

## SIGLO Timeout 89 - Portfoliokonstruktion und Nachhaltigkeit

### Einführung

Die Portfoliokonstruktion, sprich die Gewichtung verschiedener Anlagen und Instrumente in Portfolios, spielt eine zentrale Rolle. Nicht nur um Expositionen, Renditepotenziale und Risiken zu steuern, sondern auch bzgl. der Wirkung nachhaltiger Ansätze. Oft wird diesem Umstand nicht ausreichend Rechnung getragen, weil sich die meisten Diskussionen auf die Definition der Nachhaltigkeit per se und Ausschlüssen einzelner Firmen fokussieren. Im Timeout zeigen wir anhand einfacher Beispiele für ein Portfolio von Schweizer Aktien gegenüber dem SPI Index, weshalb Portfoliokonstruktion so wichtig ist, um die Effekte verschiedener Umsetzungen von Nachhaltigkeitsansätzen sorgfältig zu beurteilen.

### Renditemessung nachhaltiger Ansätze

Wir erachten es als essenziell, nicht nur ökologische, ethische und moralische Aspekte bei nachhaltigen Anlageansätze zu diskutieren, sondern auch den Einfluss auf die Renditen und Risiken sorgfältig zu messen. Dazu drängen sich einige für uns wichtige Gedanken auf.

Wer den Einfluss nachhaltiger Anlageansätze für Schweizer Aktien auf die Rendite oder das relative Risiko (engl. Tracking Error) beurteilen möchte, vergleicht in der Regel die Performance des entsprechenden nachhaltigen Ansatzes mit der Rendite eines Benchmark-Index. Das ist naheliegend aber erfordert Vorsicht bei der Interpretation. Man kann damit zwar eine Aussage über die erzielten Renditen machen aber keine generelle über die Wirksamkeit oder den Einfluss der Nachhaltigkeit. Der Grund liegt in der Ausblendung der Portfoliokonstruktion wie folgende einfache Beispiele anhand von Schweizer Aktien und dem SPI zeigen.

### Ausgangslage im SPI und Beispiele

Der Swiss Performance Index (SPI) umfasst 230 Schweizer Titel. Die Portfoliokonstruktion erfolgt marktkapitalisiert. D.h. die Gewichte aller Unternehmen im Index werden anhand ihres Börsenwertes festgelegt. Per Ende April 2018 entfallen gut 47% auf drei Titel: Nestle (19.3%), Novartis (15.0%) und Roche (12.8%). Auf der anderen Seite sind Dutzende von Titeln mit einem Gewicht von weniger als 0.1% im SPI enthalten.

### Beispiel 1: Ausschlüsse marktkapitalisiert

Ein Investor A habe sich entschlossen, den SPI Index grundsätzlich passiv zu replizieren, aber dabei zwei Titel aus Nachhaltigkeitsgründen auszuschliessen. Es sind dies Novartis und Roche. Investor A weicht damit um rund 27.80% vom marktkapitalisierten Index ab, obwohl er in 228 von 230 Titel investiert. Investor B investiere ebenfalls grundsätzlich

passiv und schliesse ebenfalls aus Nachhaltigkeitsüberlegungen zwei Titel aus der Pharmabranche aus, und zwar die kleinkapitalisierten Tecan und Vifor. Damit weicht Investor B nur um rund 0.55% vom SPI Index ab.

A und B investieren also beide marktkapitalisiert in 228 von 230 SPI-Titeln und schliessen beide aus Nachhaltigkeitsgründen zwei Pharmafirmen aus. Aber A wird je nach Rendite von Roche und Novartis einen höheren Tracking Error und je nach Entwicklung der beiden Unternehmen auch eine höhere Performancedifferenz gegenüber dem Index ausweisen als B, der praktisch identisch mit dem SPI rentieren wird und praktisch kein relatives Risiko eingeht. Entsprechend wird der Effekt der Ausschlüsse (und damit fälschlicherweise der Nachhaltigkeit per se) von A und B unterschiedlich beurteilt, obwohl sie den identischen Ansatz zur Nachhaltigkeit (über Ausschlüsse) gewählt haben und diesen auch sehr ähnlich umsetzen (über zwei Titel aus der Pharmabranche).

### Beispiel 2: Ausschlüsse gleichgewichtet

Würden die Investoren A und B nicht marktkapitalisiert, sondern gleichgewichtet anlegen und benchmarken (der Benchmark-Index wäre der gleichgewichtete SPI), so führten ihre jeweiligen zwei Ausschlüsse zum praktisch identischen Anlageergebnis. Nämlich keiner spürbaren Abweichung vom gleichgewichteten Index weder bzgl. Rendite noch beim absoluten oder relativen Risiko. Der Grund ist simpel: Bei einer Gleichgewichtung aller 228 Titel würde man jeweils nur 0.87% des gleichgewichteten Index ausschliessen (zwei Titel), unabhängig davon ob diese nun Roche und Novartis oder Tecan und Vifor heissen. Entsprechend darf angenommen werden, dass die Beurteilung des gewählten Nachhaltigkeits-Ansatzes bei A und B in dem Beispiel ähnlich ausfiele; Der Ansatz übt nämlich nur einen sehr geringen Einfluss auf die Rendite und das relative Risiko aus.

Die Beispiele 1 und 2 zeigen, dass die Rendite- und Risiko-Effekte des Ausschlusses zweier Titel aus einem Schweizer Aktienportfolio vor allem mit Gewichtung der Titel im Portfolio sowie im Index zu tun haben und damit mit der Portfoliokonstruktion. Wir erkennen sofort: Ein Ausschluss grosskapitalisierter Titel führt bei einer marktkapitalisierten Portfoliokonstruktion zu starken Abweichungen der Renditen und Risiken von marktkapitalisierten Benchmark-Index. Der Ausschluss kleiner Titel spielt hingegen Rendite- und Risikomässig praktisch gar keine Rolle. Man sollte deshalb in unseren Augen die Effekte nachhaltiger Ansätze und Umsetzungen nicht isoliert von der Portfoliokonstruktion diskutieren.

### Beispiel 3: Vergleich und Effekt

Spinnen wir die Überlegungen weiter und führen Anleger C ein. Dieser schliesst mit seiner Umsetzung von Nachhaltigkeit nicht nur zwei sondern 115 Titel aus dem SPI-Universum aus. Allerdings trifft sein Ausschluss nur die 115 kleinstkapitalisierten. Bei marktkapitalisierter Portfoliokonstruktion wirkt sich der Ansatz von C kaum spürbar auf die Rendite und das relative Risiko aus, obwohl die Hälfte aller Titel in der Schweiz nicht im Portfolio von C auftauchen. Der Ausschluss von zwei Titeln im Beispiel A wirkt sich marktkapitalisiert stärker aus als der Ausschluss von 115 Titeln, weil das Gewicht der grössten zwei Titel höher ist als dasjenige der 115 kleinen Titel. Bei einer Gleichgewichtung aller Titel wäre der Effekt in C hingegen wesentlich stärker, weil die Hälfte der Titel im Portfolio C gegenüber dem gleichgewichteten SPI fehlt. Auch in diesem Beispiel erkennen wir, dass die Beurteilung der Nachhaltigkeitsumsetzung bzw. der Ausschlusskriterien, signifikant von der Portfoliokonstruktion abhängt.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfoliokonstruktion und bei der Überwachung,*

*erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### Fazit

Nachhaltigkeit ist für uns ein wichtiges Thema. Sorgfältige Abklärungen über sämtliche Effekte verschiedener nachhaltiger Ansätze und deren Umsetzung drängen sich auf. Insbesondere, wenn es um Renditepotenziale und relative Risiken von Portfolios institutioneller Investoren geht, weil darin der Hauptzweck der beruflichen Vorsorge liegt und die gesamte Bevölkerung davon profitieren soll. Für fortgeschrittene Anleger bieten sich weitere Analysen über die resultierenden Faktorexpositionen an, welche mit nachhaltigen Ansätzen einhergehen wie z.B. Value oder Small Cap Gewichtung (mehr dazu folgt in zukünftigen Timeouts).

Wir glauben, dass eine marktgerechte Rendite das oberste Gebot für Pensionskassen darstellt. Das entspricht auch den Vorgaben im BVV2. Wir glauben aber auch, dass man über gut ausgewählte nachhaltige Ansätze die Rendite eines Portfolios nicht verschlechtert, ja sogar risiko-adjustiert verbessern kann. Zentral ist dabei aber, dass man die Ergebnisse korrekt berechnet, prüft und transparent dokumentiert.

Die Beispiele im Timeout zeigen, dass selbst identische Ansätze zur Nachhaltigkeit (hier Ausschlüsse einzelner Titel aus dem SPI) je nach Umsetzung zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen. Zielführende Diskussion über nachhaltigen Lösungen beinhaltet deshalb nicht nur eine Debatte für die stets subjektiv wahrgenommene Nachhaltigkeit (oder Nicht-Nachhaltigkeit) einzelner Unternehmen, sondern auch eine Berücksichtigung der gewählten Portfoliokonstruktion. Nur so können Ansätze zur Nachhaltigkeit aussagekräftig und ganzheitlich geprüft, miteinander verglichen und sinnvoll in der Praxis umgesetzt werden.

