



**Aufstellung:** Wie beim Schachspiel können sich auch an den Märkten die Voraussetzungen schnell ändern – und die einmal eingeschlagene Taktik geht nicht mehr auf



# Zug um Zug zu mehr Gewinn

**Faktor-Investing**» Value, Growth, Momentum – auf solche Aktienkategorien zu setzen, klingt clever. Doch ist es das auch? Nur, wenn man die Schwächen des Konzepts kennt

VON **ANDREAS HOHENADL**

Das ständige Hin und Her der Investmentstile geht weiter.“ So beginnt Bernd Meyer seinen jüngsten Blick auf die Märkte. „Zuletzt hatten Wachstumsunternehmen wieder die Nase vorn“, kommentiert der Chefstrategie Wealth und Asset Management bei der Privatbank Berenberg. „Value-Titel wurden dagegen durch Covid-19-Ängste rund um die Delta-Variante sowie durch fallende Anleiherenditen belastet.“ Die Volatilität bei den Anlagestilen könnte nach Meyers Ansicht noch etwas anhalten.

Eine schlechte Nachricht für taktische Investoren. Solche, die auf günstig bewertete, konjunktursensible Aktien gesetzt haben, in der Annahme, dass die Impffortschritte, die rasche wirtschaftliche Erholung und der Ausblick auf steigende Zinsen solche Value-Werte begünstigen würden. Nun ist deren Rally erneut ins Stocken geraten und Anteilscheine wachstumsstarker Firmen, sogenannte Growth-Titel, sind gefragt.

Im aktuellen Umfeld gemischt ausfallender Konjunktur- und Inflationszahlen wird das Pendel bei den Anlagesti-

len so schnell wohl nicht ausschlagen. Ein augenfälliges Beispiel für die Problematik sogenannter Faktor-Strategien.

Das Konzept geht zurück bis in die 1960er-Jahre, als Wissenschaftler – unter ihnen William F. Sharpe – ein Preismodell für Kapitalgüter aufstellten. 1993 veröffentlichten dann die späteren Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French ihr bekanntes Drei-Faktor-Modell. Das bestand neben dem Marktrisiko aus Größe und Bewertung.

## Von Fama/French zum Faktor-Zoo

So konnten sie für die Jahre 1963 bis 1990 nachweisen, dass Aktien mit geringer Börsenkapitalisierung höhere Renditen erzielen als solche mit hohem Börsenwert. Ebenso stellten sie fest, dass Aktien mit niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) eine bessere Wertentwicklung erreichen als solche mit hohem KBV. In der Anlagewelt sind diese Renditefaktoren heute als „Size“ (Größe) und „Value“ bekannt. Entsprechende Strategien setzen auf kleine Unternehmen oder suchen an der Börse unterbewertete Anteilscheine.

Bis heute werden immer wieder neue Faktoren erforscht, mit denen ein mög-

lichst hoher Anteil der Renditen erklärt werden soll. Nicht immer ist das Ergebnis überzeugend, sodass Kritiker schon mal über einen „Faktor-Zoo“ lästern.

Dennoch haben sich Standards festgesetzt. Vor allem die Anbieter börsengehandelter Indexfonds, kurz ETFs, bieten Produkte für Faktoren wie Value, Growth, Size oder Quality. Ebenso können Investoren auf Aktien setzen, deren Kurse wenig schwanken (Minimum Volatility). Oft firmieren Faktor-ETFs unter der Bezeichnung „Smart Beta“.

Der Begriff spielt auf die Marktrisikoprämie im klassischen Preismodell für Kapitalgüter an: Beta ist schlicht die Rendite, die der Gesamtmarkt abwirft. Erzielt ein Anleger einen höheren Gewinn, nennt sich die Differenz Alpha oder Überrendite. Einen ähnlichen Vorteil sollen auch Smart-Beta-Produkte bringen: Indem sie einen Index nach alternativen Faktoren gewichten, versprechen sie entweder eine Überrendite oder ein verringertes Risiko. Das Problem: Es gibt auch Phasen, in denen ein Faktor für eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung sorgt.

Wie „volatil“ Style-Investing sein kann, zeigt nicht nur der muntere ▶



**2,5** Milliarden Euro flossen in Europa im Mai in **Faktor-ETFs**, 1,5 Milliarden davon in Value-Strategien. (Quelle: Amundi Flow Report)

**MSCI-FAKTOR-INDIZES**  
JÄHRLICHE RENDITE IN %.

- MSCI World Index (Standard-Index)
- MSCI World Minimum Volatility
- MSCI World Enhanced Value
- MSCI World Momentum
- MSCI World Quality
- MSCI World Growth
- MSCI World Equal Weighted
- MSCI World High Dividend Yield

**Buntes Bild:** Die Grafik des Indexanbieters MSCI zeigt den Wechsel der Faktoren (Rendite jew. auf USD-Basis)

		Jahr							
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rang	1.	32,7	12,1	5,8	10,3	32,6	-1,4	36,7	28,7
	2.	30,7	9,0	4,5	9,4	26,6	-2,4	28,4	22,7
	3.	30,3	7,0	4,2	8,9	26,6	-5,1	28,3	18,1
	4.	27,7	5,5	1,2	8,9	23,9	-6,7	27,4	16,5
	5.	27,4	4,6	-0,3	8,2	23,1	-8,2	24,5	10,1
	6.	26,5	4,6	-1,0	8,2	22,9	-8,5	24,3	3,3
	7.	22,9	3,4	-2,4	5,1	19,2	-11,8	24,0	1,0
	8.	19,4	3,3	-2,7	4,7	18,0	-13,4	19,8	-3,3

Quelle: MSCI



Wechsel von Growth und Value in diesem Jahr. Auch die bunte Schachbrett-Grafik oben belegt, wie schnell der Erfolgsfaktor des einen Jahres zum Rohrkrepierer des nächsten werden kann. Erzielte man zum Beispiel 2014 und 2015 mit einer auf schwankungsarme Aktien ausgerichteten Strategie im Weltaktienindex MSCI World deutlich bessere Ergebnisse als der Gesamtmarkt, so war dies 2016 nicht mehr der Fall. 2017 hinkten Anleger mit diesem Faktor gar deutlich hinterher.

„Erfolgreiches Faktor-Investing ist unglaublich schwierig“, sagt Christian Maschner, Anlagestrategie beim Vermögensverwalter HQ Asset Management (HQAM). Neben der Schwierigkeit des Timings (welcher Faktor zu welcher Zeit) sieht Maschner ein grundsätzliches Problem: „Faktorstrategien arbeiten mit einem relativ kleinen Instrumentenkasten. Mit wenigen Kennzahlen wird ein Faktor definiert und daraus das Anlagerezept erstellt.“

**Bekanntheit schmälert die Rendite**

Der Haken: Die Kennzahlen seien aus dem Rückblick in die Vergangenheit für gut befunden worden. „Ob das Rezept



**Faktorstrategien arbeiten mit einem kleinen Instrumentenkasten.“**

**Christian Maschner, HQ Asset Managem.**

auch in Zukunft funktioniert, darüber haben Index- und Produkthanbieter keine Kontrolle mehr“, so Maschner. Häufig sei es der Fall, dass die Rendite solcher Strategien abnehme, je bekannter diese werden und je mehr Anleger darauf setzen. In einer Studie hat der Anlageexperte festgestellt, dass traditionelle Faktorstrategien bei europäischen Aktien in den vergangenen Jahren deutlich weniger Gewinn abwarfen. Wies etwa der Momentum-Faktor von 1990 bis 2007 noch eine durchschnittliche Jahresrendite von 3,1 Prozent vor Kosten auf, fiel diese von 2008 bis 2020 auf nur noch 1,3 Prozent.

Dass das Spiel mit Risikoprämien schwieriger geworden ist, liegt auch an der Finanzkrise und dem seither herrschenden Niedrigzins-Regime. Auf der Jagd nach Rendite sind für viele Investoren alternative Risikoprämien stärker in den Vordergrund gerückt. Zugleich hat die ETF-Industrie den Trend mit immer neuen Produkten befördert.

Für Vermögensverwalter wie HQAM, zu dessen Kunden vorwiegend institutionelle Anleger zählen, bieten Technologie und künstliche

Intelligenz neue Möglichkeiten, Faktor-Investing zu betreiben. „Damit lassen sich relevante Kennzahlen dynamisch auswählen und an das aktuelle Marktgeschehen anpassen“, erklärt Maschner.

Wer als Privatanleger nicht über diese Ressourcen verfügt, sollte zumindest ohne falsche Erwartungen in Faktoren investieren. Das heißt: nicht jedes Jahr eine Überrendite erwarten und auch mal eine schwächere Entwicklung als der breite Markt akzeptieren. Dann findet man durchaus „gute“ Faktoren.

Der Blick auf das Schachbrett zeigt zum Beispiel, dass Aktien von globalen Qualitätsunternehmen, die über gesunde Bilanzen, geringe Verschuldung und eine gute Marktstellung verfügen, in sieben der vergangenen acht Jahre besser abgeschnitten haben als der Durchschnitt. Auch die Faktoren Wachstum und Momentum lagen in den meisten Jahren gut im Rennen.

In der Investor-Info links hat die Redaktion empfehlenswerte Produkte aufgelistet. Dort findet sich auch ein ETF für Anleger, die sich im Wechselspiel von Value und Growth taktisch in der Mitte positionieren wollen.

