

Nachhaltig und effizient anlegen

Damit Nachhaltigkeit nicht auf Kosten der Rendite geht, müssen die Anleger sich vom passiven Indexieren verabschieden und die Risiko-Rendite-Effizienz ihrer Portfolios verbessern. Risikobasierte Strategien wie Minimum Varianz erlauben strenge Nachhaltigkeits-Restriktionen ohne Abstriche bei der Performance.

«Pecunia non olet» – Geld stinkt nicht, lautet eine berühmte lateinische Redewendung. Doch auch die Rendite soll nicht stinken: Von institutionellen Investoren wie Pensionskassen und Stiftungen, die Gelder treuhänderisch verhalten, wird zunehmend verlangt, dass sie auch Nachhaltigkeitskriterien in ihren Anlageprozess miteinbeziehen. Auch viele Privatanleger investieren lieber in Firmen, die ökologisch und sozial Verantwortung übernehmen.

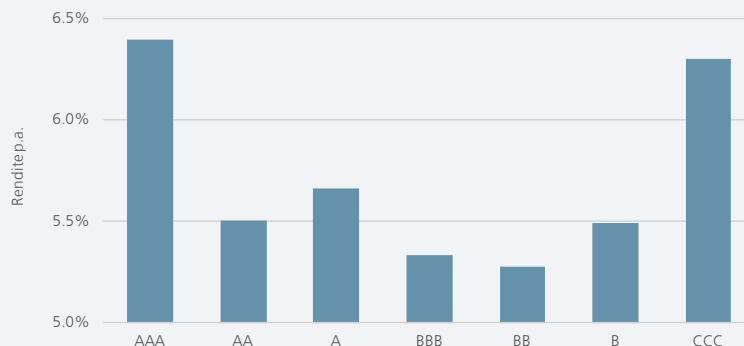
Doch was bedeutet eigentlich nachhaltiges Anlegen? Obwohl in aller Munde, lässt sich Nachhaltigkeit nicht mit objektiven und allgemeingültigen Prinzipien definieren. Um das Themenfeld abzustecken, spricht man heute von ESG-Kriterien (engl. ESG für Environmental, Social and Governance) für die drei Bereiche Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. In deren Interpretation spielen der Zeitgeist, wie auch unterschiedliche kulturelle, soziale und geografische Sensibilitäten eine entscheidende Rolle.

Nicht alle verstehen unter nachhaltig dasselbe

Die klassische Finanzmarkttheorie basiert auf der Hypothese des (Informations-) effizienten Marktes, der alle relevanten Informationen über eine Firma umgehend in deren Aktienpreis einfließen lässt. Firmen, deren Verhalten nicht nachhaltig ist, würden demnach vom Markt als riskanter eingestuft: Sie müssten mehr Mühe bekunden, sich am Markt zu finanzieren und würden mit einer tieferen Bewertung abgestraft. Das allein wäre Anreiz genug, die Nachhaltigkeitsprinzipien tunlichst einzuhalten.

RENDITEN EINZELNER MSCI ESG-RATINGKATEGORIEN DES MSCI WORLD INDEX

Analyseperiode: 01.03.2007 – 30.09.2017 (Annualisierte Renditen in USD)



Quelle: MSCI, eigene Berechnungen (Titel gleichgewichtet innerhalb Ratingsegment)

Doch was ist überhaupt «der Markt»? De facto ist er eine unpersonliche Entität, welche bloss den Durchschnitt aller Anleger wiedergibt. Doch selbst im Durchschnitt verhalten sich diese nicht immer rational. Kommt hinzu, dass es keine allgemeingültige Definition von «nachhaltig» gibt. Nicht alle Anleger verstehen dasselbe darunter. Besonders markant sind die Differenzen zwischen verschiedenen Regionen, Kontinenten und Kulturen, was wiederum beeinflusst, wie dringlich ein bestimmtes Nachhaltigkeitskriterium von verschiedenen Anlegergruppen eingefordert wird.

Gibt es eine «sündhafte» Mehrrendite?

Der Fokus auf nachhaltige Investments führt nicht, wie von der Fi-

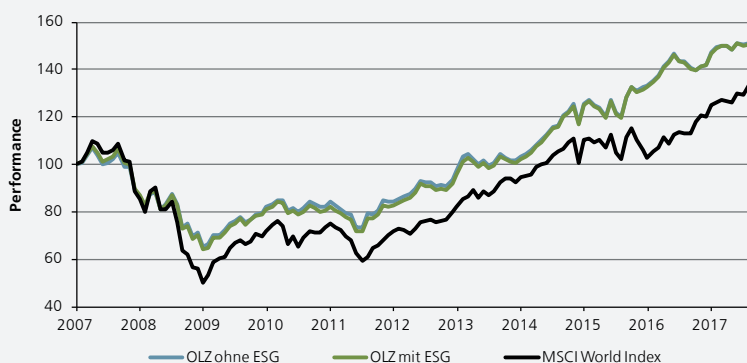
nanzindustrie gerne versprochen wird, automatisch zu einer höheren Rendite – im Gegenteil.

Empirisch ist erwiesen, dass sogenannte «Sin Stocks» von Firmen, die in Branchen wie Alkohol, Tabak, Glücksspiele oder Waffen tätig sind, besser rentieren als der Marktindex. Beim MSCI World Index schneiden Aktien der tiefsten (CCC) und der höchsten (AAA) MSCI ESG-Ratingkategorie am besten ab. Ein simpler Ausschluss der tiefsten Ratingkategorie mindert somit die Portfoliorendite.

Geht Nachhaltigkeit also auf Kosten der Rendite? Die Antwort lautet ja, falls ESG mit einem passiven Anlageansatz (Marktindex) und einem simplen Ausschlussverfahren umge-

OLZ EQUITY WORLD OPTIMIZED LÄSST SICH OHNE RENDITEEINBUSSE MIT ESG KOMBINIEREN

Analyseperiode: 01.03.2007 – 30.09.2017 (Annualisierte Renditen in USD)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

setzt wird. Eine saubere Rendite ohne Renditeeinbuße ist nur möglich, wenn der Anlageprozess optimiert und die Effizienz des Portfolios verbessert wird.

Auf die richtigen Faktoren setzen

Eine Erklärung, warum Sin Stocks besser rentieren als der Markt, ist Forschern erst kürzlich gelungen. Sie bedingte eine Analyse aller relevanten Eigenschaften und Faktoren (Value, Size, Momentum, Quality, Low Volatility), um deren Einfluss auf den Preis isoliert evaluieren zu können. Das Ergebnis erstaunt: Sin Stocks rentieren nicht deshalb besser, weil sie in «sündhaften» Branchen tätig sind und sich um Nachhaltigkeit und Moral foutieren, sondern weil sie ein tieferes operatives und finanzielles Risiko als der Markt, d.h. einen stabileren Cash-Flow, eine höhere Profitabilität und eine tiefere Verschuldung aufweisen. Genau diese tieferliegenden Eigenschaften finden sich aber auch bei Low Volatility und Quality Titeln.

Das sind «Good News» für nachhaltigkeitsbewusste Anleger: Ein höheres Gewicht von ESG-konformen Firmen, die Low Volatility oder Quality-Eigenschaften aufweisen, verhindert eine potenzielle Renditeeinbuße durch das Einführen von ESG-Restriktionen.

Anstatt ein kapitalgewichtetes ESG-Portfolio zu halten, sollten Anleger in ein Portfolio investieren, welches beispielsweise die Eigenschaften von Low Volatility aufweist und effizienter strukturiert ist.

Minimum Varianz und ESG harmonisieren

Risikobasierte Anlagestrategien wie Minimum Varianz sind gegenüber anderen Faktoransätzen im Vorteil. Sie ermöglichen eine effiziente Allokation des Risikobudgets und erlauben strikte ESG-Restriktionen ohne Abstriche bei der Rendite.

OLZ hat deshalb seit Oktober 2017 strenge Nachhaltigkeitskriterien im

Der Einbezug von ESG-Restriktionen verändert die Performance (Risiko-Rendite-Profil) der OLZ Minimum-Varianz-Strategien nicht.

Anlageprozess aller Aktien- und Anleihen Fonds integriert. Als Basis dient die MSCI ESG-Datenbank. Im Unterschied zu anderen Anbietern betreibt OLZ sowohl eine strikte negative Selektion (Ausschluss von Firmen, die minimale ESG-Kriterien nicht erfüllen), wie auch eine positive Titelselektion in der Portfoliooptimierung. Besonders nachhaltige Firmen werden stärker gewichtet,

damit das Portfolio ein durchschnittliches MSCI ESG-Rating von «A» erreicht. Ein wichtiges Ergebnis: Der Einbezug von ESG-Restriktionen verändert die Performance (Risiko-Rendite-Profil) der OLZ Minimum-Varianz-Strategien nicht.

«Pecunia non olet»: Eine saubere Rendite ohne Einbuße ist möglich. Aber nur, wenn der Anlageprozess ganzheitlich optimiert und auf maximale Effizienz getrimmt wird. ♦

Carmine Orlacchio

Chief Investment Officer

OLZ & Partners Asset and Liability Management AG

Literatur

C. Asness; Virtue is its own Reward: or, one man's ceiling is another man's floor; AQR May 2016

E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton; Responsible investing: does it pay to be bad? Credit Suisse Yearbook 2015

F. Fabozzi, K. Ma, B. Oliphant; Sin stocks return; Journal of Portfolio Management 2008

F. Fabozzi, D. Blitz; Sin stocks revisited: resolving the Sin Stock anomaly; Journal of Portfolio Management; Fall 2017

H. Hong, M. Kacperczyk; The price of sin: the effects of social norms on markets; Journal of Financial Economics 2009

D. Melas, Z. Nagy, P. Kulkarni; Factor investing and ESG integration; MSCI Research Insight November 2016