

## Ethische Investments aus Sicht der Portfoliotheorie

### **Einführung**

Eine der ältesten und am intensivsten untersuchten Fragen, die in der Diskussion um ethische Investments gestellt werden, ist die Frage nach deren finanzieller Rentabilität im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen. Wie in der jüngsten Meta-Analyse zu diesem Thema<sup>1</sup> dargelegt wird, existierten bereits im Jahr 2009 sechs Reviews, die sich mit dieser Frage beschäftigen. In ihnen werden insgesamt 326 Studien meta-analysiert, die bis ins Jahr 1970 zurückreichen.

Die Ergebnisse dieser sehr intensiven Forschungsaktivitäten stellen sich sehr heterogen und zum Teil widersprüchlich dar. Entsprechend stellt auch die genannte jüngste Meta-Analyse nach der Durchsicht von 35 Studien fest, dass in 6 Fällen ein Performance-Nachteil von ethischen gegenüber konventionellen Investments festzustellen ist, in 14 Fällen ein Performance-Vorteil und in 15 Fällen gar kein Performance-Unterschied zwischen den beiden Arten von Investments.

Unseres Erachtens wird diese etwas verwirrende Datenlage deutlich klarer, wenn man sie aus Sicht der Kapitalmarktforschung betrachtet. Diese Perspektive mag manchem ethisch motivierten Investor unpassend erscheinen, da sich die Kapitalmarktforschung als eine ökonomische Disziplin darstellt, «die ihre Modellannahmen und Handlungsempfehlungen nicht ethisch reflektiert»,<sup>2</sup> und somit genau jene Dimension ausblendet, die der ethisch motivierte Investor in den Vordergrund rückt. Allerdings sind in der Kapitalmarktforschung in den letzten Jahrzehnten Begriffe und Konzepte entwickelt worden, die zur differenzierten Beschreibung und Erklärung des realen Kapitalmarktgeschehens sehr gut geeignet sind und somit auch einen Beitrag zur Einordnung der hier interessierenden Frage leisten können.

Hinzu kommt, dass natürlich auch der ethisch motivierte Investor als Teilnehmer am Kapitalmarktgeschehen dessen Mechanismen ausgesetzt ist. Er unterscheidet sich von anderen Kapitalmarktteilnehmern im Grunde nur dadurch, dass er eine spezifische Investitionsstrategie verfolgt, mit der er in

<sup>1</sup> Von Wallis / Klein, Ethical requirement and financial interest.

<sup>2</sup> Stüttgen, Ethisch investieren, 11.

Konkurrenz zu vielen anderen Kapitalmarktteilnehmern tritt, die andere Investitionsstrategien verfolgen. Daher sollte der ethisch motivierte Investor eine klare Vorstellung davon haben, in welcher Weise er sich durch seine spezifische Investitionsstrategie am Kapitalmarkt positioniert und welche Chancen, aber auch welche Risiken dies birgt.

Wir werden im Folgenden zunächst die wesentlichen Meilensteine der Kapitalmarktforschung in den letzten Jahrzehnten kurz rekapitulieren und anschliessend erörtern, inwieweit die dabei gewonnenen Erkenntnisse dazu beitragen können, die oben beschriebene Datenlage zu klären.

### **Eine kurze Geschichte der Portfoliotheorie**

Einer der ersten, der sich mit wissenschaftlichem Anspruch mit Fragen der Geldanlage beschäftigte, war in den 1930er Jahren der Amerikaner *Benjamin Graham*. Er beschäftigte sich mit dem Aktienmarkt und dort konkret mit der Frage, in welche Aktien man idealerweise investieren sollte. Als Ergebnis empfahl er ein Auswahlprinzip, das bis heute das Grundprinzip der sogenannten Fundamentalanalyse darstellt: Nach Graham sollte man anhand einer detaillierten Analyse betriebswirtschaftlicher Kennzahlen eines Unternehmens (z. B. Kurs-Gewinn-Verhältnis, Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote) den «wahren» Wert einer Aktie bestimmen und diesen mit dem aktuellen Börsenpreis der Aktie vergleichen. Liegt dieser deutlich unter dem «wahren» Wert, so deutet das auf eine ökonomisch nicht sachgerechte Unterbewertung des jeweiligen Unternehmens hin. In diesem Fall lohnt sich nach Graham der Kauf der Aktie, da davon auszugehen ist, dass der Markt solche Fehlbewertungen früher oder später erkennt und beseitigt, so dass der Preis im Laufe der Zeit gegen den «wahren» Wert konvergiert – im Falle einer Unterbewertung also steigt. Je ausgeprägter die aktuelle Unterbewertung ist, desto stärker sollte demgemäss im Laufe der Zeit auch die Korrekturbewegung und somit die Renditechance für einen Investor sein.

Dieses Auswahlprinzip wirkt bei der Beschäftigung mit einer einzelnen Aktie zunächst ausserordentlich schlüssig, es beantwortet allerdings noch nicht die Frage, nach welchem Prinzip man eigentlich ein zweites, drittes etc. Wertpapier auswählen sollte, also allgemein gesprochen, ein Portfolio aufbauen sollte. Diese Frage ist praktisch höchst relevant, weil selbst ein Kleinanleger nur in den seltensten Fällen all sein Geld in ein einziges Wertpapier

investieren wird.<sup>3</sup> Als Antwort auf diese Frage legt fundamentalanalytisches Denken einen sogenannten Bottom-Up-Ansatz nahe. Das heisst, der Aufbau eines Portfolios beginnt auf der Ebene einzelner Unternehmen, von denen eine Vielzahl fundamental analysiert wird. Aus der Aggregation dieser Einzeltitelprognosen werden dann Prognosen auf zunehmend höheren Betrachtungsebenen abgeleitet, wodurch auf diesen Ebenen dieselbe Auswahllogik angewendet werden kann wie auf Unternehmensebene. Auf diese Weise resultiert ein Portfolio aus gegenwärtig mutmasslich unterbewerteten Aktien.

Was bei einem solchen Vorgehen zunächst noch ausgeblendet bleibt ist die Frage, inwieweit zwischen den einzelnen Wertpapieren, die auf diese Weise zu einem Portfolio zusammengestellt werden, beachtenswerte Wechselwirkungen bestehen? Das ist die zentrale Frage der Portfoliotheorie, der sich ab den 1950er Jahren *Harry Markowitz*<sup>4</sup> zugewendet hat. Entsprechend gilt er als «Vater der Portfoliotheorie» und ist für seine Forschungen 1990 mit dem Nobelpreis ausgezeichnet worden. Die revolutionäre Erkenntnis von Markowitz besteht darin, dass für das Erreichen einer gewünschten Zielrendite die Wechselwirkung der Risiken innerhalb eines Portfolios viel entscheidender ist als die Höhe der Renditen der darin enthaltenen Wertpapiere. Nach Markowitz ist es somit nicht hilfreich und sogar eher kontraproduktiv, Wertpapiere mit aktuell hohen Renditeerwartungen zu einem Portfolio zusammenzustellen, da hierdurch sogenannte Klumpenrisiken in einzelnen Ländern, Branchen, Regionen etc. aufgebaut werden. Stattdessen sollte ein Investor vor allem die Wechselwirkung der Risiken zwischen Wertpapieren analysieren und dann sein Portfolio so zusammenstellen, dass die angestrebte Zielrendite mit dem geringsten Gesamtrisiko erreicht wird. Markowitz zeigte, dass alle Portfolios, die diese Bedingung erfüllen, auf einer sogenannten Effizienzlinie liegen. Sie entspricht der gekrümmten schwarzen Linie, die in der nachfolgenden Abbildung zu sehen ist. Dort wird gemäss Markowitz unter dem Risiko die Standardabweichung der Wertschwankungen (Volatilität) verstanden.

3 Bei Kleinanlegern kommt es zwar häufiger vor, dass sie z. B. nur in einen einzigen Fonds investiert sind. Aber selbst in diesem Fall sind sie damit faktisch in ein Portfolio investiert.

4 Markowitz, Portfolio Selection.

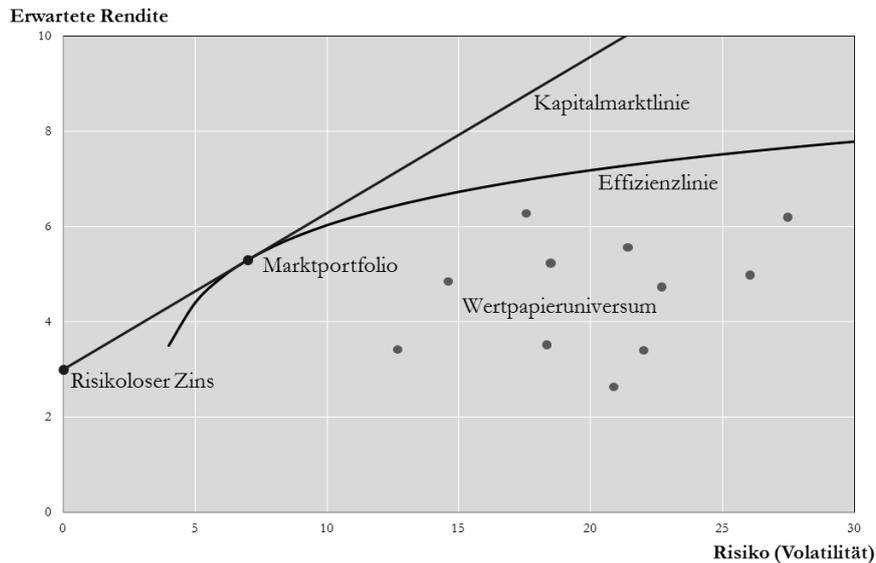


Abb. 1: Die Modellwelt des CAPM

Die Grundüberlegungen von Markowitz wurden in den 1960er Jahren insbesondere von *William Sharpe*<sup>5</sup> zum sogenannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) weiterentwickelt. Dabei bestand eine wesentliche Ergänzung in der Berücksichtigung der Tatsache, dass ein Anleger nicht all sein Vermögen in ein risikobehaftetes Wertpapierportfolio investieren muss, sondern einen bestimmten Anteil auch einfach zum risikolosen Zins anlegen kann. Unter Berücksichtigung dieser Tatsache liegt die Menge aller effizienten Portfolios in Abbildung 1 nicht mehr auf der «Effizienzlinie», sondern auf der «Kapitalmarktlinie». Das Bemerkenswerte an dieser Kapitalmarktlinie ist, dass sie sich aus der Mischung von nur zwei Anlageobjekten zusammensetzt: dem risikolosen Zins und dem sogenannten Marktportfolio. Dabei handelt es sich um ein spezielles Portfolio auf der Effizienzlinie, das sich dadurch auszeichnet, dass es theoretisch sämtliche Wertpapiere des Marktes enthält, auf den sich die Effizienzlinie bezieht, und zwar in der Gewichtung, die den Marktkapitalisierungen dieser Wertpapiere entspricht. Damit ist das Marktportfolio

5 Sharpe, Capital Asset Prices.

das am breitesten gestreute Portfolio auf der Effizienzlinie und gleichzeitig der beste Repräsentant des jeweiligen Marktes<sup>6</sup>.

In der Modellwelt des CAPM lässt sich somit jede Anlageentscheidung im Grunde auf die Frage reduzieren, an welcher Stelle der Kapitalmarktklinie man sein Vermögen positionieren möchte, da alle anderen Positionierungen unter dem Aspekt des Risiko-Rendite-Verhältnisses suboptimal sind. Technisch gesprochen reduziert sich damit jede Anlageentscheidung auf die Frage, in welchem Verhältnis man die beiden einzigen relevanten Anlageobjekte – den risikolosen Zins und das Marktportfolio – gewichten will (was von der individuellen Risikobereitschaft und -tragfähigkeit abhängt).

Diese Überlegungen bilden die theoretische Grundlage für das sogenannte magische Dreieck, das bis heute in kaum einem Ratgeber über Geldanlagen fehlt und auch in vielen Publikationen zum Thema ethische Investments aufgegriffen wird (vgl. linke Darstellung in Abbildung 2, [110]). Das Dreieck illustriert in sehr einfacher Form, dass jede Geldanlage ein Entscheidungsproblem darstellt, bei dem sich der Anleger mit seiner Geldanlage in einem imaginären Raum positionieren muss, der zwischen den drei Polen «Verfügbarkeit», «Rendite» und «Sicherheit» aufgespannt ist. Je näher er einem dieser Pole kommt, desto weiter entfernt er sich von den beiden anderen. Übertragen auf das CAPM entspricht dabei die Verbindung zwischen den Polen «Sicherheit» und «Rendite» dem Abschnitt zwischen dem risikolosen Zins und dem Marktportfolio auf der Kapitalmarktklinie (vgl. Abbildung 1).

Ein wesentliches Verdienst des CAPM besteht darin, klar definiert zu haben, um was es sich bei einer Rendite eigentlich handelt: Eine am Kapitalmarkt erwirtschaftete Rendite ist nur zu einem unbedeutenden Teil das Ergebnis zufälliger Wertschwankungen. Er ist insofern unbedeutend, als sich diese zufälligen Wertschwankungen über die Zeit gegenseitig aufheben und somit einen Erwartungswert von Null haben. Eine Rendite ist zuallererst eine Kompensation für die Bereitschaft, sich in einem bestimmten Ausmass einem Risiko ausgesetzt zu haben und somit eine *Risikoprämie*. Sie stellt die nicht-zufällige und somit langfristig erwartbare Komponente einer Rendite dar. Allerdings folgt aus dem CAPM auch, dass nicht jedes beliebige Risiko

6 Das Konzept des Marktportfolios ist keineswegs nur ein theoretisches Gedankenspiel, sondern es bildet die Grundlage für die Konstruktion moderner Marktindizes wie z. B. DAX®, EURO STOXX 50® oder MSCI World®. Aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften werden solche Marktindizes u. a. als Benchmarks für die Bewertung der Leistung von aktiven Fondsmanagern verwendet, wodurch ihnen eine herausragende praktische Bedeutung zukommt.

langfristig kompensiert wird, sondern dass es nur ein Risiko gibt, von dem eine solche systematische Risikoprämie zu erwarten ist: das Risiko des Gesamtmarktes.

Diese Aussage des CAPM, dass es ausser dem Gesamtmarkt als Ganzes keine weiteren Risiken gibt, die langfristig eine systematische Risikoprämie generieren können, wurde schon früh angezweifelt. Im Jahr 1976 formulierte deshalb *Stephen Ross*<sup>7</sup> in Form der Arbitrage Pricing Theory (APT) eine modifizierte Fassung des CAPM, die im Unterschied zu diesem davon ausgeht, dass mehrere Risiken (sogenannte Risikofaktoren) eine Risikoprämie generieren und somit einen nicht-zufälligen Beitrag zur Rendite eines Wertpapiers leisten. Allerdings ist es im Rahmen der empirischen Forschungen zur APT noch nicht in befriedigender Weise gelungen, diese Risikofaktoren inhaltlich konkret zu benennen. Dies gelang erst dem hierfür im Jahr 2013 mit dem Nobelpreis ausgezeichneten *Eugene Fama* zusammen mit seinem Kollegen *Kenneth French*.<sup>8</sup> Im Jahr 1993 konnten diese beiden Forscher anhand von US-Daten zeigen, dass Aktien mit geringer Marktkapitalisierung (also Small Caps) und Aktien mit einem hohen Verhältnis von Buchwert zu Marktwert (also Value Aktien) über längere Zeiträume eine systematische Überrendite zum Gesamtmarkt generieren. Für den Rentenmarkt zeigten Fama und French den gleichen Effekt für Anleihen mit langer Laufzeit und Anleihen mit erhöhtem Ausfallrisiko. Fama und French schlossen daraus, dass diese vier Merkmale von Aktien bzw. Rentenpapieren spezifische Risikofaktoren darstellen, die über die Zeit hinweg eine stabile Risikoprämie generieren und somit einen nicht-zufälligen Beitrag zur Rendite eines Wertpapiers leisten.

Dieses Risikoprämienmodell von Fama und French hat zahlreiche Forschungsaktivitäten ausgelöst, die bis in die Gegenwart hineinreichen und im Wesentlichen in zwei Richtungen gegangen sind: Zum einen wurde untersucht, ob das Modell auch ausserhalb des US-Marktes und über andere Zeiträume als die von Fama und French untersuchten gilt. Zum anderen wurde nach möglichen weiteren systematischen Risikofaktoren geforscht, die über die Zeit hinweg eine stabile Risikoprämie generieren. Bezüglich der ersten Frage hat sich in zahlreichen Studien gezeigt, dass sich die Fama-French-Faktoren in vielen Kapitalmärkten der entwickelten Volkswirtschaften in erstaunlich robuster Weise nachweisen lassen. Die Forschungen zur zweiten Frage sind zumindest hinsichtlich der Aktienrenditen noch in vollem Gange.

7 Ross, The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing.

8 Fama / French, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.

Die im vorliegenden Zusammenhang interessantesten Vorschläge für mögliche weitere systematische Risikofaktoren sind unseres Erachtens die folgenden:

*Low Beta:* Dieser Vorschlag geht auf den erstmals im US-Markt empirisch nachgewiesenen Effekt zurück<sup>9</sup>, dass Aktien mit geringem Beta<sup>10</sup> (bzw. geringer Volatilität) über lange Haltedauern höhere durchschnittliche Renditen erzielen als Aktien mit hohem Beta (bzw. hoher Volatilität). Dieser Effekt konnte inzwischen mehrfach repliziert und auch ausserhalb des US-Marktes nachgewiesen werden. Er ist innerhalb der Modellwelt des CAPM nicht schlüssig zu erklären, da er in offenem Widerspruch zu der Grundaussage steht, dass geringeres Risiko langfristig zu geringeren Renditen führt. Entsprechend dominieren hier Versuche, den Effekt entweder mit Hilfe der Behavioral Finance oder durch Besonderheiten der Vermögensverwaltungspraxis zu erklären.<sup>11</sup>

*Quality:* Dieser Vorschlag geht auf Richard G. Sloan<sup>12</sup> (1996) zurück, der ebenfalls im US-Markt eine Überrendite der Aktien von «qualitativ hochwertigen» Unternehmen festgestellt hat. Darunter versteht Sloan solche Unternehmen, deren Rückstellungen und Cash Flows besonders stabile zukünftige Erträge erwarten lassen. Um sie zu identifizieren, ist eine relativ aufwendige Bilanzanalyse notwendig. Dies könnte nach Sloan auch gleichzeitig der Grund für diese Überrendite sein, da möglicherweise viele Investoren nicht willens oder in der Lage sind, diesen fundamentalanalytischen Aufwand zu treiben. Entsprechend reflektieren Aktienkurse nach Sloan stärker die Höhe der aktuellen Erträge eines Unternehmens als die Qualität seiner zukünftigen Erträge. Im Anschluss an Sloan haben noch eine Reihe anderer Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen bestimmten Fundamentaldaten und einer Überrendite gefunden. In einer ihrer jüngsten Publikationen denken auch Fama und French selbst über die Notwendigkeit nach, ihr Modell entsprechend zu erweitern.<sup>13</sup>

9 Haugen / Baker, The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios.

10 Beta ist ein Mass für die Wertschwankungsanfälligkeit einer Aktie relativ zu ihrem Referenzmarkt. Somit ist Beta auch ein Risikomass, allerdings im Unterschied zur häufiger gebrauchten Volatilität kein Schwankungsmass, sondern ein sogenanntes Sensitivitätsmass.

11 Baker et al., Benchmarks as Limits to Arbitrage.

12 Sloan, Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?

13 Fama / French, A five-factor asset pricing model.

Unabhängig davon, welche genaue Kombination aus Risikofaktoren für das überlegene Risikoprämienmodell gehalten wird, ist ihnen allen gemeinsam, dass darin nur eine relativ geringe Anzahl von Risikofaktoren existiert, von denen man sich einen nicht-zufälligen Beitrag zur Rendite eines Wertpapiers erhoffen kann, und dass unter diesen der Gesamtmarkt die zentrale Rolle spielt. Entsprechend schwierig ist es, innerhalb eines bestimmten Marktes über einen längeren Zeitraum das zu generieren, was als positives «Alpha» bezeichnet wird. Dabei handelt es sich um eine Rendite, die über die Risikoprämie des Marktportfolios hinausgeht, ohne dass dafür ausserhalb des betreffenden Marktes investiert wird, und somit um eine marktunabhängige Überrendite zum Marktportfolio. Da in der Praxis das Marktportfolio durch eine Benchmark approximiert wird, kann man in praktischen Zusammenhängen auch einfach von einer Überrendite zu der Benchmark des Marktes sprechen, in dem man investiert.

Eine notwendige Bedingung für die Generierung eines Alphas ist ein gewisser Tracking Error, d. h. eine Portfoliozusammensetzung, die von der fairen Benchmark des Portfolios abweicht. Dazu muss eine andere Auswahl oder Gewichtung von Wertpapieren vorgenommen werden, als dies in der Benchmark der Fall ist. Das wiederum ist die Aufgabe von aktivem Portfoliomanagement. Sein Leistungsversprechen besteht darin, durch die ständige Beobachtung und Analyse des relevanten Marktes günstige Zeitpunkte für den Kauf oder Verkauf bzw. die Aufstockung oder Reduktion bestimmter Wertpapiere zu identifizieren und dadurch eine kontinuierliche Bestandspflege zu betreiben, die eine Überrendite zur Benchmark generiert.<sup>14</sup>

Die Portfoliotheorie steht diesem Leistungsversprechen äusserst skeptisch gegenüber. Sie bezweifelt zwar nicht, dass durch das beschriebene Vorgehen phasenweise tatsächlich immer wieder Überrenditen zur Benchmark beobachtbar sein werden. Allerdings wird es phasenweise auch immer wieder zu negativen Abweichungen von der Benchmark kommen. Nach Auffassung der Portfoliotheorie handelt es sich dabei um zufällige Abweichungen, die sich über die Zeit gegenseitig aufheben werden. Aus dieser Sicht ist die von aktivem Management über einen längeren Zeitraum zu erwartende Rendite wieder in etwa die Benchmark-Rendite, allerdings abzüglich der Kosten für das aktive Management.<sup>15</sup>

14 Daneben existieren auch aktiv gemanagte Fonds, die ihre Anlageziele nicht relativ zu einer Benchmark definieren, sondern bestimmte Absolute-Return-Ziele anstreben (z. B. in jeder Marktphase zumindest keine negative Wertentwicklung). Ein solches Leistungsversprechen ist noch deutlich weitreichender als das eines benchmarkorientierten Fonds.

15 Sharpe, *The Arithmetic of Active Management*.

Diese angesichts der Fülle von aktiv gemanagten Fonds sehr ernüchternde theoretische Erwartung wurde in empirischen Studien leider immer wieder bestätigt. Stefan May schreibt hierzu:

«Wird die vom aktiven Portfoliomanager abgelieferte Leistung um den Zufallsfaktor bereinigt und werden dabei die mit der Depotstruktur in Kauf genommenen Risiken angemessen berücksichtigt, so lässt sich eine beobachtete Überrendite in schöner Regelmässigkeit auf adäquate Risikoprämien zurückführen. Der aktive Part der Strategien dagegen spielt eine untergeordnete, wenn nicht sogar eine negative Rolle. Vermutlich gibt es kein einziges Ergebnis der empirischen Finanzmarktforschung, das als gesicherter anzusehen ist.»<sup>16</sup>

Aus diesem Grund empfiehlt portfoliotheoretisches Denken beim Aufbau eines Portfolios nicht den oben beschriebenen Bottom-Up-Ansatz, sondern das umgekehrte Vorgehen, einen Top-Down-Ansatz. Er beginnt auf der Ebene des Gesamtmarktes und den dort beobachtbaren Marktkapitalisierungen und nimmt erst im letzten Schritt einzelne Wertpapiere in den Blick. Dabei sind auf den niedrigeren Betrachtungsebenen Gewichtungsunterschiede zum Marktportfolio nur insofern empfehlenswert, als sie durch systematische Risikofaktoren gerechtfertigt erscheinen.

Zusammenfassend hat die portfoliotheoretische Forschung gezeigt, dass der Weg zu einer angestrebten Zielrendite weniger über die Suche nach einzelnen Wertpapieren mit möglichst hohen Renditeprognosen führt, als vielmehr über die Zusammenstellung eines Portfolios, in dem die Risiken der enthaltenen Wertpapiere in einer optimierten Beziehung zueinander stehen. Der Grund hierfür ist, dass es sich bei Renditen zuallererst um Risikoprämien handelt, also um Kompensationen für die Bereitschaft, sich in einem bestimmten Ausmass einem Risiko ausgesetzt zu haben. Hohe Renditen sind aus dieser Perspektive zunächst nur ein Beleg dafür, dass hohe Risiken eingegangen wurden. Die entscheidende Frage ist, mit wie viel Risiko eine bestimmte Rendite «erkauft» wurde.

Allerdings ist nicht für jedes beliebige Risiko eine verlässliche Kompensation zu erwarten, sondern nur von einer relativ geringen Anzahl von Risikofaktoren. Entsprechend schwierig ist es, innerhalb eines bestimmten Marktes über einen längeren Zeitraum eine marktunabhängige Überrendite (Alpha) zu generieren, auch wenn dies das zentrale Leistungsversprechen der aktiven Fondsindustrie darstellt.

<sup>16</sup> May, Portfoliotheoretische Grundlagen der Wertpapierberatung, 16.

### Implikationen für ethische Investments

Die bislang dargestellte konventionelle Portfoliotheorie geht in ihren Annahmen grundsätzlich davon aus, dass jeder Kapitalmarktteilnehmer das gesamte zur Verfügung stehende Wertpapier-Universum als potenzielle Investitionsmöglichkeit akzeptiert und nutzt. Für einen primär ethisch motivierten Investor trifft genau dies allerdings nicht zu. Unabhängig davon, an welchen moralischen Kriterien er sich im Einzelnen orientiert, wird er immer nur eine mehr oder weniger grosse Teilmenge des gesamten Wertpapier-Universums als vertretbare Investitionsmöglichkeit ansehen. Wie in der Literatur zum ethischen Investieren dargestellt wird, stehen dem entsprechend motivierten Investor im Wesentlichen drei Selektionsverfahren zur Verfügung, um zu dieser Teilmenge zu gelangen: (1) *Negativselektion*, bei der Unternehmen ausgeschlossen werden, die in irgendeiner Form gegen die moralischen Kriterien des Investors verstossen, (2) *Positivselektion*, bei der nur Unternehmen eingeschlossen werden, die nach den moralischen Kriterien des Investors förderungswürdig sind, und (3) *Best-in-Class-Selektion*, bei der nur Unternehmen eingeschlossen werden, die relativ zu ihrer Peer Group<sup>17</sup> die moralischen Kriterien des Investors am besten erfüllen.

Solche Vorselektionen innerhalb des Wertpapier-Universums erinnern sehr stark an die im vorangegangenen Kapitel beschriebene Fundamentalanalyse. Der Unterschied ist lediglich, dass beim ethischen Investieren andere Selektionskriterien an das Wertpapier-Universum angelegt werden als bei der konventionellen Fundamentalanalyse. So schreibt etwa Pinner: «Die Qualitätsdimension definiert die ethisch-nachhaltige Veranlagung eben mit sozialen, kulturellen, humanen und ökologischen Kriterien».<sup>18</sup> Durch diese methodische Nähe zur Fundamentalanalyse legt ethisches Investieren einen Bottom-Up-Ansatz beim Aufbau eines Portfolios nahe sowie aktives Management bei dessen fortlaufender Steuerung. Entsprechend schreibt Pinner weiter:

«In den Bereich Qualitätsorientierung fallen vor allem Entscheidungen des Investors, wie die Selektion [...] und das Timing, also die richtige Wahl von Kauf- und Verkaufszeitpunkten. [...] Die ethisch-nachhaltige Veranlagung [...] ist eher

<sup>17</sup> Allgemein gesprochen wird damit eine Gruppe gleichartiger und somit direkt miteinander vergleichbarer Finanzprodukte bezeichnet, also z. B. alle Aktienfonds, die in grosse europäische Unternehmen investieren.

<sup>18</sup> Pinner, *Ethische Investments*, 33.

dem Bottom-up Ansatz zuzurechnen [...] Durch die spezifischen Auswahlkriterien, die vor allem auf Unternehmensebene angewendet werden, ist auch die Abweichung von herkömmlichen Indexkonstrukten in der Regel höher als bei durchschnittlichen Fonds.»<sup>19</sup>

Dieser Dreischritt aus Fundamentalanalyse, Bottom-Up-Ansatz und aktivem Portfoliomanagement birgt aus portfoliotheoretischer Sicht mehrere Risiken: Zunächst besteht ein Kostenrisiko darin, dass ein fundamentaler Bottom-Up-Ansatz wesentlich mehr Analysekapazität erfordert als ein am Marktportfolio orientierter Top-Down-Ansatz,<sup>20</sup> so dass die Gefahr besteht, dass nach Berücksichtigung dieser Kosten niedrigere Renditen erzielt werden. Auch der hohe Tracking Error, der durch das aktive Management erzeugt wird, stellt aus portfoliotheoretischer Sicht vor allem ein Kostenrisiko dar, weil er unsystematische Risiken erzeugt, von denen nicht zu erwarten ist, dass sie über einen längeren Zeitraum adäquat kompensiert werden.

Das vielleicht kritischste Risiko resultiert aus portfoliotheoretischer Sicht aus dem Sachverhalt, dass durch eine strenge Vorselektion innerhalb des Wertpapier-Universums die Möglichkeiten zur Bildung eines effizienten Portfolios stark eingeschränkt werden. Entgegen eines offenbar weit verbreiteten Missverständnisses sieht die Portfoliotheorie darin allerdings keineswegs primär ein Rendite-Problem. Kein Portfoliotheoretiker wird bestreiten, dass mit vielen Teilmengen des Wertpapier-Universums und gerade auch mit einzelnen Investments hohe Renditen möglich sind. Wie oben erwähnt sind hohe Renditen allerdings zunächst nur ein Beleg dafür, dass hohe Risiken eingegangen wurden. Die entscheidende Frage ist deshalb, mit welchem *Risiko* eine bestimmte Rendite erkaufte worden ist. Insofern besteht der problematische Aspekt einer strengen Vorselektion innerhalb des Wertpapier-Universums vor allem darin, dass dadurch die Möglichkeiten zur Risikoreduktion stark eingeschränkt werden.

Dieser Punkt kommt in vereinfachter Form bereits in dem um die ethische Dimension erweiterten Dreieck zum Ausdruck, das in vielen Publikationen zu ethischen Investments dargestellt wird. Es soll veranschaulichen, dass ethisches Investieren dem imaginären Raum zwischen den Polen «Verfügbarkeit», «Rendite» und «Sicherheit» einen vierten Pol hinzufügt und somit das Entscheidungsproblem des Anlegers um eine Dimension erweitert

<sup>19</sup> A. a. O., 33f.

<sup>20</sup> Näheres hierzu z. B. bei Steiner et al., Wertpapiermanagement, 230f.

und damit weiter verkompliziert. Wir stellen diesen erweiterten Entscheidungsraum im Folgenden nicht wie üblich als Quadrat, sondern als Tetraeder dar, weil wir dies für sachgerechter halten.<sup>21</sup>

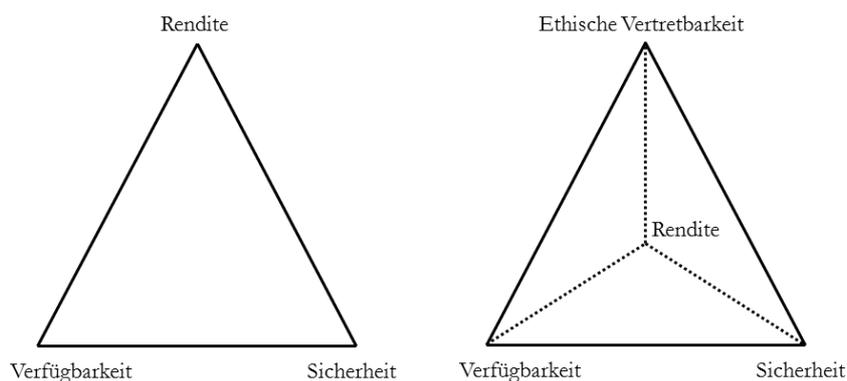


Abb. 2: Vom konventionellen Dreieck zum ethischen Tetraeder

Die Abbildung veranschaulicht, dass natürlich auch jeder ethische Investor mit dem Entscheidungsproblem konfrontiert ist, sich zwischen den Polen «Verfügbarkeit», «Rendite» und «Sicherheit» positionieren zu müssen. Allerdings steht ihm dafür, bildlich gesprochen, nur der obere Bereich des Tetraeders zur Verfügung, so dass darunterliegende Positionen, die unter dem Aspekt des Risiko-Rendite-Verhältnisses möglicherweise besonders attraktiv wären, gar nicht eingenommen werden können.

An dieser Stelle wenden einige Verfechter des ethischen Investierens nun einen interessanten Punkt ein: Sie argumentieren, dass der hier zum Ausdruck gebrachte Konflikt zwischen verschiedenen finanziellen Zielen in Wahrheit kaum besteht, da Unternehmen, die einem strengen ethischen Selektionsprozess standhalten, in einer Weise agieren, durch die viele herkömmliche Unternehmensrisiken stark reduziert sind.<sup>22</sup> Aus portfoliotheoretischer Sicht ist für die Bewertung dieser Argumentation eine Unterscheidung von verschiedenen Finanzinstrumenten notwendig, die in der Literatur zur finanziellen Rentabilität von ethischen Investments leider nicht

<sup>21</sup> Die übliche Form der Darstellung als Quadrat, in dem der ethische Pol gegenüber dem Pol «Verfügbarkeit» angesiedelt ist, kann den irreführenden Eindruck erwecken, eine Annäherung an den ethischen Pol hätte vor allem eine Entfernung vom Pol «Verfügbarkeit» zur Folge.

<sup>22</sup> Stüttgen, *Ethisch investieren*, 45.

durchgängig vorgenommen wird. So erscheint diese Argumentation bei einer *Anleihe* stark angreifbar, da in einer Anleihe der Zielkonflikt zwischen Rendite und Risiko besonders unmittelbar zum Ausdruck kommt: Je weniger Risiko die Wirtschaftsaktivitäten eines Unternehmens bergen<sup>23</sup>, desto besser wird seine Qualität als Schuldner sein und desto weniger Zinsen und Sicherheiten wird es den Käufern seiner Anleihen bieten müssen. Aus einer Rendite-Sicht wird es dadurch für einen Anleihen-Investor unattraktiv. Diese Unvereinbarkeit von Rendite- und Risikomaximierung wurde gerade in den letzten Jahren an den weltweiten Anleihemärkten sehr eindrucksvoll demonstriert: Genau in dem Mass, in dem die Risiken von Staaten und Unternehmen von ihren Zentralbanken übernommen wurden, sank die Rendite ihrer Anleihen auf die derzeit herrschenden Rekordtiefs, was es bekanntlich für sicherheitsorientierte Investoren wie z. B. Stiftungen oder Pensionskassen extrem schwierig macht, akzeptable Renditen zu erwirtschaften.

Etwas anders stellt sich das Bild bei *Aktien* dar. Zum einen kann man hier argumentieren, dass eine allgemein zunehmende Sensibilität für die ethische Dimension von Geldanlagen dazu führen sollte, dass sich die Reputation von ethisch positiv bewerteten Unternehmen verbessert und ihre Aktien dadurch stärker nachgefragt werden. In der Folge sollten deren Kurse tendenziell steigen, was wiederum den Wert der jeweiligen Unternehmen erhöht und ihnen ihre Refinanzierung erleichtert. Auf diese Weise würde das wirtschaftliche Risiko dieser Unternehmen tatsächlich sinken.

Zum anderen kann man die Hypothese vertreten, dass vermutlich enge Zusammenhänge zwischen einigen intensiv erforschten Risikoprämien im Aktienbereich und bestimmten Arten des ethischen Investierens bestehen. Das gilt z. B. recht offenkundig für die oben erwähnte, von Fama und French bereits 1993 identifizierte Risikoprämie für die Übergewichtung von Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung (Small Caps). Bei Unternehmen, die nach ethischen Kriterien selektiert wurden, handelt es sich häufig um Small Caps, da solche Unternehmen aufgrund ihrer geringen Grösse meist weniger Schadenspotenzial besitzen als Grosskonzerne und auch deutlich einfacher unter ethischen Aspekten untersucht werden können.<sup>24</sup> Zu denken wäre aber auch an die oben beschriebenen Faktoren Low Beta und Quality. Wie dargestellt worden ist, handelt es sich bei Low-Beta- Aktien um solche, die trotz relativ geringer Wertschwankung über lange Haltedauern höhere

23 Das prinzipiell Gleiche gilt natürlich auch für Staaten und deren Anleihen.

24 Pinner, *Ethische Investments*, 49.

durchschnittliche Renditen erzielen als Aktien mit relativ hoher Wertschwankung. Quality-Aktien sind solche, bei denen das Verhältnis bestimmter fundamentaler Kennzahlen zueinander besonders stabile zukünftige Erträge erwarten lässt. Beide Faktoren beschreiben Merkmale, die bei moralkonform handelnden Unternehmen deutlich ausgeprägt sein sollten, wenn man den Verfechtern des ethischen Investierens in ihrer Argumentation folgt.

Aus portfoliotheoretischer Sicht erscheint es somit durchaus vielversprechend, den Zusammenhang zwischen verschiedenen bekannten Risikofaktoren und ethischem Investieren näher zu erforschen. Dabei wäre es allerdings unbedingt erforderlich, verschiedene Arten des ethischen Investierens zu unterscheiden und somit ein aus unserer Sicht grosses Manko vieler Forschungsarbeiten zu diesem Thema zu beseitigen. Es besteht darin, dass hinsichtlich der Kriterien, nach denen sich bestimmte Finanzvehikel als ethisch bezeichnen, in der Regel weder formale noch inhaltliche Unterscheidungen getroffen werden. Dadurch gehen beispielsweise ein Portfolio, in dem südafrikanische Unternehmen ausgeschlossen werden, ein Portfolio, in dem Tabakkonzerne ausgeschlossen werden und ein Portfolio, auf das komplexe Selektionskriterien angewendet werden, als völlig gleichartige Untersuchungsobjekte in die eingangs erwähnte Meta-Analyse ein. Dass dabei sehr heterogene Ergebnisse zu beobachten sind, ist unseres Erachtens nicht sehr erstaunlich.

Entsprechend unwahrscheinlich erscheint es uns, dass sich bei der näheren Erforschung des Zusammenhangs zwischen bekannten Risikofaktoren und ethischem Investieren das ethische Investieren als isolierbarer Risikofaktor entpuppt, von dem eine systematische Risikoprämie zu erwarten ist.<sup>25</sup> Dagegen vertreten wir die Hypothese, dass es sich bei bestimmten Arten der ethischen Investition – die durch geeignete formale und inhaltliche Klassifikationen identifiziert werden müssten – um Investitionsstrategien handelt, bei denen verschiedene bekannte Risikofaktoren übergewichtet werden und somit gleichzeitig der Gesamtmarkt (im Sinne einer konventionellen Benchmark) eine entsprechende Untergewichtung erfährt. Je grösser diese Abweichungen sind, desto eher ist aus portfoliotheoretischer Sicht zu erwarten, dass es schwierig wird, die Wechselwirkungen der Risiken innerhalb des Portfolios effizient zu steuern. Solange dies aber gelingt, sind gleich gute oder

25 Das gilt schon deshalb, weil es angesichts des enormen Aufwands, den Wissenschaftler und Kapitalmarktteilnehmer weltweit täglich treiben, um solche Risikoprämien zu identifizieren, sehr unplausibel ist, dass ihnen dieser Sachverhalt bislang völlig entgangen wäre.

sogar bessere risikobereinigte Renditen von ethischen Investments, wie sie in der Literatur teilweise berichtet werden, durchaus nachvollziehbar. Dagegen stellen andere Arten der ethischen Investition, in denen die Notwendigkeit zu einer risikooptimierten Portfoliostrukturierung nicht gesehen oder gar geleugnet wird, vermutlich einfach eine naive Sonderform von fundamental getriebenem aktivem Portfoliomanagement dar, von dem langfristig insbesondere nach Kosten eine Minderrendite zur konventionellen Benchmark zu erwarten ist.

### Fazit

Es wird deutlich, dass die Frage nach der finanziellen Rentabilität von ethischen Investments nicht sinnvoll beantwortet werden kann, solange dabei nicht bestimmte Differenzierungen vorgenommen werden. Zu ihnen gehört:

Die Unterscheidung zwischen *einzelnen* Finanzinstrumenten und einem *Portfolio* aus vielen Finanzinstrumenten. Theoretisch interessant und praktisch relevant ist vor allem ein Portfolio, da auf dieser Ebene die Wechselwirkungen auftreten, die für den Anlageerfolg eines Investors entscheidend sind.

Die Unterscheidung zwischen reinen Renditen und *risikobereinigten Renditen*. Hohe Renditen sind – insbesondere bei einem einzelnen Finanzinstrument – zunächst nur ein Beleg dafür, dass hohe Risiken eingegangen wurden. Die theoretisch interessante und praktisch relevante Frage ist – insbesondere bei einem Portfolio – mit wie viel Risiko eine bestimmte Rendite «erkauft» wurde. Entsprechend sind unseres Erachtens bei Meta-Analysen zur finanziellen Rentabilität von ethischen Investments nur solche Studien beachtenswert, bei denen risikobereinigte Renditekennzahlen wie z. B. Sharpe Ratio, Treynor Ratio oder Jensen's Alpha verglichen werden.

Die Unterscheidung zwischen verschiedenen *Arten von Finanzinstrumenten*. So sind bestimmte Argumente, mit denen eine gute Rentabilität von ethischen Investments plausibilisiert werden soll, für Aktien durchaus nachvollziehbar, während sie für Anleihen kaum aufrecht zu erhalten sind.

Die Unterscheidung zwischen verschiedenen *Arten von ethischen Investments*. Das Spektrum dessen, was in Untersuchungen zur finanziellen Rentabilität von ethischen Investments als solches bezeichnet wird, reicht von indexnahen Portfolios, aus denen auf Basis eines einzelnen Ausschlusskriteriums ein kleines Segment ausgeschlossen wird, bis hin zu hochselektiven Portfolios, die auf Basis eines komplexen Kriterienkatalogs entstanden sind. Während

es bei den erstgenannten nicht erstaunlich ist, dass sie ähnliche Risiko-Rendite-Profile aufweisen wie der Index selbst, stellen die hochselektiven Portfolios den theoretisch spannenden Fall dar, weil sie in der Gefahr stehen, unsystematische Risiken zu erzeugen, die über einen längeren Zeitraum nicht adäquat kompensiert werden.

Insofern ist die Aussage, dass «ethische Investments genau so hohe Renditen erzielen können wie konventionelle Geldanlagen zunächst weitgehend inhaltsleer. Die spannende Frage ist, ob ein hochselektiv zusammengesetztes Portfolio aus ethischen Investments genauso hohe risikobereinigte Renditen erzielen kann wie ein konventionell zusammengesetztes Portfolio. Um diese Frage zu klären, wäre es unseres Erachtens vielversprechend, den Zusammenhang zwischen verschiedenen bekannten Risikofaktoren und verschiedenen Arten von ethischen Investments näher zu erforschen. Unsere Hypothese dabei ist, dass ethisches Investieren keinen isolierbaren Risikofaktor darstellt, von dem eine systematische Risikoprämie zu erwarten ist, sondern dass sich hochselektives ethisches Investieren als eine Anlagestrategie verstehen lässt, bei der verschiedene bekannte Risikofaktoren übergewichtet werden und somit gleichzeitig der Gesamtmarkt (im Sinne einer konventionellen Benchmark) eine Untergewichtung erfährt. Mit einer solchen Investitionsstrategie gleich gute oder sogar bessere risikobereinigte Renditen zu erzielen wie mit konventionellen Investitionsstrategien kann durchaus möglich sein, stellt allerdings hohe Anforderungen an das Risikomanagement, da die Möglichkeiten zur Risikoreduktion eingeschränkt sind.

### *Literatur*

- Baker, Malcolm et al., Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly, in: *Financial Analyst Journal*, 67 (1), 2011, 40–54.
- Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, in: *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, 3–56.
- Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., A five-factor asset pricing model, in: *Journal of Financial Economics*, 116 (1), 2015, 1–22.
- Haugen, Robert A. / Baker, Nardin L., The efficient market inefficiency of capitalization-weighted stock portfolios, in: *Journal of Portfolio Management*, 17 (3), 1991, 35–40.

- Markowitz, Harry M., Portfolio Selection, in: *The Journal of Finance*, 7 (1), 1952, 77–91.
- May, Stefan, *Portfoliotheoretische Grundlagen der Wertpapierberatung*, in: *Arbeitsberichte – Working Papers der HAW Ingolstadt*, 22, 2012.
- Pinner, Wolfgang, *Ethische Investments – Rendite mit «sauberen» Fonds*, Wiesbaden 2003.
- Ross, Stephen A., The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: *Journal of Economic Theory*, 13 (3), 1976, 341–360.
- Sharpe, William F., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *The Journal of Finance*, 19 (3), 1964, 425–442.
- Sharpe, William F., The Arithmetic of Active Management, in: *The Financial Analysts' Journal*, 47 (1), 1991, 7–9.
- Sloan, Richard G., Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?, in: *The Accounting Review*, 71, 1996, 289–315.
- Steiner, Manfred et al., *Wertpapiermanagement – Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung*, Stuttgart 2012.
- Stüttgen, Manfred, *Ethisch investieren. Chancen und Grenzen moralisch begründeter Geldanlage*, Frankfurt a. M. 2014.
- von Wallis, Miriam / Klein, Christian, Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, in: *Business Research*, 8, 2015, 61–98.