

«Häufig werden Äpfel mit Birnen verglichen»

Die Behauptung, dass nachhaltige Anlagen besser rentieren als normale, bleibt unbewiesen. *Von Andreas Kälin*

Anbieter von nachhaltigen Anlageprodukten behaupten oft, dass ein nachhaltiges Portfolio besser rentiere als der Markt. Ist das wissenschaftlich erhärtet?

Urs von Arx: Es gibt empirische Studien, die besagen, dass nachhaltige Anlagen tendenziell besser performen als normale. Andere Studien sind zum gegenteiligen Schluss gekommen. Man kann als Fazit sagen, dass nachhaltige Anlagen in etwa ähnlich rentieren wie normale. Ein Problem ist, dass bei solchen Vergleichen häufig Äpfel mit Birnen verglichen werden. Es gibt mehrere Faktoren, die die Kursentwicklung von Aktien viel besser erklären als der Umstand, dass ein Unternehmen sozial und ökologisch nachhaltig wirtschaftet. Sie müssen, wenn man nachhaltige mit normalen Anlagen vergleicht, herausgefiltert werden.

Was sind das für Faktoren?

Da ist als wichtigster Faktor die Marktentwicklung. Während einer Hausse sollten die Aktien mit dem grössten Beta am stärksten zulegen. Das Beta gibt an, wie stark eine Aktie auf dem Markt schwankt. So sollte eine Aktie mit einem hohen Beta von 1,5 im Schnitt um 15 Prozent steigen, wenn der Markt um zehn Prozent zulegt. Umgekehrt verliert sie in Baissephasen überdurchschnittlich. Mit anderen Worten, eine Aktie ist umso risikobehafteter, je höher das Beta ist.

Haben Studien diesen Effekt bei nachhaltigen Anlagen untersucht?

Eine Studie untersuchte etwa Aktienindizes, die nach dem Kriterium der Nachhaltigkeit zusammengestellt worden sind. Rund 60 Prozent von ihnen hatten gegenüber ihrem relevanten traditionellen Vergleichsindex ein Beta, das signifikant höher als eins war. Das heisst, wer in jene Nachhaltigkeitsindizes investiert, etwa via einen Fonds, nimmt im Prinzip ein höheres Risiko in Kauf.

Sie sprachen von mehreren Faktoren zur Erklärung von Aktienkursentwicklungen.

In der Wissenschaft fokussiert man neben der Marktentwicklung auf drei weitere Faktoren, mit denen sich Kursentwicklungen sehr gut erklären lassen. Einer bezieht sich auf die Grösse des Unternehmens, ein weiterer

auf die Frage, ob es sich bei der betreffenden Aktie um einen Wachstumswert oder einen Value-beziehungswise Substanzwert handelt. Eine wichtige Rolle spielt auch der Momentum-Faktor, nach dem die Gewinneraktien der letzten zwölf Monate auch in der folgenden Periode in der Regel überdurchschnittlich abschneiden.

Inwiefern beeinflusst die Firmengrösse in der Praxis das Renditepotenzial nachhaltiger Anlagen?

Die These ist, dass kleinere Firmen im Schnitt schneller wachsen als die grossen, langfristig. In Europa haben etwa kleinkapitalisierte Werte, nach einer Unterperformance um die Jahrtausendwende, bis zum Ausbruch der Finanzkrise eine klar überdurchschnittliche Erholung gezeigt. So setzen Nachhaltigkeitsfonds, die in kleinere Firmen mit innovativen Ansätzen investieren, explizit eine Small-Cap-Strategie um.

Gilt Ähnliches auch bezüglich der Frage Wachstums- oder Substanzwert?

Wer über einen bestimmten Zeitraum die finanzielle Rendite von nachhaltigen und normalen Anlagen vergleicht, muss jedenfalls den Faktor einbeziehen. So haben sich in den 1990er-Jahren die Wachstumsaktien klar besser als Substanzwerte entwickelt, in der vergangenen Dekade war es umge-



BILD: PD

Urs von Arx ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) der Universität Zürich.

kehrt. Ein seriöser Renditevergleich muss berücksichtigen, dass in nachhaltigen Anlageportfolios meistens Wachstumsaktien Übergewichtet und Substanzwerte, zu denen etwa Rohstoffaktien gehören, untergewichtet sind.

Die ganze Renditediskussion weist letztlich auf einen steten Konflikt hin. Zieht der Manager nachhaltiger Anlagen sein Konzept durch oder macht er Kompromisse zugunsten des Renditepotenzials?

Der Aspekt der Nachhaltigkeit wird vor allem von jenen Fonds konsequent umgesetzt, die mit Ausschlusskriterien arbeiten, die zum Beispiel sämtliche Rohölförderer meiden. Solche Fonds weisen hinsichtlich ihrer Performance auch deutliche Abweichungen zu den traditionellen Aktienindizes aus. Beim Best-in-Class-Ansatz, der die ökologisch und sozial am vorbildlichsten handelnden Firmen aus allen Branchen auswählt, ist häufig eine Aufweichung des Nachhaltigkeitskonzepts zu beobachten.

Auf was muss der auf Nachhaltigkeit bedachte Anleger in diesen Fällen achten?

Ein harter und konsequenter Best-in-Class-Ansatz wäre es, aus jeder Branche nur den bezüglich Nachhaltigkeit Allerbesten in den Fonds aufzunehmen. Stark verwässert ist der Ansatz dort, wo ein Fondsmanager zum Beispiel aus einem Kreis von rund 20 Autoherstellern die besten sieben nehmen und unter diesen weiter selektionieren darf. Auf diese Weise wird das Risiko von Performanceabweichungen zu traditionellen Aktienindizes reduziert.

FORSCHUNG ZUM THEMA

Das Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) ist ein Institut an der Universität Zürich. Eine Gruppe von mittlerweile fünf Wissenschaftlern geht dort unter anderem der Frage nach, ob unternehmerisch nachhaltiges, verantwortungsbewusstes Handeln profitabel ist und sich positiv auf die Aktienkurse auswirkt. Im Rahmen eines Nationalfondsprojekts und eines Projekts mit der Zürcher Kantonalbank hat das CCRS international Risikofaktoren untersucht, die bei einer modernen Analyse der Performance von nachhaltigen Aktienportfolios berücksichtigt werden müssen.