

FAKTOR-INVESTING – GASTBEITRAG

Der CO₂-Abdruck ist bei Aktien entscheidend für die Wertentwicklung

Börsen-Zeitung, 24.12.2016
In den ersten vier Artikeln dieser Serie zu Faktor-Investing lag der Fokus auf einer allgemeinen Einführung und auf aus der empirischen Kapitalmarktforschung bekannten Einzelfaktoren. In diesem Artikel werfen wir zunächst einen Blick auf einen Teilausschnitt der zunehmend für Investmententscheidungen bedeutsamer werdenden Nachhaltigkeitskriterien (englisch abgekürzt Environment, Social and Governance oder ESG). Im zweiten Teil steht mit „Multi-Faktor“ sozusagen die Königsklasse des Faktor-Investing auf der Aktienseite im Blickpunkt.

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien im Sinne von Umwelt- und Sozialverträglichkeit sowie von verantwortungsbewusster Unternehmensführung verstetigt sich bei Investment-Entscheidungen nicht nur bei global führenden institutionellen Investoren. Parallel dazu fächert sich „ESG“ zunehmend auf, wobei die Klimaverträglichkeit von Investments (Low Carbon) nicht erst seit den Weltklima-Konferenzen in Paris (2015) und Marrakesch (2016) ein Schwerpunktthema ist.

Eine Bestätigung dafür ist unter anderem der kürzlich veröffentlichte Bericht der Förderbank KfW über ihre Kapitalmarktaktivitäten im Bereich „Green Bonds“. Mittlerweile sind zum Thema Nachhaltigkeitskriterien und Investmentperformance eine Vielzahl von Studien veröffentlicht worden. Ein sehr guter Überblick findet sich in einer Metastudie von Bassen et al. (2015). Die Autoren stellen nach Auswertung von mehr als 2 000 Primärstudien fest, dass es einen positiven Zusammenhang zwischen ESG-Kriterien und Investmentperformance gibt.

Daten von South Pole Group

Alpha Centauri hatte zuletzt Gelegenheit, die Datenbanken von South Pole Group (SPG), einem der weltweit führenden Anbieter von CO₂-Emissionsdaten, für Researchzwecke zu nutzen. Dabei galt es zunächst herauszufinden, ob und wie CO₂-Emissionen am Europäischen Aktienmarkt gepreist und bezahlt werden – also ob unter den sehr restriktiven Bedingungen, die wir auch in der Entwicklung der iStoxx-Faktorzindizes angelegt haben, ein „Low-

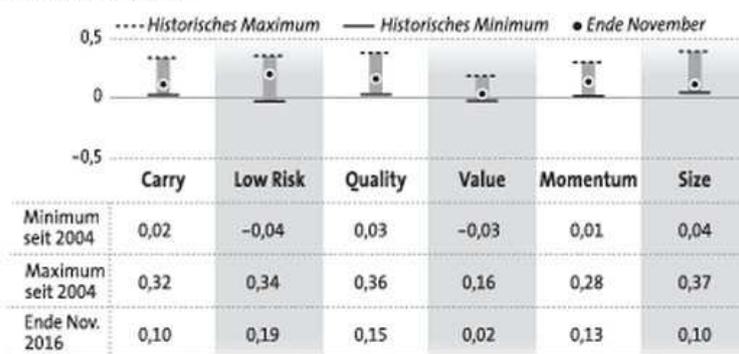
Carbon-Faktor“ relativ rein extrahiert werden kann.

Auf Basis dieser Erkenntnisse wurden in einem zweiten Schritt eher passive (niedriger Tracking Error zu einem Aktien-Benchmark) und aktive Faktorstrategien, jeweils in Ver-

Wie immer stellt sich auch hier die Frage des ökonomischen Hintergrunds für das Vorhandensein einer Prämie – so denn eine zu finden ist. „Risikoprämie“ im klassischen, fundamentalen Sinn scheidet aus unserer Sicht hier zunächst aus. Je höher

Multifaktor-Strategie setzt sich klar ab

iStoxx-Multifaktor-Korrelation der Überrendite gegenüber einzelnen Investment-Faktoren



© Börsen-Zeitung

Quelle: Alpha Centauri

bindung mit einer deutlichen Reduzierung des „CO₂-Footprints“, entwickelt.

Investoren haben für die Reduzierung des Klima-Fußabdruckes ihrer Kapitalanlagen recht unterschiedliche Motive, die aus Platzgründen hier nicht im Detail diskutiert werden können, und gehen typischerweise zwei Hauptpfade, die wir als „Divestment“ und „De-vestment“ klassifizieren. Das Erstere beschreibt dabei eine Umsetzung unter harten Ausschlusskriterien, zum Beispiel keine Kohleunternehmen, keine Öl- und Gasförderer etc. Der zweite Pfad ist unter Beibehaltung des vollen Anlageuniversums darauf ausgerichtet, das CO₂-Exposure so weit wie möglich zu reduzieren.

Unter den Bedingungen des bereits im vorherigen Artikel ausgeführten Grinold/Kahn-Gesetzes des aktiven Portfoliomanagements (vgl. BZ vom 10. Dezember) sollten ausschlossorientierte Ansätze auf längere Frist die tendenziell schwächere Performance liefern. Alle anderen Parameter unverändert, reduziert harter Ausschluss das Universum und damit das Performancepotenzial. Darüber hinaus entstehen sogenannte „Migrationsprämien“, die ebenfalls bereits im vorherigen Artikel thematisiert wurden.

der CO₂-Wert, desto höher sollte tendenziell das Risiko und damit die zu erwartende Prämie sein – analog zum Beispiel zu Value-Prämien. Davon abgesehen sind hier Risikoprämien aus verhaltensökonomischen und institutionellen Quellen denkbar. Unterreaktion der Investoren auf neue Informationen, weil diese nicht in der gleichen Transparenz vorliegen wie andere Unternehmensinformationen, sowie eine nicht ausreichende Validierung des unmittelbaren Performance-Einflusses könnten Gründe sein – trotz vieler Studien und trotz des VW-Abgasskandals. Institutionelle Quellen deshalb, weil der zunehmende politische, regulatorische und gesellschaftliche Druck mehr Zuflüsse in „Low Carbon“-Assets bedeutet und die Performance treibt. Momentumeffekte sind die Folge.

Performance rauf, CO₂ runter

Um herauszufinden, ob und wie CO₂-Emissionen gepreist werden, wurden zunächst die Werte, die für jedes Unternehmen in drei Abgrenzungen vorliegen, gegen Umsatz- und Bilanzwerte sowie gegen die Marktkapitalisierung skaliert, normiert und anschließend ausgewertet. Im nächsten Schritt wurden die

Ergebnisse unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und Restriktionen in Bezug auf systematische Risiken jenseits des Zielfaktors in investierbare Portfolios umgesetzt.

Daraus lassen sich unter Berücksichtigung der noch kurzen Historie von Emissionsdaten folgende Schlüsse ziehen: Erstens, der CO₂-Fußabdruck ist bei Aktien performancerelevant – zumindest solange bereits CO₂-Daten von South Pole Group verfügbar sind. Zweitens lässt sich unter Inkaufnahme von unterschiedlich eng begrenzten Abweichungen gegenüber gängigen Benchmarks der CO₂-Wert der Aktieninvestments um bis zu 85 % verringern. Drittens lässt sich unter Einbeziehung weiterer Faktorprämien die Performance eines Aktienportfolios systematisch erhöhen und gleichzeitig das CO₂-Exposure um rund 60 % verringern.

Multifaktor-Ansatz

Zum Abschluss sei noch ein Blick auf Multi-Faktor-Investments angefügt: Die grundsätzliche Technik, auf diesem Weg in Aktien zu investieren, ist bei den meisten Investoren seit langem bekannt und im Einsatz – unabhängig davon, ob eher quantitative oder diskretionäre Verfahren zur Prognosegenerierung eingesetzt werden. Was aber – zumindest in unserem Verständnis – bei Faktorprämien anders sein sollte, ist, dass es hier vor allem darum geht, den jeweiligen Faktor so pur wie möglich zu extrahieren, unabhängig von der Performance in der jüngeren Ver-

gangenheit. Das Design von Faktorprämien ähnelt in der Zielsetzung der eines marktkapitalisierten Index – auch dabei geht es vor allem darum, den Markt adäquat abzubilden, die Vereinnahmung der Aktienrisikoprämie sollte langfristig die ökonomische Folge sein. Investmentmanager hätten mit einem solchen Ansatz bereits nach kürzeren Phasen negativer Performance ein Problem mit ihren Kunden, weil längere Phasen negativer Performance, bei Faktorprämien nicht selten, mit Mittelabflüssen quittiert werden. Multi-Faktoren werden zunehmend als gute Alternative zu aktiven Investmentprogrammen gesehen, weil sie einen transparenten und diversifizierten Zugang zu mehreren Prämien bieten. Es werden dabei solche Aktien selektiert, welche gegenüber allen Einzelfaktoren einen hohen Faktor-Tilt besitzen, ohne aber in einem Faktor extrem schlecht abzuschneiden. Es wird somit in die sogenannten „Hidden Champions“ (vgl. Haugen/Baker, Case closed, 2008) investiert. Diese Eigenschaft macht den Multi-Faktor zu einer Art „All-Weather-Investment“, und als Investor muss man sich nicht mit der Frage der relativen Attraktivität einzelner Faktoren – dem sogenannten „Factor timing“ – auseinandersetzen.

In der Mehrzahl der am Markt verfügbaren Indizes werden die Metriken der Einzelfaktoren in irgendeiner Form zum Design des Multi-Faktors genutzt. Da die Einzelfaktoren in Bezug auf ihre Anzahl, auf die Zielprämien und das damit verbun-

dene Risiko aber über alle Anbieter hinweg nicht homogen sind, unterscheiden sich auch die Multi-Faktoren mitunter erheblich – sowohl in Bezug auf den zu erwartenden Ertrag als auch auf ihr Risiko.

Für den iStoxx-Multi-Faktor werden die gleichgewichteten Ergebnisse der sechs Einzelfaktoren zur Bestimmung der relativen Attraktivität der einzelnen Aktien genutzt und zur Konstruktion des Indexportfolios die gleichen restriktiven Parameter verwendet. So entsteht ein Index, der im Kern zwar die Erträge der Einzelfaktoren einsammelt, trotzdem aber ein weitestgehend unkorreliertes Profil zu diesen aufweist. Die Grafik (vgl. anbei) mit den durch das Risikomanagementsystem FIS APT berechneten Excess-Return-Korrelationen des Multifaktor-Investors gegenüber den einzelnen Faktoren zeigt dies recht eindrücklich.

Investoren sollten vor einer Investitionsentscheidung also die Zusammensetzung, das daraus resultierende Ertrags- und Risikoprofil und die Diversifikationseigenschaften im Kontext ihres bestehenden Portfolios prüfen.

.....
Dieser Artikel ist Teil einer Gastbeitragsserie der Börsen-Zeitung, in der Experten Themen rund um Faktor-Investing und Risikoprämien kommentieren.

.....
Ulf Füllgraf, Geschäftsführer Alpha Centauri Management, Hamburg