

Nachhaltiges Investieren aus dem Blickwinkel von taktischer Asset Allocation und Risikomanagement



Dr. Thorsten Rühl
Gesellschafter/Partner

Nachhaltiges Investieren – Leitprinzip seit Gründung der CSR im Jahr 2008

Ein Henne-Ei-Problem

(Noch) fehlende Bausteine und weitere regulatorische Anforderungen erschweren die praktische Umsetzung

Ethische, ökologische und soziale Aspekte nehmen einen immer größeren Stellenwert in der treuhänderischen Anlage und Verwaltung von Kundenvermögen ein. Für uns sind diese Themen keineswegs neu, sondern waren schon immer ein wesentlicher Bestandteil unseres Investmentprozesses. Unseren ersten Publikumsfonds, den CSR Bond Plus, haben wir daher bereits seit Auflage im Jahr 2008 regelmäßig von einer anerkannten Nachhaltigkeits-Ratingagentur überprüfen lassen dahingehend, ob der Fonds für nachhaltig orientierte Investoren geeignet ist. Mit dem Wechsel zu unserem heutigen Kooperationspartner imug I rating im Jahr 2017 haben wir neben den Anleihen auch die Aktienanlagen einem kritischen Screening unterzogen. Dabei haben wir uns an den 10 am häufigsten verwendeten Ausschlusskriterien für nachhaltige Anlagen sowie bei den Analysen an ausgewählten ESG-Nachhaltigkeitsindikatoren, die sich aus internationalen Konventionen und Deklarationen der UN, ILO, Global Compact und OECD ableiten lassen, orientiert.

Der im Jahr 2017 neu aufgelegte Aktienfonds CSR Aktien Deutschland Plus sowie unser Mischfonds CSR Ertrag Plus werden bereits seit dieser Zeit neben dem CSR Bond Plus von imug I rating überwacht und die Eignung für wertorientierte Investoren regelmäßig getestet. Mit unserem im Jahr 2020 neu aufgelegten Fonds CSR Bond Focus SDG gehen wir sogar noch einen Schritt weiter in Richtung „Impact Investing“ und nehmen damit in diesem Bereich eine Vorreiterrolle im deutschsprachigen Raum ein.

Neue regulatorischen Rahmenbedingungen sorgen dafür, dass das Thema Nachhaltigkeit nicht mehr nur für spezielle Investoren (wie kirchliche Anleger oder Stiftungen) von Belang ist, sondern schlussendlich für alle.

Aktiv gemanagte Fonds und auch ETFs werden daher zunehmend auf unterschiedliche Grade von Nachhaltigkeit umgestellt.

Was derzeit allerdings noch fehlt, sind z.B. liquide, nachhaltige Derivate bzw. ein ausreichendes Spektrum an nachhaltigen (Sub-)Indizes, für die es börsengehandelte Derivate gibt.

Die regulatorischen Anforderungen sind nämlich nicht nur im Hinblick auf ESG-Kriterien gestiegen, sondern auch in Bezug auf die Eigenkapitalhinterlegung für Aktienanlagen. So sind die zu berücksichtigenden Risikogewichte für Aktien aus dem Sektor „Financials“ deutlich höher als z.B. für die Sektoren „Health Care“ oder „Utilities“, sodass man aus Sicht einer möglichst ökonomischen Eigenkapitalnutzung u.U. auf in dieser Hinsicht stark Eigenkapital-belastende Branchen verzichten möchte. Hier zeigt sich, dass dies derzeit z.B. mit Hilfe von (indexorientierten) ETFs noch nicht möglich ist:

Marktkapitalisierungsorientierte, nachhaltige ETFs enthalten auch Finanztitel, da diese im Gegensatz zu Versorgern nicht grundsätzlich von Ausschlusskriterien wie Kernkraft oder Kohlestrom betroffen sind. Ein „Workaround“ über Branchen-ETFs unter Auslassung des Finanzsektors ist derzeit (Stand Juni 2021) in Ermangelung eines entsprechenden Angebotes ebenfalls noch nicht möglich. Sollen also wie im geschilderten Fall mehrere regulatorische Rahmenbedingungen gleichzeitig eingehalten werden, bleibt nur eine Investition über Einzeltitel.

Investitions- Gradsteuerung über Derivate

ESG-Problematik
klassischer
Indexderivate:
„short immer – long
nimmer“

Abweichungsrisiko =
„unhedgbares Risiko“

Bei einem gleichbleibend hoch investierten Aktienportfolio ist also nur noch das Problem der adäquaten Leistungsmessung zu lösen, d.h. die Wahl einer geeigneten Benchmark.

Anders verhält es sich, wenn das Portfolio im Rahmen einer Taktischen Asset Allocation (TAA) oder dynamischen Wertsicherung mit einer Investitionsgradsteuerung ausgestattet werden soll, denn dies geschieht am kostengünstigsten über börsengehandelte Derivate (Futures und/oder Optionen).

Beim Derivateinsatz treten nämlich gleich zwei Herausforderungen auf:

- 1) Die heute verfügbaren, börsengehandelten Derivate beziehen sich auf die klassischen, marktkapitalisierungsgewichteten Indizes ohne ESG-Ausschlüsse. Ein Eurostoxx-Future enthält beispielsweise auch eine Iberdrola SA, obwohl man diese Aktie vielleicht aufgrund des Kernenergie-Geschäfts ausschließen möchte. Damit kann der Investitionsgrad des Portfolios nicht mehr ESG-konform über den Kauf eines Index-Futures erhöht werden, da damit automatisch auch eine Long-Position in der (eigentlich) ausgeschlossenen Aktie verbunden wäre. Aus demselben Grund sind long Calls und short Puts auf Indexebene nicht mehr möglich, sondern nur noch auf Einzeltitelebene unter Ausschluss der nicht-nachhaltigen Titel.

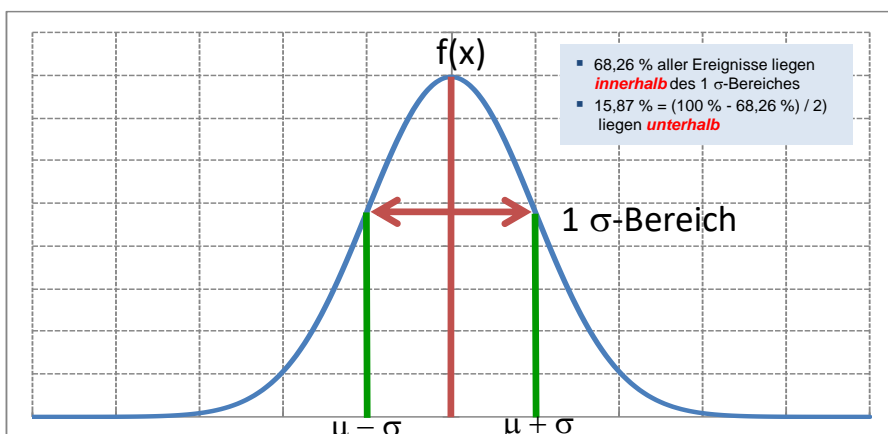
Eine Investitionsgrad-Reduzierung zur Risikosenkung ist jedoch mit Hilfe des Index-Futures (bzw. den Kauf einer Index-Put-Option) nach wie vor möglich, da in dem ausgeschlossenen Titel in diesem Fall ja sogar eine Short-Position eingegangen wird. Für eine TAA-Steuerung muss daher die maximale Aktienquote über die physische Investition nachhaltiger Titel dargestellt werden, während eine Investitionsgradreduzierung derivativ erfolgen kann.

- 2) Grundsätzlich kann also auch ein nachhaltig investiertes Portfolio kostengünstig über Index-Derivate abgesichert werden. Hierbei muss jedoch berücksichtigt werden, ob und inwieweit das physisch investierte Portfolio in seinem Verhalten vom Index abweicht. Technisch gesprochen muss das **Abweichungsrisiko** zum Hedge-Instrument ermittelt werden. Da das Hedge-Instrument wiederum auf dem Index basiert, kann hierzu der sog. **Tracking Error** zwischen Index und Portfolio herangezogen werden, d.h. die Standardabweichung der **relativen** Renditen (Differenz zwischen Portfolio- und Benchmarkrenditen).

Je nachdem, wie viele Titel aus der Benchmark aufgrund von ESG-Ausschlüssen weggelassen wurden (oder durch andere, nachhaltigere Titel ersetzt wurden), kann der dadurch entstehende Tracking Error eine nicht mehr zu vernachlässigende Größe erreichen. Hierbei ist zu beachten, dass der Tracking Error (analog zur Volatilität) per definitionem nur eine einzige Standardabweichung umfasst. Mit anderen Worten: Die Konfidenz, dass die tatsächliche Portfoliorendite nicht schlechter als die Benchmarkrendite abzüglich des Tracking Errors ausfällt, beträgt nur $(100\% - 68,26\%) / 15,87\% = 84,13\%$ (siehe Grafik auf der nächsten Seite).

Möchte man mit einer höheren Konfidenz rechnen, so ist der Tracking Error noch mit einem entsprechenden Faktor zu multiplizieren. Für eine Konfidenz von 99 % (wie man sie z.B. für Wertsicherungszwecke benötigt) muss der Wert z.B. noch mit einem Faktor 2,33 multipliziert werden. Ein moderater Tracking Error von 4 % führt also in den ungünstigsten 1 % aller Fälle zu einer Abweichung gegenüber Benchmark von 9,3 % oder mehr nach unten!

Tracking Error zur Benchmark als nicht hedgebares Risiko



ESG und Wertsicherung: Auswirkungen in der Praxis

Was bedeutet das in der Praxis? Während sich das Marktrisiko mit Hilfe eines Index-Futures vollständig absichern lässt, bleibt das Abweichungsrisiko (grundsätzlich!) offen. Im beispielhaft genannten Fall eines Tracking Errors in Höhe von 4 % kann ein bereits am 1. Januar „voll gehedgtes“ Portfolio im Verlauf eines Jahres in den ungünstigsten 1 % aller Fälle noch 9,3 % (oder mehr) verlieren – trotz Hedge!

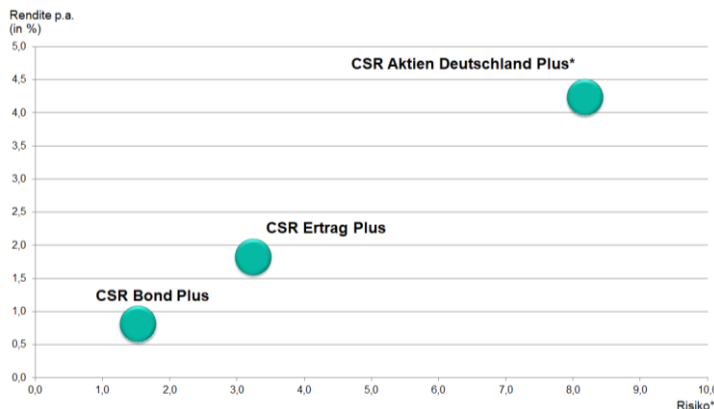
Eine Portfoliosicherung muss also dem Umstand Rechnung tragen, ob und wie weit das tatsächliche Portfolio durch ESG-Kriterien vom Hedge-Instrument, dass sich wiederum an einem „klassischen“ Index orientiert, abweicht.

Hoffen auf nachhaltige Indizes und Derivate

Es ist aus Sicht einer effizienten Portfoliosicherung, aber auch aus Sicht einer kostengünstigen TAA mehr als nur wünschenswert, dass es in naher Zukunft auch Derivate auf nachhaltige Indizes geben wird. Nur so kann ein Teil der jetzt neu hinzu gekommenen Herausforderungen aufwandsneutral gemeistert werden.

Bis dahin bleibt Folgendes zu konstatieren: Soll ein Portfolio nachhaltig ausgerichtet werden, kann eine Absicherung über die derzeit verfügbaren Derivate nur bis zu einem gewissen Grad erfolgen. Spätestens dann, wenn das (grundsätzlich) nicht zu sichernde Abweichungsrisiko dieselbe Größenordnung erreicht hat, wie das noch offene Marktrisiko, muss Letzteres durch den Abverkauf von Kassa-Positionen abgebaut werden.

Rendite und Risiko der CSR-Fonds auf einen Blick (31.12.2013 – 30.06.2021)



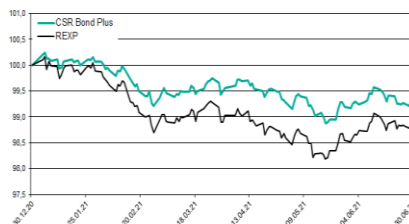
* Bis 02.01.2017 CSR „AS – Equity D“ wikifolio, ab 02.01.2017 CSR Aktien Deutschland Plus Fonds

** monatliche Volatilität der Renditen (annualisiert)

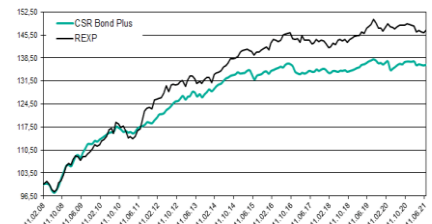
Quelle: www.wikifolio.de, Bloomberg, eigene Darstellung

	Rendite p.a. in %	Risiko**	Rendite/Risiko
CSR Bond Plus	0,81	1,53	0,53
CSR Ertrag Plus	1,82	3,24	0,56
CSR Aktien Deutschland Plus*	4,24	8,18	0,52

Performance des CSR Bond Plus



in 2021: **-0,66 %** (REXP: -1,14 %)

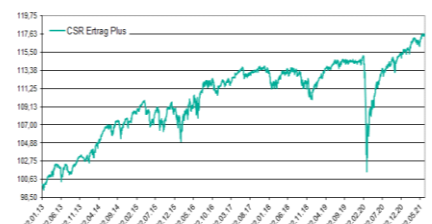


seit Auflage: **+36,57 %** (REXP: +46,76 %)

Performance des CSR Ertrag Plus

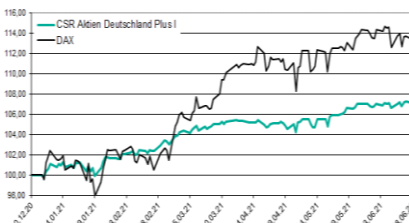


in 2021: **+2,05 %**

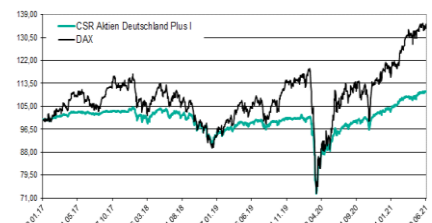


seit Auflage: **+17,67 %**

Performance des CSR Aktien Deutschland Plus I



in 2021: **+7,12 %** (DAX: +13,21 %)



seit Auflage: **+10,34 %** (DAX: +33,91 %)

Links zu den aktuellen Factsheets der CSR-Fonds

- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-ertrag-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-aktien-deutschland-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-focus-sdg.html>

Marktentwicklung/ Zusammenfassung

Die positive Aktienmarktentwicklung setzte sich unter wenig Schwankungen fort und der DAX Index beendete den Monat Juni mit einem Zuwachs von +0,71% (15.531 Punkte). In Deutschland zeigten die Unternehmensumfragen eine weitere Verbesserung der Stimmungslage. Die Rendite der öffentlichen Anleihen in Deutschland im 10-Jahresbereich blieb nahezu unverändert und lag per Ende Juni bei -0,21 %, während die Rendite von 10-jährigen US- Staatsanleihen um -0,14 % auf 1,47 % zurück kam. Der REXP stieg im Juni um 0,36 % (-1,14 % seit Jahresanfang).

Die aktuelle Jahresperformance unserer Fonds beträgt per Ultimo Juni:

- **CSR Bond Plus:** **-0,66 %**
- **CSR Ertrag Plus:** **+2,05 %**
- **CSR Aktien Deutschland Plus:** **+7,12 %** (I-Tranche)
bzw. +6,91 % (R-Tranche)