprüft und angepasst. Bei Faktorinvestments ist das anders, und das führt oft zu Diskussionen über die „richtige“ Frequenz und die Höhe von Anpassungen sowie die damit für den Endinvestor verbundenen Kosten der Indexreplikation.

5 | Faktoranalyse Carry



6 | Geschwindigkeit der Einpreisung von Faktor-Exposures



Die Geschwindigkeit, mit der sich heute Informationen verbreiten und verarbeiten lassen, legt nahe, dass Faktor-Exposures oder -Tilts relativ zügig ausgepreist werden. Bei den meisten Faktoren geht das heute nachweisbar schnell – nach wenigen Wochen ist von einem ursprünglich hohen Faktor-Tilt des Portfolios nur noch wenig übrig (siehe [Abbildung 6](#)). Für die meisten Faktorindizes mit niedriger Rebalancing-Frequenz kann man daher feststellen, dass nach kurzer Zeit nur noch Tracking Risk zum Markt vorhanden ist, das nicht mehr mit Faktorprämie vergütet wird – „renditefreies Risiko“ sozusagen. Wenn Risikoprämien im Gegensatz zu Alpha langfristig einen positiven Erwartungswert haben, an dem mit steigendem Faktor-Tilt entsprechend stärker partizipiert wird, muss ein entsprechendes Angebot immer versuchen, diesen im Portfolio oder Index unter Berücksichtigung von Transaktionskosten so hoch wie möglich zu halten. Die Analogie zu Bonds und Volatilität wurde bereits aufgezeigt. Selbst bei einem einseitigen Turnover von 25% im Monat und institutionelle Handelskosten unterstellt, betragen die Kosten auf Index- oder Portfolioebene weniger als 25 Basispunkte im Jahr. Der Performanceverlust bei niedrigerer Rebalancing-Frequenz bemisst sich demgegenüber in Prozentpunkten p.A. Daher sind Indizes und gemanagte Angebote mit höherem Turnover zur Erhöhung des Faktor-Tilts nicht als mit einem Mangel behaftet anzusehen – im Gegenteil.

Robustheit von Faktorportfolios und -indizes

Die Ansprüche an die Robustheit von Faktor- oder Risikoprämien gehen in der gelebten Praxis sehr weit auseinander – über-

wiegend wird Robustheit mit guter Performance oder überzeugender Sharpe Ratio gleichgesetzt.

Die Robustheit einer Risikoprämie ist für Alpha Centauri durch folgende Kriterien definiert: erklärbar (Economic Rational), etabliert (akademisch/finanzwirtschaftlich anerkannt), nachhaltig (Ausbeutbarkeit nur durch Strukturbruch, Halteverbot oder Enteignung beendbar), zugänglich (Effekt muss ökonomisch ausbeutbar sein). Dazu kommen statistische Signifikanz des Signalgebers und die zielgerichtete Beschränkung von Freiheitsgraden (Constraints) im Design des Faktorportfolios. „Constraints“ sind bei Diskussionen zum Thema Faktorprämien ein beliebtes Thema, weil relativ schnell die „Data Mining“- oder „Factor-Fishing“-Frage aufgeworfen wird.

Beschränkungen beim Design von Faktorprämien sollten daher so einfach und transparent wie möglich sein und – wie an anderen Stellen auch – vor allem dem Ziel dienen, die Faktorprämie so pur wie möglich, also weitestgehend ohne weitere systematische Risiken zu extrahieren. Die Verbesserung der Performance sollte dabei zunächst keine Rolle spielen, sondern die ökonomische Folge eines kontinuierlich hohen Faktor-Exposures sein.

3.2 Unterschiedliche Risikoaspekte

Systematische Risiken

Neben den Risiken beim Design von Faktor-Investments per se sind in Bezug auf das Risiko weitere Aspekte zu berücksichtigen. Research von Alpha Centauri hat ergeben, dass bei Long-only- respektive marktneutraler Umsetzung (Long Aktien/Short Future) bei einem Tracking Error von über 3% zum marktkapitalisierten Index das systematische Risiko jenseits vom Faktor-Exposure relativ schnell ansteigt. Dazu gehören v.a. Sektorabweichungen, im europäischen Kontext aber auch Länder- und Währungsabweichungen zum Benchmark-Index.

Andere Risiken dominieren dann das Faktorportfolio – der eigentlich auszubeutende Faktor (z. B. Value) verliert an Bedeutung. Bei einer Long-Short-Implementierung lässt sich dieses systematische Risiko bis zu einer Volatilität von 5% gering halten. Bei unveränderter Struktur der unterliegenden Faktoren vergrößert sich durch eine Long-Short-Umsetzung das „Opportunity-Set“ – in der Folge steigt die Performance und es ergeben sich bessere Rendite-/Risikokennzahlen.

Live Track Record

In den bereits genannten Umfragen von Russel und Edhec haben Investoren u. a. auf den fehlenden Track Record hingewiesen – ein Indiz dafür, dass Faktorprämien als eine Art Alpha interpretiert werden. Analog zur Analyse von aktiven Managern und Fonds muss der „Nachhaltigkeitsbeweis“ im Live Track erbracht werden. Von dieser Art, in Faktor- oder Risikoprämien zu investieren, kann an dieser Stelle nur abgeraten werden – Risikoprämien sind, wie bereits hergeleitet, keine Alpha-Investments. Investoren sollten ihr Augenmerk v.a. darauf legen, dass Prämien so „rein“ wie möglich extrahiert werden, und dann passive oder aktive Implementierungswege wählen.

3.3 Fragestellungen der täglichen Anlagepraxis

Die Anforderungen der verschiedenen Investorengruppen unterscheiden sich mitunter erheblich – z.B. nach Investmenthorizont und Art der Implementierung (long-only, marktneutral, long-short). Neben der relativen Volatilität verändern sich auch die Korrelationen und damit die Betas der Faktorprämien zur Benchmark mitunter relativ schnell und kräftig. Das führt zu einem Risk Drift, sodass bei marktneutraler oder Long-Short-Umsetzung die Hedge-Ratios bereits nach kurzer Zeit angepasst werden müssen. Investoren suchen daher oft nach Antworten auf die Frage, wie sich einzelne Faktoren unter sich verändernden Rahmenbedingungen verhalten werden, um Positionen besser steuern und den Einfluss auf ihre bestehenden Anlagen abschätzen zu können. Alpha Centauri bietet dazu eine Reihe von Risikoanalysen an.¹⁵ Darüber hinaus stellt sich oft die Frage, ob man als Investor einen aktiven oder passiven Ansatz wählen sollte. Wie bei anderen Investments auch, hängt die Antwort darauf entscheidend davon ab, ob man als Investor in der Lage ist, einen Prozess mit ausreichender Prognosegüte zu entwickeln. Die bereits angesprochenen Risikoanalysen eröffnen dazu vielleicht eine Reihe von Einsichten, wie sich die Überschussrenditen der verschiedenen Faktoren über die Zeit typischerweise verhalten.

Fazit

Investoren sehen sich bei Faktorinvestments mit einer Vielzahl von Fragestellungen konfrontiert. STOXX hat Anfang April mit den neuen iSTOXX Europe Factor Indices eine neue Serie von Indizes eingeführt, die einige der Herausforderungen und Probleme bei Faktor-Investments adressieren und beheben. Der wesentliche Fokus liegt dabei darauf, systematische Risiken außerhalb des Faktor-Tilts auf ein Mindestmaß zu begrenzen und die Faktorprämie so „pur“ wie möglich zu extrahieren. Bei marktneutraler oder Long-Short-Implementierung eines Portfolios aus mehreren Einzel-faktoren oder des Multifaktors sollte sich über die Zeit das einstellen, was diese Investments für Anleger so wertvoll macht – die Drawdowns sind nur unwesentlich höher als die Volatilität und die Recovery-Zeiten wesentlich kürzer als bei traditionellen Anlagen. Faktorprämien sind ein sinnvoller Portfoliobaustein – der Empfehlung von Ang, Goetzman und Schaefer an den norwegischen Staatsfonds sollte man als institutioneller Investor ruhig folgen.

Fußnoten

- 1) Ang, A./Goetzman, W./Schaefer, S. (2009): Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global.
- 2) FTSE Russell (2015): Smart beta: 2015 global survey findings from asset owners.
- 3) Edhec Risk Institute (2015): Alternative Equity Beta Investing: A Survey.
- 4) Sharpe, W. (1991): The Arithmetic of Active Management. In: The Financial Analysts' Journal 47 (1), January/February, S. 7–9.
- 5) Black, E./Scholes, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: Journal of Political Economy 81, S. 637–659.
- 6) Merton, R. (1973): On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. In: Journal of Finance 29, S. 449–470.
- 7) „Since almost all corporate liabilities can be viewed as combinations of options, the formula and the analysis that led to it are also applicable to corporate liabilities such as common stock, corporate bonds, and warrants.“ (Sharpe (1991))
- 8) Pukthuanthong, Kuntara/Roll, Richard (January 27, 2014): A Protocol for Factor Identification. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2342624>
- 9) Lempérière, Y. et al. (September 2014): Risk Premia: Asymmetric Tail Risks and Excess Returns. Available at <http://ssrn.com/abstract=2502743>
- 10) Jiang, L./Wu, K./Zhou, G. (2014): Asymmetry in stock returns: an entropy measure. Available at http://www.cicconf.org/sites/default/files/paper_602.pdf
- 11) Li, Y./Wang, T. (March 7, 2015): Option-Implied Downside Risk Premiums. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2603857
- 12) Ang, A./Chen, J./Xing, Y. (2005): Downside Risk. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=641843
- 13) Xion, J./Idorek, T./Ibbotson, R. (2013): Volatility vs. Tail Risk: Which One is Compensated in Equity Funds? (Morningstar Investment Management)
- 14) Breitschwerdt, E. (2015): Point-in-time vs. Lagged Fundamentals – This time it's different. (S&P Capital IQ)
- 15) <http://www.riskpremia.de>



Ulf Füllgraf
Geschäftsführer
Alpha Centauri
Hamburg



Benjamin Badel
Senior Portfoliomanager
Alpha Centauri
Hamburg



Ulrich Jungbauer
Geschäftsführer
Alpha Centauri Risk
Hamburg

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

Inhalt 04 2016



kommentare

EbAV II – ein Rechtsetzungsverfahren mit Licht und Schatten
KLAUS STIEFFERMANN, Geschäftsführer der aba; Mitglied des Vorstandes von PensionsEurope

Flexibilität schafft Alpha

VINCENT MCENTEGART, Investment Manager, Kames Capital

artikel

Private Debt – Dimensionen einer neuen Asset-Klasse
DR. THEO WEBER und MARKUS TAUBERT, BlackRock

**Small & Mid Caps in institutionellen Portfolios:
Aktives Management und Alpha-Potenzial**
DR. GÖTZ ALBERT, Lupus alpha

Die Rolle von Wohnimmobilien für Langfristinvestoren
DR. THOMAS BEYERLE, Catella Property Valuation

Faktor-Investing als Baustein für das institutionelle Portfolio
ULF FÜLLGRAF, BENJAMIN BADEL und ULRICH JUNGBAUER, Alpha Centauri

**Berücksichtigung der Marktliquidität bei aktiven und passiven
Rentenstrategien institutioneller Investoren**
SIMON KLEIN und KARSTEN ROSENKILDE, Deutsche Asset Management

**LCR – Möglichkeiten zur profitablen Ausgestaltung der
Liquiditätsreserve**
CHRISTIAN HOEG, Vontobel Asset Management

**Private Debt – Regulatorische und steuerliche Rahmenbedingungen
für institutionelle Investoren**
DR. HILGER VON LIVONIUS und DR. TILL FOCK, K&L Gates

analyse Stiftungsfonds

drei fragen an Martin Berger

Vorstand Finanzen, SIGNAL IDUNA Gruppe

Ja, ich bin institutioneller Investor* und möchte den Absolutreport 04 2016 als kostenloses Leseexemplar anfordern.

Kein Investor? Gerne senden wir Ihnen Informationen zu unserem Absolutreport Jahresabonnement zu.

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-report.de, 0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Pflichtangaben:

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

* Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten.