

ANLEGEN MIT STIL



ANNINA RIEDI / IVAN WALSER

In einer Welt, in der Wirtschaftssysteme und Wertschöpfungsketten mit hoher Geschwindigkeit disruptiven Veränderungen unterliegen, sind Anpassungsfähigkeit und Agilität gefragt. Ist passives Investieren anhand einer relativ starren und vergangenheitsbezogenen Benchmark noch die richtige Investitionsform für die Zukunft?

Faktorbasiertes Anlegen zielt darauf ab, unter Berücksichtigung von quantifizierbaren Merkmalen – sogenannten Faktoren – eine höhere risikobereinigte Rendite zu erzielen als der breite Markt. In den letzten Jahrzehnten wurden zahlreiche Faktoren entdeckt, welche die Aktienrendite besser erklären. Sind die Faktorisiken eines Portfolios bekannt, können diese ak-

tiv gesteuert werden. Ziel ist eine möglichst hohe Partizipation an Faktorprämien – denn diese sind die Quelle einer langfristigen Outperformance gegenüber dem globalen Aktienmarkt.

Existenz von Faktorprämien

Faktorbasierte Anlagestile etablieren sich immer stärker als weiterer Ansatz, neben traditionellen Alpha-Strategien und dem passiven Investieren. Die Vorteile sind offensichtlich: Wer passiv investiert, also den breiten Markt im Portfolio abbildet, erhält genau jene Faktorisiken, die der Markt hergibt. Eine aktive Steuerung beziehungsweise eine Über- oder Untergewichtung gewisser Faktorisiken ist nicht möglich. Dank eines Fokus auf Faktorisiken mit einer wissenschaftlich belegten, langfristigen Prämie

kann ein besseres Rendite-Risiko-Profil erreicht werden.

War vor der Entdeckung von Faktorprämien das in den 1960er Jahren entwickelte Capital Asset Pricing Model (CAPM) das gängige Modell zur Erklärung von Portfolio-Renditen, liefert der Einbezug von Faktorprämien zusätzliche Informationen über die Zusammensetzung einer Rendite. Nebst der passiv erwirtschafteten Marktrendite bilden die Faktorprämien einen wichtigen Baustein der (Über-)Rendite. Das reine Alpha ist der kleinste Teil der gesamten Rendite eines Aktien-Portfolios.

Seit den 1970er Jahren stehen faktorbasierte Anlagestrategien vermehrt im Mittelpunkt akademischer Untersuchungen. Im Wesentlichen kann ein Faktor als eine

konsistente Eigenschaft angesehen werden, welche für die Erklärung des Rendite-Risiko-Verhältnisses einer bestimmten Wertpapiergruppe massgebend ist. Empirisch nachgewiesene Prämien liefern die Faktoren «Quality», «Value», «Momentum» und «Minimum Volatility» (s. dazu Abbildung rechts). Die Gründe für die bessere risikobereinigte Rendite im Vergleich zum globalen Aktienmarkt liegen teilweise in fundamentalen und teilweise in verhaltensspezifischen Einflüssen.

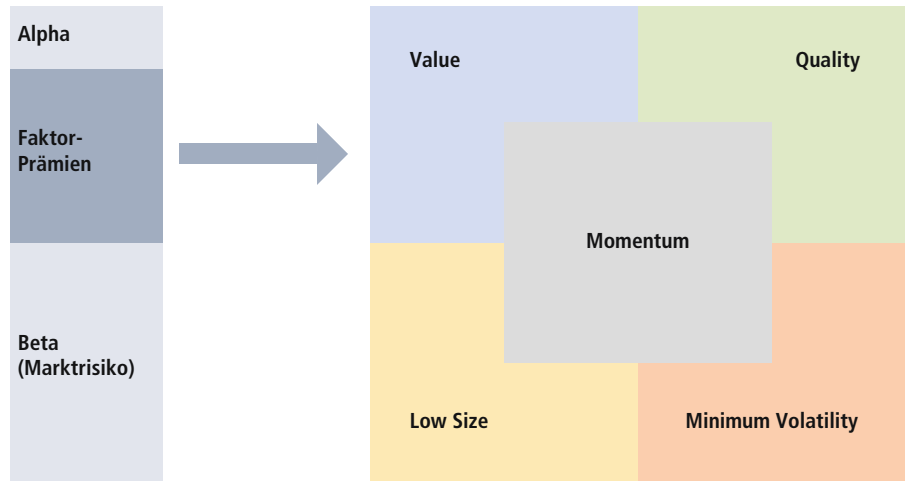
Anlagestile unter der Lupe

Heute gehören bei aktiven Managern Quality, Value, Growth und Momentum zu den bekanntesten Anlagestilen. Bei Qualitätsaktien handelt es sich um Unternehmen mit finanzieller Stabilität und hoher Profitabilität. Sie verfügen oft über nachhaltige Wettbewerbsvorteile, welche die Konkurrenz fern halten und die Marge sichern. Aktien dieser Unternehmen entwickeln sich langfristig besser als der breite Markt und machen das Aktien-Portfolio weniger anfällig auf Konjunkturlenkungen oder externe Schocks.

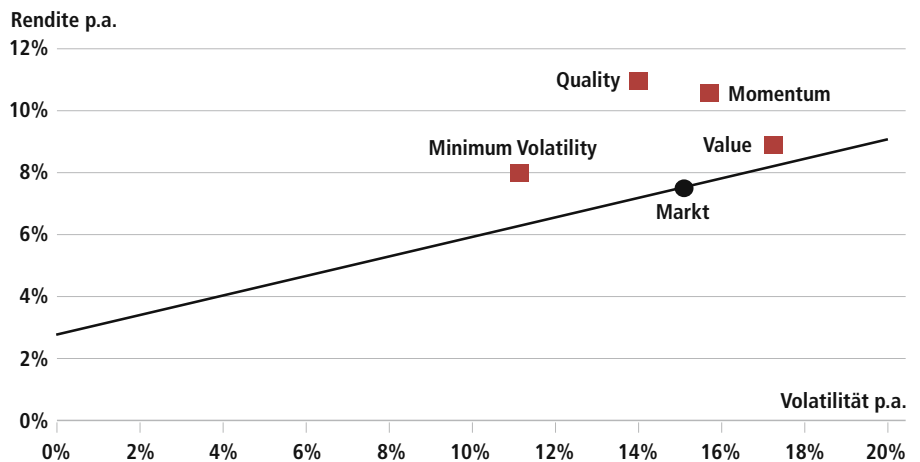
Value-Aktien ihrerseits zeichnen sich durch eine tiefe Bewertung aus, wobei branchen-spezifische Gegebenheiten berücksichtigt werden sollten. Wer auf Value, also die Identifikation unterbewerteter Titel setzt, braucht viel Geduld und Disziplin. Zudem ist die Fundamentalanalyse, die zur Evaluation des «fairen Wertes» eines Unternehmens notwendig ist, sehr aufwändig.

Der Gegenpol zu Value ist Growth. Dabei ist die Bewertung einer Aktie weniger wichtig - vielmehr geht es um das Wachstum von Umsatz und Gewinn. Ob Growth-Aktien langfristig eine Prämie einbringen, ist umstritten. Viele Wachstumsaktien haben ein negatives Exposure zu Value und Minimum Volatility, was sich nachteilig auf die Renditeentwicklung auswirkt. Aus diesem Grund kombinieren viele aktive Manager Growth mit Value (auch bekannt als «GARP»: Growth at A Reasonable Price). So können die negativen

Rendite eines Aktien-Portfolios

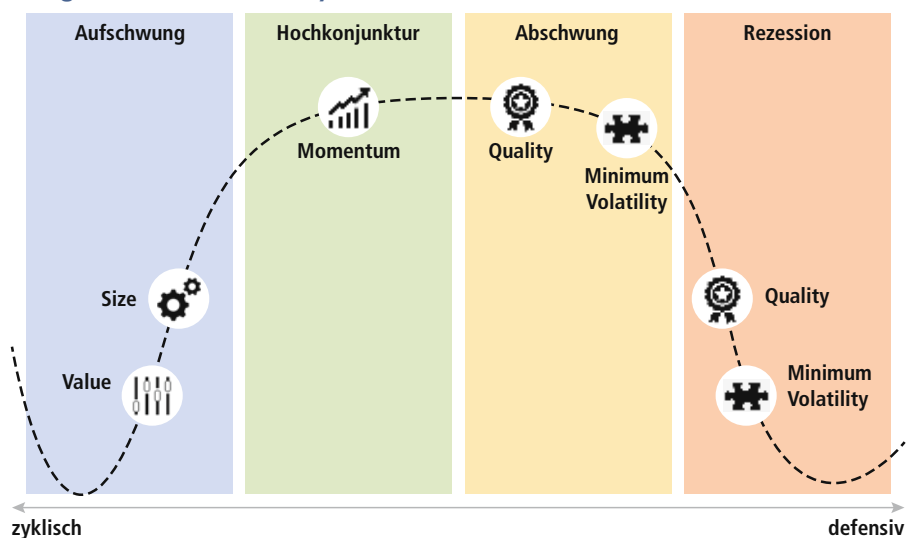


Rendite-Risiko-Profil (31.05.1994 bis 30.04.2022)



Quelle: Bloomberg (MSCI Indices)

Anlagestile im Wirtschaftszyklus



Effekte des Growth-Anlagestils grösstenteils eliminiert werden.

Dem Anlagestil Momentum lassen sich Aktien zuordnen, welche in den letzten Monaten durch eine starke relative Kursentwicklung überzeugt haben. Dieser Anlagestil ist einfach umzusetzen und war in den letzten 20 Jahren sehr erfolgreich. Die Achillesferse des momentum-basierten Investierens bilden abrupte Trendwechsel (sogenannte «Momentum Crashes»). Zudem können die vielen Portfolio-Umschichtungen zu hohen Transaktionskosten führen und die Nettorendite eines Portfolios schmälern.

Faktorindizes im Vergleich

Die Outperformance der MSCI-Faktorindizes über mehrere Jahrzehnte zeigt, dass erhebliche und dauerhafte Faktorprämien existieren. Faktorprämien unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Rendite- und Risikoeigenschaften deutlich voneinander. So zeigen historische Vergleiche, dass die Faktorprämien der verschiedenen Anlagestile unregelmässig auftreten und untereinander tief korreliert sind – beste Voraussetzungen also für die Bildung eines effizienten Portfolios. Multi-Faktor-Portfolios erreichen dank des Diversifikationsvorteils ein deutlich besseres Rendite-Risiko-Profil als der Markt (vgl. dazu mittlere Abbildung Seite 25).

Faktorprämien in unterschiedlichen Phasen

Die Analyse der MSCI-Faktorindizes zeigt jedoch nicht nur die Existenz von Faktorprämien, sondern auch eine divergierende Wertentwicklung in unterschiedlichen Markt- und Konjunkturphasen. Über kurze Zeiträume wechseln sich Über- und Unterrendite gewisser Faktoren ab. Investoren können einzelne Faktoren aus taktischen Überlegungen über- oder untergewichten. Während sich zu Beginn des Wirtschaftszyklus kleinkapitalisierte und unterbewertete Aktien besser entwickeln, sind im Abschwung bzw. in einer Rezession Aktien mit sehr guter Qualität und tiefer Volatilität im Vorteil (s. Abbildung Seite 25 unten).

MIT SYSTEMATIK ZUM ERFOLG

Der GKB (CH) Aktien Welt ESG Fonds investiert gleichgewichtet in 50 Aktien aus einem globalen Universum, bestehend aus nachhaltigen Unternehmen mit langfristigen Wettbewerbsvorteilen. Das aktive Management zahlt sich aus: Der Fonds überzeugt seit seiner Lancierung im April 2017 durch einen hervorragenden Leistungsausweis und konnte den MSCI World Index über diesen Zeitraum deutlich übertreffen. Des Weiteren wird der Fonds von Morningstar mit fünf Sternen bewertet und hält ein MSCI ESG Rating von «AAA». Anfang Juni 2022 wurde als Erweiterung des Angebots ein identischer Fonds mit Domizil Luxemburg lanciert.

		Neu auch nach Luxemburger Recht
Fonds	GKB (CH) Aktien Welt ESG I	GKB (LU) Aktien Welt ESG I
Lancierung	06.04.2017	07.06.2022
ISIN (I-Tranche)	CHO357659488	LU2466373268
Gewinnverwendung	Thesaurierend	Thesaurierend
Referenzindex	MSCI® World Index (USD) (ND) TR	MSCI® World Index (USD) (ND) TR
MSCI ESG-Rating		
Auszeichnungen		
Ausschlüsse	Ausschlüsse: Kontroverse Waffen, Schwellenwerte für Umsatzanteile bestimmter Geschäftsfelder, MSCI ESG Rating <BB	
Weitere Informationen		

In der Praxis ist das «Timing» von Faktoren ein äusserst schwieriges Unterfangen.

Systematische Aktienselektion

Bei der Graubündner Kantonalbank (GKB) werden die wissenschaftlich relevanten Erkenntnisse zum faktorbasierten Anlegen genutzt und in das eigene Selektionsmodell integriert. Grundlage für die Aktienauswahl bildet ein im Jahr 2011 entwickeltes und seither beständig optimiertes Mehrfaktorenmodell. Wichtige Elemente darin sind Qualität, Bewertung, Momentum sowie das ESG-Rating. Unternehmen, die

nachhaltig wirtschaften und sich aktiv für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung einsetzen, werden bevorzugt. Über die finale Titelselektion entscheidet ein Experten-Team, das sich aus sechs Anlagespezialisten des GKB Investment Centers zusammensetzt.

Das Team ist dafür verantwortlich, ein breit diversifiziertes, globales Aktien-Portfolio mit 50 gleichgewichteten Aktien zu bilden und zu verwalten. Das Augenmerk liegt dabei auf einer ausgewogenen Regionen-, Sektoren- und Stil-Allokation. Weil

das Portfolio gegenüber dem MSCI World Index gemessen wird, spielen der Tracking Error und das Beta im Risikomanagement eine zentrale Rolle. Der jährliche ex-ante Tracking Error liegt zwischen 3 und 5 Prozent, das ex-ante Beta bewegt sich in einer Bandbreite von 0.80 bis 1.10.

Mit dieser systematischen Aktienselektion werden die vorhandenen Faktorprämien abgeschöpft. Die Wertentwicklung des GKB (CH) Aktien Welt ESG über die letzten fünf Jahre zeigt, dass mit aktivem Management die Benchmark übertroffen werden kann. Verantwortungsvolles Risikomanagement und ein disziplinierter Anlageprozess leisten einen wichtigen Beitrag, um den Erfolg auch in Zukunft zu wiederholen.

Annina Riedi

Leiterin
Sales Asset
Management,
Graubündner
Kantonalbank,
Chur.



Ivan Walser

Senior Asset
Manager und
Leiter Aktien
Anlagen,
Graubündner
Kantonalbank,
Chur.

