

„Auch quantitative Ansätze sind natürlich **kein Orakel**“

Auf die Unterscheidung in Kategorien wie transparente, semitransparente und intransparente ETFs lässt sich **Manuela von Ditfurth** von **Invesco** nicht ein. Sie charakterisiert die aktiven börsengehandelten Fonds ihres Unternehmens als megatransparent.

Bei Invesco in Frankfurt verantwortet Manuela von Ditfurth nicht nur die quantitativ gemanagten Aktienstrategien, sie ist auch eine treibende Kraft hinter den aktiven ETFs des Hauses. Ihr Spielfeld sind Multi-Faktor-Modelle, Tracking-Error-Bandbreiten und Indexabweichungen. Gleichzeitig hat sie sich in den vergangenen Jahren einen Namen als Experte für nachhaltiges Investieren gemacht, als Portfoliomanagerin, die ESG-Aspekte systematisch in Aktien- und ETF-Strategien integriert. Im Gespräch erklärt Ditfurth, warum aktive ETFs für sie mehr sind als ein Modethema, wo sie die Grenzen klassischer Indexreplikation sieht und weshalb die Kombination aus aktiver Hülle und systematischem Ansatz für viele Anleger der nächste logische Schritt nach dem reinen Buy-and-Hold-ETF ist.

Frau von Ditfurth, einmal grundsätzlich gefragt: Warum braucht es neben passiven ETFs überhaupt noch aktiv gemanagte Varianten? Was ist aus Ihrer Sicht neben dem Kostenargument der tatsächliche Mehrwert?

»Im Kern arbeiten wir beim quantitativen Investieren mit drei großen Säulen: Bewertung, Qualität und Momentum.«

Manuela von Ditfurth, Invesco


Manuela von Ditfurth: Klassische passive ETFs bilden einen Index eins zu eins ab – mit all seinen Stärken, aber auch mit seinen Klumpenrisiken und Verzerrungen. Aktive ETFs geben uns die Möglichkeit, bewusst von dieser reinen Marktabbildung abzuweichen: Wir können Faktoren wie Bewertung, Qualität oder Momentum berücksichtigen, Risiken steuern und trotzdem die Vorteile eines ETFs bieten, etwa die Handelbarkeit während der Börsenzeiten, eine hohe Transparenz und sehr wettbewerbsfähige Kosten.

Wobei für viele Investoren doch das letztgenannte Argument entscheidend ist.

Es geht natürlich um die Kostenschicht, aber nicht zuletzt auch um eine wesentlich höhere Flexibilität. Ein aktiver ETF ähnelt in der Handelbarkeit einem Wertpapier: Er wird während der Börsenzeiten laufend gehandelt, Anleger sehen permanente Preise und können flexibel agieren. Bei einem Fonds haben Sie eine einmal tägliche Preisfeststellung, was für viele Investoren ausreichend ist, aber weniger Spielraum lässt. Hinzu kommt, dass wir in der ETF-Hülle schneller Anpassungen vornehmen können als in der klassischen Fondshülle, die an Prospektänderungen und Aufsichtsprozesse gebunden ist.

Dennoch wenden Kritiker ein, dass es am Ende egal ist, ob ich einen klassisch aktiven Fonds oder einen aktiven ETF halte, entscheidend sei schließlich die Strategie.

Die Strategie ist entscheidend, keine Frage, aber das Vehikel ist keineswegs neutral. Ein aktiver ETF erlaubt uns, einen systematischen Ansatz mit klar definierten Regeln in einer Struktur umzusetzen, die für sehr unterschiedliche Anlegergruppen zugänglich ist, vom institutionellen Investor bis hin zu „Oma Erna“, die über ihre Bank einen faktororientierten ETF erwirbt. Gleichzeitig können wir über Bandbreiten beim Tracking Error und bei Einzeltitelgewichten steuern, wie weit wir uns vom Index entfernen, ohne



» Ein aktiver ETF erlaubt uns, einen systematischen Ansatz mit klar definierten Regeln in einer Struktur umzusetzen, die für sehr unterschiedliche Anlegergruppen zugänglich ist.«

Manuela von Ditfurth, Invesco

in Richtung hochkonzentrierter Stock-picking-Fonds abzudriften.

Beim Stichwort Faktororientierung: Warum setzt Invesco gerade bei aktiven ETFs so stark auf seine quantitative Expertise?

Wir wären schlecht beraten, diese Expertise hier in Frankfurt nicht zu nutzen. Invesco gehört weltweit zu den größten ETF-Anbietern, wir haben seit vielen Jahren ein umfangreiches passives Geschäft, aber ETFs müssen nicht zwangsläufig passiv sein. Die Kombination aus aktiver ETF-Hülle und systematischem, faktororientiertem Ansatz ist aus unserer Sicht ein sehr schlüssiger Weg. Mehrwert über den reinen Index hinaus zu schaffen.

Viele Berater fragen sich allerdings, ob Quants wirklich so viel mehr können als klassische Fondsmanager.

Auch quantitative Ansätze sind kein Orakel, aber sie sind extrem diszipliniert. Wir arbeiten mit klar definierten, statistisch überprüften Faktoren wie Bewertung, Qualität oder Momentum und

wenden diese Regeln konsistent auf ein breites Anlagenuniversum an. Der Vorteil liegt darin, dass das Modell nicht müde wird, keinen Stimmungsschwankungen unterliegt und sich nicht in jede Modetrend-Story verliebt. Es bewertet jeden Titel nach den immer gleichen Kriterien.

In der ETF-Welt wird mittlerweile zwischen transparenten, semitransparenten und nahezu intransparenten Konstruktionen unterschieden. Wo würden Sie Ihre aktiven ETFs in diesem Dreiklang einordnen?

Gar nicht, denn ich würde für unsere Art zu investieren eine vierte Kategorie nennen, die ich als „megatransparent“ bezeichne. Anleger haben bei unseren Produkten nicht nur einen permanenten Einblick in deren Zusammensetzung, auch deren Regeln sind glasklar definiert, und Abweichungen vom Index bewegen sich in vorher fest kommunizierten Bandbreiten. Wir bauen bewusst kein Black-box-Produkt, sondern eine Struktur, in der Berater ihren Kunden klar erklären können, welche Faktor-Exposures sie kau-

fen und wie sich das Portfolio gegenüber dem Markt verhält.

Welche Faktoren stehen bei Ihnen im Mittelpunkt – und wie erklären Sie diese einem Berater, der keine Quant-Ausbildung hat?

Im Kern arbeiten wir mit drei großen Säulen: Bewertung, Qualität und Momentum. Bewertung heißt vereinfacht: Wir bevorzugen Aktien, bei denen Ertragskraft und Preis in einem attraktiven Verhältnis stehen. Qualität umfasst unter anderem die Bilanzstärke, Ertragsstabilität und Profitabilität eines Unternehmens. Momentum schließlich beschreibt die Tendenz, dass Aktien mit einem positiven Trend diesen oft eine Zeit lang fortsetzen. Diese Faktoren sind in der akademischen Literatur gut dokumentiert und lassen sich empirisch als Treiber von Risiko und Rendite nachweisen.

Kritiker wenden ein, dass solche Modelle zwar in der Rückschau funktionieren – Stichwort Overfitting –, aber in der Zukunft versagen können. Was entgegnen Sie?



Das ist ein berechtigter Punkt. Wenn Sie ein Modell so lange anhand von historischen Daten „optimieren“, bis es perfekt aussieht, wird es in der Zukunft höchstwahrscheinlich enttäuschen. Wir vermeiden das, indem wir sehr bewusst nur wenige, robust belegte Faktoren einsetzen und diese nicht ständig nachjustieren, nur weil sie in einem Jahr einmal nicht funktionieren. Außerdem testen wir unsere Modelle in unterschiedlichen Marktphasen und Regionen und legen großen Wert darauf, dass sie auch unter Stressbedingungen noch nachvollziehbar agieren. Ein weiterer wichtiger Baustein ist die menschliche Kontrolle: Wir lassen unsere Portfolios nicht blind via Autopilot laufen, sondern überwachen systematische Signale und Risiken kontinuierlich.

Wo setzen Sie denn konkret die „Handbremse“ oder den gesunden Menschenverstand ein?

Wir sehen das als Zusammenspiel. Das Modell ist unser Werkzeug, es strukturiert das Universum, misst Attraktivität und Risiken und sorgt für Konsistenz. Der Mensch definiert die Rahmenpara-

» Am Ende setzt sich die Erkenntnis durch, dass wir den Markt nicht aufhalten können: Anleger vergleichen nun einmal Kosten, Transparenz und Flexibilität.«

Manuela von Ditfurth, Invesco

meter, zum Beispiel welche Restriktionen gelten, wie breit diversifiziert werden soll oder wie hoch der Tracking Error gegenüber der Benchmark sein darf, und er wacht darüber, ob Signale plausibel sind. Wenn Daten falsch sind, Märkte temporär dysfunktional werden oder einzelne Titel aus außerordentlichen Gründen gemieden werden sollten, dann greifen wir ein. Darin liegt für uns der echte Mehrwert gegenüber einem rein regelbasierten und einem rein diskretionären Ansatz.

Wo ziehen Sie persönlich denn die Grenze dessen, was quantitative Modelle leisten können? Wo würden Sie Beratern klar sagen: Hier darf man keine Wunder erwarten?

Quantitative Modelle können keine Krisen verhindern, und sie wissen auch nicht, wie die Welt in fünf Jahren aussehen wird. Sie können aber helfen, systematisch für Diversifikation, Faktor-Exposures und ein vernünftiges Rendite-Risiko-Profil zu sorgen. Berater sollten sie daher nicht als Wundermaschinen verkaufen, sondern als Werkzeugkasten. Wer die Funktionsweise versteht und sie langfristig einsetzt, kann seinen Kunden damit sehr viel Disziplin und Struktur ins Portfolio bringen, aber eben keine Garantie auf stetige Outperformance in jeder Marktphase.

Invesco steht mit aktiven ETFs ein Stück weit zwischen den Welten: Sie bieten einerseits klassische Publikumsfonds und andererseits sehr preisaggressive ETF-Lösungen. Wie erklären Sie das Ihrem Vertrieb?

Natürlich gibt es da Spannungsfelder. Klassische Publikumsfonds mit Ausgabeaufschlägen und Bestandsprovisionen sind ein etabliertes Modell, von dem viele Berater lange gut leben konnten. Auf der anderen Seite haben sich ETF-basierte Lösungen inzwischen mehr als etabliert, bei denen die Gesamtkosten sehr viel stärker im Fokus stehen und die Vertriebsvergütung häufig über andere Modelle wie Servicegebühren, Pauschalen oder Honorare läuft.

Spüren Sie denn intern keinen Gegenwind nach dem Motto „Ihr bietet zu günstige Produkte an“?

Die Diskussion gibt es in jedem Haus, das sowohl klassische Fonds als auch ETFs anbietet. Am Ende setzt sich meist die Erkenntnis durch, dass wir den Markt nicht aufhalten können: Anleger vergleichen nun einmal Kosten, Transparenz und Flexibilität. Und sie erwarten, dass ein globaler Anbieter in allen Segmenten Lösungen hat. Unser Ansatz ist daher nicht, den klassischen Fonds zu „kannibalisieren“, sondern das Angebot zu ergänzen: Es gibt nach wie vor Fälle, in denen



ein klassischer aktiver Fonds sinnvoll ist, aber eben auch andere, in denen ein aktiver ETF das passendere Vehikel ist.

Sie haben erwähnt, dass einer Ihrer größten aktiven ETFs sehr strenge Nachhaltigkeitskriterien – unter anderem das Österreichische Umweltzeichen – umsetzt. Wie muss man sich das in der Praxis vorstellen? Wir starten mit einem globalen Anlageuniversum von rund 4.000 Aktien. Im ersten Schritt screenen wir dieses Universum entlang der Kriterien des Österreichischen Umweltzeichens – und schließen etwa die Hälfte der Titel aus. Danach folgt ein Best-in-Class-Ansatz auf das verbleibende, bereits bereinigte Universum: Wir wählen innerhalb jeder Branche die nachhaltigsten Unternehmen aus und investieren nur in die obere Hälfte. Auf dieser Basis optimieren wir das Portfolio dann mit unserem Multi-Faktor-Modell und kommen am Ende auf rund 280 Aktien – bei gleichzeitiger breiter Diversifikation.

Best-in-Class-Ansätze werden gern belächelt – Stichwort „Die sauberste Ölaktie ist immer noch eine Ölaktie“. Wie stellen Sie

» Es wird weiterhin Strategien geben, bei denen ein diskretionärer Fondsmanager mit sehr spezifischem Ansatz gefragt ist.«

Manuela von Ditfurth, Invesco

sicher, dass Ihr Ansatz nicht in dieselbe Falle läuft?

Der entscheidende Unterschied liegt in der Reihenfolge. In vielen nachhaltigen Indizes erfolgt das Best-in-Class-Screening direkt auf dem marktkapitalisierten Universum – dadurch bleiben große Titel aus kritischen Branchen oft dominant. Wir

VITA: Manuela von Ditfurth

Seit fast 28 Jahren arbeitet Manuela von Ditfurth für Invesco in Frankfurt, wo sie als Senior Portfolio Managerin das Team für quantitative Investmentstrategien leitet. Darüber hinaus gilt sie als ausgewiesene Expertin für verantwortungsvolles Investieren. Ihre Laufbahn in der Asset-Management-Branche begann von Ditfurth bereits 1989 im Portfolioresearch von Metzler Investment, wo sie später für die Portfolioindexierung zuständig war. Die Ausbildung als Bankfachwirtin hat sie an der Frankfurt School of Finance & Management abgeschlossen.

gehen anders vor: erst ein sehr striktes ESG-Screening, das ganze Sektoren oder Geschäftsmodelle komplett ausschließen kann, dann Best-in-Class für das Restuniversum. Damit stellen wir sicher, dass wir nicht die „besten Schlechtesten“ wählen, sondern aus einem bereits bereinigten Universum die überzeugendsten Titel herausfiltern – inklusive vieler kleinerer Unternehmen, die in klassischen Indizes gar nicht vorkommen.

Wenn wir fünf Jahre nach vorn blicken: Welche Rolle werden aktive ETFs im Produktmix von Häusern wie Invesco spielen?

Ich erwarte, dass aktive ETFs sich als fester Baustein zwischen klassischen Fonds und rein passiven ETFs etablieren. Auf der einen Seite wird es weiterhin Strategien geben, bei denen ein diskretionärer Fondsmanager mit sehr spezifischem Ansatz gefragt ist. Auf der anderen Seite bleiben kostengünstige, breit streuende Index-ETFs das unverzichtbare Grundgerüst. Dazwischen werden aktive ETFs an Bedeutung gewinnen als Vehikel für systematische, faktor- und themenorientierte Strategien, die Anlegern den Zugang zu institutionellen Ansätzen eröffnen.

Wird der aktive ETF aus Ihrer Sicht bestimmte Fondssegmente verdrängen?

In einigen Segmenten wird es zu einer Verdrängung kommen, in anderen zu einer Ergänzung. Dort, wo es um breit gestreute, systematisch gemanagte Aktienstrategien geht, ist die ETF-Hülle aus Kosten- und Umsetzungsgründen oft im Vorteil. In sehr speziellen Nischenstrategien oder illiquiden Märkten bleibt die klassische Fondshülle hingegen sinnvoll. Wichtig ist, dass Häuser wie Invesco beides anbieten und sauber erklären, wofür welches Vehikel sinnvoll ist, statt sich ideologisch auf eine Form festzulegen.

Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER **FF**