

HERAUSFORDERUNGEN DES **FACTOR INVESTING** BEI ANLEIHEN BEGEGNEN

Systematisches Factor Investing gestaltet sich bei festverzinslichen Anlagen anders als bei Aktien. In diesem Artikel erläutern wir, wo die Knackpunkte liegen und wie Quoniam damit umgeht.

1) Einzeltitelauswahl versus Emittentenauswahl

Bei der Modellierung einzelner Titel besteht die Herausforderung, dass ihr Risiko im Zeitverlauf abnimmt. Faktorladung und Risiko lassen sich mit der Zeit immer schwerer auf Einzeltitelebene herunterbrechen. Das Faktor-Portfolio würde wiederum zeitlich variierende Risikoeigenschaften aufweisen.

Die Herausforderung bei der Modellierung von Emittenten besteht darin, dass man mit einer Unternehmensprognose beginnt, aus der die Prognosen für einzelne Anleihen abgeleitet werden müssen. Das Modell ist somit komplexer.

Wir nutzen einen angepassten Ansatz bei der Modellierung von Investment-Grade-Emittenten. Dabei wird für jedes Unternehmen eine synthetische Anleihe mit gleicher Laufzeit gebildet, die einem CDS-Kontrakt ähnelt. Auf diese Weise lassen sich Unterschiede in der Fälligkeit zwischen den Unternehmen ausgleichen und die Unternehmen sind leichter zu vergleichen. Schließlich übertragen wir das bereinigte Signal auf die einzelnen Anleihen, indem wir es mit der Duration der jeweiligen Anleihe skalieren.

2) Nicht börsennotierte Gesellschaften und Konglomerate

Hier verwenden wir ein separates Value-Modell, das die Mehrzahl der nicht börsennotierten Investment-Grade-Unternehmensanleihen abdeckt. Wir nutzen Bilanzdaten von Ratingagenturen als Input-Variablen. Anschließend berechnen wir den Fair Value des Instituts und prognostizieren die Fehlbewertung bzw. den Wert des Unternehmens.

Da Bilanzdaten nur quartalsweise aktualisiert werden, nutzen wir weitere, aktuellere Quellen für unternehmensspezifische Daten. Anstelle von (nicht vorhandenen) Aktienkursen nehmen wir zwei Datenpunkte als Näherungswerte: a) die Aktienvolatilität börsennotierter Vergleichsunternehmen zur Erfassung von Sektoreffekten, und b) die Spread-Volatilität als Näherungswert für die Aktienvolatilität. Das Equity Momentum wird bei Null angesetzt. Bei Konglomeraten ziehen wir das börsennotierte Aktienkapital des am höchsten gerankten Unternehmens in der Konzernstruktur heran.

3) Nachrangige Anleihen

Bei vorrangigen und nachrangigen Anleihen arbeiten wir mit separaten Value-Faktor-Modellen. Wir bestimmen die Value-Komponente einer nachrangigen Anleihe, indem wir ihren Spread modellhaft auf eine vorrangige Anleihe abbilden. Die Variablen des nachrangigen ähneln denen des vorrangigen Value-Modells.

Die Eigenschaften von nachrangigen Anleihen haben sich im Zeitverlauf geändert, zum Teil wegen Änderungen im regulatorischen Umfeld. Daher berücksichtigen wir Ratingunterschiede zwischen der vorrangigsten Anleihe einer Bank und ihren nachrangigen Anleihen als erklärende Variable. Unter Basel III haben die einzelnen

„
Fixed Income Factor Investing erfordert höchste Sorgfalt bei der Ausführung und umfangreiche Expertise.“

Länder die TLAC-Regeln unterschiedlich umgesetzt, also die Regelungen zur Aufnahmefähigkeit der gesamten Verbindlichkeiten eines Instituts (Total Loss Absorbing Capacity). So ist in Deutschland und anderen Staaten bei vorrangigen Anleihen ein Bail-in möglich und Anleihehaber müssen unter Umständen einen Abschlag auf ihren Nominalbestand hinnehmen. Andere Länder hingegen haben neue Kategorien wie Tier-III-Anleihen eingeführt, bei vorrangigen Anleihen aber keine Änderungen vorgenommen. Diese Abweichungen erfassen wir über die Berücksichtigung von Ratingunterschieden, denn die Ratingagenturen haben die Unterschiede in den Risiken der verschiedenen Anleiheklassen in ihren Bewertungssystemen am besten eingepreist.

4) Finanzwerte

Unser Value-Modell bestimmt den fairen Spread durch Schätzung der Risikoprämien der bekannten Risikofaktoren eines Unternehmens. Dabei nehmen wir an, dass eine Einheit Risiko für jeden Titel im

jeweiligen Universum gleich bepreist wird. Diese Annahme gilt jedoch nicht für ein Universum, in dem sowohl Finanzwerte als auch Nicht-Finanzwerte vertreten sind. Eine Einheit Leverage heißt für eine Bank etwas anderes als für ein Industrieunternehmen – so ist auch die Risikoprämie eine andere. Wir teilen das Universum in mehrere homogene Stichproben auf und schätzen den Value-Faktor separat für jede Stichprobe. Unter anderem unterscheiden wir Investment Grade und Hochzinsanleihen, verschiedene Währungen innerhalb Investment Grade, vorrangige und nachrangige Anleihen sowie Finanz- und Nicht-Finanzwerte.

5) Wertschöpfung top-down

Unser Modell enthält keine Top-down-Komponente. Unser Ansatz besteht darin, das Risiko potenzieller aktiver Positionen, welches sich aus unserer Bottom-up-Herangehensweise ergibt, zu begrenzen. Wir setzen jedoch Grenzen für Dimensionen wie aktives Exposure in Sektoren und Ländern, Gesamtduration, Key Rate Duration (Kurvenpositionierung), DTS (Duration Times Spread) und Spread.

6) Transaktionskosten

Unser Prozess ist vollautomatisch von der Datenerhebung über die Prognoseberechnung bis zur Optimierung mit einer Handelsliste als Endergebnis. Schätzungen zu Liquiditäts- und Transaktionskosten passieren automatisch und werden in den Optimierungsprozess eingespeist, wo sie eine Komponente unter mehreren (Alphaprognose, Risiko etc.) sind. Auf dieser Basis wird das finale Portfolio festgelegt.

Fixed Income Factor Investing bei Quoniam

Wir haben 15 Jahre Erfahrung in der Anwendung eines systematischen faktorbasierten Ansatzes bei der Investition in Unternehmens-

anleihen. Wir sind in der Lage, bei allen Mandaten kundenspezifische Einschränkungen vorzunehmen, etwa ein Portfolio ohne Finanzwerte, bestimmte Durations- und Rating-Anforderungen sowie ESG-Gesichtspunkte.

Zu den Meilensteinen unserer Erfahrung zählt das Management von

- Euro-denominierten Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating (seit 2005)
- Globalen Investment-Grade-Unternehmensanleihen ohne Währungssicherung (seit 2009)
- USD-Investment-Grade-Unternehmensanleihen (seit 2015)
- Globalen Hochzinsanleihen (seit 2016)

Die meisten Asset Manager im quantitativen Fixed Income haben weniger als drei Jahre Track Record.* Unsere Modelle und Prozesse spiegeln die Lernkurve über verschiedene Marktzyklen wider, einschließlich der globalen Finanzkrise von 2007/2008 bis hin zur Corona-Krise im Jahr 2020.

Dr. Harald Henke

Head of Fixed Income Portfolio Management



Dr. Harald Henke, Executive Director, arbeitet seit November 2006 bei Quoniam Asset Management und ist als Head of Fixed Income Portfolio Management für die Performance von Quoniam's Fixed Income-Produkten verantwortlich. Davor leitete er das Fixed Income-Research, wo er die Entwicklung der quantitativen Modelle für Unternehmensanleihen und Zinsprognosen verantwortete. Dr. Henke studierte Volkswirtschaftslehre an der Goethe-Universität in Frankfurt/Main. Seine Promotion an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt/Oder absolvierte er auf dem Gebiet der empirischen Marktstrukturanalyse mit dem Schwerpunkt Kapitalmärkte von Schwellenländern.

* Quelle: bfinance, The Rise of Fixed Income Factor Investing, August 2020

Rechtlicher Hinweis

Sowohl die Inanspruchnahme von Wertpapierdienstleistungen als auch die Investition in Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden. Ausführliche Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken finden Sie auf www.quoniam.com/risikohinweis

Dieses Dokument wurde von der Quoniam Asset Management GmbH (nachfolgend „Quoniam“) mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Die geäußerten Meinungen, Einschätzungen oder Informationen sind diejenigen der Quoniam bzw. stammen aus allgemein zugänglichen Quellen. Sie beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Für den Inhalt, die Vollständigkeit und die Aktualität der vorstehenden Angaben wird keine Gewähr übernommen.

Dieses Dokument richtet sich ausdrücklich nicht an Privatkunden im Sinne des § 67 Abs. 3 Wertpapierhandelsgesetz. Es handelt sich hierbei grundsätzlich um eine Marketingunterlage, die ausschließlich Werbezwecken dient. Ausgenommen hiervon sind Dokumente, die für Anlageausschussitzungen oder zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen (z.B. Reporting) erstellt wurden. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass es sich hierbei nicht um eine Vermögensaufstellung nach investimentrechtlichen Vorgaben handelt. Dem Empfänger wird empfohlen sich an die jeweilige Kapitalverwaltungsgesellschaft zu wenden.

Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken für die genannten Fonds entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher und englischer Sprache bei der deutschen Zahl- und Informationsstelle, der DZ BANK AG (Frankfurt/Main) erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf der Fonds.

Das Dokument berücksichtigt nicht die persönlichen sowie finanziellen Verhältnisse des Empfängers und stellt weder ein Angebot, noch eine Handlungsempfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen dar. Angegebene frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. In jedem Fall wird dem Empfänger empfohlen, im Rahmen einer individuellen Anlageberatung die Geeignetheit in Bezug auf seine persönlichen Verhältnisse prüfen zu lassen.

Die enthaltenen Informationen und Meinungen sind nicht als unabhängige Finanzanalyse anzusehen, da diese nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit und dem Verbot des Handels vor deren Veröffentlichung genügen.

Diese Informationen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne die schriftliche Genehmigung der Quoniam vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Quoniam verfügt über eine Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen und untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Quoniam verarbeitet Ihre personenbezogenen Daten, insbesondere Name, Geschlecht, Adresse, Telefonnummer, berufliche Position, ausschließlich im Rahmen der geschäftlichen Korrespondenz. Rechtsgrundlage ist Art. 6 Abs. 1 lit. b) und f) DSGVO. Verantwortliche im Sinne des Art. 4 Nr. 7 DSGVO ist die Quoniam Asset Management GmbH, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main. Weitergehende Informationen finden Sie in unserem Datenschutzhinweis unter Rechtliche Hinweise auf unserer Webseite. Sie möchten keine weiteren Informationen von Quoniam erhalten? Senden Sie bitte eine kurze E-Mail an dataprotection@quoniam.com

2020 © Quoniam Asset Management GmbH. Alle Rechte vorbehalten.