

# Faktorrenditen mit nachhaltigen Investments

Michael Halling

investment**forum** 2019, Salzburg

# Inhalt

---

1. Literatur und Konzepte zu Faktorrenditen mit nachhaltigen Investments
  2. Empirische Analyse: Ist Nachhaltigkeit ein eigenständiger Faktor?
  3. Empirische Analyse: Gibt es einen Zusammenhang zwischen Faktorrenditen und Nachhaltigkeit?
  4. Zusammenfassung
- 



# 1. Literatur und Konzepte

# Themenkomplex „Nachhaltigkeit“/ESG

- „Corporate Governance“ ist ein klassisches und gut erforschtes Thema.
  - Die Bereiche „environmental“ bzw. „social“ sind sehr spannend, aber wesentlich weniger erforscht.
- Inwiefern kann „Nachhaltigkeit“ die **Bewertung** von **Unternehmen** und auch **Faktoren** beeinflussen?



## Akademische Literatur: Überblick

---

Welche Zusammenhänge könnte es (konzeptuell) zwischen „Nachhaltigkeit“ und erwarteten Renditen geben?

Gibt es empirische Evidenz, dass nachhaltige Aktivitäten von Unternehmen zu einer Firmenwertsteigerung führen?

Gibt es akademische Studien, die sich mit der nachhaltigen Konstruktion von Faktoren beschäftigen?



# Literatur: Nachhaltigkeit, Risiko und erwartete Renditen

---

## Nachhaltigkeit führt zu geringeren erwarteten Renditen

---

**Reduktion von systematischem Risiko:** Nachhaltigkeit (i) führt zu Produktdifferenzierung, (ii) schafft Kundenloyalität, (iii) generiert Vertrauen, (iv) bildet „soziales Kapital“ → Gewinne werden weniger zyklisch und robuster gegenüber allgemeinen Marktentwicklungen\*

**Reduktion von idiosynkratischem Risiko:** nachhaltige Unternehmen sind seltener von Klagen, Strafen oder negativen Medienberichten (Reputationsverlust) betroffen.

**“Stranded Assets”:** Firmen mit hohen ESG-Scores sind vom Risiko der „stranded assets“ nicht betroffen.

## Nachhaltigkeit beeinflusst erwartete Renditen positiv

---

**Agency Theorie:** Manager engagieren sich in ESG-Aktivitäten, um persönliche Vorteile zu bekommen\*\*

**Nachfrage-Effekte:** temporär (gerade auch in allgemeinen Wachstumsperioden) kann es zu höheren erwarteten Renditen kommen, wenn die Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen stark steigt\*\*\*

\*Lins et al, 2017; Albuquerque, Koskinen & Zhang, 2018; \*\* Krueger, 2015; \*\*\* Bansal, Wu & Yaron, 2017



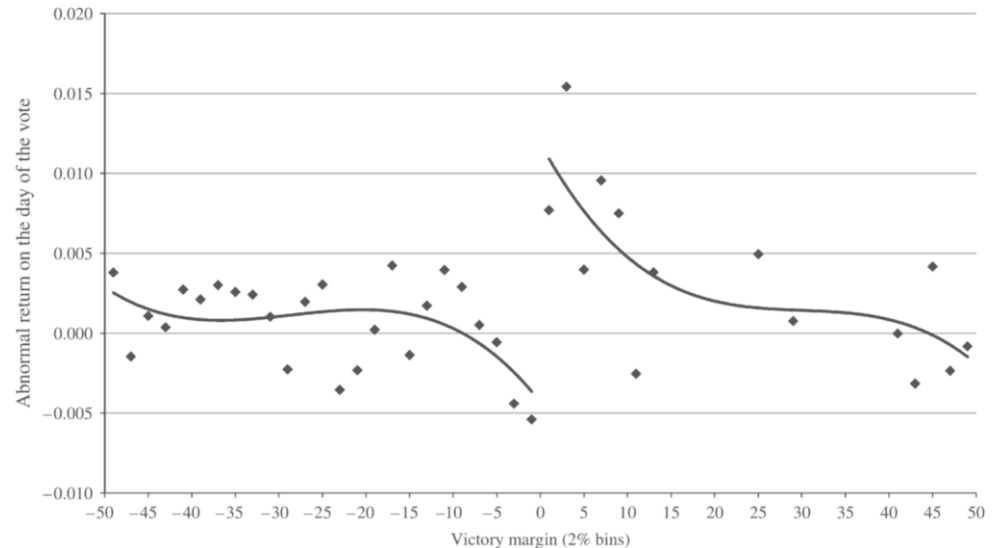
# Literatur: Ist Nachhaltigkeit ein kausaler Treiber von Unternehmensperformance?

Oft ist es schwierig, **Korrelationen und kausale Zusammenhänge** in den Daten zu **unterscheiden**.

Flammer (2015):

- Zeigt, dass CSR-Anträge von Aktionären, die mit knapper Mehrheit angenommen (abgelehnt) werden, zu einer positive (negativen) Reaktion des Aktienkurses führen.
- **Interpretation:** CSR kann kausale, positive Auswirkungen auf die finanzielle Performance haben.

Abnormal Returns on the Day of the Vote



Gibt es einen  
**Zusammenhang**  
zwischen **Faktorrenditen**  
und Nachhaltigkeit?

Ist **Nachhaltigkeit** ein  
eigenständiger **Faktor**?



Gibt es **Interaktionen** zwischen  
traditionellen Faktoren wie  
**Value** und **Momentum**  
und **Nachhaltigkeit**?

**Investmentuniversum:**  
Europäische Aktien im  
**MSCI Europe** Standard\*

\*Alle diskutierten Ergebnisse halten aber auch für Aktien im MSCI US Standard und im MSCI EM Standard.



## 2. Ist Nachhaltigkeit ein eigenständiger Faktor?

# Definition eines Nachhaltigkeitsfaktors

---

## ▪ Variante 1:

- ▶ **Long-Side:** nachhaltiges Portfolio erfüllt die Anforderungen des Österreichischen Umweltzeichen (Ausschlusskriterien\* sowie Best-in-Class Ansatz nach Branchen, d. h. Top-50% der Firmen nach ESG-Score).
- ▶ **Short-Side:** alle anderen Unternehmen.

## ▪ Variante 2: analog zur Definition der traditionellen Faktoren **Value** und **Momentum**.

- ▶ **Long-Side:** Top-20% Firmen nach ESG-Score (ohne Ausschlusskriterien).
- ▶ **Short-Side:** Bottom-20% Firmen nach ESG-Score (ohne Ausschlusskriterien).

\* Atomkraft, Rüstung, Kohleförderung, Fracking, gentechnisch manipulierte Produkte, ethisch bedenkliche Gentechnik im Humanbereich (Klonen), Non-Compliance UN Global Compact



# Empirische Ergebnisse für Europa

## Variante 1



## Variante 2



# Nachhaltigkeit als eigenständiger Faktor

---

- Ein **Nachhaltigkeitsfaktor** generiert erwartete Renditen von 2,2% bzw. 1,2%.
- Die **Standardabweichung** der Renditen der Long- und Short-Portfolios sind ähnlich.
- Der **Maximum Drawdown** ist etwas niedriger im Long-Portfolio der nachhaltigen Unternehmen.
  - Konsistent mit dem Argument, dass Nachhaltigkeit gegen extreme Ereignisse schützt.
- Die **Details der Faktorkonstruktionen** scheinen eine nicht unwesentliche Rolle zu spielen.
  - Überraschenderweise werden die Effekte kleiner, wenn wir extremere ESG-Portfolios betrachten.

## → Take-away:

Es scheint **nicht** der Fall zu sein, dass nachhaltige Unternehmen **niedrigere erwartete Renditen** erwirtschaften. **Positive Faktorprämien** scheinen **möglich, aber nicht robust**.\*

\* Konsistent mit Cao et al. (2018): finden keinen signifikanten Nachhaltigkeitsfaktor in den USA für den Zeitraum 2003 bis 2013.



**3.** Gibt es einen Zusammenhang zwischen Faktorrenditen und Nachhaltigkeit?

# Faktordefinitionen

---

## Traditionelle Faktoren\*

---

**Value:** Long in den Top-20% Firmen und short in den Bottom-20% Firmen, sortiert nach Book-to-Price Ratio.

**Momentum:** Long in den Top-20% Firmen und short in den Bottom-20% Firmen, sortiert nach der Performance über die letzten 11 Monate (t-12 bis t-1).

## Nachhaltige Faktoren\*

---

**Value-ESG:** aus dem traditionellen Value-Faktor werden jene Unternehmen eliminiert, die dem Umweltzeichen-Filter nicht standhalten.

**Momentum-ESG:** aus dem traditionellen Momentum-Faktor werden jene Unternehmen eliminiert, die dem Umweltzeichen-Filter nicht standhalten.

**Alternative Definitionen** sind möglich; scheinen aber geringe Auswirkungen auf Renditen zu haben.

\* Diese Faktordefinitionen unterscheiden sich in wichtigen Kriterien von den Faktoren, die in den Produkten von Spängler IQAM Invest zum Einsatz kommen.



## Faktorrenditen für Value und Value-ESG (Europa)



- **Value-Faktor** hat im Betrachtungszeitraum negative Renditen erwirtschaftet.
- **Vor 2015: kaum Unterschiede** zwischen Value und Value-ESG.
- **Ab 2015:** Anwendung des **Nachhaltigkeitsfilters** führt zu merklich **besserer Performance**.

# Long versus Short Portfolios für Value-Faktoren

	Value		Value-ESG	
	Long Side (Value)	Short Side (Growth)	Long Side (Value)	Short Side (Growth)
Geom. Mittelwert	5,3%	12,0%	8,8%	12,8%
Standardabweichung	22,4%	14,3%	23,1%	13,7%
Maximum Drawdown	46,2%	15,8%	45,9%	15,9%
Sharpe Ratio	0,24	0,84	0,38	0,94

- Growth-Aktien zeigen allgemein eine deutlich bessere Performance im Betrachtungszeitraum.
  - **Nachhaltigkeit verbessert** die **Renditen** sowohl von Growth- als auch von Value-Aktien.
  - Relativ betrachtet ist die Verbesserung **stärker für Value-Aktien** → daher zeigt Value-ESG bessere Renditen.
- Eine Strategie, die long-only in Value-Aktien investiert, profitiert merklich von einem Nachhaltigkeitsfilter.



# Nachhaltigkeit als Profitabilitätssignal

---

**Value-Faktor:** Firmen mit billigen Assets verdienen höhere Renditen als Firmen mit teuren Assets.

**Profitabilitäts-Faktor:** Firmen mit produktiven Assets verdienen höhere Renditen als Firmen mit unproduktiven Assets.

Konzeptuell verwandte Strategien, die **negativ korreliert** sind.

„**Ähnliche ESG-Scores = ähnliche Profitabilität**“  
wäre mit den Ergebnissen konsistent.

**Aber:** Value-Strategien, die mit ähnlich-profitablen Unternehmen konstruiert werden, zeigen deutlich bessere Renditen.\*

\*Novy-Marx (2013), „The other side of value: the gross profitability premium“



## Faktorrenditen für Momentum und Momentum-ESG (Europa)



- **Momentum-Faktor** hat im Betrachtungszeitraum **positive Renditen** erwirtschaftet.
- Der **nachhaltige Momentum-Faktor verliert** kontinuierlich gegenüber dem traditionellen Faktor.

# Long versus Short Portfolios für Momentum-Faktoren

	Momentum		Momentum-ESG	
	Long Side (Winner)	Short Side (Loser)	Long Side (Winner)	Short Side (Loser)
Geom. Mittelwert	11,1%	0,9%	12,3%	6,0%
Standardabweichung	16,4%	22,3%	16,8%	23,3%
Maximum Drawdown	24,5%	46,4%	25,3%	44,3%
Sharpe Ratio	0,68	0,04	0,73	0,26

- Die **Momentum-Faktorrendite** wird im Betrachtungszeitraum vom **Long-Portfolio** getrieben.
  - **Nachhaltigkeit** verbessert sowohl die Performance der **Winner- als auch der Loser-Aktien**.
  - Relativ betrachtet, ist die **Verbesserung stärker für Loser-Aktien** → daher zeigt Momentum-ESG schlechtere Renditen.
- Eine **Long-only Momentum-Strategie** scheint nur zu einem **geringen Teil** von einem Nachhaltigkeitsfilter zu profitieren.

Zeitraum: Ultimo 02/2010 – Ultimo 02/2019, eigene Berechnungen Spängler IQAM Invest



# Empirische Analyse: Interpretation der Ergebnisse für Momentum

---

- **Interpretation 1:** nachhaltige Momentum-Faktorrenditen sinken, da der Nachhaltigkeitsfilter das Investmentuniversum und somit die **Diversifikationsmöglichkeiten** reduziert.
  - ▶ **Aber:** Diese Interpretation ist **nicht konsistent damit**, dass **sowohl das Long- als auch das Short-Portfolio** vom Nachhaltigkeitsfilter **profitieren**.
  - ▶ **Auch** finden wir **keine signifikante Erhöhung** der Standardabweichungen oder Maximum Drawdowns.
  
- **Interpretation 2:** basiert auf **Nachfrageeffekten** und erklärt sowohl die Ergebnisse für Value als auch für Momentum.
  - ▶ „**Billige**“ (**Value bzw. Loser**) und **nachhaltige Unternehmen** zeigen in unseren Tests **besonders gute Performance**.
  - ▶ Hierbei ist zu beachten, dass solche **Nachfrageeffekte** nur **temporäre**, aber nicht langfristige, Auswirkungen auf erwartete Renditen haben.



## 4. Zusammenfassung

# Zusammenfassung

---

## Literatur

Die Literatur bietet im Moment **wenig Hilfe** bei der Beurteilung von **Faktorrenditen** mit nachhaltigen Investments.

Fundierte Analysen zum Thema kaum vorhanden. Existierende Arbeiten zeichnen ein unscharfes Bild.

## Empirische Ergebnisse

Ein „Nachhaltigkeitsfaktor“ erwirtschaftet geringe, positive aber wenig robuste Renditen. Der **Value-Faktor** (Momentum-Faktor) zeigt **besseren** (schlechteren) **Ertrag**, wenn er **nachhaltig konstruiert** wird.

Potentielle Erklärungen inkludieren Nachfrageeffekte oder die Interpretation von Nachhaltigkeit als Signal über Unternehmensqualität.

## Implikation\*

Für jeden **Faktor** muss **individuell** beurteilt werden, ob und wie er in einer **nachhaltigen Ausgestaltung** in der Portfoliokonstruktion **optimal** berücksichtigt werden kann.

\* Vorbehalt:  
Der Zeitraum der Daten für die aktuellen Analysen ist sehr kurz und beinhaltet keinen vollen Konjunkturzyklus.



# Wichtige Informationen

---

- Die Zeichnung von Anteilen an Fonds kann nur auf Basis der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument bzw. KID) sowie des Prospekts des jeweiligen Fonds getätigt werden. Die aktuell gültige Fassung dieser Dokumente ist bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Soweit bei den genannten Fonds nicht explizit anders angegeben, ist die Spängler IQAM Invest GmbH mit Sitz in der Franz-Josef-Straße 22, A-5020 Salzburg, die Verwaltungsgesellschaft dieser Fonds, bei der die genannten Dokumente in deutscher Sprache aufliegen. Bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland sind diese Dokumente auch bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank International GmbH, München, erhältlich.
- Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien
- Diese Präsentation wurde ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zu Informationszwecken erstellt. Jede Form der Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts durch bzw. an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu erteilen.
- Die Daten, auf die sich die Präsentation stützt, wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen. Die Daten wurden aber nicht von einer unabhängigen Stelle verifiziert, sodass für die Vollständigkeit und Richtigkeit derselben nicht garantiert werden kann, obwohl die Daten für zutreffend und nicht irreführend gehalten werden.
- Die enthaltenen Angaben dienen ausschließlich der Information und stellen kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthalten auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Diese Präsentation ist keine Finanzanalyse und unterliegt daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.
- Die in der Präsentation dargebrachten Investitionsmöglichkeiten eignen sich ggf. nicht für alle Investoren. Ein Anleger muss seine Investitionsentscheidung daher auf seine individuellen Investitionsziele sowie seine finanzielle Situation abstimmen und je nach persönlichem Ermessen eine unabhängige Finanzberatung in Anspruch nehmen.
- Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstruments zu. Bei der Performanceberechnung wurden allfällige beim Kauf, Halten oder Verkauf eines Finanzprodukts erhobene Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Der Wert eines Finanzinstruments ist Schwankungen unterworfen und kann sowohl steigen als auch fallen. Bei Finanzinstrumenten, die auf Fremdwährung lauten, können Veränderungen der Währung eine negative Auswirkung auf die Rendite haben.
- Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, die sich auch ohne vorherige Bekanntmachung ändern kann.
- Diese Präsentation wurde nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, etwaige Fehler und Irrtümer bleiben vorbehalten.

