

## CREDIT-FAKTOR-STRATEGIEN ERMÖGLICHEN EINEN UNKORRELIERTEN ANLAGESTIL

In der Wissenschaft und in der Praxis zeigen sich Nachweise, dass die bei Aktien gängigen Faktoren genutzt werden können, um Überschusserträge bei globalen Unternehmensanleihen zu realisieren. In diesem Papier betrachten wir die Auswirkungen für Investoren, die mehrere Manager mit jeweils unterschiedlichen Alphaquellen einsetzen. Hierzu analysieren wir die Faktorladung dreier führender fundamental verwalteter Investment-Grade-Fonds im Vergleich zu Quoniams Multi-Faktor-Portfolio.

Die faktor- bzw. stilbasierte Anlage ist bei Aktienportfolios zunehmend verbreitet – mit vielfältigen Einsatzmöglichkeiten bei aktiven, passiven und Smart-Beta-Strategien. Im Fixed-Income-Bereich steckt die faktorbasierte Anlage jedoch noch in den Kinderschuhen. Angesichts der umfangreichen Evidenz in zahlreichen Assetklassen und der Ähnlichkeit in der Fundamentalanalyse überrascht es nicht, dass sich dieses Konzept auch für Unternehmensanleiheportfolios eignet. Die dabei herangezogenen Faktoren sind erstens **Value** (basierend auf der Annahme, dass sich unterbewertete Anleihen besser entwickeln als überbewertete), zweitens die **Quality** (basierend auf der Annahme, dass sich sichere, fundamental starke Vermögenswerte besser entwickeln als risikoreichere Aktiva mit schwachen Fundamentaldaten) sowie drittens **Momentum** (basierend auf der Annahme, dass Vermögenswerte, die sich in jüngster Vergangenheit stark entwickelt haben, diese Wertentwicklung beibehalten). Dass diese Faktoren zu Überschusserträgen beitragen, ist wissenschaftlich dokumentiert.

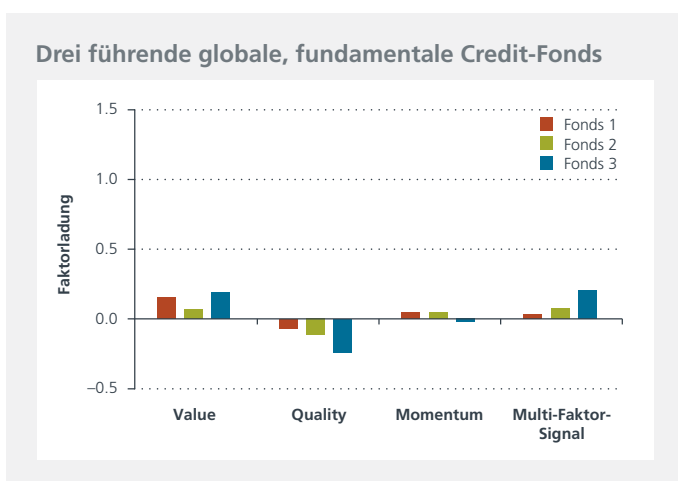
Hier analysieren wir die Faktorladungen von drei führenden aktiv (diskretionär) verwalteten Fonds<sup>1)</sup>. Wir haben Portfoliositionen über einen Zeitraum von vier Jahren analysiert und die quartals-

weise Positionierung der Portfolios in Bezug auf die folgenden Faktoren berechnet:

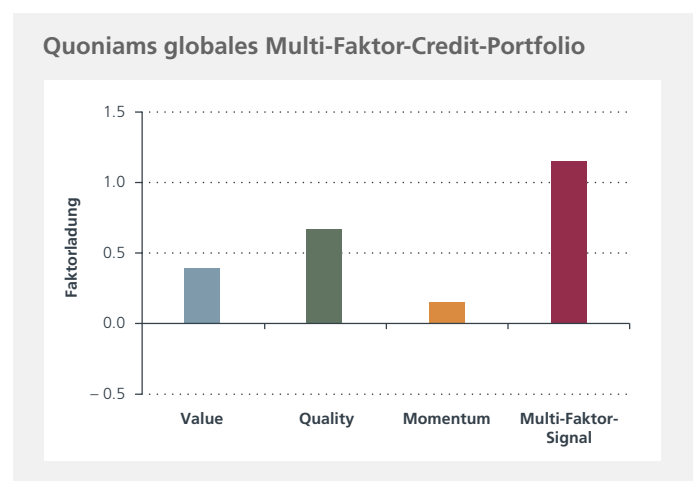
- **Value:** Markt Spread im Vergleich zu einem Fair-Value-Model-Spread auf Basis der Volatilität der zugrunde liegenden Aktie
- **Quality:** Kombination zweier auf Fundamentaldaten basierender Qualitätsmessgrößen – die Profitabilität des Emittenten sowie seine „Sicherheit“ (gemessen am Verhältnis des freien Cashflows zum Zinsaufwand)
- **Momentum:** Kursmomentum der zugrunde liegenden Aktie

Zudem betrachten wir ein kombiniertes Multi-Faktor-Signal (Value + Quality + Momentum), bei dem wir Elemente der Einzelfaktoren zusammenführen. Abb.1 zeigt die durchschnittlichen quartalsweisen Portfolio-Faktorladungen der drei führenden Credit-Publikumsfonds im Zeitraum von 2013 bis 2018. Abb. 2 zeigt die Faktorladungen für Quoniams Multi-Faktor-Fonds.

Es wird ersichtlich, dass die durchschnittlichen Faktorladungen der fundamental verwalteten Fonds in Bezug auf die Faktoren Value und Momentum sowie das Multi-Faktor-Signal minimal sind –

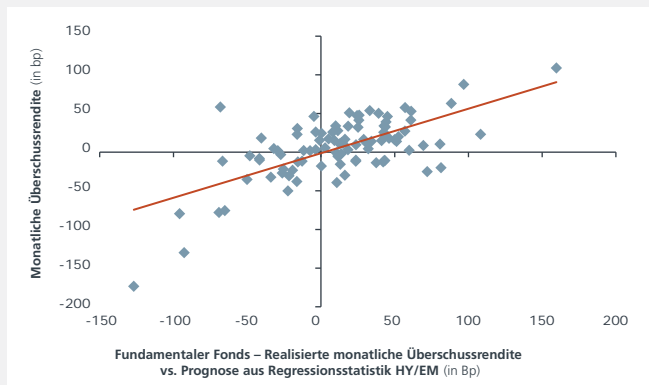


**Abb. 1:** Durchschnittliche Faktorladungen (vierteljährlich – 2013–2018) der größten globalen Credit-Fonds mit fundamentaler, diskretionärer Anlagestrategie. Quelle: Morningstar, Quoniam Research

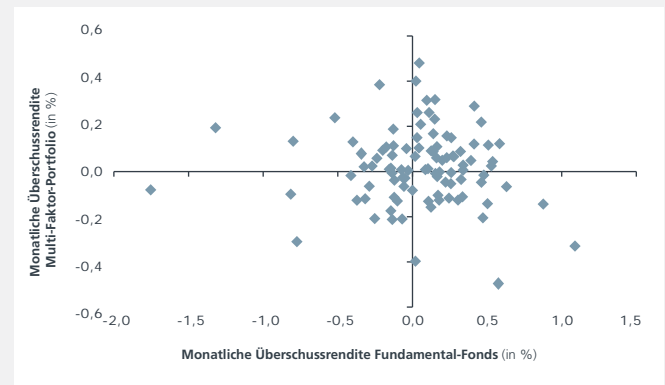


**Abb. 2:** Durchschnittliche Faktorladungen (vierteljährlich – 2013–2018) für Quoniams quantitatives, globales Credit-Portfolio. Quelle: Quoniam Research

## Fundamentaler Fonds – Realisierte monatliche Überschussrendite vs. Prognose aus Regressionsstatistik HY/EM



## Monatliche Überschusserträge Multi-Faktor vs. Fundamental



**Abb. 3:** (linke Skala) Korrelation der Überschusserträge des fundamental ausgerichteten Fonds zu Überschusserträgen von Hochzins- und EM-Anleihen | (rechte Skala) Korrelation der Überschusserträge des Multi-Faktor-Portfolios zu den Überschusserträgen des fundamental ausgerichteten Fonds Quelle: Bloomberg, Morningstar, Quoniam Research

bemerkenswerterweise ist deren Ladung in Bezug auf Quality sogar negativ. Gleichzeitig zeigt die Quoniam-Strategie eine ausgeprägte Ladung bei Value und Quality sowie in Bezug auf das Multi-Faktor-Signal. Die Wertentwicklung der Einzelfaktorladungen basiert auf den oben beschriebenen Merkmalen. Bei der Multi-Faktor-Ladung kommt eine integrierte „Bottom-up“-Credit-Selection-Strategie zum Tragen, mit der die drei Einzelfaktoren kombiniert werden.

### Ertragsanalyse fundamental verwalteter Fonds

Wenn nicht Faktoren die Performance treiben, worauf ist die Outperformance fundamental verwalteter globaler Credit-Portfolios zurückzuführen? Die Analyse der Korrelation zwischen Fondserträgen und Credit-Sektoren (einschließlich hochverzinslicher und Emerging-Markets-Anleihen) verschafft weitere Einblicke. Mischt man sowohl Hochzinsanleihen als auch EM-Bonds einem Portfolio aus Investment-Grade-Anleihen bei, erzielen die höheren Spreads Zusatzserträge.

Dies lässt sich als eine aktive Carry-Strategie beschreiben, bei der günstige Anleihen erworben werden, die einen höheren Spread bieten. Der Ansatz unterscheidet sich vom oben dargestellten Value-Konzept, da hier die günstigen Anleihen ohne zugrunde liegende fundamentale oder marktbasiertere Wertanalyse gehalten werden. Die linke Grafik in Abb.3 zeigt, dass die Outperformance

des größten fundamental verwalteten Fonds stark mit den Erträgen hochverzinslicher und EM-Anleihen korreliert – woraus folgt, dass der Fonds schlicht zur Ertragsverbesserung und ohne Selektion (im Vergleich zu Investment-Grade-Papieren) in diese Sektoren investiert hat. Die Erträge ließen sich auch durch eine Investition in Hochzins- oder EM-Anleiheindizes erreichen.

### Quoniams Multi-Faktor-Strategie: ein nicht korrelierter Anlagestil

Die rechte Grafik in Abb. 3 zeigt die Auswirkungen für die Faktorladungen auf Hochzins- und EM-Anleihen als Einflussfaktor für Überschussrenditen. Hier ist die Überschussrendite des Multi-Faktor-Portfolios im Vergleich zu denen des fundamental ausgerichteten Portfolios dargestellt; die Überschussrenditen sind nicht korreliert. Die Analyse zeigt, dass Quoniams Multi-Faktor-Credit-Portfolio eine Positionierung auf Faktorprämien ermöglicht und damit einen ausgezeichneten Anlagestil bietet, der nicht mit herkömmlichen, fundamental ausgerichteten Rentenfonds korreliert ist.

Dr. Philip Messow  
Associate Partner, Fixed Income

### LITERATUR

Brooks, Palhares, Richardson (2018):  
‘Style investing in fixed income’, *Journal of Portfolio Management* 44 (4), 127–139

1) Gemäß IPE-Ranking der größten globalen Credit-Fonds nach dem verwalteten Vermögen (AuM). Quellen: Morningstar und Bloomberg.

### 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](http://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 Anlageausschusssitzungen oder zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen (z.B. Reporting) erstellt wurden. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass es sich hierbei nicht um eine Vermögensaufstellung nach investmentrechtlichen 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 Finanz-

instrumenten 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](mailto:dataprotection@quoniam.com)

2019 © Quoniam Asset Management GmbH. Alle Rechte vorbehalten.