

„Quants wie wir schauen sich gern Risiken an“

Erhard Radatz leitet bei **Invesco** das Portfoliomanagement der Sparte „Quantitative Strategies“. Im Interview erläutert er, wie das Team Signale für seinen faktorbasierten Investmentansatz findet – und warum die Portfoliokonstruktion ein vernachlässigtes Feld ist.

Es gab zweifelsohne Zeiten, in denen faktorbasiertes Investieren deutlich höher im Kurs stand als heute. Wahrscheinlich sorgten die durchwachsenen Ergebnisse zahlreicher Faktor-ETFs in den vergangenen Jahren bei den Anlegern für Ernüchterung. Dabei lassen sich durchaus beachtliche Ergebnisse erzielen, wenn man in seiner Anlagestrategie systematisch Aspekte wie Bewertung (Value), Bilanzqualität (Quality) oder Momentum berücksichtigt. Das zeigt unter anderem das „Invesco Quantitative Strategies“-Team, das von Frankfurt, New York, Boston, Tokio und Melbourne aus rund 28 Milliarden US-Dollar in Multi-Faktor-Aktienstrategien verwaltet.

Mit Bernhard Langer verließ zu Jahresbeginn der Mann Invesco, der dieses Team über viele Jahre als Chief Investment Officer (CIO) geleitet hat. Auch wenn Erhard Radatz als Global Head of Portfolio Management Langers Job nicht eins zu eins übernommen hat, steht nun doch er in der ersten Reihe. FONDS professionell lud ihn in die Kölner Redaktion zum Interview ein.

»**Wir gehen keine großen Sektorwetten ein, sondern suchen innerhalb der Branchen die attraktivsten Titel.**«

Erhard Radatz, Invesco

Herr Radatz, Ihr Werdegang ist eher ungewöhnlich: Sie haben theoretische Physik studiert – mutmaßlich nicht mit dem Ziel, Portfoliomanager zu werden, oder?

Erhard Radatz: Im quantitativen Asset Management haben Sie es mit Modellierung, Statistiken und Wahrscheinlichkeiten zu tun, da hilft ein naturwissenschaftlicher Hintergrund enorm. So selten sind Physiker in unserer Branche darum gar nicht. Aber Sie haben natürlich recht: Wenn es nach dem Abitur mein Ziel gewesen wäre, Fondsmanager zu werden, hätte ich nicht Physik studiert. Ich habe Stephen Hawking gelesen und war so fasziniert von seinen Theorien, dass ich sie bis ins Detail verstehen wollte – darum die Wahl meines

Studienfachs. Die Inhalte der Forschung an der Uni haben mir dann aber doch nicht so zugesagt wie erhofft. Mit dem Studium fertig wurde ich dann mitten in der Finanzkrise. Damals merkte ich, wie viele gesellschaftlich relevante Themen mit den Finanzmärkten zusammenhängen. Um diese Welt von innen kennenzulernen, habe ich mich für ein Praktikum bei der DWS entschieden. Und wie das so ist, bleibt man eben hängen (*lacht*).

Sie leiten seit einem Jahr das Portfoliomanagement der „Quantitative Strategies“-Sparte von Invesco. Wie groß ist dieses Team?

Wir sind weltweit ungefähr 50 Kolleginnen und Kollegen, etwa die Hälfte davon sitzt in Frankfurt. Zu unterscheiden sind zwei Bereiche: das Research und das Portfoliomanagement. Im Research geht es vor allem darum, unsere Modelle weiterzuentwickeln. Auch wenn ein Investmentprozess gut funktioniert und Alpha produziert, versuchen wir, ihn in kleinen Schritten immer weiter zu verbessern. Da geht es zum einen um mögliche Signale, also Daten, die uns helfen, das Potenzial einer Aktie einzuschätzen, aber auch um die Portfoliokonstruktion – ein meiner Meinung nach vernachlässigtes Feld.

Wie meinen Sie das?

»Ein guter Koch kann auch aus mittelmäßigen Zutaten ein leckeres Essen zubereiten. Aber ein miserabler Koch wird selbst mit den besten Zutaten nichts Genießbares hinbekommen.«

Erhard Radatz, Invesco



Allein in den Industrieländern finden sich rund 3.500 liquide Aktien. Daraus ein attraktives Portfolio zusammenzustellen, ist eine sehr komplexe Angelegenheit. Das Ziel muss sein, die lohnenden Wetten einzugehen, zugleich aber unbezahlte Risiken zu meiden. Wenn man sich die akademische Forschung im Quant-Bereich anschaut, beschäftigen sich vermutlich 80 Prozent der Studien mit Signalen, aber nur 20 Prozent mit der Portfoliokonstruktion. Dabei können Sie meiner Meinung nach mit der Portfoliokonstruktion einen deutlich höheren Mehrwert generieren als über die Signale. Ich ziehe gern einen Vergleich zum Kochen.

Bitte?

Na ja, ein guter Koch kann auch aus mittelmäßigen Zutaten ein leckeres Essen zubereiten. Aber ein miserabler Koch wird selbst mit den besten Zutaten der Welt nichts Genießbares hinbekommen. Was hilft ihm das tollste Himalaya-Salz, wenn er keine Vorstellung davon hat, wie er es dosieren sollte?

Das war die Research-Seite. Sie erwähnten außerdem das Portfoliomanagement.

Genau. Dort arbeiten zum einen die Kollegen, die die Erkenntnisse aus dem Research in der Praxis umsetzen. Das reicht von der Aufgabe der Orders bis hin zu eher technischen Details, beispielsweise wenn es darum geht, eine Kapitalmaßnahme wie einen Aktiensplit in den Portfolios abzubilden. Zum anderen gibt es die Kollegen, die unseren institutionellen Kunden die Strategien erläutern und nach ihren Wünschen anpassen. Das ist das Schöne an einem quantitativen Prozess: Ich kann an vielen Stellschrauben drehen. Im Ergebnis erhält der Kunde ein mitunter sehr individuell strukturiertes Mandat. Die Arbeit eines Portfoliomanagers bei uns unterscheidet sich daher deutlich von der eines fundamental ausgerichteten Fondsmanagers.

Es klang schon mehrfach durch, dass Ihr Steckenpferd das quantitative Portfoliomanagement ist. Doch ganz leicht fällt die Abgrenzung nicht: Einerseits werden die wenigsten klassischen Fondsmanager von

sich behaupten, komplett unsystematisch vorzugehen. Andererseits finden sich auch bei den regelgebundenen Strategien Beispiele, bei denen der Manager im Zweifel eben doch händisch eingreift. Wie ist das bei Ihnen? Hinterfragen Sie das Ergebnis des Algorithmus gar nicht, sondern setzen es nur um?

An dieser Stelle kommt ein Punkt zum Tragen, der uns von zahlreichen Quant-Managern unterscheidet. Viele Mitbewerber untersuchen, welche Variablen offensichtlich einen Einfluss auf den Aktienkurs haben. Wenn sie ein Signal finden, das scheinbar einen Mehrwert liefert, berücksichtigen sie es in ihrem Anlageprozess. Uns dagegen ist wichtig, das ökonomische Kalkül dahinter zu verstehen. Wir sind bei der Generierung der Signale gewissermaßen sehr fundamental orientiert. Ein gutes Beispiel sind Daten von Zahlungsdienstleistern wie Kreditkartenanbietern. Solche Daten, heruntergebrochen auf einzelne Unternehmen, bekommen Sie von spezialisierten Anbietern mittlerweile mit nur einem Tag Verzögerung. Sie können also



beinahe in Echtzeit nachvollziehen, welche Produkte und Dienstleistungen bei den Konsumenten aktuell gefragt sind. Der einfache Weg wäre nun zu überprüfen, ob der Aktienkurs eines Unternehmens steigt, wenn sich aus den Kreditkartendaten eine höhere Nachfrage ablesen lässt.

Aber das wäre Ihnen zu einfach?

Der eigentliche ökonomische Kanal ist ein anderer: Höhere Ausgaben der Konsumenten müssten zu einer Überraschung mit Blick auf den Umsatz des jeweiligen Unternehmens führen.

Spruch: Die Umsatzsteigerung an sich könnte schon eingepreist sein. Der Aktienkurs reagiert nur, wenn das Umsatzplus unerwartet hoch ausfällt.

Genau. Darum überprüfen wir, ob sich aus den Kreditkartendaten eine Umsatzüberraschung prognostizieren lässt. So systematisch wir auch vorgehen, so ökonomisch fundamental orientiert ist unsere Denkweise. Sobald wir unser Regelwerk gefunden haben, halten wir uns aber auch strikt daran. Denn es hat sich schon häufig gezeigt, dass die menschliche Intuition beim

»Uns ist wichtig, das ökonomische Kalkül hinter einem Signal zu verstehen.«

Erhard Radatz, Invesco

Investieren nicht hilfreich ist. Wir sind im falschen Moment zu gierig – und dann wieder im falschen Moment zu vorsichtig.

Zurück zur Ausgangsfrage: Sie greifen also nie händisch in den Anlageprozess ein?

Nur in absoluten Ausnahmesituationen. Als Wladimir Putin vor drei Jahren die Ukraine überfallen ließ, haben wir beispielsweise russische Aktien aus den Portfolios verkauft, weil absehbar war, dass sie schon bald nicht mehr zu handeln sein würden. So etwas lässt sich mit einem Quant-Modell nicht abbilden. Ein weiterer Punkt, bei dem wir manuell eingreifen, sind Datenfehler – aber das ist ein normaler Korrekturprozess.

Wie hat Ihr Modell die Zinswende 2022 verdaut? Viele Algorithmen überforderte das,

weil sie aus der Vergangenheit gewissermaßen gelernt hatten, dass die Zinsen nur sinken können.

Die Zinswende war kein Problem für unser Modell. Wir investieren faktorbasiert mit einem Fokus auf Qualität, Bewertung und Momentum. Der Bewertungsfaktor, also Value, war vorher jahrelang eher abgestraft worden. Im Grunde rät Ihnen der Bewertungsfaktor, Wertpapiere zu kaufen, die Ihnen relativ schnell zurückzahlen, was Sie investiert haben. Mit den fallenden Zinsen sank die Diskontierungsrate jedoch immer weiter, weshalb Value an Relevanz verloren hat. 2022 änderte sich das schlagartig – und der Bewertungsfaktor funktionierte extrem gut. Wenn Sie Unternehmen mit guter Bilanzqualität im Portfolio haben, schadet das in einer solchen Phase auch nicht. Und der Momentumfaktor hat nicht so sehr geschadet, wie das vielleicht zu befürchten war. Was uns sehr geholfen hat, ist die Tatsache, dass wir Äpfel mit Äpfeln vergleichen.

Soll heißen?

Viele naive Faktormodelle, wie sie mitunter in Smart-Beta-ETFs umgesetzt werden, neutralisieren beispielsweise die Bewertung nicht über Branchen hinweg. Da wird eine Bank mit einem Technologieunternehmen verglichen. Doch das ist kein fairer Vergleich. Ich gehe davon aus, dass Tech-Firmen auch in 20 Jahren höher bewertet sein werden als eine Bank – aus gutem Grund, denn ihre Wachstumsdynamik ist eine ganz andere. Wir dagegen gehen keine großen Sektorwetten ein, sondern suchen innerhalb der verschiedenen Branchen die attraktivsten Aktien. Auch das hilft dabei, mit Strukturbrüchen wie etwa der Zinswende umzugehen.

Liegt nicht gerade in der Sektorgewichtung der größte Hebel? Vor zehn Jahren waren US-Tech-Werte deutlich niedriger bewertet als heute. Es hätte sich ausgezahlt, damals verstärkt auf diesen Sektor zu setzen.



Rückwirkend kann ich Ihnen auch sagen, was die Lottozahlen vom letzten Samstag waren – das wäre ebenfalls ein gutes Investment gewesen (*lacht*). Nein, im Ernst: Es mag Branchen geben, die an der Börse gerade günstig bewertet erscheinen. Solche Sektorwetten gehen aber mit einem großen Risiko einher und sind daher in der Regel keine gute Idee. Quants wie wir schauen sich gern Risiken an – aus einem einfachen Grund: Das Risiko von heute ist in erster Annäherung auch das Risiko von morgen. Das gilt für den Ertrag nicht. Wenn eine Aktie heute eine Volatilität von 50 hat, hat sie die mit hoher Wahrscheinlichkeit morgen auch noch. Die Chance, dass eine Aktie, die sich im letzten Jahr verdoppelt hat, in den kommenden zwölf Monaten noch einmal um 100 Prozent zulegt, ist dagegen gering. Das macht Risiken einfacher zu schätzen als Erträge. Darum achten wir darauf, dass unsere aktiven Anlageentscheidungen alle in etwa mit dem gleichen Risiko verbunden sind. Angenommen, neun von zehn unserer Wetten gehen auf, und eine geht schief. Dann möchten wir nicht, dass unsere eine schlechte Entscheidung alle anderen kaputt

»Der wesentliche Indikator mit Blick auf die Bewertung ist für uns der Cashflow.«

Erhard Radatz, Invesco

macht. Darum ist und bleibt Diversifikation so wichtig.

Sie hatten die drei Faktoren genannt, auf die Sie achten: Qualität, Bewertung und Momentum. Was ist mit den anderen, die in der Literatur rege diskutiert werden? Allen voran fallen einem da die Faktoren Low Volatility und Size ein, nach denen es sich langfristig lohnt, auf schwankungsarme Aktien und Titel kleinerer Unternehmen zu setzen.

Den Faktor Low Volatility berücksichtigen wir nur, wenn der Kunde es explizit wünscht. Das Problem: Wer auf wenig volatile Aktien setzt, reduziert das Beta seines Portfolios, also die Sensitivität zum Aktienmarkt. Wenn mein Auftrag lautet, den MSCI World zu schlagen, ist eine Beta-Reduktion schwierig.

Und was ist mit dem Size-Faktor, der es zugegebenermaßen in den vergangenen Jahren sehr schwer hatte?

Dieser Faktor steht seit geraumer Zeit in der Diskussion. Denn auch wenn Nebenwerte langfristig besser abschneiden als Standardwerte: Risikoadjustiert sieht das Ergebnis gar nicht so gut aus. Wir nehmen eine Aktie jedenfalls nicht nur deshalb auf, weil das Unternehmen klein ist. Der Titel muss darüber hinaus mit Blick auf einen der anderen Faktoren überzeugen. Das ist häufig auch der Fall: In unseren Portfolios finden sich daher regelmäßig mehr Nebenwerte als in den entsprechenden Vergleichsindizes.

Wenn man von Qualität, Bewertung oder Momentum spricht, haben viele Anleger zwar bestimmte Kennzahlen oder Unternehmen vor Augen, genau definiert sind diese Faktoren aber nicht. Wie gehen Sie damit um?

Das ist ein guter Punkt. Die nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes verschiedener Anbieter ähneln sich sehr, weil es für die Marktkapitalisierung eine einheitliche Definition gibt. Das gilt für die Faktoren nicht. Deshalb können zwei Value-Indizes völlig unterschiedlich aussehen, auch wenn sie eigentlich den gleichen Markt abbilden sollen. Wir haben uns beim Bewertungsfaktor zum Beispiel komplett vom Buchwert gelöst.

Warum das?

Der Buchwert sagt mehr oder weniger aus, was zu Erlösen wäre, wenn man die Firma heute schließen und ihr Inventar verkaufen würde. Aus Sicht eines Anlegers ist das eigentlich bizarr, schließlich investiert er, weil er an die Zukunft dieses Unternehmens glaubt. Der wesentliche Indikator mit Blick auf die Bewertung ist für uns daher der Cashflow, denn daraus werden letztlich die Kapitalerträge der Investoren bedient. Außerdem ist der Cashflow, anders als viele andere Kennzahlen, kaum manipulierbar.



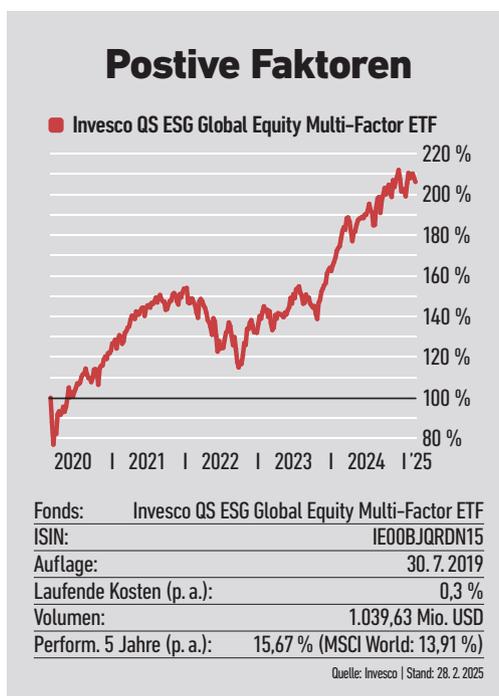
Was ist beispielsweise mit der Dividende?

Für sich allein gesehen ist sie für uns irrelevant. Wir berücksichtigen sie gemeinsam mit Aktienrückkäufen, die ökonomisch gesehen das Gleiche sind, im „Total Shareholder Yield“. Auch beim Momentum-Faktor weichen wir vom Standard ab. Bei vielen Mitbewerbern spielt die Kursentwicklung einer Aktie auf Sicht der vergangenen elf Monate eine relativ prominente Rolle. Wir berücksichtigen diesen Wert gar nicht, weil wir die Gefahr sehen, uns so vor allem riskante High-Beta-Aktien ins Portfolio zu holen. Oder anders argumentiert: Wenn ein schwankungsarmer Titel genauso so stark zugelegt hat wie der breite Markt, ist das der eigentliche Outperformer, weil er risikoadjustiert vorn liegt. Bei uns spielt beispielsweise die erwähnte Analyse von Kreditkartendaten in den Momentum-Faktor rein.

Ihr Team verantwortet einen weltweit anlegenden Publikumsfonds, der die drei Faktoren Bewertung, Qualität und Momentum berücksichtigt: den Invesco Quantitative Strategies ESG Global Equity Multi-Factor UCITS ETF. Obwohl

»Beim ETF werden die Handelskosten von dem bezahlt, der sie verursacht. Das ist die fairere Lösung.«

Erhard Radatz, Invesco



der Fonds aktiv gemanagt wird, bieten Sie ihn im ETF-Mantel an. Hat Sie die damit verbundene tägliche Transparenz nicht abgeschreckt?

Nein, wir investieren wie erwähnt breit gestreut und gehen keine großen Wetten ein. Die Gefahr, dass andere Marktteilnehmer versuchen könnten, sich mit dem Wissen um unsere Positionierung einen Vorteil zu verschaffen, erachten wir darum als gering. Wir haben daher kein Problem damit, täglich das gesamte Portfolio offenzulegen. Bei der Auflage vor mittlerweile fast sechs Jahren haben wir uns unter anderem deshalb für den ETF entschieden, weil uns die Art und Weise überzeugt, wie bei diesem Vehikel die Zu- und Abflüsse gemanagt werden.

Das müssen Sie erklären.

Beim normalen Publikumsfonds werden die Transaktionskosten, die durch den Ein- und Ausstieg von Anlegern verursacht werden, vom Fonds getragen – sie schmälern also das Ergebnis derjenigen, die langfristig investiert bleiben möchten. Das ist beim ETF anders. Da werden die Handelskosten von dem bezahlt, der sie verursacht. Das ist die fairere Lösung. Viele Privatanleger machen sich über die Transaktionskosten ihres Fonds wahrscheinlich kaum Gedanken. Langfristig können sie mit Blick auf die Performance aber eine durchaus relevante Rolle spielen.

Vielen Dank für das Gespräch.

BERND MIKOSCH **FP**

Kurzinterview mit Erhard Radatz über KI:

← QR-Code scannen oder fponline.de/Invesco125

**KURZ-VITA:
Erhard Radatz**

Erhard Radatz ist seit März 2024 Global Head of Portfolio Management von Invesco Quantitative Strategies. Den Einstieg in die Asset-Management-Branche fand der Physiker über ein Praktikum bei der DWS, der er gut sechs Jahre als Portfoliomanager treu blieb, bevor er 2017 zu Invesco wechselte.