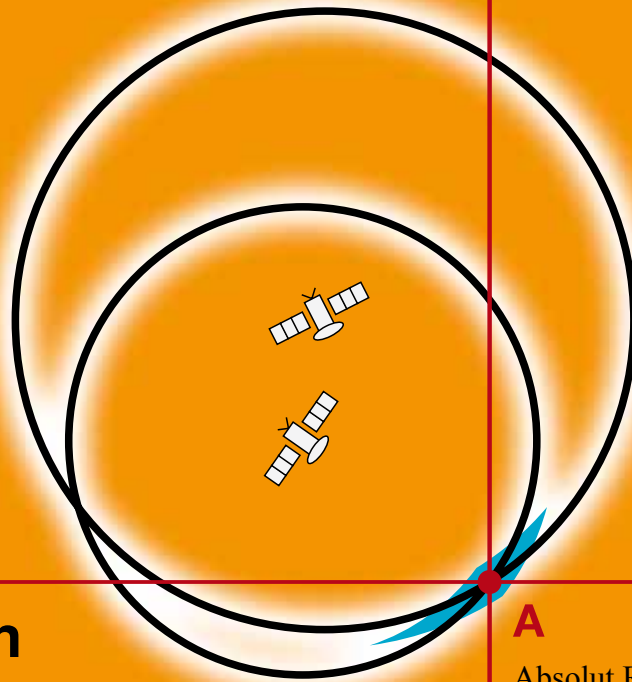


# Absolutreport®

Neue Perspektiven im Asset-Management



## Neue Perspektiven im Asset-Management für den institutionellen Anleger

**A**

Absolut Research GmbH  
Grosse Elbstraße 277a  
22767 Hamburg, Germany  
+49 (0) 40 30 37 79-0  
info@absolut-report.de  
www.absolut-report.de

© Copyright 2010, Absolut Research GmbH

Alle Rechte vorbehalten.

Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten des Absolut Report ist nur mit schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.



18

### **Nachhaltige Investments im Portfoliokontext**

Der Begriff Nachhaltigkeit hat im Zusammenhang mit Investitionsentscheidungen in den letzten zwei Jahren extrem an Bedeutung gewonnen. Die Autoren Dr. Steffen Hörter, Dr. Wolfgang Mader und Barbara Menzinger von risklab entwickeln in diesem Beitrag ein Modell, das die Auswirkung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Investitionsentscheidung auf die Portfolioperformance untersucht.



26

### **Portfoliooptimierung mit Private-Equity-Benchmarks**

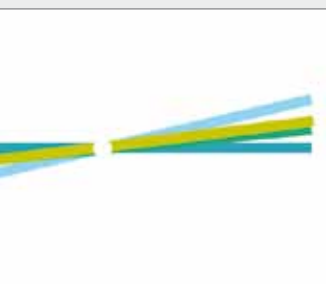
Bei Investitionen in Private Equity stehen institutionelle Investoren vor der Frage, wie der optimale Anteil dieser Asset-Klasse im Portfolio ermittelt werden kann. Die Autoren Michael Busack, Absolut Research, Lars Helge Haß und Prof. Dr. Denis Schweizer, WHU – Otto Beisheim School of Management zeigen, dass die gängigen Benchmarks nicht die Anforderungen für eine zeitnahe Portfoliooptimierung erfüllen und entwickeln eine mögliche Alternative.



36

### **Praktische Umsetzung von Hedgefonds-Strategien in UCITS-Formate**

Angesichts der Diversifizierungsbestrebungen vieler institutioneller Investoren stoßen Hedgefonds-Strategien weiterhin auf großes Interesse. Ahmet Peker von der Deka Investment GmbH zeigt, für welche Anleger diese Instrumente geeignet sein könnten und analysiert, welche Hedgefonds-Strategien sich gut in Form von UCITS-Fonds umsetzen lassen.



46

### **Rohstoffinvestments und Wechselkursrisiken institutioneller Euro-Portfolios**

Rohstoffe als Bestandteil institutioneller Portfolios spielen eine wachsende Rolle, unterliegen aber aufgrund der US-Dollar-Notierung vieler Indizes einem nicht unbedeutenden Wechselkursrisiko. Leila Erb, Marco Haase und Dr. Viola Markert von CYD Research in Zürich untersuchen die Korrelations-eigenschaften von Rohstoffen unter Einbezug des Aufwands für Wechselkursabsicherungen.



56

### **Marktrisiken bei institutionellen Immobilienanlagen**

Immobilien gelten als eher statische Anlageform, deren Wertentwicklung zyklischen Schwankungen unterliegt. Mit der Finanzkrise stellte sich auch hier die Frage nach der adäquaten Risikobewertung neu. Dr. Thomas Beyerle von der Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft analysiert fünf Risikomaße und deren Reaktion auf Extremszenarien, wie sie in der Finanzkrise auftraten.

17

### **Kommentar –**

Alexander Schindler, Union Asset Management Holding AG

64

### **Update Credit: Makroökonomische Risiken**

Dr. Philip Gisdakis und Markus Ernst, Unicredit

## Nachhaltige Investments im Portfoliokontext

Dr. Steffen Hörter, Dr. Wolfgang Mader, Barbara Menzinger

**Der Begriff Nachhaltigkeit hat im Zusammenhang mit Investitionsentscheidungen in den letzten zwei Jahren extrem an Bedeutung gewonnen.** Institutionelle Investoren orientieren sich zunehmend an den seitens der Vereinten Nationen verabschiedeten sog. E.S.G.-Kriterien, die für Environmental, Social and Corporate Governance Issues stehen. Allerdings fehlte bislang eine Quantifizierung der Rendite- und Risikoauswirkungen von nachhaltigen Investitionen. Die Autoren Dr. Steffen Hörter, Dr. Wolfgang Mader und Barbara Menzinger von risklab entwickeln in diesem Beitrag ein Modell, das die Auswirkung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Investitionsentscheidung auf die Portfolioperformance untersucht. Damit wurde ein erster Ansatz geschaffen, um Tail-Risiken im Bereich Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung bei der Kapitalanlageentscheidung quantifizierbar zu machen.

Viele institutionelle Investoren setzen sich mit dem Thema nachhaltige Investitionen auseinander. Denn ihnen ist bewusst, dass sie als langfristige Anleger bei ihrer Kapitalanlagestrategie Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsrisiken im Portfolio berücksichtigen müssen. Eine fiduziarische, mitunter rechtliche Verantwortung seitens der Investoren leitet sich auch durch die „UN Principles of Responsible Investing“ der Vereinten Nationen ab. Hier sind sechs Leitlinien definiert, wie „Environmental, Social and Corporate Governance Issues (E.S.G.)“ bei Investmententscheidungen adressiert werden können. Dazu zählt beispielsweise die explizite Verpflichtung zu einer nachhaltigen Kapitalanlagepolitik in den Anlagerichtlinien.<sup>1</sup>

Im europäischen Ländervergleich gibt es bei großen Kapitalanlegern recht unterschiedliche Durchdringungsgrade zum Thema nachhaltiges Investieren.<sup>2</sup> Insbesondere in der skandinavischen Region hat „E.S.G.-konformes Investieren“ einen hohen Stellenwert. In den Niederlanden haben mittlerweile nahezu drei Viertel der großen Pensionsfonds Sustainable Responsible Investing (SRI) in ihre Anlagerichtlinien aufgenommen.<sup>3</sup>

Eine zentrale Herausforderung für die meisten institutionellen Kapitalanleger besteht in der Quantifizierung der Rendite- und Risikoauswirkungen von nachhaltigen Investitionen. Umfragen zeigen, dass deren Vorteilhaftigkeit vollkommen unterschiedlich und überwiegend qualitativ bewertet wird.<sup>4</sup>

Auch das Investment Research hat sich im Zusammenhang mit E.S.G.-Risikofaktoren bisher schwerpunktmäßig auf die Bewertung von Einzelaktien und Unternehmensanalysen fokussiert. Hier hat sich auch der Begriff des „Sustainable Responsible

Investing (SRI)“ etabliert. Die Kapitalmarktforschung hat sich bislang kaum mit der Bedeutung von E.S.G.-Faktoren im Portfolio-Kontext beschäftigt. Bestehende Studien sind eher qualitativ ausgerichtet, basieren auf einzelnen Szenarien und beschränken sich in der Regel auf die Bewertung von Umweltrisiken. Beispielsweise wird analysiert, welche möglichen Auswirkungen eine globale Erderwärmung von deutlich über 2°C gegenüber dem vorindustriellen Zeitalter, gepaart mit einem Rezessionsszenario, auf Risiko und Rendite verschiedener Anlageklassen haben könnten.<sup>5</sup> Eine durchgängige, nachvollziehbare Quantifizierung des Risikofaktors wird jedoch nicht vorgenommen.

Diese Lücke schließt eine aktuelle Studie der Autoren.<sup>6</sup> Ihr Gegenstand ist die systematische Quantifizierung von E.S.G.-Risiken, d. h. deren zukunftsgerichtete Modellierung unter Berücksichtigung von möglichen extremen Ereignissen. Derartige Entwicklungen, die in der Vergangenheit noch nicht aufgetreten sind, aber im Nachhinein betrachtet großen Einfluss auf unser Denken und Handeln haben, werden als Schwarze Schwäne bezeichnet.<sup>7</sup> Eine Klimakatastrophe ist in diese Risikoklasse einzuordnen.

Neben Umweltrisiken werden auch Sozialrisiken und Unternehmensführungsrisiken erfasst. Ohne konkrete Beispiele von Unternehmen, Branchen oder Regionen zu nennen, hat sich ohne Zweifel in der Vergangenheit gezeigt, dass sich diese Risikofaktoren schmerzhaft auf das Ergebnis von (Aktien-)Investoren auswirken können. Daher sind auch diese Risikofaktoren langfristig zu bewerten.

Um im Rahmen der strategischen Kapitalanlagestrukturierung ein möglichst vollständiges Bild vom

erwarteten Ertrags- und Risikoprofil zu erhalten, sollten die verschiedenen E.S.G.-Risikofaktoren in die Ableitung der strategischen Asset-Allokation (SAA) einbezogen werden. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass die Wahl der SAA eine der wichtigsten Entscheidungen eines Investors darstellt, bei der bis zu 90% des Portfoliorisikos bestimmt werden.<sup>8</sup> In diesem Sinne ist die SAA bedeutender als taktische Anlageentscheidungen oder die Einzeltitelauswahl. Die vorliegende Studie zeigt, dass die langfristigen Tail-Risiken aus E.S.G.-Faktoren, gemessen als Conditional Value-at-Risk (CVaR), für Investoren erheblich sein können und aktiv in die Ableitung einer optimalen SAA einbezogen werden sollten.<sup>9</sup>

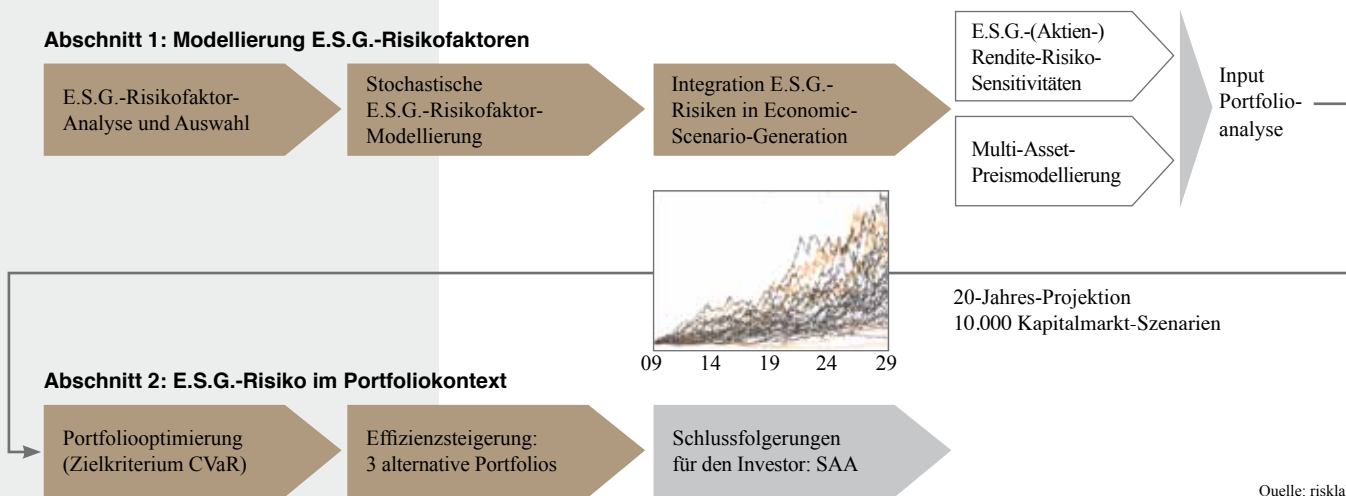
### Wie lassen sich E.S.G.-Risiken für den Anleger messen?

Die Untersuchung baut auf einem stringenten Modell- und Methodengerüst auf.<sup>10</sup> Der Prozess zur Modellierung und der Analyse von E.S.G.-Risiken im Portfolio-Kontext ist in Abbildung 1 dargestellt.

Es handelt sich hierbei um einen mehrstufigen Prozess. Im Wesentlichen kann man zwei Abschnitte unterscheiden. Der erste Abschnitt beinhaltet die Modellierung der E.S.G.-Risikofaktoren, welcher die folgenden Teilschritte umfasst:

Analyse und Auswahl von E.S.G.-Risikofaktoren, Modellierung von E.S.G.-Risikofaktoren sowie die Szenariogenerierung. Am Ende des ersten Schrittes steht die Ermittlung der Preis- und Renditeentwicklung für alle Asset-Klassen über einen Zeitraum von 20 Jahren, insbesondere unter Berücksichtigung der Sensitivitäten von Aktienrenditen gegenüber E.S.G.-Risikofaktoren. Die resultierenden ökonomischen Szenarien werden im zweiten Abschnitt im Portfolio-Kontext be-

1 | Prozess der Modellierung und Analyse von E.S.G.-Risikofaktoren im Portfoliokontext



2 | Modellierung von E.S.G.-Risikofaktoren

		Umweltrisiken	Sozialrisiken	Governance-Risiken
	Datenverfügbarkeit	Vergleichsweise gut +	Bruchstückhaft - - -	Ausreichend 0
Risikofaktor	Risikotreiber	CO <sub>2</sub> -Emissionsrechte Spot-Preis-Veränderung	Krankheitsquoten	Corporate Governance
	Stochastische Modellierung	Regime-Switching	Geometrische Brown'sche Bewegung	Regime-Switching
Risiko-sensitivität (Aktien)	Relativer Branchen-Fußabdruck	CO <sub>2</sub> -Ausstoß	Mitarbeiterkosten-Umsatz-Quotient	Governance Ratings
	Datenquelle	„Relativer CO <sub>2</sub> -Fußabdruck im MSCI All Countries World“, basierend auf monatlichen Ratings (2005–2009) von Trucost	„Berechnungen der Mitarbeiterkosten/ Umsatz-Quotienten“ über GICS auf Basis von Worldscope und Datastream	„Relative Corporate-Governance-Ratings im MSCI All Countries World“ für unterschiedliche Branchen und monatl. Ratings (2005–2009) von RiskMetrics
Relative Gewichtung	Gleichgewichtung zwischen den E.S.G.-Risikofaktoren			

Quelle: risklab

trachtet. Im Einzelnen sind die Teilschritte dabei die robuste Portfoliooptimierung unter Berücksichtigung des E.S.G.-Tail-Risikos, die Analyse der resultierenden effizienten Multi-Asset-Portfolios sowie die Selektion von spezifischen Allokationen nach Rendite- bzw. Risikogesichtspunkten. Auf Basis dieser optimierten Allokationen können Investoren den Einfluss von E.S.G.-Risiken bzw. ganz generell die Auswirkungen von nachhaltigem Anlageverhalten auf die strategische Asset-Allokation quantifizieren.

Im Folgenden wird das Vorgehen innerhalb der Prozessschritte der E.S.G.-Risikoanalyse genauer beschrieben.

**Identifikation von geeigneten E.S.G.-Risikofaktoren und Daten als wesentliche Herausforderung**

Am Anfang der Studie stand eine umfassende, dreimonatige Datenanalyse und Auswahl von E.S.G.-Risikofaktoren. Ziel war es, aus einer Vielzahl von möglichen Risikofaktoren jeweils einen Risikotreiber zu

identifizieren, der inhaltlich erklärungsstark und repräsentativ ist, bei dem ausreichend historische Daten vorhanden sind und der sich hinreichend genau stochastisch modellieren lässt.

Darüber hinaus wurde für jeden Risikofaktor eine Datenbasis zur Bestimmung der Sensitivitäten von Aktienrenditen gegenüber dem jeweiligen Risikofaktor identifiziert. Selektionskriterien waren Verfügbarkeit und Zuverlässigkeit der Daten.<sup>11</sup>

Die zentrale Herausforderung bei

der Auswahl geeigneter E.S.G.-Faktoren liegt in deren unterschiedlicher Definition und Interpretation. Hier existieren keine allgemeinverbindlichen Standards. Deshalb liegen oftmals auch nur bruchstückhafte historische Datensätze vor, wie beispielsweise bei den Sozialrisiken.

Diese lassen sich vollkommen unterschiedlich interpretieren und darstellen. Das Spektrum an möglichen Assoziationen ist groß. Dazu zählen: Kinderarbeit, Verletzung von Menschenrechten, mangelnde Sicherheits- und Gesundheitsstandards, Verletzung von Arbeitnehmerrechten durch Unternehmen und vieles mehr. Sozialrisiken können hauptsächlich auf Einzelunternehmensebene über Reputationsschäden, Gerichtskosten bzw. Strafzahlungen von Unternehmen, Schwankungen in der Mitarbeiterzufriedenheit usw. gemessen werden. Eine repräsentative, branchen- oder länderübergreifende Messung ist nahezu unmöglich.

Die Datenverfügbarkeit verbessert sich allerdings stetig. Mittlerweile richten sich einige der großen Finanzdatenanbieter wie zum Beispiel Bloomberg auf den Datenbedarf an E.S.G.-Faktoren ein. Auch traditionelle Anbieter von Risk-Management-Services wie zum Beispiel RiskMetrics stellen inzwischen Informationen zu E.S.G.-Faktoren zur Verfügung.<sup>12</sup> Vergleichsweise am besten ist die Datensituation bei Umweltrisiken – nicht zuletzt fokussiert sich von daher viel Investment Research auf diesen Faktor.

Eine Übersicht über die seitens der Autoren gewählte stochastische Modellierung der einzelnen E-, S- und G.-Risikofaktoren sowie über die verwendete Datengrundlage zur Ableitung der Risikosensitivitäten bietet die Abbildung 2.

In der Studie erfolgt die Quantifizierung von Umweltrisiken über die Spot-Preis-Veränderung von CO<sub>2</sub>-Emissionsrechten. Deren künftige stochastische Entwicklung wird über einen Regime-Switching-Ansatz modelliert. Im Wesentlichen kann der Faktor hier neben einem Normalzustand mit durchschnittlichen Preisschwankungen mit einer kleinen Wahrscheinlichkeit auch in einen Extremzustand gelangen, in dem es zu massiven Preiserhöhungen und starken Preisschwankungen kommt. In diesem Extremzustand verteuert sich der Ausstoß von Kohlendioxid substantiell.

Sozialrisiken werden über Krankheitsquoten gemessen und anhand einer geometrischen Brown'schen Bewegung modelliert. Das heißt, die künftige Entwicklung dieses Risikofaktors kann durch eine Log-Normalverteilung beschrieben werden. Hohe Krankheitsquoten führen bei Unternehmen zu Opportunitätskosten durch die Abwesenheit ihrer Mitarbeiter.

Unternehmensführungsrisiken werden stochastisch über einen Regime-Switching-Ansatz modelliert. Die Begründung für den Modellansatz unter Berücksichtigung eines Extremzustands ist, dass derartige Risiken sich in teilweise existenzbedrohenden Ausprägungen auf Unternehmensebene materialisieren können.

Neben der stochastischen Modellierung stellt sich die Frage, wie sich die Sensitivität von Aktienanlagen hinsichtlich der ausgewählten E.S.G.-Faktoren systematisch bestimmen lässt. Auch hier ist die Verfügbarkeit von hinreichenden, zuverlässigen Datenquellen essentiell. In der Studie wird die Risikosensitivität unterschiedlicher Industriesektoren gegenüber Umweltrisiken über den relativen CO<sub>2</sub>-Fußabdruck auf Basis des MSCI World und des Trucost-Ratings erfasst.

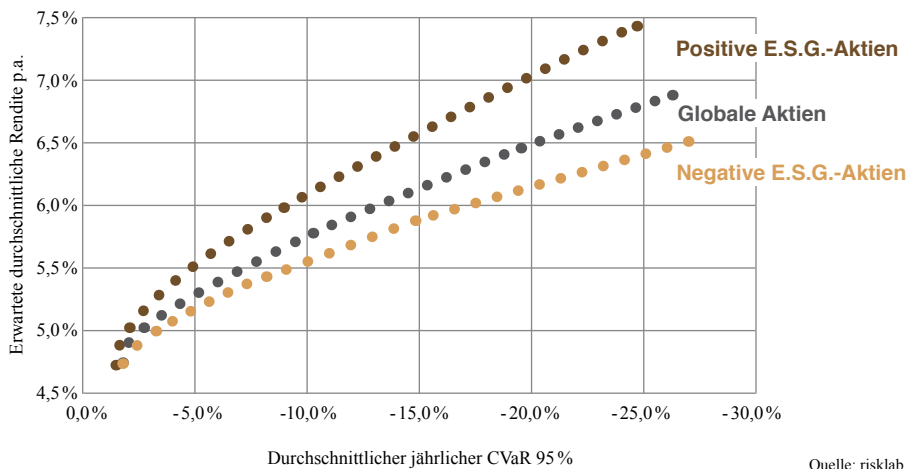
Bei Sozialrisiken wird die Risikosensitivität mangels besserer Datenquellen über die Berechnung einer Personalkosten-Umsatz-Quote für verschiedene Branchen hergeleitet. Zur Bestimmung der Sensitivität der (Aktien-)Renditen gegenüber Unternehmensführungsrisiken werden schließlich Corporate-Governance-Ratings von RiskMetrics für die Industriesektoren des MSCI World verwendet.

Hervorzuheben ist, dass die E.S.G.-Risikofaktoren untereinander unkorreliert und gleichgewichtet sind. Im Mittel ist der Einfluss der E.S.G.-Risikofaktoren gleich hoch, d. h. es erfolgt keine Übergewichtung eines Risikofaktors gegenüber einem anderen. Begründung ist, dass für eine Übergewichtung eines einzelnen Risikofaktors, beispielsweise von Umweltrisiken gegenüber Sozialrisiken, keine stichhaltigen Gründe identifiziert werden konnten. Diese Annahme beruht auf intensiven Diskussionen mit verschiedenen Experten für nachhaltige Kapitalanlagen. Aus Gründen der Konsistenz wurden auch andere Studien betrachtet wie unter anderem der SRI Navigator von Société Générale.<sup>13</sup> Ebenso wird für die drei Risikofaktoren kein Renditebeitrag angenommen. Somit haben die Risikofaktoren im Mittel ausschließlich Einfluss auf das (Aktien-)Risiko, nicht jedoch auf die (Aktien-)Rendite.

### **Ein weiterer Meilenstein: Die Integration von E.S.G.-Risiken in langfristige Kapitalmarktszenarien**

Die Modellierung der E.S.G.-Risikofaktoren und deren Überleitung in die strategische Kapitalanlageoptimierung für den Investor erfordert die systematische Integration in die Modellierung langfristiger Kapitalmarktszenarien. Hier wurde als Basis ein integriertes Kapitalmarktmodell

### 3 | Effizienzlinien aus robuster Optimierung



verwendet, welches kaskadenartig aufgebaut ist.<sup>14</sup>

Die Renditen und Risiken einzelner Anlageklassen werden ausgehend von fundamentalen makroökonomischen Faktoren wie dem Wirtschaftswachstum und der Inflationsrate sowie Annahmen zu Risikoprämien systematisch und konsistent stochastisch modelliert. Um die Aktienrenditen unter Berücksichtigung des Einflusses der E.S.G.-Risikofaktoren abzuleiten, wird das Modell erweitert und angepasst.

Ausgangspunkt ist die Anlageklasse „Globale Aktien“, deren Anlageuniversum z. B. durch den MSCI World als Benchmark definiert werden kann. Daneben werden zwei weitere Aktienanlageklassen unterschieden: sogenannte positive und negative E.S.G.-Aktienanlagen.

Bei der Aktienanlageklasse positive E.S.G.-Aktien wird angenommen, dass die Unternehmensführung proaktiv E.S.G.-Risiken steuert und minimiert, zum Beispiel durch Investitionen in Technologien und Verfahren, bei denen der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck gesenkt wird.

Dies ist bei negativen E.S.G.-Aktien nicht der Fall und E.S.G.-Risiken werden ignoriert bzw. bewusst in Kauf genommen. Beispielsweise wird in Billiglohnländern mit

vergleichsweise niedrigen Sozial- und Umweltstandards produziert, um Auflagen und deren Kosten zu umgehen.

„Globale Aktien“ stellen die Mischung aus den beiden E.S.G.-Anlageklassen dar und verkörpern das komplette Anlageuniversum im Aktienbereich.

#### Technische Feinheiten bei der E.S.G.-Risikomodellierung – der Blick „unter die Motorhaube“

In dem folgenden Abschnitt wird dem technisch Interessierten ein Blick „unter die Motorhaube“ bei der Modellierung ermöglicht. Die Abbildung der E-, S- und G-Risikofaktoren  $r_E$ ,  $r_S$  und  $r_G$  erfolgt über stochastische Prozesse, welche die Eigenschaften des jeweiligen Risikofaktors beschreiben.

Das Ausmaß des Einflusses der E.S.G.-Risikofaktoren auf die Aktienrenditen wird durch Sensitivitäten  $\beta$  bestimmt. Für jeden der Faktoren E-, S-, G. und für jede der drei verschiedenen Aktienanlageklassen werden Sektorsensitivitäten aus geeigneten Daten abgeleitet, die wiederum gemäß der MSCI-World-Sektorgewichtung mit Gewichten,  $w^{\text{Sector}}$ , zu einer Sensitivität pro Faktor und Aktienanlageklasse verdichtet werden. Somit ergeben sich pro Ak-

tionenanlageklasse drei Sensitivitäten, die jeweils einen gewichteten Durchschnitt über die Sektoren repräsentieren. Am Beispiel von positiven E.S.G.-Aktienanlagen wird die Sensitivität für den Faktor E-,  $\beta_E^+$ , wie folgt berechnet:

$$\beta_E^+ = \sum_{\text{Sector}} w^{\text{Sector}} \cdot \beta_E^{\text{Sector},+}$$

Analog dazu werden die Sensitivitäten  $\beta_S^+$  und  $\beta_G^+$  berechnet.

Die Aktienrendite für die einzelne Aktienanlageklasse unter Berücksichtigung von E.S.G.-Risiken ergibt sich dann aus einer Aktienrendite vor Adjustierung um E.S.G.-Risikofaktoren,  $\tilde{r}_{EQ}$ , die allen drei Aktienanlageklassen gemein ist, sowie einer entsprechenden Renditeanpassung. Wiederum am Beispiel von positiven E.S.G.-Aktienanlagen gezeigt, setzt sich die Rendite für diese Anlageklasse,  $\tilde{r}_{EQ}^+$ , wie folgt zusammen:

$$\tilde{r}_{EQ}^+ = \tilde{r}_{EQ} + \beta_E^+ \cdot \tilde{r}_E + \beta_S^+ \cdot \tilde{r}_S + \beta_G^+ \cdot \tilde{r}_G$$

Analog dazu erfolgt auch die Berechnung der Renditen für die anderen Aktienanlageklassen.

#### Portfoliooptimierung unter Berücksichtigung von E.S.G.-Risikofaktoren

Für die Untersuchung der E.S.G.-Risiken im Portfoliokontext wird ein umfassender Analyserahmen verwendet. Basis sind 10.000 simulierte Kapitalmarktszenarien über einen langfristigen Investmenthorizont von 20 Jahren.

Die systematische Quantifizierung zeigt schon auf Ebene der reinen Aktienanlage signifikante Unterschiede im Risikoprofil. Das Verlustrisiko von negativen E.S.G.-Aktien ist, gemessen als durchschnittlicher jährlicher CVaR (95 %), mit -52,3 % nahezu doppelt so hoch wie bei den positiven E.S.G.-Aktien (-26,7 %). Globale Aktienanlagen weisen

einen durchschnittlichen jährlichen CVaR (95 %) von -38,8 % aus.

Im Portfoliokontext werden anschließend die drei verschiedenen Aktienanlageklassen (Globale Aktien, positive und negative E.S.G.-Aktienanlagen), Staatsanleihen mit einer Duration von ca. sechs Jahren und Geldmarktinvestments betrachtet. Über diese Anlageklassen wird eine robuste Portfoliooptimierung durchgeführt und die Portfolioentwicklung bei jährlichem Rebalancing über 20 Jahre analysiert.

Es zeigt sich, dass E.S.G.-Risiken einen wesentlichen Einfluss auf die optimale SAA eines Investors haben. Im Rahmen der risklab-Studie werden drei verschiedene robuste Portfoliooptimierungen durchgeführt, wobei als Optimierungskriterium die Minimierung des CVaR (95 %) bei unterschiedlichen Niveaus an erwarteten Renditen herangezogen wird.

Die Portfolios bestehen aus Staatsanleihen und Geldmarktinvestments sowie jeweils einer der drei verschiedenen Aktienanlageklassen. Das Ergebnis der Optimierungen – drei unterschiedliche Effizienzlinien – ist in Abbildung 3 dargestellt.

Die Effizienzlinie mit den positiven E.S.G.-Aktienanlagen dominiert sowohl die Effizienzlinie mit den globalen sowie jene mit den negativen E.S.G.-Aktienanlagen. Das bedeutet, dass bei der Ableitung einer langfristig optimalen SAA Effizienzgewinne durch eine bewusste Substitution von globalen Aktien durch positive E.S.G.-Aktien erreicht werden können.

Die mögliche Effizienzsteigerung wird anhand eines Investors illustriert, dessen SAA zunächst auf der „Globale Aktien“-Effizienzlinie liegt und einen Aktienanteil von 30 % aufweist, und die restlichen 70 % des Vermögens auf Staatsanleihen und Geldmarktinvestments verteilt

#### 4 | Ausgewählte strategische Asset-Allokationen mit Rendite-Risiko-Profil

Strategische Asset-Allokation	Portfolio „Balanced“	Portfolio „Lower Risk“	Portfolio „Higher Return“
Globale Aktien	30%	0%	0%
Positive E.S.G.-Aktien	0%	30%	40%
Negative E.S.G.-Aktien	0%	0%	0%
Staatsanleihen	64%	62%	55%
Geldmarktinvestments	6%	8%	6%
<b>Rendite-Risiko-Charakteristika</b>			
Erwartete durchschnittliche Rendite p. a.	5,5%	5,5%	5,8%
Durchschnittlicher jährlicher CVaR 95%	-7,4%	-5,1%	-7,4%
Durchschnittliche jährliche Volatilität	6,2%	5,2%	6,5%

Quelle: risklab

sind. Dieses Portfolio ist das sog. „Balanced“ Portfolio.

Die Ergebnisse der Analyse sind in Abbildung 4 zusammengefasst.

Das „Balanced“ Portfolio hat eine durchschnittliche erwartete Rendite von 5,5 % p. a. und einen CVaR (95 %) von -7,4%. Im Rahmen der Substitution der globalen Aktienanlagen durch positive E.S.G.-Aktienanlagen kann bei gleicher erwarteter Rendite das Risiko reduziert werden bzw. kann die durchschnittlich erwartete Rendite bei gleichem Risiko erhöht werden.

Konkret kann der Investor bei gleicher Renditeerwartung das Risiko (CVaR 95 %) um ca. 2,3 % auf -5,1 % verringern. Die optimale SAA (Portfolio „Lower Risk“) enthält weiterhin einen Aktienanteil von 30%; dieser ist jetzt allerdings in weniger risikobehafteten positiven E.S.G.-Aktienanlagen investiert.

Der Investor kann aber auch seinen Aktienanteil auf 40% positive E.S.G.-Aktien erhöhen, ohne seine Risikoposition zu verschlechtern (Portfolio „Higher Return“). Die erwartete Rendite steigt dann aufgrund der erhöhten Partizipation an der Aktienrisikoprämie um ca. 30 bps.

Das Potenzial einer möglichen Effizienzsteigerung durch Investition in positive E.S.G.-Aktien ist umso größer, je höher der Anteil an globalen Aktien in der Ausgangsallokation ist.

#### Schlussfolgerungen für Investoren und Ausblick

Für viele Investoren ist das Thema nachhaltige Kapitalanlage möglicherweise heute noch sehr abstrakt und liegt weit in der Zukunft. E.S.G.-Risiken erfüllen die Charakteristika eines so genannten Schwarzen Schwans – einem als extrem selten eingestuften Negativereignis mit substantiellen Konsequenzen. Jüngstes Beispiel für diese Risikoart war die Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2008. Konkret steht hier das Risiko einer unumkehrlichen Klimakatastrophe im Raum.

Der langfristig orientierte institutionelle Investor wie z. B. ein Anleger von Pensionsgeldern sollte sich daher schon heute der Minimierung bzw. Vermeidung von E.S.G.-Risiken öffnen.

Hierbei liefert die dargestellte Studie Ansatzpunkte. Im Rahmen der

Studie werden E.S.G.-Risikofaktoren systematisch und konsistent quantifiziert und im Portfoliokontext aus Sicht eines langfristigen Investors untersucht.

Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsrisiken können im Kapitalanlageportfolio erhebliche Tail-Risiken darstellen. Insofern bietet es sich an, nachhaltiges Investieren in die Anlagerichtlinien, die strategische Asset-Allokation und – soweit möglich – in die Risikosteuerung im Portfoliokontext aufzunehmen.

Auch auf Ebene der Investitionsentscheidung und Portfolioimplementierung ist E.S.G.-Risiken angemessen Rechnung zu tragen. Diese

können beispielsweise durch den Aktien-Investmentprozess mithilfe eines Best-in-Class-Ansatzes berücksichtigt werden.

Hier werden die führenden Unternehmen nach E.S.G.-Risikokriterien aus einzelnen Industriesektoren identifiziert und in Einklang mit der Investmentstrategie in das Portfolio aufgenommen.

Die Autoren haben es sich zum Ziel gesetzt, das E.S.G.-Risikomodell im Dialog mit Kapitalanlegern stetig weiterzuentwickeln. Nicht nur aus diesem Grund stehen wir in engem Kontakt mit langfristig orientierten Investoren sowie auch Nichtregierungsorganisationen, die sich dem Thema Nachhaltigkeit widmen.<sup>15</sup>



**Dr. Steffen Hörter**  
Director  
risklab GmbH  
München



**Dr. Wolfgang Mader**  
Senior Vice President  
risklab GmbH  
München

## Fußnoten

- 1) Siehe <http://www.unpri.org/principles/>.
- 2) Vgl. hierzu auch die Umfrage, welche Allianz Global Investors zusammen mit dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung mit Experten aus den sechs wichtigsten Altersvorsorgemärkten in Europa durchgeführt hat.  
Die Studie über die Zukunft der betrieblichen Altersvorsorge in den kommenden zehn Jahren steht im Internet zum Download bereit unter: <http://publications.allianzgi.com/en/PensionResearch>.
- 3) Three in four Dutch pension plans adopt SRI, IPE.com, 2 February 2010, [http://www.ipe.com/news/three-in-four-dutch-pension-plans-adopt-sri\\_33967.php](http://www.ipe.com/news/three-in-four-dutch-pension-plans-adopt-sri_33967.php).
- 4) [http://www.ipe.com/news/esg-equals-fiduciary-duty-says-ipe-survey\\_32711.php](http://www.ipe.com/news/esg-equals-fiduciary-duty-says-ipe-survey_32711.php).
- 5) Für ein gutes Beispiel zu Einzelszenarioanalysen siehe die Ausführungen des Fonds de Réserve pour les Retraites „How should the environment be factored into investment policy definition?“, <http://www.fondsdereserve.fr/spip.php?article180>.
- 6) risklab ist der Experte für Kapitalanlage und Risiko-Management-Strategien für institutionelle Anleger. Das Münchener Team von 22 Investmentsspezialisten betreut fortlaufend ca. 8,5 Mrd. Euro Investmentvermögen (Assets under Supervision) und hat ein Beratungsvolumen (Assets under Consulting) von über 100 Mrd. Euro per Ende 2009.
- 7) Taleb (2007) The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable.
- 8) Vgl. beispielsweise Brinson, Hood, Beebower (1986): „Determinants of Portfolio Performance“, Financial Analysts Journal, 42 (4), 39–48; Brinson, Singer, Beebower (1991): „Determinants of Portfolio Performance II: An Update“, Financial Analysts Journal, 47 (3), 40–48; Ibbotson, Kaplan (2000): „Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?“, Financial Analysts Journal, 56 (1), 26–33.
- 9) Der Conditional Value-at-Risk (CVAR) ist ein Risikomaß, welches Extremrisiken fokussiert. Es stellt die Höhe des durchschnittlich zu erwartenden jährlichen Verlustes bei einem Ereignis dar, das außerhalb eines Konfidenzniveaus von z. B. 95% liegt.
- 10) Die vollumfängliche Studie „E.S.G. Risk Factors in a Portfolio Context“ (von Dr. Steffen Hörter, Dr. Wolfgang Mader und Barbara Menzinger) kann heruntergeladen werden auf [www.risklab.com](http://www.risklab.com).
- 11) Der Auswahlprozess erfolgte in enger Abstimmung mit dem Expertenteam für nachhaltige Kapitalanlagen von Allianz Global Investors sowie weiteren Sustainability-Investment-Experten. Das gesammelte Expertenwissen wurde direkt in die risklab-Studie eingearbeitet, insbesondere in Bezug auf inhaltliche Zusammenhänge zum Themenkomplex E.S.G.-Faktoren.
- 12) So liefert RiskMetrics beispielsweise Zeitreihen für Corporate-Governance-Ratings und wurde durch die Akquisition von KLD im Jahr 2009 zu einem wichtigen Lieferanten von E.S.G.-Investment-Research.
- 13) Société Générale Cross Asset Research (2009). The SRI Navigator (methodology).
- 14) Es handelt sich um den proprietären risklab Economic Scenario Generator. Zum Kapitalmarktmodell siehe Zagst, Meyer, Hagedorn (2007): „Integrated Modeling of Stock and Bond Markets“, The International Journal of Finance, 19 (1), 4252–4277.
- 15) Unter anderem ist risklab Mitglied der ASAP – der Allianz Global Investors Sustainable Assets for Pensions Initiative. Die Initiative ist ein Forum für Pensionsfonds und renommierte E.S.G.-Experten, welches Themen rund um die Umsetzung nachhaltiger Investitionen in den Mittelpunkt stellt.



**Barbara Menzinger**  
Vice President  
risklab GmbH  
München

# Absolut umfassend: Ihr Absolutabonnement.



- **Absolutreport**  
Die Fachpublikation für die institutionelle Kapitalanlage. Alle zwei Monate Fachwissen für mehr Ertrag und Diversifikation Ihrer Kapitalanlage.
- **Absolutperformance**  
Die monatliche e-Publication mit Indexanalysen zu allen relevanten Asset-Klassen und Investmentstrategien für institutionelle Investoren.
- **Absolutranking**  
Monatliche bzw. quartalsweise erscheinende Fondsranking zu allen relevanten Asset- und Strategie-Klassen sowie Alternative-Investment-Produkten.
- **Absolutanalyse**  
Hintergrund und Detailanalysen zu aktuellen Themen für die institutionelle Kapitalanlage und Asset Allocation.
- **Absolutonline**  
Personalisierter Zugang zu:
  - allen News sowie den Hintergrundinformationen
  - Performance-Datenbank mit über 2.500 Index- und Fondsanalysen im einseitigen PDF-Format.

**Ja, ich möchte das gesamte Informationspaket Absolutreport abonnieren.**

Der Preis für ein Jahresabonnement beträgt:

**895 €** (zzgl. 7% MwSt. 957,65€) innerhalb Deutschlands,

**928 €** (zzgl. 7% MwSt. 992,96€) innerhalb Europas,

**973 €** (zzgl. 7% MwSt. 1.041,11€) für alle anderen Gebiete.

Die Print-Ausgaben werden an meine Postanschrift geliefert. Die elektronischen Publikationen erhalte ich an die nebenstehende E-Mail-Adresse bzw. stehen mir auch im Internet zum Download zur Verfügung. Das Abonnement ist für ein Jahr gültig und verlängert sich automatisch für ein weiteres Jahr, wenn es nicht sechs Wochen vor Ablauf der Jahresbezugszeit gekündigt wird. Start meines Abonnements ist nebenstehendes Datum.

**Ja, ich möchte den Absolutreport kennenlernen.**

Bitte senden Sie mir kostenlos ein Probexemplar sowie weitere Informationen zu.

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail (des Abonnenten für alle elektronischen Publikationen und Online-Zugang)

USt.-Nr./VAT-ID (für Auslandsabonnements)

Datum (Start des Abonnements)/Unterschrift

**Bitte senden oder faxen an:**

**info@absolut-report.de, +49 (0)40 30 37 79-15**

Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277a, 22767 Hamburg