

Reine Ausschlusskriterien belasten die Rendite passiver Anlagen

Wie Nachhaltigkeit den Anlagestil beeinflusst

Immer mehr Pensionskassen wollen – oder sollen – nur noch in ökologisch und gesellschaftlich nachhaltig agierende Firmen investieren. Nachhaltigkeitskriterien lassen sich aber nicht mit jedem Anlagestil gleich gut kombinieren. Es lohnt sich, die eigene Anlagestrategie diesbezüglich zu überprüfen.

IN KÜRZE

Wer gezielt in einzelne Faktoren investiert, sollte sich bewusst sein, dass sich nicht alle gut mit Nachhaltigkeitskriterien vertragen. Und «Sin Stocks» rentieren nicht wegen ihrer Sündhaftigkeit besser.

Nachhaltigkeit wandelt sich gerade vom Nischenthema zum neuen Anlagestandard: Immer mehr Pensionskassen suchen nach Lösungen, wie sie Nachhaltigkeitskriterien (Englisch ESG, für Environmental, Social and Governance) in ihren Anlageprozess integrieren können.

Sie tun dies nicht der höheren, sondern der sauberen Rendite wegen – aus eigener Überzeugung oder auf Druck von aussen. Umweltorganisationen, Medien, Politik, die Öffentlichkeit und immer mehr auch die Versicherten selber verlangen, dass die Vorsorgeeinrichtungen einen aktiven Beitrag zu einer ökologisch und gesellschaftlich nachhaltigen Wirtschaft leisten.

Passiv nachhaltig ...

Nur verträgt sich nachhaltiges Anlegen eher schlecht mit einem bereits etablierten Anlagetrend: dem passiven Indexieren. Wer indexiert, unterscheidet nicht zwischen guten und schlechten Risiken oder zwischen nachhaltigen und ausbeuterischen Anlagen, sondern überlässt die Wahl dem Markt. Zu Recht?

Der Markt müsste demnach die «Bösewichte» mit einem Kursabschlag und einer tieferen Rendite bestrafen. Das Gegenteil scheint aber der Fall zu sein: Aktien von Firmen, die in gesellschaftlich wenig nachhaltigen Branchen wie in der Waffenindustrie oder in der Alkohol- und Tabakherstellung tätig sind, schneiden regelmässig besser ab als der Marktindex (siehe dazu Kasten).

Geht Nachhaltigkeit allenfalls sogar auf Kosten der Rendite? Das kann tat-

sächlich zutreffen, wenn Nachhaltigkeit bei einer indexierten Umsetzung einzig nach dem Ausschlussprinzip angewendet wird, indem Aktien von Firmen, welche die ESG-Kriterien nicht erfüllen, vom Portfolio ausgeschlossen werden. Dies schränkt das Anlageuniversum ein, ohne dafür vom Markt mit einer Prämie belohnt zu werden. Pensionskassen tun deshalb gut daran, ihre passive Anlagestrategie kritisch zu hinterfragen.

... oder besser nachhaltig aktiv?

Wohl ist Indexieren einfach, praktisch und kostengünstig. Aber Pensionskassen vergeben mit einer rein passiven Anlagestrategie Rendite, weil es Anlagestile mit einem besseren Risiko-Rendite-Verhältnis gibt.

Als alternative Lösung zwischen den beiden Extremen – dem passiven Indexieren und dem traditionellen «Stockpicking» – rücken alte Bekannte wieder in den Fokus der Institutionellen: die Faktoren.

Faktor-Investing ist ein aktiver Anlagestil, der durch die systematische Selektion und Gewichtung von Titeln mit bestimmten Eigenschaften charakterisiert ist. Wissenschaftlich fundiert sind Value, Size, Momentum (bekannt auch als Fama-French-Faktoren) sowie Quality und Minimum Varianz. Diese Faktoren werden vom Markt langfristig mit einer Prämie – der sogenannten Faktorprämie – honoriert. Die Renditeprämie dieser Faktoren wird durch empirische Evidenz über mehrere Dekaden bestätigt und generiert langfristig eine Outperformer-



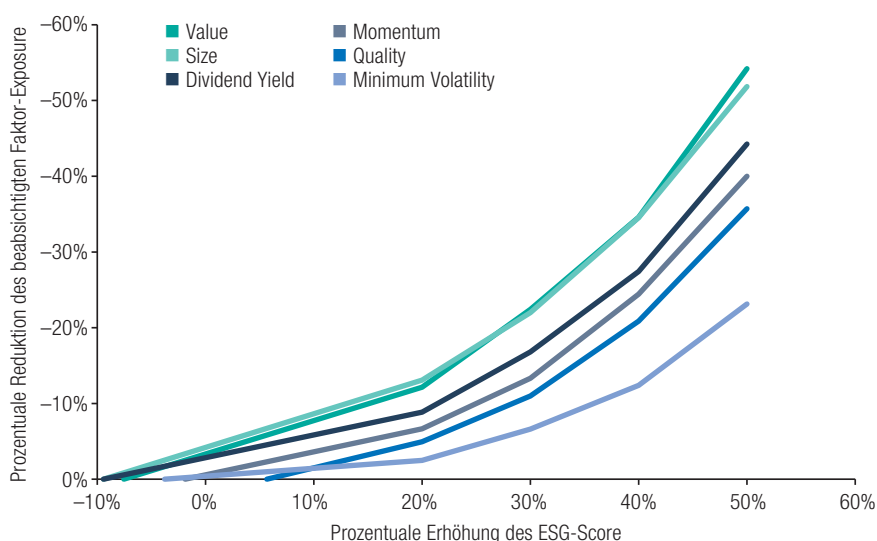
Michael Frei
Partner, OLZ AG



Carmine Orlicchio
CIO und Partner, OLZ AG

Tradeoff zwischen ESG-Score und Faktor-Exposure

Analyseperiode: Dezember 2007 bis Juni 2016



Die Kurven zeigen, wie sich das Faktor-Exposure bei einer Erhöhung des Nachhaltigkeitsniveaus (ESG-Score) verändert. Den geringsten Einfluss hat der Einbezug von Nachhaltigkeitskriterien auf Minimum Varianz, während Value und Size am stärksten verwässert werden.

Quelle: MSCI Research Insight (November 2016)

mance gegenüber dem Index. Doch wie vertragen sich Faktorstrategien mit Nachhaltigkeitskriterien, für die es eben gerade keine Marktprämie gibt?

Wechselwirkung zwischen Faktor-Exposure und Nachhaltigkeit

MSCI hat 2016 untersucht, was mit der Wirkung eines Faktors passiert, wenn dieser mit Nachhaltigkeitskriterien kombiniert wird (siehe Grafik). Die Studie vergleicht mehrere Portfolios, die jeweils eine bestimmte Faktorstrategie abbilden: Value, Size, Momentum sowie Dividend Yield, Quality und Minimum Varianz. Für jede dieser Strategien wird gemessen, wie eine sukzessive Erhöhung des Nachhaltigkeitsniveaus (ESG-Score, gemäss MSCI-Rating) das Faktor-Exposure beeinflusst.

Dabei zeigt sich, dass sich Nachhaltigkeit nicht mit allen Faktoren gleich gut verträgt: Am wenigsten gut vereinbar ist Nachhaltigkeit mit den Faktoren Value

und Size. Hier scheinen sich die beiden Ansätze quasi gegenseitig auszuhebeln. Die Faktorprämie wird durch die Integration von ESG-Restriktionen deutlich eingeschränkt.

Nachhaltigkeit harmoniert mit Minimum Varianz und Quality

Mit dem risikobasierten Minimum-Varianz- oder mit dem Quality-Faktoransatz hingegen ist die Übereinstimmung gross: Firmen, deren Aktienpreis nur wenig schwankt oder die dauerhaft profitabel sind und einen stabilen Cash-Flow liefern, sind häufig auch umsichtig geführt und verstossen im Durchschnitt weniger gegen wesentliche ökologische oder gesellschaftliche Standards.

Nachhaltigkeit lässt sich deshalb sehr gut mit einem risikobasierten Anlageansatz wie Minimum Varianz umsetzen: Das führt weder zu einer Renditeeinbusse noch verwässert sich dadurch der Anlageansatz. |

Gib es eine «sündige» Mehrrendite?

Die Antwort steht noch aus, ob Nachhaltigkeit die Rendite positiv oder negativ beeinflusst. Ersteres wird gerne von der Finanzindustrie versprochen, für letzteres spricht das irritierende Beispiel der «Sin Stocks»: Titel, die in ethisch und gesellschaftlich kontroversen Branchen wie in der Waffenindustrie oder in der Alkohol- und Tabakherstellung tätig sind, übertreffen regelmässig den Marktindex. Als Beweisstück gilt der amerikanische Sin-Stock-Fund «Vice Fund», der zwar nur ein kleines ESG-relevantes Segment abdeckt, dafür jedoch über eine sehr lange Datenreihe verfügt.

Erst die kürzlich erschienene Studie von Fabozzi und Blitz (2017) erklärt endlich, warum die «Sin Stocks» so rentabel sind: Nicht, weil sie «sündigen», sondern weil es sich dabei um besonders profitable Firmen handelt, die einen stabilen Cashflow und eine tiefe Verschuldung ausweisen. Eigenschaften also, die nicht den «Sündern» vorbehalten sind.