

ESG:strategie

Oktober 2019

QbrickS läutet die nächste Phase der Integration von Nachhaltigkeit in die Kapitalanlage ein

Mit diesem Konzept bieten wir einen ersten Einblick in die nächste Phase der Integration von Nachhaltigkeit in die Kapitalanlage für Aktien-, Renten- und Multi-Asset-Strategien bei Metzler.

- Wir sind davon überzeugt, dass sich die Integration von Nachhaltigkeit in die Kapitalanlage in 10–15 Jahren als Marktstandard etabliert haben wird. Bis dahin erwarten wir, dass nahezu 100 % der global verwalteten Vermögenswerte abgedeckt sind, was heute noch nicht vollständig in den Wertpapierkursen eingepreist ist.
- Gemäß Studien der Principles for Responsible Investments der Vereinten Nationen forciert Regulierung rund um die Welt genau dieses Ergebnis, was tiefgreifende Auswirkungen darauf hat, wie Wertpapiere gehandelt werden. Nach unserer Einschätzung bietet dies fortlaufende Anlagechancen, für die es sich zu positionieren lohnt.
- Wir erachten es daher als essenziell, unsere Kunden auf dieses Szenario vorzubereiten, und geben ihnen ein Modell an die Hand, das sie befähigt, ökonomisch relevante Aspekte rund um Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage zu nutzen.
- QbrickS ermöglicht es, Präferenzen (sowie Einschränkungen) in Bezug auf nachhaltige Kapitalanlage in einen makroökonomisch fundierten, aber vollständig diskretionären Allokationsprozess über Anlageklassen hinweg einzubinden.
- Mit QbrickS können Kunden nicht nur Negativ- (Exklusion) und Positivlisten (Inklusion) einem Stresstest unterziehen, sondern auch Präferenzen setzen für Themen wie Klimawandel, die Ziele der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung, Risikoprämien, Sektoren und Regionen.
- Hinter QbrickS steht also das Ziel, die Risiken im Portfolio zu senken, dessen Wertentwicklung zu steigern und Transaktionskosten zu reduzieren.
- Neben wertvollen Ergebnissen für das Portfoliorisikomanagement liefert QbrickS wichtige Hinweise für aktives Engagement gegenüber Unternehmen, in die wir investieren. Das ist Grundvoraussetzung dafür, die Güte von Unternehmensführung zu beurteilen – und die damit verbundene Fähigkeit, Werte nachhaltig zu steigern.

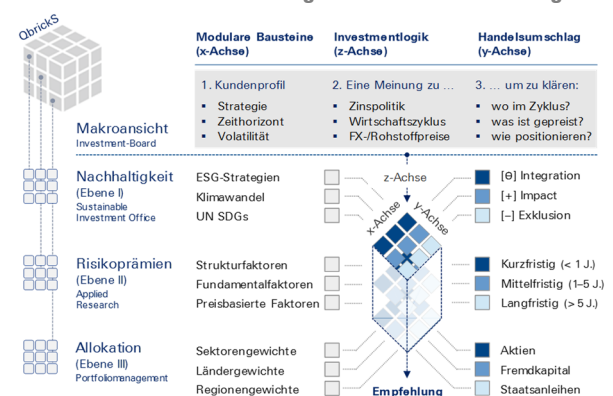
20 Jahre Erfahrung mit nachhaltiger Kapitalanlage

Metzler Asset Management ist Vorreiter beim nachhaltigen Investieren, seit die Gesellschaft 1999 das erste ESG-Mandat erhielt (ESG steht für Environment, Social & Governance). Die Integration von ESG in Anlageprozesse haben wir mittels bewährter Praktiken fortwährend weiterentwickelt. Dies begleitet uns nun in die dritte Dekade. Wir haben nachhaltiges Investieren nie nur als Trend verstanden, wie langjährige Partnerschaften mit führenden ESG-Datenanbietern zeigen. Zudem unterzeichneten wir als einer der ersten deutschen Asset-Manager 2012 die UN-Grundsätze für nachhaltige Kapitalanlage und haben heute eines der besten Ratings von UN PRI weltweit.

Eine neue Form der Integration ist erforderlich

Nach unserer Einschätzung werden künftig alle verwalteten Vermögenswerte einer Art von Nachhaltigkeitsanalyse unterzogen werden. Dann wird ein isolierter Blick auf Key-Performance-Indikatoren, mit denen sich Nachhaltigkeit erfassen lässt, keinen Mehrwert mehr bieten. Zusatznutzen kann künftig nur aus Konzepten entstehen, die den beizulegenden Zeitwert von Wertpapieren auch als Funktion von Nachhaltigkeit ableiten.

QbrickS auf einen Blick: maßgeschneiderte Nachhaltigkeit



QbrickS ist ein modulares, dreidimensionales Würfel nachempfunden (Englisch: cube oder „Q“), dessen Bausteine („brick“) durch eine einheitliche Investitionslogik verbunden sind und mittels dessen sich Nachhaltigkeit (Sustainability oder „S“) in Portfolios integrieren lässt.

Quelle: Metzler

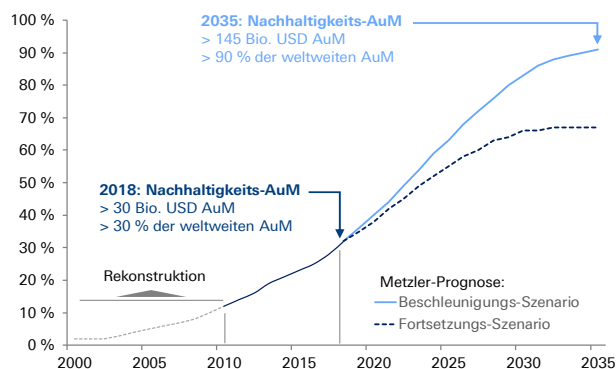
ESG:strategie

Unser vielschichtiger Ansatz bietet ein Höchstmaß an Flexibilität, diese Herausforderungen zu meistern. ObrickS – unser Modell zur Integration von Nachhaltigkeit in die Kapitalanlage – verbindet Top-down-Systematik und Bottom-up-Einzeltitelauswahl mit dem Ziel, Risiko-Rendite-Profile von Portfolios zu optimieren.

Warum sollte man Nachhaltigkeit im Blick haben?

Ganz einfach, weil der Kapitalmarkt dies in der Bewertung von Wertpapieren einpreist. Ein Anzeichen hierfür sind die intensiven Diskussionen über nachhaltiges Investieren – nicht nur in Wissenschaftskreisen, sondern auch weltweit in Presseartikeln und in Talkshows. Geldströme spiegeln dieses gewachsene Interesse wider.

Nachhaltiges Investieren: in 10–15 Jahren zum Standard Anteil globaler Vermögenswerte, der unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten über Anlageklassen hinweg investiert wird*



* Während im „Fortsetzungs“-Szenario das historische Wachstum in die Zukunft projiziert wird, gehen wir im „Beschleunigungs“-Szenario davon aus, dass a) sich die Dynamik unter den Vermögensverwaltern verstärken wird, nachhaltig zu investieren, und b) die regulatorischen Anforderungen zunehmen werden.

Quellen: Metzler, Global Sustainable Investment Alliance

Experten der Principles for Responsible Investments der Vereinten Nationen zufolge sind Aufsichtsbehörden weltweit im Begriff, Nachhaltigkeitsaspekte als einen für Vermögensverwalter verbindlichen Standard in der Kundenberatung festzulegen. Dies wirkt sich auf deren Kapitalallokation aus. Aspekte der Nachhaltigkeit zu vernachlässigen bedeutet also einen schwindenden Erklärungsgehalt bei der Analyse von Faktoren auf Portfolios.

Wieso Nachhaltigkeit als Faktor berücksichtigen?

Da es ökonomisch sinnvoll ist. Wenn es Kennzahlen gibt, die sich auf finanzielle und oder nichtfinanzielle Elemente zurückführen lassen und ein Unternehmen als „risikoarm“ ausweisen (im Gegensatz zu „risikoreich“), sollten Anleger ein Interesse daran haben zu verstehen, wie sie von damit verbundenen Vorteilen profitieren können.

Starke Nachhaltigkeitsprofile von führenden Drittanbietern korrelieren häufig mit geringeren Risiken und stärkeren risikobereinigten Renditen¹. Hiernach lassen sich Aspekte der Nachhaltigkeit über zwei Kanäle mit Rechnungslegung verknüpfen: Cashflows & Bewertung. Renditen auf eingesetztes Kapital spielen eine zentrale Rolle.

Theoretisch genießen Unternehmen mit hohen Nachhaltigkeitsratings Wettbewerbsvorteile aufgrund überlegener Kapitalproduktivität, das heißt, sie erzielen höhere Kapitalrenditen bei zugleich niedrigeren Kapitalkosten.

Exkurs: Kapitalkosten (KK) in ihre Bestandteile zerlegen

$$KK = \text{Eigenkapitalkosten (ke)} \times \text{Eigenkapitalanteil (EK)} + \text{Fremdkapitalkosten (kd)} \times \text{Fremdkapitalanteil (FK)}$$

mit

$$ke = \text{risikofreier Zins (rf)} + \text{Aktienrisikoprämie} \times \beta$$

$$\text{Aktienrisikoprämie} = \text{Marktrendite (rm)} - rf$$

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{\text{Kovarianz (Aktienrendite (ri), rm)}}{\text{Varianz (rm)}} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$$

$$EK = \text{Aktienkapital} \div \text{Bilanzsumme}$$

und

$$rd = (rf + \text{idiosynkratische Risikoprämie}) \times \text{Steuerschild}$$

$$\text{Steuerschild} = 1 - \text{effektive Steuerquote (T)}$$

$$T = (\text{Vorsteuergewinn} - \text{Nettoertrag}) \div \text{Vorsteuergewinn}$$

$$FK = \text{Fremdkapital} \div \text{Bilanzsumme}$$

Quelle: Metzler

Gesteigerte Kapitalproduktivität (und Bewertungskennzahlen) von Unternehmen mit nachhaltigeren Profilen sind unseres Erachtens auf drei Gründe zurückzuführen:

Zum einen impliziert ein geringeres Geschäftsrisiko ein stärkeres und weniger volatiles Ertrags- und Cashflow-Profil. Dies kommt dem systematischen Risikofaktor Beta (β) innerhalb der Eigenkapitalkostengleichung zugute – ein Maß für Volatilität in Standardbewertungskonzepten wie dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM)².

Ferner profitieren nachhaltiger geführte Unternehmen von niedrigeren Fremdkapitalkosten, da implizite Ausfallrisiken durch bessere Kreditratings sinken. Dies wird teilweise durch niedrigere Steuerschilde und höhere effektive Körperschaftsteuersätze infolge zunehmender Transparenz in den Steuerberichten kompensiert.

ESG: strategie

Und zu guter Letzt können Kapitalrenditen höher ausfallen, da Wettbewerbsvorteile die Finanzierung von ansonsten unrentablen Projekten ermöglichen. Dies erlaubt Marktanteils Gewinne, die zu höheren Umsätzen führen, und geht im besten Fall mit einer niedrigeren Kostenbasis einher – flankiert von überlegener Ressourceneffizienz mit positivem Effekt auf den Nettogewinn.

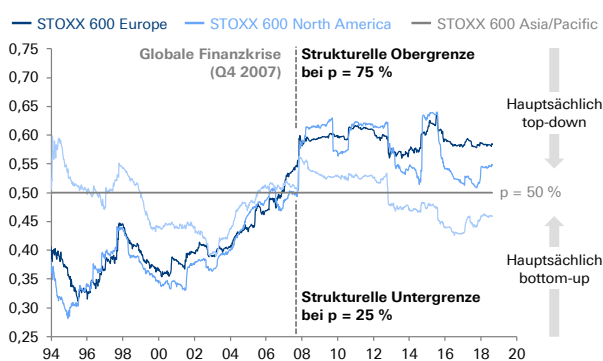
Je stärker die Anleger nach diesen drei Elementen differenzieren, desto ausgeprägter ist der Einfluss von Nachhaltigkeit als Investitionsfaktor (oder Risikoprämie). Und genau hierfür sollten sich unsere Kunden positionieren. Wir brauchen daher eine Anlagelogik, mittels derer sich Nachhaltigkeit in taktischer (kurzfristig) und strategischer (langfristig) Allokation von Portfolios umsetzen lässt.

Weshalb top-down und bottom-up kombinieren?

Wäre das Umfeld durch niedrige Korrelationen zwischen Bewegungen einzelner Wertpapiere und den Märkten geprägt, sollte diskretionäre Einzeltitelauswahl der bestimmende Ansatz sein, um sich zu positionieren. Das aktuelle Umfeld eignet sich jedoch nur bedingt dafür.

Die globale Finanzkrise führte 2007 zu einem Paradigmenwechsel, der die Berücksichtigung von makroorientierten Top-down-Modellen unabdingbar machte, um Preisänderungen an den Finanzmärkten weiter erklären zu können. Das spiegelt sich besonders in der Aktiengattung wider, die maßgeblich als Produkt anderer Märkte gilt. Besonders europäische Aktien stehen hier im Fokus.

Paradigmenwechsel an den globalen Aktienmärkten Marktkapitalisierungsgewichteter Durchschnitt fünfjähriger Korrelationen der Gesamrenditen von Einzeltiteln mit deren Märkten



Quellen: Metzler, Thomson Reuters Datastream

Der Paradigmenwechsel hat der strukturell bedingten Verlagerung von Vermögenswerten aus aktiv in passiv und quantitativ verwaltete Mandate zusätzliche Dynamik verliehen. Sofern sich dieser Trend nicht umkehrt, halten wir an der Kombination von Top-down- und Bottom-up-Modellen fest, um Nachhaltigkeit zu berücksichtigen.

Erfolgreich mit ObrickS in drei Schritten & Ebenen

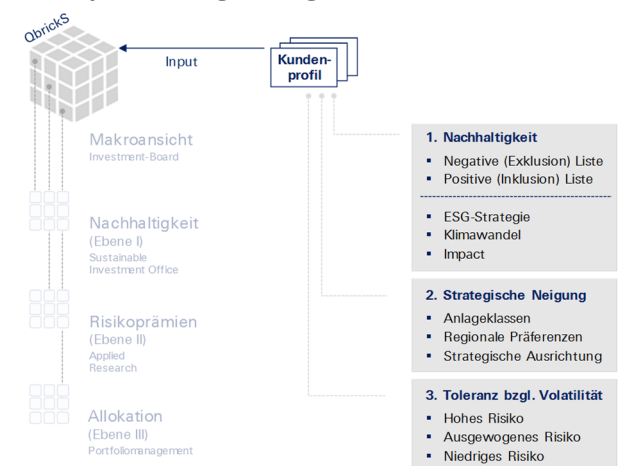
Um den Mehrwert unseres Modells zu maximieren, folgt es einer dreistufigen Logik: Wir erfassen zunächst **(1)** das Profil des Kunden basierend auf Präferenzen für die drei Ebenen des Modells: Nachhaltigkeit (Ebene I), Risikoprämien (Ebene II) und thematische Allokation (Ebene III). Anschließend übertragen wir unsere **(2)** Top-down-Anlagelogik auf die Portfoliostrategien, die wir **(3)** mit der Positionierung auf allen Ebenen in Einklang bringen.

(1) Die Anlagepräferenzen des Kunden erfassen

Kundenorientierung ist der Schlüssel zum Erfolg unseres Modells. Um das Beste aus den Präferenzen (und Einschränkungen) eines Kunden herauszuholen, erfassen wir dessen Profil in Form von (i) Strategieneigung, (ii) Anlagezeitraum und (iii) Volatilitätstoleranz.

Daraufhin prüfen wir mittels Stresstests, wie sich diese Einstellungen auf ein investierbares Universum auswirken, und simulieren Alternativen, die ebenfalls den Anforderungen des jeweiligen Kunden entsprechen. Dieser Dialog ist für uns die Grundlage für eine Zusammenarbeit auf Augenhöhe.

Kundenprofil: Strategie, Anlagezeitraum und Volatilität



Quelle: Metzler

ESG:strategie

(2) Eine zukunftsorientierte Sicht ableiten

Wir übersetzen zukunftsbezogene Einschätzungen zur Geld- und Fiskalpolitik mittels multivariater Modelle in Prognosen für die Entwicklung der Aktien-, Devisen- und Rohstoffmärkte und des Konjunkturzyklus.

Die Ergebnisse dieser Modelle lassen sich dazu nutzen, um a) absolute Indexziele (Renditeniveaus) für die Aktienmärkte (Anleihemärkte) zu prognostizieren und b) relative Positionierungen für Überschussrenditen festzulegen.

Ausgangspunkt für diesen Prozess ist in der Regel eine Änderung der Zentralbankpolitik, die sich tiefgreifend auf die gesamten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auswirken kann – seien es die Zinsen, das Wirtschaftswachstum, die Währungen oder die Rohstoffpreise.

Makroansicht: Konsistent über Anlageklassen hinweg



Quelle: Metzler

Beispiel: Gehen wir davon aus, dass die inländische Zentralbank den kurzfristigen Leitzins senkt, um die Wirtschaft anzukurbeln, während sich andere Zentralbanken neutral verhalten. Infolgedessen sinken in der heimischen Wirtschaft die Nominalrenditen für kurzlaufende Anleihen. Während eine veränderte Geldpolitik verzögerte Effekte auf Wachstum und Verbraucherpreise hat, was die Nominalrenditen für längerfristige Anleihen positiv beeinflusst, wird die Zinsstrukturkurve steiler.

Ist der geldpolitische Anreiz glaubwürdig, würden die Inflationserwartungen der Akteure an den Finanzmärkten (gemessen an den inflationsindexierten Swap-Zinssätzen) steigen und die Realzinsen weiter sinken lassen.

Die Entwicklung der Realzinsen ist wichtig, da deren Differenz zu anderen Währungen einer der wichtigsten Einflussgrößen ist, um Veränderungen in der Landeswährung erklären zu können. Ein kleinerer Realzinsunterschied wirkt sich negativ auf den handelsgewichteten Währungsindex aus, da Anleger die inländische Währung aufgrund sinkender Renditen veräußern, um von steigenden Renditen in Fremdwährungen zu profitieren.

Während niedrigere Finanzierungskosten inländisches Wachstum stimulieren, hängen die Effekte einer schwächeren Währung weitgehend von der Exportquote einer Ökonomie ab. Eine positive Quote (Exporte > Importe) bedeutet, dass die schwächere Inlandswährung das Wirtschaftswachstum im Inland unterstützt, weil exportierte Waren und Dienstleistungen für Kunden außerhalb der Binnenwirtschaft billiger werden. Bei einer negativen Quote (Importe > Exporte) verteuert die schwächere Inlandswährung die Importe, was das Inlandswachstum negativ beeinträchtigen kann.

Bei neutraler Exportquote würde sich der geldpolitische Stimulus positiv auf das Inlandswachstum auswirken. Dies würde den handelsgewichteten Inlandswährungsindex treiben, der sich größtenteils als Funktion realer Wachstums- und Zinsdifferenziale beschreiben lässt. Rohstoffe wiederum bilden weitestgehend den inversen US-Dollar-Zyklus ab.

Exkurs: Wir übersetzen ökonomische Ansichten auf Märkte

$$\text{Aktienindexziel} = \text{Kurs-Gewinn-Verhältnis} \times \text{Ergebnis je Aktie}$$

mit

$$1/KGV = \text{realer risikofreier Zins} + \text{Risikoprämie}$$

$$\text{Risikoprämie} = \text{Laufzeitprämie} + \text{Aktienrisikoprämie}$$

$$\text{Laufzeitprämie} = 10\text{-jährige} - 3\text{-monatige Nominalrenditen}$$

$$\text{Aktienrisikoprämie} = \text{Restgröße, implizit errechnet}$$

und

$$\text{Ergebnis je Aktie [als Funktion von]} =$$

$$\text{realer Zinssätze, ökonomisches Wachstum, Währung, Rohstoffpreise, politische Unsicherheit}$$

zusätzlich zu Risikoaufschlägen bei Unternehmensanleihen

$$\text{Risikozinsdifferenzial [als Funktion von]} =$$

$$\text{makroökonomische Stimmungskennzeichen, Übernacht-Index-Swap-Raten, Schattenzinssätze und, im Falle von Finanztiteln, Kreditwachstum}$$

Quelle: Metzler

Festzuhalten ist, dass kurzfristige (langfristige) nominale Renditen tendenziell niedriger (höher) ausfallen und damit die Zinsstrukturkurve steiler gestalten, die Währung schwächen, das inländische Wirtschaftswachstum stärken und – abhängig von der jeweiligen Exportquote – die Rohstoffpreise treiben oder senken. Diese Zusammenhänge lassen sich nun auf die Finanzmärkte übertragen, um Aktienindexziele und Zinsrenditen zu prognostizieren.

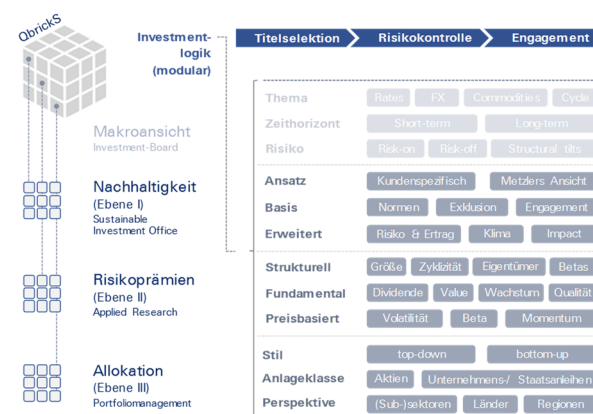
(3) Portfolios über drei Ebenen konsistent aufstellen

Warum ist all dies im Kontext eines integrierten Nachhaltigkeitsansatzes relevant? Es gibt viele strukturelle Parallelen zwischen dem Nachhaltigkeitsprofil eines Unternehmens und dessen Kennzahlen aus der Rechnungslegung, die vom Wirtschaftsumfeld beeinflusst werden.

Je besser der Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Rechnungslegungskennzahlen erforscht ist, desto aussagekräftiger sind die Signale eines makroökonomischen Modells für die Nachhaltigkeitsprofile von Unternehmen.

Und es ist sinnvoller, Wirtschaftsszenarien vorherzusagen als einzuschätzen, wie sich Nachhaltigkeitsprofile im Laufe der Zeit ändern und damit die Bewertung der entsprechenden Wertpapiere beeinflussen.

Verbinden der Elemente: Portfoliokonstruktion mit ObrickS



Quelle: Metzler

Ebene I – Nachhaltigkeit: ObrickS' Herz und Seele

Unser Konzept umfasst eine Grundvariante („Basishaltigkeit“) und eine erweiterte Variante, in der eine umfangreiche Auswahl an ESG-Themen mit den anderen beiden Ebenen des Modells unter Berücksichtigung von makroökonomischen Einschätzungen verknüpft ist.

Darüber hinaus lassen sich mit ObrickS weitere Ansätze implementieren, um Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage umzusetzen, etwa Best-in-Class- (branchenübergreifend) und Best-of-Class-Ansätze (branchenspezifisch), Risiko- und Renditeoptimierung, Klimawandel sowie Impact.

Nachhaltigkeit: Wir setzen Kundenpräferenzen um



Quelle: Metzler

Neben wertvollen Ergebnissen für das Portfoliorisiko-management liefert ObrickS wichtige Hinweise für aktives Engagement gegenüber Unternehmen, in die wir für unsere Kunden investieren. Das ist Grundvoraussetzung dafür, die Güte von Unternehmensführung zu beurteilen – und die damit verbundene Fähigkeit, Werte nachhaltig zu steigern. Das ergänzt den mit BMO Global Asset Management etablierten Prozess zur Abstimmung auf Hauptversammlungen.

- **Basishaltigkeit:** Wir schließen weltweit Unternehmen aus dem Anlageuniversum aus, die gegen allgemein anerkannte Normen und Prinzipien verstoßen. Mit diesem Ansatz ließ sich in den vergangenen zehn Jahren eine jährliche Überschussrendite von 7 Basispunkten gegenüber dem MSCI-World-Aktienindex erzielen. Gleichzeitig lag der Tracking Error bei nur 0,3 % p. a.³

Der Ausschluss von Unternehmen aus dem Anlageuniversum senkt den Anreiz für Unternehmen, gegen eine der oben genannten Normen und Prinzipien zu verstoßen. Denn dies würde unweigerlich zu einer geringeren Nachfrage nach den Aktien und Anleihen der jeweiligen Unternehmen führen und implizit höhere Kapitalkosten nach sich ziehen.

ESG: strategie

Daher ist der Anreiz für Unternehmen groß, sich einer kapitalmarktorientierten Governance zuzuwenden und damit den Anstieg der Finanzierungskosten umzukehren.

Alternative Investitionen mit höherem Risiko als Ausgleich für die gestiegenen Finanzierungskosten wären kontraproduktiv, da dies die Nachfrage der Anleger nach Wertpapieren des jeweiligen Unternehmens weiter verringern – statt erhöhen würde.

- **Erweiterte Nachhaltigkeit:** Die Qualität von Nachhaltigkeitsprofilen ist eng verbunden mit den Risikoniveaus der jeweiligen Unternehmen, die wiederum stark positiv mit den Kapitalkosten korrelieren. Diese sind wichtiger Bestandteil bei der Bestimmung der Rentabilität von Wachstumsinitiativen.

Für unsere Kunden ist daher jeder ESG-Schlüsselindikator von Interesse, der das Risikoprofil eines Unternehmens und somit seine Kapitalkosten beeinflusst.

Wir sortieren diese daher anhand von Transmissionskanälen (Cashflow und Bewertung), über die sich die Metriken auf beizulegende Zeitwerte auswirken. Daher haben in unserem Modell die Faktoren die höchste Relevanz, die gegenüber Veränderungen der Kapitalkosten die größte Sensitivität aufweisen.

Während wir in diesem Zusammenhang Governance-Indikatoren branchenübergreifend nutzen, gewichten wir unsere Überlegungen zu Environment- und Social-Indikatoren in unserem Modell branchenspezifisch.

- **Environment – Risiken vs. Chancen:** Der Marktkonsens ist bei Umweltthemen am stärksten ausgeprägt. Nicht nur die Experten sind sich weitgehend einig, dass die Energiewende hin zu einer Welt frei von fossilen Brennstoffen der Schlüssel ist, den Klimawandel zu verlangsamen und die Erderwärmung auf 2 °C zu begrenzen.

Das Management von Umweltrisiken bedeutet, jederzeit im Blick zu haben a) den ökologischen Fußabdruck (Luftverschmutzung, potenzielle Emissionen, Energieintensität, Strom-Mix und -Erzeugung, Abfallwirtschaft & Biodiversität,

Wasserknappheit), b) die physischen Elemente (Waldbrände, Dürren, Überschwemmungen, Stürme, Erdbeben) und c) die Regulierungskosten (Geldbußen und Steuern).

Das Risiko-Exposure kann jedoch ausgeglichen oder sogar überkompensiert werden durch Zielvorgaben zur Reduktion des ökologischen Fußabdrucks, klimapositive Veränderungen bei den Produkten und Dienstleistungen sowie andere Lösungen in anderen Teilen der Wertschöpfungskette. Entsprechend erhöht sich das Chancenpotenzial bei diesen Unternehmen.

Wir bevorzugen Investments in Unternehmen mit einem positiven Chance-Risiko-Saldo – insbesondere solchen, bei denen ein Großteil der negativen Nachrichten bereits in die Bewertung eingeflossen ist und deren angekündigte Änderungen glaubwürdig genug sind, um eine entsprechende Wertsteigerung dynamisch freisetzen zu können.

- **Social – Produkte, Menschen, Prozesse:** Ähnlich wie bei den Umweltthemen wenden wir die Chance-Risiko-Logik auch auf soziale Themen an und bevorzugen Unternehmen mit ausgeprägt positiven Salden.

Konkret nehmen wir hier die 3 Ps unter die Lupe – von English Product (Sicherheit & Exposition), People (Arbeitskräfte) und Process (Management der Lieferkette) und berücksichtigen bei unserer Auswertung die von Branche zu Branche stark unterschiedliche Rolle des jeweiligen Ps.

Die Überlagerung von Nachhaltigkeits- und Risikoprämien aus unserem ObrickS-Modell lässt darauf schließen, dass insbesondere global aufgestellte Value-Titel (niedrige Bewertung bei gleichzeitig hoher Dividendenrendite) mit komplexen Lieferketten und marginal steigenden Umsätzen einem erhöhten Risiko ausgesetzt sind, durch Verstöße gegen international anerkannte Normen und Prinzipien negativ aufzufallen.

Solche Unternehmen könnten eher versucht sein, mitunter wettbewerbswidrige Praktiken

ESG:strategie

zu tolerieren, um dem schwachen Umsatzwachstum Dynamik zu verleihen oder sich dem Griff einer weiter verschärften Regulierung zu entziehen.

Ein solches Verhalten zieht häufig erhebliche Bußgelder und Reputationsschäden nach sich und wirkt sich nachteilig auf die Beziehungen des Unternehmens zu seinen Kunden und Lieferanten aus.

- **Governance – Plädoyer für einen globalen Standard:** Unternehmensführung, also die Governance einer Kapitalgesellschaft, hat den empfindlichsten Einfluss auf die Kapitalkosten.

Allerdings sind die Vorstellungen in den einzelnen Ländern und Regionen, was unter „guter“ Unternehmensführung zu verstehen ist, sehr unterschiedlich ausgeprägt. Zurückzuführen ist dies auf kulturelle Unterschiede ebenso wie auf nationale Gesetzgebungen und protektionistische Motive.

Wir halten es für unwahrscheinlich, dass diese Differenzen an den Kapitalmärkten entsprechend eingepreist sind. Unter Risikogesichtspunkten wäre daher ein kapitalmarktorientierter Governance-Standard erstrebenswert; er könnte dazu beitragen, die damit verbundenen Risiken zu minimieren.

Darüber hinaus dürfte sich ein solcher Standard als idealer Katalysator für höhere Erträge erweisen. Allerdings sollte in der Bewertung der Einzeltitel berücksichtigt werden, dass diese Aussage je nach Entwicklungsstadium des Unternehmens mehr oder weniger relevant ist.

Wir unterscheiden hierbei drei Stufen: aufstrebend (faktorgetrieben), wachsend (innovationsgetrieben) und etabliert (effizienzgetrieben).

Mit zunehmend höherer Stufe sollte die Governance des Unternehmens immer konsequenter darauf ausgerichtet sein, die Herausforderungen zusehends komplexerer Wertschöpfungsketten und schärferer regulatorischer Anforderungen zu meistern.

Ebene II – Risikoprämien: Nachhaltigkeit hebeln

Risikoprämien sind Faktoren, für die Anleger eine Kompensation in Form von perspektivischen Überschussrenditen über dem risikofreien Zinssatz erwarten. Unseres Erachtens birgt die Kombination aus finanziellen (rechnungslegungsbezogenen) und nichtfinanziellen (nachhaltigkeitsbezogenen) Risikoprämien ein erhebliches Potenzial für Überschussrenditen.

Darüber hinaus erweisen sich Risikoprämien immer wieder als nützliche Kontrollfunktion für die Portfoliomanager bei ihren (nicht) beabsichtigten Positionierungen in den Portfolios. Dadurch entsteht höchste Transparenz, die wiederum Voraussetzung ist für ein zielgerichtetes Risikomanagement.

Risikoprämien: Flexibilität via Stil und Anlagehorizont



Quelle: Metzler

Im Hinblick auf festverzinsliche Wertpapiere gilt unser Augenmerk den vier Risikoprämien Carry, Value, Momentum und Defensiv. In Bezug auf Aktien differenzieren wir zwischen strukturellen, fundamentalen und preisbasierten Prämien, die sich auf drei unterschiedlich lange Anlagezeiträume beziehen: kurz- (< 1 Jahr), mittel- (1–5 Jahren) und langfristig (> 5 Jahre).

Diese Matrix bietet ein Höchstmaß an Flexibilität beim Wechsel zwischen taktischer und strategischer Allokation in den Portfolios.

- **Strukturelle Risikoprämien** bieten Überschussrenditen, die über den Zyklus hinweg stabil sind und robuste, risikoadjustierte Renditen bei gleichzeitig geringer Volatilität liefern.

ESG:strategie

Dies bieten zum Beispiel Investments in Unternehmen mit bestimmten/r Eigentumsverhältnissen, Marktkapitalisierung oder spezifischer Exposition in wachstumsstarken Produkten und Dienstleistungen. Indikatoren, die hierauf hinweisen, schaffen daher in dieser Hinsicht einen Mehrwert.

- **Fundamentale Risikoprämien** werden durch statistisch signifikante Zusammenhänge zu Wirtschaftsindikatoren oder anderen Kennzahlen gestützt, mittels derer sich hinreichend erklären lässt, warum eine Risikoprämie nachhaltig sein kann. Diese Prämien lassen sich im weitesten Sinne in risikoreiche und risikoarme Gruppen unterteilen.

Wir bevorzugen diejenigen, die solide Risiko-Ertrags-Profile und niedrige Transaktionskosten bei der Umsetzung bieten. Nachhaltigkeitsindikatoren, die sich synchron zum Risiko verhalten (positiv & negativ), sind hierbei hilfreiche Ergänzungen.

- **Preisbasierte Risikoprämien** bieten die Möglichkeit, an Trendwenden des Marktes zu partizipieren. Dazu gehören Preisdynamik, Sensitivität gegenüber Bewegungen des Marktes (Beta) oder Volatilität. Die Integration von Nachhaltigkeitsindikatoren, die zu geringeren Ausfallrisiken beitragen, halten wir in dieser Hinsicht für interessant.

Ebene III – Allokation: Wettbewerbsvorteile

Die Kernidee, die thematische Allokation in QbrickS zu berücksichtigen, ist die Überzeugung, dass sich Wettbewerbsvorteile in Aggregaten wie (Sub-)Sektoren, Ländern oder ganzen Regionen widerspiegeln. Dies reduziert die Komplexität der Portfolio-Allokation und ermöglicht es, überzeugende Ideen im Portfolio höher zu gewichten, mittels derer sich in diese Wettbewerbsvorteile investieren lässt.

Nun ist es eine Sache, die thematische Exposition eines Anlageuniversums zu ermitteln. Eine wesentlich komplexere Aufgabe ist es, die Punkte zwischen den Themen durch eine gemeinsame Logik zu verbinden.

Diese Logik muss a) über alle Anlageklassen hinweg konsistent sein, b) ihre Signale in Handelsideen auf der Ebene einzelner Wertpapiere umsetzen können und c) in der Lage sein, das Risiko-Ertrags-Profil eines Portfolios nachhaltig zu verbessern und gleichzeitig Umschlagshäufigkeit und Transaktionskosten zu senken.

Wir sind davon überzeugt, dass sektorale und regionale Aggregate in Kombination mit Nachhaltigkeit (Ebene I) und Risikoprämien (Ebene II) einen erheblichen Mehrwert für mittel- und langfristig ausgerichtete Portfolio-Allokationen bieten.

Die meisten Marktteilnehmer allokatieren Kapital auf der Grundlage all dieser Aggregate, wenn sie eine überzeugende Meinung zu einem bestimmten Vergleichsindex äußern. Eine Zusammenführung solcher Überlegungen, die wir auf unseren drei Ebenen abbilden können, führt zu einem konzentrierten Mehrwert.

Allerdings spielt die Reihenfolge der Betrachtungen hier eine entscheidende Rolle. Wenn wir zum Beispiel Sektoren an den Anfang stellen würden, die ein substantielles Exposure in globalen Megatrends wie Klimawandel, technologischer Fortschritt, Demografie oder Urbanisierung bieten, würden wir zu Lösungsanbietern tendieren, die bereits gemessen an einfachen Bewertungsmultiplikatoren teuer aussähen.

In Kombination mit strukturellen Ansichten zu Nachhaltigkeitsaspekten und Risikoprämien könnte man jedoch zu dem Schluss kommen, dass „teuer“ in einem historischen Kontext oder in einem aktuellen Peer-Group-Vergleich nicht unbedingt ein Hindernis ist, in solche Titel zu investieren. Schließlich können auch hohe Bewertungen stetig weiter steigen – eine ungebrochen hohe Nachfrage vieler Investoren vorausgesetzt.

Bei einer solchen Angebots-Nachfrage-Konstellation ist es durchaus möglich, dass die Akteure an den Kapitalmärkten den entsprechenden Einzeltiteln Bewertungsaufschläge gegenüber der Peer-Group und/oder dem breiten Markt zugestehen, woraus sich eine weitere Outperformance dieser Wertpapiere speisen könnte.

Länderaggregate bieten dann einen Mehrwert, wenn sie nach jeweiliger nationaler Wettbewerbsstärke gewichtet werden. Dies kann zu höherer Produktivität und Effizienzgewinnen führen und folglich in überlegene Renditen für Anteilseigner und Anleihegläubiger münden.

Nachhaltigkeits- und Risikoprämienebenen verstärken diese Präferenzen noch, da sich die globale Finanzwelt zunehmend von diesen Aspekten leiten lässt. Risikokontrollen helfen uns darüber hinaus, extreme Positionierungen zu erkennen und zu vermeiden.

ESG:strategie

Allokation: Wettbewerbsvorteile von Aggregaten



Quelle: Metzler

Fallstudie (Aktien): Metzler European Growth

Um zu zeigen, wie QbrickS in der Praxis funktioniert, wenden wir die Ergebnisse des Modells auf unseren „European Growth“-Fonds an, dessen Wertentwicklung am Vergleichsindex MSCI Europe Growth in Euro gemessen wird. Die Grundidee der Fondsstrategie besteht darin, Aktien von Unternehmen zu identifizieren, deren Geschäftsmodell von strukturell bedingten Entwicklungen nachhaltig gestützt wird und die wiederum dazu beitragen, langfristiges Wachstum zu fördern.

- **Externe Faktoren:** Unternehmen, die von strukturellen Wachstumstrends profitieren, gepaart mit Wettbewerbsvorteilen bei Produkten und Dienstleistungen, die hohe Markteintrittsbarrieren mit sich bringen, robuste Marktanteilsgewinne ermöglichen und Preissetzungsmacht über den Zyklus hinweg haben.
- **Interne Faktoren:** Hochwertiges Management mit einer soliden Erfolgsbilanz und einer risikodefensiven Unternehmensführung.
- **Finanzen:** Solide Bilanz mit adäquaten Verschuldungsquoten und hoher Cashflow-Transparenz.
- **Nachhaltigkeit:** Positives ESG-Chance-Risiko-Profil und Exposure in Produkten und/oder Dienstleistungen, die den Zielen der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung dienen.

Der revolvierende Dialog zwischen Metzlers Sustainable Investment Office, unseren Kunden und unseren Portfoliomanagern umfasst drei Aspekte:

1. Basisnachhaltigkeit: Mittels Filter wird sichergestellt, dass das Portfolio keine Investments in Unternehmen mit Kontroversen enthält, die durch über 100 allgemein anerkannte Normen und Prinzipien definiert sind.

2. Status-quo-Analyse (thematische Gewichte): Das Makro-Exposure des Fonds ist prozyklisch ausgerichtet; mit dieser Struktur reagiert das Portfolio insgesamt empfindlicher auf steilere Zinsstrukturkurven und ist auf politische Stabilität ausgerichtet. Zudem ist der Fonds defensiver aufgestellt in Bezug auf Bewegungen der lokalen Währung und Preise an den Rohstoffmärkten.

Da wir davon ausgehen, dass die handelskonfliktbedingten Rezessionsängste der Marktteilnehmer bereits weitestgehend in den Kapitalmarktkursen eingepreist sind, ermöglicht unseres Erachtens die derzeitige Aufstellung des Metzler European Growth, von einer Gegenbewegung zu profitieren – unser ökonomisches Basisszenario.

Mit Blick auf die Risikoprämien steht das Portfolio im Einklang mit den Strategievorgaben, also einem Übergewicht in Unternehmen mit kleiner oder mittelgroßer Marktkapitalisierung, von überzeugender Qualität (hohe Rentabilität, niedrige Verschuldung, stabile Erträge) und mit stabilem Wachstum (hohes Wachstum bei Umsatz und Gewinn pro Aktie in den vergangenen 3–5 Jahren und prognostiziert für die Zukunft).

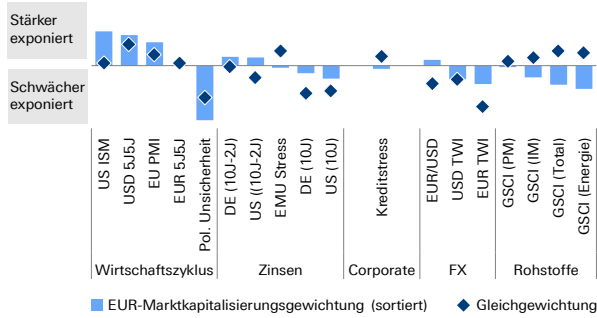
Die konsequent umgesetzten Strategievorgaben sorgen zudem dafür, die Portfolioumsätze und die damit verbundenen Kosten niedrig zu halten. Aufgrund der starken Bedeutung solcher Charakteristiken für die Qualität eines Nachhaltigkeitsprofils zeichnet sich der Metzler European Growth beispielsweise nach den Ergebnissen von MSCI ESG Research durch ein besseres Nachhaltigkeitsrating aus als der Vergleichsindex.

Zudem ist der Metzler-Fonds überproportional in Unternehmen investiert, die mit ihren Produkten und/oder Dienstleistungen dazu beitragen, die Ziele der Vereinten Nationen für eine nachhaltige Entwicklung zu erreichen.

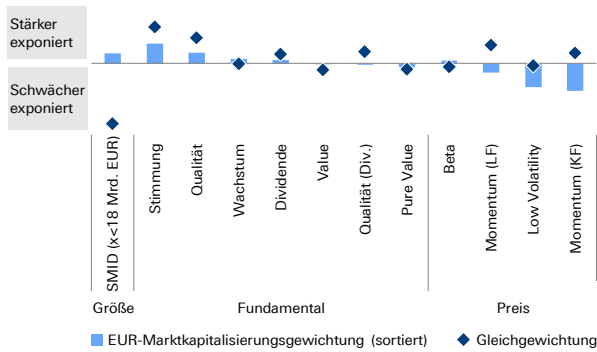
3. Anpassung: Die aktuelle Aufstellung des Metzler European Growth steht genau dafür, was sie verspricht, weshalb derzeit keine signifikanten Änderungen erforderlich sind. Fortlaufend ließen sich lediglich – günstige Gelegenheiten vorausgesetzt – vereinzelt Positionen aus Risiko-Ertrags-Erwägungen durch eventuell vielversprechendere Alternativen ersetzen.

ESG: strategie

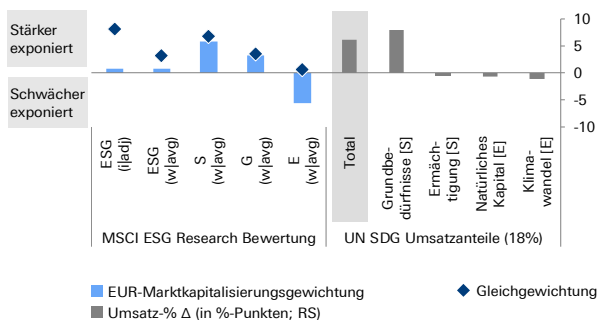
Metzler European Growth: Makroökonomisches Exposure Fonds vs. Vergleichsindex⁴: standardisierte Z-Score-Deltas



Metzler European Growth: Exposure in Risikoprämien Fonds vs. Vergleichsindex⁴: standardisierte Z-Score-Deltas



Metzler European Growth: Nachhaltigkeitsexposure Fonds vs. Vergleichsindex⁴: standardisierte Z-Score-Deltas



Quellen: Metzler, Thomson Reuters Datastream

ESG: strategie

Ihre Ansprechpartner

Metzler Asset Management
Sustainable Investment Office
sustainableinvestments@metzler.com



Jan Rabe
ESG Integration
Jan.Rabe@metzler.com
Telefon (+49 - 69) 21 04 - 16 32



Daniel Sailer
ESG Advisory
Daniel.Sailer@metzler.com
Telefon (+49 - 69) 21 04 - 16 27

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.

Fußnoten und rechtliche Hinweise

- ¹ Giese, G. et al. (2019): Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. The Journal of Portfolio Management 45 (5).
- ² Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance. 19 (3): 425–442.
- ³ Lee et al. (2017): Do Corporate Controversies Help or Hurt Performance? The Journal of Environmental Investing, Volume 8, No. 1.
- ⁴ MSCI Europe Growth EUR

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
www.metzler.com/asset-management