

# assenagon

## Equity Insights

### Von Faktor-Synergien - Teil 1 von 2



# 28 | 30. Juni 2023



- > Globale Faktor-Indizes zeichnen sich in der Regel, wenn auch in unterschiedlicher Ausgestaltung, durch unerwünschte Nebeneffekte aus.
- > Grund hierfür ist die zugrundeliegende Methodik der Portfoliokonstruktion, welche Abhängigkeitsstrukturen zwischen Faktoren nicht berücksichtigt.
- > Am Beispiel der Faktoren Value & Size wird aufgezeigt, wie sich Korrelationen zwischen Faktoren durch eine Optimierung berücksichtigen lassen.

#### Wieso lässt sich Value & Size effizient miteinander kombinieren?

In unseren bisherigen Equity Insights-Artikeln wurden eine Reihe verschiedener Probleme erörtert, welche bekannte globale Faktor-Indizes aufgrund fehlender ganzheitlicher Sichtweise im Rahmen der Portfoliokonstruktion mit sich bringen können. Grundsätzlich fassen wir dieses Muster unter dem Begriff Nebeneffekte in Form abweichender Faktor-, Sektor- oder Länder-Allokation relativ zum Aktienuniversum zusammen.

Im vorliegenden Artikel gehen wir näher auf die zugrundeliegende Problematik ein, die dazu führt, dass globale Faktor-Indizes letztlich immer von Nebeneffekten, wenn auch in unterschiedlicher Ausgestaltung, geprägt sind. Weshalb weisen beispielsweise der globale Value- und Size-Index jeweils eine negative Profitability- und Momentum-Ausprägung auf? Und wieso lassen sich die beiden – trotz der negativen Eigenschaften – grundsätzlich sehr effizient im Rahmen eines Multi Faktor-Portfolios kombinieren?

#### Definition aller relevanter Faktoren

Einleitend werden zunächst alle relevanten Faktoren definiert, welche im Rahmen des Assenagon Equity Frameworks Berücksichtigung finden. Im Sinne zunehmender Kritik an Ergebnissen empirischer Kapitalmarktforschung aufgrund des Vorwurfs von Datamining (siehe z. B. Harvey und Liu 2019), umfasst das Equity Framework acht Faktoren bezüglich derer grundsätzlich Konsens hinsichtlich ihrer Robustheit herrscht. Neben Faktoren wie Value, Size, Dividende oder Momentum wird auch jüngeren Entwicklungen der Wissenschaft durch die Faktoren Quality (Profitability & Leverage) und Low Risk Beta & idio. Volatilität Rechnung getragen.

Tab. 1: Definition relevanter Faktoren

| Faktor        | Kennzahl                            |
|---------------|-------------------------------------|
| Value         | Kurs-Buchwert-Verhältnis            |
| Size          | Marktkapitalisierung                |
| Dividend      | Dividendenrendite 12 Monate         |
| Momentum      | 12-1 Monatsrendite                  |
| Profitability | Operative Profitabilität            |
| Leverage      | Netto Verschuldung/Unternehmenswert |
| Volatility    | Idiosynkratische Volatilität        |
| Beta          | Beta                                |

Quelle: Assenagon, Bloomberg

Wenngleich Profitabilität und Verschuldung Aspekte der Unternehmensqualität darstellen und meist kombiniert als Quality-

Faktor zusammengefasst werden, erfolgt aufgrund unterschiedlicher Werttreiber eine isolierte Betrachtung. Ähnlich verhält es sich bei Low Risk, indem die Volatilität einer Aktie in systematisches Risiko (Beta) sowie firmenspezifisches Risiko (idio. Volatilität) aufgesplittet wird.

#### Abhängigkeitsstrukturen zwischen Faktoren

Faktor-Indizes werden meist anhand einer Sortierungslogik konstruiert. D. h. auf Basis einer bzw. mehrerer Kennzahlen wird ein zugrundeliegendes Aktienuniversum (Global, USA, Europa, etc.) sortiert und ein gewisser Teil an Aktien mit der bzw. den höchsten Ausprägungen selektiert. Das Problem, welches sich jedoch durch die einfache Sortierung ergibt, ist, dass Abhängigkeitsstrukturen zwischen Faktoren bzw. weiteren Merkmalen wie Sektor- oder Länderzugehörigkeit nicht berücksichtigt werden.

Tab. 2: Korrelationen ausgewählter Faktor-Ausprägungen

|               | Value | Size  |
|---------------|-------|-------|
| Value         | 1,00  | 0,14  |
| Size          | 0,14  | 1,00  |
| Dividend      | 0,43  | -0,03 |
| Momentum      | -0,35 | -0,23 |
| Profitability | -0,35 | -0,21 |
| Leverage      | -0,38 | -0,17 |
| Volatility    | -0,00 | -0,25 |
| Beta          | -0,04 | 0,01  |

Quelle: Assenagon, Bloomberg

Tabelle 2 zeigt eine Korrelationstabelle, welche die Abhängigkeitsstruktur zwischen Value und Size sowie allen weiteren Faktoren darstellt. Eine Sortierung des globalen Aktienmarktes nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis hat zwar ein günstig bewertetes Portfolio zur Folge und vereinnahmt die Value-Prämie. Aufgrund der Korrelationen weist dieses Portfolio jedoch auch eine niedrige Profitabilität und erhöhte Verschuldung auf, was eine mögliche Outperformance von Value überschattet.

Neben den negativen Einflüssen ergeben sich auch einige positive Aspekte, denn die positive Korrelation zu den Faktoren Size und Dividende bedeutet, dass ein unkontrolliertes Value-Portfolio von der Vereinnahmung weiterer Prämien profitiert. Dies impliziert zudem, dass sich beispielsweise Value effizient mit Size kombinieren lässt. Denn je günstiger Unternehmen sind, desto eher weisen sie auch eine niedrigere Marktkapitalisierung auf.

# assenagon

## Equity Insights

### Von Faktor-Synergien - Teil 1 von 2



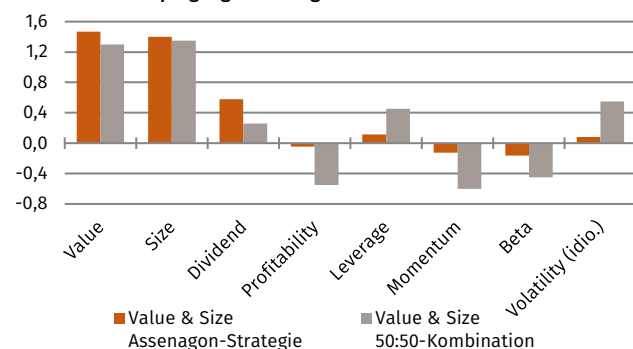
# 28 | 30. Juni 2023

#### Kontrolle von Abhängigkeitsstrukturen durch Optimierung

Es lässt sich festhalten, dass eine Sortierungslogik zu hohen Ausprägungen gegenüber dem oder den gesuchten Faktoren führt, zeitgleich jedoch nicht die Korrelationen zu weiteren Faktoren berücksichtigt, wodurch Nebeneffekte entstehen. Um diesen Abhängigkeitsstrukturen Herr zu werden, bedarf es im Rahmen der Portfoliokonstruktion eines Optimierungsprozesses. Ziel hierbei ist es beispielsweise von der positiven Korrelation zwischen Value und Size zu profitieren und beide Faktoren in Relation zum globalen Aktienmarkt zu maximieren. Zeitgleich wird in Form von Nebenbedingungen sichergestellt, dass das resultierende Portfolio keine weiteren abweichenden Faktor-Ausprägungen aufweist.

**Abbildung 1** stellt das Faktor-Profil eines optimierten Value Size-Multi Faktor-Portfolios gegenüber dem globalen Aktienmarkt dar – nachfolgend Value & Size Assenagon-Strategie genannt. Gegenübergestellt wird dieses optimierte Portfolio einer 50:50-Kombination des globalen Value- und Size-Index, welche beide einer einfachen Sortierungslogik folgen.

**Abb. 1: Faktor-Ausprägungen im Vergleich**



Quelle: Assenagon, Bloomberg

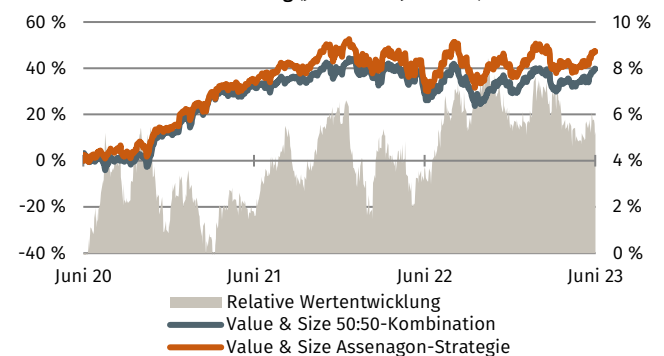
Betrachtet man die gesuchten Faktor-Ausprägungen, so zeigt sich, dass sich auch durch Kombination zweier Indizes, die nach Value und Size jeweils sortieren, Multi Faktor-Portfolios mit hohen gesuchten Ausprägungen realisieren lassen. Allerdings weist dieses Portfolio erhebliche Nebeneffekte auf, wie **Tabelle 2** bereits erkennen lässt. Im Ergebnis wird somit eine mögliche Outperformance durch Nebeneffekte überschattet. Da Value und Size positiv miteinander korreliert sind, erzielt das optimierte Portfolio

trotz Kontrolle aller weiteren Faktoren sogar höhere Ausprägungen gegenüber den gesuchten Faktoren als die unkontrollierte 50:50-Kombination.

#### Assenagon Equity Framework

Wie sich die unterschiedliche Portfoliokonstruktion und Faktorprofil auf das Ergebnis auswirkt, zeigt **Abbildung 2**. Diese stellt die Wertentwicklung der beiden Value Size-Portfolios gegenüber. Über die vergangenen drei Jahre konnte die Value & Size Assenagon-Strategie gegenüber der Value & Size 50:50-Kombination eine Outperformance von gut fünf Prozent erwirtschaften – dies bei einer deutlich stabileren Wertentwicklung.

**Abb. 2: Relative Wertentwicklung (Juni 2020 – Juni 2023)**



Quelle: Assenagon, Bloomberg

#### Für den Anleger

Ein Optimierungsprozess im Rahmen der Portfoliokonstruktion birgt gegenüber der einfachen Sortierung den Vorteil, sämtliche Korrelationen, dargestellt in **Tabelle 2**, zu berücksichtigen. So lassen sich im Falle eines Value Size Multi Faktor-Portfolios sogar leicht höhere Ausprägungen gegenüber einer einfachen Sortierungsmethodik realisieren, welches sich im Ergebnis durch eine robustere Wertentwicklung auszeichnet.

*Daniel Jakubowski, Dr. Ulrich Wessels*

PS: Lesen Sie in der nächsten Ausgabe, welche Implikationen sich bei Multi Faktor-Portfolios im Falle von drei oder mehr Faktoren ergeben.

**Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:**  
[daniel.jakubowski@assenagon.com](mailto:daniel.jakubowski@assenagon.com) | [ulrich.wessels@assenagon.com](mailto:ulrich.wessels@assenagon.com)

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com)

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com), bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter [www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon\\_Complaints\\_Handling\\_Policy.pdf](http://www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf) eingesehen werden. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) zur Verfügung gestellt. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Weitergabe des Reports ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Assenagon erlaubt.