

Executive Summary

Nachhaltiges Investieren ist weltweit sowohl in der Wirtschaft, Wissenschaft als auch von regulatorischer Seite von grosser Bedeutung. Als nachhaltiges Investieren wird dabei der Einbezug von (engl.) Environmental, Social und Governance (ESG) Faktoren in den Investitionsprozess bezeichnet (Eurosif, 2018; Swiss Sustainable Finance, 2023). Weltweit verfolgen 35.9 % der Anlagen einen nachhaltigen Ansatz (GSIA, 2021). Dabei werden vor allem drei Hauptziele verfolgt: Die Verbesserung des Risiko-Rendite Profils der Anlagen, die Ausrichtung der Anlagen an die eigenen Werte und Normen sowie ein positiver Einfluss auf den gesellschaftlichen Wandel (Beal et al., 2005). Um diese Ziele zu erreichen, können sieben Strategien angewendet werden. Diese Strategien sind: Impact Investing, Engagement und Stimmrechtsausübung, ESG-Integration, Normbasiertes Screening, Best-in-Class, Themenfonds und ESG-Exclusions.

ESG-Exclusions ist die älteste nachhaltige Investitionsstrategie und gehört weltweit zu den beliebtesten Strategien. Als ESG-Exclusions wird das systematische Ausschiessen von Unternehmen, Sektoren oder Ländern aufgrund von ESG-Kriterien bezeichnet (Eurosif, 2018). Exclusions können dabei Aufgrund einer Umsatzschwelle, bei jeglicher Beteiligung oder nach Industrieklassifikation erfolgen. Jeder dieser Ansätze hat dabei Vor- und Nachteile. In der wissenschaftlichen Literatur sind Exclusions nach Industrieklassifikation sehr beliebt. Dabei werden Unternehmen ausgeschlossen, bei denen der primäre Geschäftsbereich einer unerwünschten Tätigkeit entspricht. Bei Exclusions aufgrund einer Umsatzschwelle wird eine Schwelle definiert und alle Unternehmen, die einen höheren Umsatz in der unerwünschten Geschäftstätigkeit aufweisen, werden ausgeschlossen. Dies ist ein sehr beliebter Ansatz, da so mehr Unternehmen ausgeschlossen werden als nach Industrieklassifikation, aber ein Toleranzwert bestehen bleibt. Eine Umsatzschwelle von 0 % entspricht Exclusions bei jeglicher Beteiligung. Dieser Ansatz garantiert, dass mit den Anlagen kein Gewinn aus unerwünschten Geschäftstätigkeiten generiert wird. Jedoch werden so deutlich mehr Unternehmen ausgeschlossen, wodurch die Auswirkungen der Exclusions grösser erwartet werden.

ESG-Exclusions wurden in der Literatur zahlreich untersucht. In vielen Studien werden Portfolios aus Unternehmen mit umstrittenen Geschäftstätigkeiten gemäss Industrieklassifikation wie Alkohol,

Tabak, Glücksspiel oder Waffen geformt. Diese Portfolios weisen Überrenditen gegenüber vergleichbaren Anlagen auf. Ein häufig zitiertes Beispiel ist das Resultat von Hong und Kacperczyk (2009), die bei einem Portfolio bestehend aus Unternehmen mit der Industrieklassifikation Alkohol, Tabak oder Glücksspiel Überrenditen nachweisen. Der Ausschluss von solchen Unternehmen aus einem Portfolio sollte entsprechend zu einer tieferen Rendite im Portfolio führen.

Untersuchungen von Salaber (2007) zeigen hingegen, dass die Rendite solcher Portfolios bestehend aus Unternehmen mit umstrittenen Geschäftstätigkeiten nicht in jedem Land zu einer Überrendite führt. Einzeln betrachtet weisen Exclusions zudem unterschiedliche Auswirkungen auf ein Portfolio auf (Eccles et al., 2022). Ein wichtiger Faktor bei Exclusions ist die Anzahl die gleichzeitig angewendet wird, da die Anzahl Ausschlüsse nach Barnett und Salomon (2006) und Capelle-Blancard und Monjon (2014) eine U-förmige Korrelation mit der Rendite aufweist. Neuere Studien zeigen zudem, dass die Überrenditen der Portfolios bestehend aus Unternehmen mit umstrittener Geschäftstätigkeiten im Fama-French 5-Faktor-Model verschwinden.

In dieser Arbeit werden die Auswirkungen von ESG-Exclusions auf die risikoadjustierte Performance eines Portfolios untersucht. Dabei wird das Aktien-Portfolio der Schweizer Krankenversicherung CSS als Ausgangs-Portfolio verwendet (CSS, 2023). Die Gewichtungen der Anlagen im CSS-Portfolio per 31.12.2022 bestimmen die jährliche Neugewichtung in den Portfolios im untersuchten Zeitraum. Die täglichen bereinigten Preisdaten von 2010 bis 2022 (Refinitiv Datastream, 2023a), die Preisdaten des als Benchmark verwendeten Indexes MSCI World (Refinitiv Datastream, 2023c), die ESG-Daten zu den 22 Exclusions per 2021 (Refinitiv Datastream, 2023b) und der Wechselkurs USD/CHF (Refinitiv Datastream, 2023d) stammen vom Refinitiv Eikon Terminal der Universität Zürich. Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz von 10-jährigen Schweizer Bundesanleihen verwendet (Schweizerische Nationalbank, 2023). Die Faktor-Daten für die Faktor-Modelle von Fama-French und Carhart stammen von der Datenbank von Kenneth French (Kenneth R. French - Data Library, 2023a, 2023b, 2023c).

Die 22 Exclusions werden einzeln und thematisch gruppiert auf das CSS-Portfolio angewendet. Die daraus entstehenden Portfolios werden anschliessend für den Zeitraum von 2010 bis 2022 untersucht. Dabei wird für jedes Portfolio das Sharpe-Ratio, der Tracking-Error und das Information-Ratio

sowohl für den gesamten Zeitraum als auch jährlich rollierend berechnet. Zudem werden die Portfolios in den Faktor-Modellen CAPM, Fama-French 3-Faktor-Modell, Carhart 4-Faktor-Modell und Fama-French 5-Faktor-Modell untersucht.

Die meisten Exclusions führen beim CSS-Portfolio zu einer höheren absoluten Rendite. Auch das Sharpe-Ratio und das Information-Ratio ist für die Mehrzahl der Portfolios höher im Vergleich zum CSS-Portfolio. Insbesondere beim Information-Ratio sind aber auch zahlreiche Exclusions für ein tieferes Ratio verantwortlich. Die rollierenden Berechnungen zeigen zudem, dass der Untersuchungszeitraum entscheiden ist, da in bestimmten Perioden die Resultate entgegengesetzt sind. Die Faktor-Modelle können die Überrenditen der Exclusion-Portfolios nicht vollständig erklären, auch in diesen besteht eine Überrendite im Vergleich zum CSS-Portfolio. Hervorzuheben ist, dass insbesondere die Anwendung von allen Exclusions gleichzeitig zur höchsten Überrendite in den Faktor-Modellen führt und auch das höchste Sharpe-Ratio aufweist. Das Information-Ratio hingegen ist bei diesem Portfolio am tiefsten.

Diese Resultate bestätigen die Ergebnisse von Eccles et al. (2022), die ebenfalls unterschiedliche Auswirkungen von Exclusions nachweisen. Es besteht eine Tendenz von einem positiven Einfluss von Exclusions auf die risikoadjustierte Rendite des Portfolios. Jedoch zeigen die rollierenden Berechnungen, dass diese Resultate mit Vorsicht zu betrachten sind. Für Anleger zeigt sich, dass Exclusions grundsätzlich nicht eine negative Auswirkung auf die Resultate haben müssen. Wenn die Anlagen an die eigenen Wertvorstellungen angepasst werden sollen, so kann die Anwendung von Exclusions zusätzlich unter Umständen auch die Rendite verbessern. Exclusions sollten jedoch primär zur Angleichung an die eigenen Werte verwendet werden und nicht zur Optimierung der Performance.