

Die zwei Ebenen beim ESG-Benchmarking

Im Zusammenhang mit ESG-Anlagen taucht unter Anlegern oft die Frage nach dem Benchmarking auf, sprich der Leistungs- und Risikomessung der Anlage. Bei Aktien haben wir dazu eine klare Vorstellung. Statt diese nur bilateral auf Anfrage zu skizzieren, bietet sich ein Timeout mit unseren Gedanken dazu an.

Ausgangslage

Bei den Aktienanlagen stehen mittlerweile tausende von Strategien und Anlagefonds zur Verfügung, bei denen Faktoren in Bezug auf die Umwelt- (Environment, «E»), Gesellschaft (Social, «S») und Unternehmensführung (Governance, «G») berücksichtigt werden. Anbieter solcher ESG-Produkte locken Kunden mit mindestens markt- und risikogerechten Renditen, das aber nicht mit indexnahen Lösungen, sondern mit aktiv verwalteten Portfolios. Die meisten dieser ESG-Strategien schliessen dafür Aktien gewisser Firmen oder sogar ganze Sektoren aus. Andere gehen noch einen Schritt weiter und fokussieren ihr Portfolio explizit nur auf die subjektiv nachhaltigsten Aktientitel in ihrem Anlageuniversum.

Unabhängig vom Ansatz stellt sich für Investoren früher oder später die Frage, welcher Benchmark-Index für die Leistungsbeurteilung verwendet werden soll. Wir haben dazu eine Meinung, die wir in diesem Timeout teilen.

Welche Leistung soll gemessen werden?

Die umfassende Beurteilung der Leistung von Managern und Anlageprodukten enthält in unseren Augen immer zwei Ebenen: Die *strategische Ebene* definiert das erlaubte Anlageuniversum, sprich die Gesamtheit aller Titel, in welche überhaupt investiert werden darf. Auf der *titelspezifischen Ebene* wird hingegen geprüft, ob bei der praktischen Umsetzung geeignete und rentable Titel innerhalb des (strategisch) erlaubten Universums ausgewählt wurden.

Diese Unterscheidung ist zentral, weil selbst ein ausgezeichneter Fondsmanager nicht in der Lage sein wird, einen populären marktkapitalisierten Index (wie z.B. den MSCI World für Aktien Welt) zu schlagen, wenn sein Anlageuniversum zu stark eingeschränkt wird. Ein simples Beispiel: Die Quote für US-Aktien im MSCI World liegt heute (und bereits seit Jahren) bei über 60%. Grund dafür sind die deutlich höheren Renditen der US-Aktien (insbesondere von wenigen, sehr bekannten US-Tech-Titeln) gegenüber den Titeln vieler anderer Länder. Wenn Anleger also den MSCI World Index als Benchmark für ihre globalen Aktienanlagen definierten, aber einem Manager verboten, mehr als 25% der Allokation in

einem einzigen Land zu halten, gelang es selbst dem geschicktesten Manager nicht einmal ansatzweise, die Indexrendite zu erreichen. Das von Investoren erwungene US-Untergewicht wog zu schwer und limitierte das Renditepotenzial zu stark. Unser Beispiel funktioniert aber auch umgekehrt: Hätten Anleger einen Manager dazu gezwungen, stets mindestens 75% der Allokation in grosskapitalisierten US-Titeln zu halten, so resultierte daraus eine erhebliche Überperformance gegenüber einem Weltaktien-Index, selbst wenn die Titelselektion des Managers relativ schwach gewesen wäre.

ESG-Universum vs. Umsetzung

Analog funktioniert es auch bei Aktienanlagen, die nach ESG-Prinzipien verwaltet werden: Wenn Anleger oder Manager aufgrund ihrer individuellen ESG-Kriterien Titel oder ganze Sektoren aus ihrem Anlageuniversum einfach ausschliessen, nehmen sie auf der strategischen Ebene umfangreiche und folgenschwere Abweichungen gegenüber einem marktkapitalisierten Index in Kauf. Die Auswirkungen solcher Abweichungen lassen sich auf der Umsetzungsebene in der Titelselektion kaum mehr von einem Manager kompensieren. Das ist per se weder gut noch schlecht. Man sollte es aber bei der Renditebeurteilung und der Managerleistung berücksichtigen.

Anders sieht es aus, wenn Anleger einem Manager keine einschränkenden Vorgaben zum Anlage-Universum erteilen, sondern sich der Manager selbst stark einschränkende Vorgaben auferlegt und damit *freiwillig* hohe Unter- und Übergewichte in bestimmten Titeln oder Sektoren gegenüber marktkapitalisierten Indizes eingeht. Wir gehen davon aus, dass sorgfältige Anleger solche sehr aktiven Stile bei Aktienmanagern im Rahmen ihrer Selektion frühzeitig erkennen und kaum erst bei der Umsetzung davon überrascht werden.

Strategische Empfehlung fürs Benchmarking

Die Effizienzmarkt-Hypothese von Prof. Eugene Fama ist nicht nur aus akademischer Sicht genial, sondern auch ein idealer Startpunkt für eine Diskussion über die Wahl einer Anlagestrategie für Aktien (aktiv wie passiv). Wenn wir wie in der EMH postuliert, davon ausgehen, dass die Aktienkurse verfügbare Informationen über zukünftige Cashflows von kotierten Aktien reflektieren, so bedeutet jede Abweichung vom marktkapitalisierten (Index)-Portfolio eine aktive Wette gegenüber dem Markt, d.h. gegenüber den aggregierten Erwartungen aller Marktteilnehmer. Es geht nicht darum, ob diese Erwartungen tatsächlich rational oder korrekt sind, sondern lediglich um die Feststellung, dass die Marktpreise per Definition laufend die Summe aller Erwartungen von allen Marktteilnehmern reflektieren, was sie zu einem idealen und vor allem neutralen Ankerpunkt macht.

Wenn sich ein Anleger entscheidet, gewisse Titel oder Sektoren auszuschliessen, geht er relativ zum marktkapitalisierten Index eine aktive Wette ein. Er drückt so seine subjektive Erwartung aus, wonach die von ihm ausgeschlossenen Titel weniger wert sind als am Markt heute eingepreist wird. Vielleicht weil der Markt gewisse Risiken dieser Firmen noch nicht erkannt oder zumindest nicht richtig eingepreist hat. Mit anderen Worten weicht dieser Anleger bewusst und aktiv von der aggregierten Marktmeinung ab. Oder aber er will gewissen Firmen einfach kein Geld mehr zur Verfügung stellen, was aber im Endeffekt ebenfalls die identische aktive Abweichung von der aggregierten Marktmeinung darstellt.

Aktive Aktienwetten sind legitim und nachvollziehbar. Aus unserer Sicht muss aber jeder Anleger bereit sein, die Verantwortung für seine aktiven Anlageentscheide zu tragen. Entsprechend dient für uns als strategischer Benchmark nur der passende marktkapitalisierte Index. Für Aktien Welt ist dies ein Index wie der MSCI World. Wenn aktive ESG-Entscheide wie z.B. Ausschlüsse von Titeln oder Sektoren relative Risiken erhöhen (gemessen als Tracking Error, d.h. als die Standardabweichung der Renditedifferenzen zwischen Portfolio und Index), dann besteht darin für uns überhaupt kein Anlass zur Sorge. Ganz im Gegenteil reflektiert ein gewisser Tracking Error zum marktkapitalisierten Index ja genau die bewussten strategischen Anlageüberzeugungen des Investors.

Entsprechend erachten wir es als problematisch, wenn institutionelle Anleger einen «manipulierten» Index als strategischen Benchmark wählen, weil sie so ihre aktiven ESG-Entscheide gegenüber der neutralen Position eines breiten marktkapitalisierten Index verschleiern. Es wirkt für uns, als ob sie nicht hinter ihren strategischen ESG-Überzeugungen stehen würden und sich bemühten, diese mit einem tiefen Tracking Error zu einem bereits aktiv konstruierten Index – als «passiv» – zu kaschieren.

Titelspezifische Empfehlung fürs Benchmarking

Anders die Situation bei der Beurteilung der Leistung eines Managers. In unseren Augen macht es Sinn, die Leistung des Managers relativ zu einem für das erlaubte Anlageuniversum repräsentativen Index zu messen. Falls ein Manager beispielsweise aufgrund von strategischen Vorgaben nicht in Aktien aus dem Energiesektor investieren darf, ist ein Vergleich mit einem Index, der auch Energietitel enthält, weder fair noch aussagekräftig. In einem Jahr wie 2022, als Energietitel weitaus besser rentierten als viele andere Sektoren, konnte dieser Manager ja nicht davon profitieren, selbst wenn er die Entwicklung korrekt antizipiert hätte. Der resultierende Renditerückstand im Jahr 2022 z.B. relativ zum marktkapitalisierten MSCI World Index geht daher voll auf die

Kappe der strategischen Anlagevorgaben und nicht auf die Umsetzung des Managers. Falls aber der Manager auch gegenüber einem modifizierten Benchmark-Index (ohne Energie-Titel) einen Rückstand aufweist, ist Kritik an der Leistung angebracht. Um die Managerleistung zu beurteilen, müssen die Vorgaben und Einschränkungen für den Manager und den Benchmark-Index identisch sein. Mit anderen Worten muss ein Manager seinen Benchmark praktisch replizieren können, weil sonst kein praxistauglicher Vergleich möglich ist.

Grundsätzlich erachten wir folgende simple Faustregel als hilfreich: Je stärker ein Anlageuniversum vom Anleger eingeschränkt wird, desto geringer wird der Einfluss des mit der Umsetzung betrauten Managers auf die relative Rendite. Dies weil die relative Rendite gegenüber dem Index vor allem von den Einschränkungen und Vorgaben für das Anlageuniversum getrieben wird und nicht von den titelspezifischen Anlageentscheiden des Managers bei der praktischen Umsetzung.

Anleger, die keine Anpassungen im Anlageuniversum für Aktien Welt vornehmen, können selbstverständlich für die strategische und die titelspezifische Leistungsbeurteilung den gleichen marktkapitalisierten Index nutzen. Das macht die Aufgabe sowohl für den Kunden als auch für den Manager grundsätzlich einfacher. Zudem ist die Verantwortlichkeit für die relative Rendite von Anfang an klar definiert. Sie liegt zu 100% beim Manager, weil jede aktive Abweichung in den Gewichtungen von Titeln in seinem Ermessen liegt.

Zwei Benchmarks als Lösung für ESG-Anlagen

Investoren, die aus ESG- oder anderen Überlegungen gewisse Titel oder Sektoren ausschliessen, kommen in unseren Augen nicht darum herum, zwei verschiedene Benchmarks bei der fairen Leistungsbeurteilung zu verwenden: Erstens einen klassischen, marktkapitalisierten Index, um ihre eigenen aktiven Entscheide (d.h. eben die Ausschlüsse) auf der strategischen Ebene zu beurteilen. Zweitens einen massgeschneiderten und replizierbaren Index, um zu evaluieren, ob ein Manager aus dem vorgegebenen bzw. eingeschränkten Anlageuniversum einen Mehrwert herausholen konnte oder nicht.

Wir glauben, dass die Vorteile einer transparenten und ökonomisch fundierten Renditebeurteilung von nachhaltigen Aktienanlagen den möglichen Nachteil höherer Tracking Errors zu den marktkapitalisierten Indizes kompensieren. Zudem wirkt es auf uns überzeugend, wenn Anleger ihren Überzeugungen, Zielen und Kriterien bzgl. der Nachhaltigkeit ihrer Aktienanlagen Ausdruck verleihen und zu ihren bewussten Abweichungen relativ zum marktkapitalisierten Index stehen.