

Fokus Nachhaltigkeit

Nachhaltigkeitsanalyse als Alpha-Quelle?



Inhalt

Einleitung

3

Mit Mehrwert nachhaltig Anlegen

Nachhaltige Anlagen bei der Zürcher Kantonalbank

6

Am Markt seit 1996

8

Fokus Branchenleader-Analyse

10

Branchenleader: Beispiel J Sainsbury

12

Fokus Innovatoren-Analyse

14

Innovator: Beispiel Meyer Burger

Forschungsprojekt der Zürcher Kantonalbank und des CCRS

17

Forschung zu Nachhaltigkeit und finanzieller Performance

18

Grundlagen moderner Performance-Messung

Forschungsergebnisse

22

Ergebnisse für europäische Branchenleader der Zürcher Kantonalbank

25

Ergebnisse für europäische Innovatoren der Zürcher Kantonalbank

28

Fazit

Anhang

31

Glossar/Ansprechpartner

Impressum

Herausgeberin Zürcher Kantonalbank **Autoren** René Nicolodi **Redaktion** Othmar Köchle **CCRS-Autoren** Urs von Arx, Janick Mollet, Dragan Ilic
Gestaltung Denon Corporate Publishing **Bildquellen** Fotolia, Istockphoto, Getty Images **Druck** FO Fotorotar **Auflage** 500 **Kontakt** rene.nicolodi@zkb.ch
Copyright © Zürcher Kantonalbank 2011

Disclaimer

Diese Studie wurde nicht vom Research der Zürcher Kantonalbank erstellt, sondern von der Organisationseinheit Asset Management, und untersteht somit nicht den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Mit Mehrwert nachhaltig Anlegen

Die aktuelle Wirtschaftskrise stellt Nationen, Unternehmen und Investoren vor enorme Herausforderungen. Gleichwohl bieten Krisen auch die Möglichkeit, Bestehendes zu hinterfragen und Richtungswechsel anzustreben. Das scheint besonders in der aktuellen Zeit notwendig zu sein, um verlorenes Vertrauen und Stabilität zurückzugewinnen. Wie die «Harvard Business Review» schon im Nachgang zur Finanzkrise 2008 festgestellt hat, ist der Vertrauensverlust zwischen Gesellschaft und Wirtschaft ein schwer greifbares Risiko, das es nicht zu unterschätzen gilt. Das Bedürfnis nach Geschäftsmodellen, die verschiedene Interessen von Anspruchsgruppen berücksichtigen und einen gesellschaftlichen Nutzen generieren, hat in den letzten Jahren stetig zugenommen. Vielleicht ist gerade deshalb Nachhaltigkeit inzwischen ein nahezu inflationär gebrauchter Begriff geworden.

Die Zürcher Kantonalbank hat Nachhaltigkeit als integriertes Geschäftsprinzip und im Leistungsauftrag fest verankert. Zweck dieses Auftrages ist es, als verantwortungsvoll handelnde Bank die Grundsätze der Nachhaltigkeit zu beachten. Für die Zürcher Kantonalbank bedeutet dies, erfolgreiches wirtschaftliches Handeln und verantwortungsvollen Umgang mit Umwelt und Gesellschaft in Einklang zu bringen – auch im Anlagebereich. Bereits seit 1996 ist die Zürcher Kantonalbank mit einem der ersten Nachhaltigkeits-Researchteams und einem dedizierten Portfoliomanagement eine führende Anbieterin nachhaltiger Anlagelösungen für private und institutionelle Investoren. Als eine der ersten Universalbanken in

Europa hat die Zürcher Kantonalbank 2009 die UNO Prinzipien für verantwortliches Investieren (PRI) unterzeichnet und sich langfristig nachhaltigen Zielvorstellungen im Anlagebereich verschrieben. Ende September 2011 haben 920 Institute weltweit, die ein Anlagevolumen von über 30 Billionen US-Dollar vereinen, die Prinzipien unterzeichnet und lassen sich daran messen. Fünf Jahre nach der Gründung der PRI hat die Integration von Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance (ESG)-Faktoren im Anlagebereich deutlich an Bedeutung gewonnen.

Ein gutes Grundlagenwissen ist eine zentrale Voraussetzung für die Berücksichtigung von ESG-Faktoren im Anlagebereich. Ein aktueller Bericht des europäischen Dachverbands nachhaltiger Anlagen (Eurosif) unterstreicht, dass neben dem fehlenden Nachhaltigkeitsverständnis im Anlagebereich auch das geringe Wissen über die Rendite- und Risikozusammenhänge von ESG-Faktoren relevante Anwendungsbarrieren für eine breitere Integration im Anlagebereich sind.

Vor diesem Hintergrund hat die Zürcher Kantonalbank mit dem Center für Nachhaltigkeit und unternehmerische Verantwortung der Universität Zürich (CCRS) ein Forschungsprojekt vorangetrieben mit dem Ziel, den Zusammenhang zwischen unternehmerisch nachhaltigem Handeln und Aktienperformance zu ergründen. Die gewonnenen, wissenschaftlichen Erkenntnisse unterstützen und ergänzen die Kerneergebnisse verschiedener Studien, die in den letzten Jahren zum Thema veröffentlicht wurden:

1. Die Selektion nach strengen ESG-Faktoren in Anlageentscheiden ermöglicht die Erzielung eines marktkonformen Renditepotenzials.
2. Bei klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen besteht phasenweise ein statistisch signifikanter positiver Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Rendite.

Die Performance-Erkenntnisse der Forschungsarbeit sind äusserst wertvoll, weil der Nachhaltigkeitseinfluss aufgrund der Anwendung eines Mehrfaktorenmodells weitgehend isoliert wurde. Das Modell, welches das CCRS für den europäischen Aktienmarkt umfassend anwenden konnte, erlaubt einen direkten Vergleich zwischen Aktienportfolios, die sich im Wesentlichen nur durch den Faktor Nachhaltigkeit unterscheiden. Die aktuellen Erkenntnisse sind entsprechend erklärungsstärker als eine vereinfachte Renditebetrachtung. Diese Publikation erläutert zunächst die Grundlagen der Nachhaltigkeitsanalyse von Aktien bei der Zürcher Kantonalbank. Darauf aufbauend werden die Grundlagen moderner Performance-Messungen erläutert und die Kernergebnisse der ökonometrischen Untersuchung dargelegt.

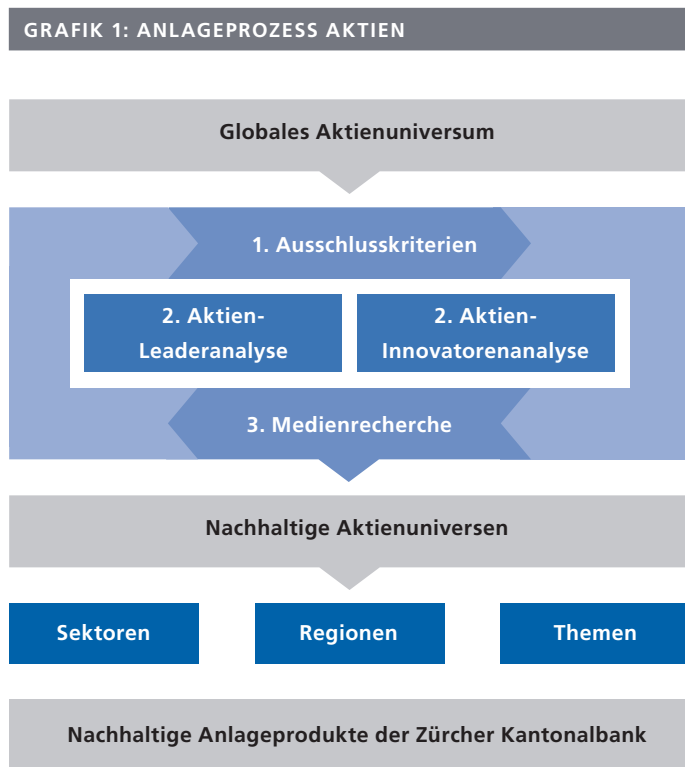
René Nicolodi
Leiter Nachhaltige Anlagen im
Zürcher Kantonalbank Asset Management



René Nicolodi ist Leiter Nachhaltige Anlagen im Asset Management der Zürcher Kantonalbank. Die Abteilung umfasst zwölf Spezialistinnen und Spezialisten, die sich in zwei interdisziplinären Teams auf Seite Research und Portfoliomanagement mit nachhaltigen Anlagen im Aktien- und Obligationenbereich befassen.



Am Markt seit 1996



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

Die Zürcher Kantonalbank blickt auf eine langjährige Erfahrung im Bereich nachhaltige Anlagen zurück. Bereits seit 1996 erstellt ein Researchteam Analysen und Bewertungen von Unternehmen nach Nachhaltigkeitskriterien. Das Team ist organisatorisch ins Asset Management integriert und kann von einer vernetzten Arbeitsweise mit einem dedizierten Portfoliomanagementteam für nachhaltige Anlageprodukte profitieren. Die insgesamt zwölf Spezialistinnen und Spezialisten des Bereichs nachhaltige Anlagen, die gemeinsam Anlagelösungen der Zürcher Kantonalbank betreuen, entwickeln somit hochwertige Produkte aus einer Hand. Auf der Grundlage eines systematischen Anlageprozesses, der Nachhaltigkeitsanalyse und Portfoliomanagement glaubwürdig kombiniert, werden verschiedene Aktien- und Obligationenprodukte bewirtschaftet. Im Folgenden werden die wesentlichen Schritte des Analyseverfahrens für Aktien kurz erläutert.

1. Ausschlusskriterien

Ausgehend von einem globalen Aktienuniversum sorgt ein Set von Ausschlusskriterien dafür, dass keine Anlagen in Unternehmen getätigt werden, die zu den grössten Umweltproblemen und sozialen Risiken beitragen. Dabei wird ein hundertprozentiger Verzicht auf solche Tätigkeiten gefordert, was auch für Tochterunternehmen gilt. Ausschlusskriterien können sich über die Zeit ändern. Deshalb wird die Gültigkeit der Ausschlusskriterien regelmässig überprüft.

2. Analyse von Branchenleadern und Innovatoren

Im zweiten Schritt erfolgt eine Analyse nach Nachhaltigkeitskriterien weltweit für grosskapitalisierte Branchenleader sowie für klein- und mittelkapitalisierte Innovatoren. Die Branchenleaderanalyse bestimmt die nachhaltigsten Vertreter pro Industriegruppe und Weltregion, während die Innovatoranalyse attraktive klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen identifiziert, die mit ihren Produkten und Dienstleistungen in relevanten Nachhaltigkeitsthemen einen positiven Beitrag liefern.

3. Regelmässige Medienrecherche

Auch ein aufwändiges Analyseverfahren kann nicht garantieren, dass ein Unternehmen in keinen problematischen Vorfall verwickelt ist. Im dritten Schritt wird deshalb vor jeder Aufnahme in das Anlageuniversum eine ausführliche Medienrecherche durchgeführt, die dieses Risiko minimieren soll. Ein Reputationsrisikobarometer erfasst zudem Kritiken und die Exposition eines Unternehmens gegenüber sensitiven Themen. Somit verifiziert die Medienrecherche die vorhergehende Nachhaltigkeitsanalyse und erlaubt zeitnah Reputationsrisiken zu erkennen.

TABELLE 1: AUSSCHLUSSKRITERIEN

Risiken	Sektoren/Branchen
<i>Klimawandel</i>	<ul style="list-style-type: none">• Förderung fossiler Energieträger• Betrieb fossiler Kraftwerke• Herstellung von Autos und Flugzeugen
<i>Abbau Ozonschicht</i>	<ul style="list-style-type: none">• Herstellung ozonabbauender Substanzen
<i>Rückgang Artenvielfalt</i>	<ul style="list-style-type: none">• Herstellung von langlebigen organischen Schadstoffen (POP)• Forstwirtschaft ohne FSC-Zertifizierung• Fischerei ohne MSC-Label
<i>Kernenergie</i>	<ul style="list-style-type: none">• Kernkraftwerke und atomare Endlager• Hersteller von Kernreaktoren
<i>Gentechnik</i>	<ul style="list-style-type: none">• Freisetzung gentechnisch veränderter Organismen
<i>Soziale Probleme</i>	<ul style="list-style-type: none">• Herstellung von Waffen• Herstellung von Tabak und Raucherwaren

Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

Fokus Branchenleader-Analyse

Was sind Branchenleader?

Das Kernziel der Branchenleader-Analyse ist die Selektion von grosskapitalisierten Unternehmen, die aus ökologischer, sozialer und wirtschaftlicher Sicht in ihrer Industriegruppe und Weltregion fortschrittlich sind. Dieser Ansatz wird auch Best-in-Class genannt. Das bedeutet nicht, dass Branchenleader kein Verbesserungspotenzial aufweisen oder frei von Kontroversen im Umwelt-, Sozial- oder Corporate Governance (ESG)-Bereich sind. Objektiv betrachtet gehen Branchenleader mit dem Thema Nachhaltigkeit insgesamt besser um und haben es effektiver in der Unternehmensstrategie verankert.

Researchprozess

Was macht einen Branchenleader aus? Diese Frage kann in folgenden drei Schritten erklärt werden: In einem ersten Schritt werden die erwähnten Ausschlusskriterien geprüft, um kritische Bereiche und hohe Reputationsrisiken zu vermeiden. In einem zweiten Schritt werden alle Unternehmen innerhalb einer Branche und Region aufgrund von rund 50 ESG-Faktoren verglichen. Diese quantitative Analyse zahlreicher Datenpunkte erlaubt eine ganzheitliche und vergleichbare sowie sektorspezifische Bewertung der Nachhaltigkeitsleistung von rund 3000 grosskapitalisierten Unternehmen weltweit.

Im dritten Schritt wird die Branchenleader-Analyse mit einer vertieften Produkt- und Branchenanalyse abgeschlossen. Dabei beurteilt der zuständige Analyst ausschliesslich branchenspezifische Aspekte. Erst nach diesen drei Prüfungsstufen qualifizieren sich rund 25 Prozent der Unternehmen pro Industriegruppe und Region als Branchenleader. Welche Faktoren und Themen werden aber in den drei Bereichen der Nachhaltigkeit analysiert?

Umweltbereich (Environmental)

Gesetzliche Änderungen können dazu führen, dass Unternehmen vermehrt für externe Kosten aufkommen müssen, die sie durch ihre Umweltbelastungen verursachen. Deshalb werden Daten bezüglich der Umweltbelastung (z.B. CO₂-Emissionen, Energiever-

brauch) aus Investorensicht immer wichtiger. Im Fokus stehen zudem Informationen zu Umweltmanagementsystemen, Klimawandelrisiken und ökologische Anforderungen entlang der Zuliefererkette. Unternehmen mit einem guten Umweltmanagementsystem sind besser in der Lage, durch Energieeinsparungen Kosten zu minimieren, Risiken zu erkennen oder ressourceneffizient Produkte herzustellen.

Sozialbereich (Social)

Im Sozialteil der ESG-Analyse stehen Themen wie beispielsweise Arbeitsbedingungen, Mitarbeitervielfalt, Menschenrechte und der Umgang mit verschiedenen Interessengruppen im Vordergrund. Die Mitarbeiterzufriedenheit und generell das Vermeiden von Reputationsschäden können einen Einfluss auf das langfristige Bestehen (licence to operate) und auf den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens haben. Unternehmen mit höheren sozialen Standards und Geschäftsmodellen, die einen gesellschaftlichen Nutzen erbringen, schaffen Vertrauen und bieten langfristig orientierten Investoren mehr Sicherheit.

Corporate Governance (Governance)

Gute Unternehmensführung bildet die Grundlage für eine stabile Entwicklung, die im langfristigen Interesse der Investoren sowie weiterer Anspruchsgruppen ist. Eine Vielzahl von empirischen Studien unterstützt die These, dass die Berücksichtigung von Corporate Governance eine stetigere und überdurchschnittliche Wertentwicklung begünstigt. Insgesamt wurde gute Unternehmensführung vielfach als signifikanter Anlageaspekt identifiziert. Es besteht ein breiter Konsens, dass eine systematische Corporate-Governance-Beurteilung ein wichtiges Element für Investitionsentscheidungen ist.

GRAFIK 2: BRANCHENLEADER-AUSWAHL



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

Branchenleader: Beispiel J Sainsbury

Industrie	Einzelhandel
Mitarbeitende	150 000
Land	Grossbritannien
Umsatz (Mrd. GBP)	22,9
Mcap (Mrd. GBP)	5,5
Nachhaltigkeitsrating	A (von C bis AAA)

Profil

J Sainsbury (Sainsbury) ist einer der grössten Nahrungsmittelinzelhändler Grossbritanniens mit rund 16 Prozent Marktanteil. Er betreibt 934 Filialen, davon sind 557 Supermärkte und 377 Convenience-Geschäfte. Das Unternehmen ist in zwei Bereiche gegliedert: die Sainsbury-Supermarktkette und die Sainsbury's Bank.

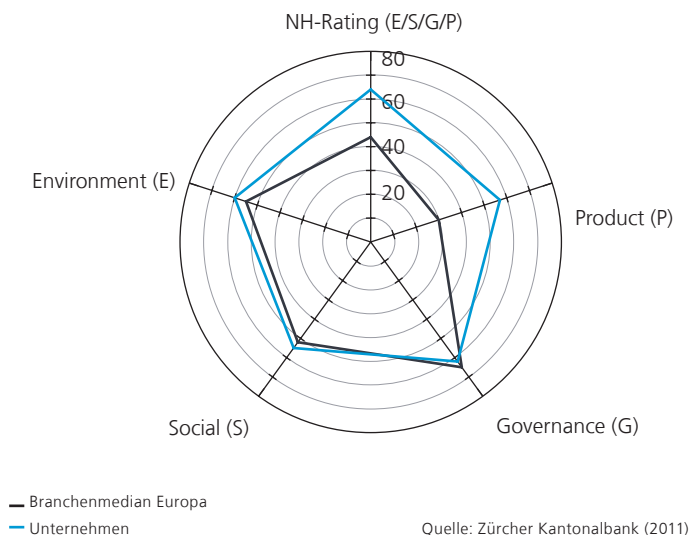
Stärken

Die oberste Verantwortung für Umwelt- und Sozialaspekte wird durch ein Nachhaltigkeitskomitee, bestehend aus zwei Verwaltungsräten und dem CEO, getragen. Weitere Fachausschüsse für die fünf Kernbereiche werden durch das operative Management geleitet. Rund 50 Prozent aller Produkte (etwa 30 000 an grossen Verkaufsstandorten) sind Eigenmarkenprodukte, die von Lieferanten im Auftragsverhältnis hergestellt werden. Sainsbury fördert regionale Produkte und vertreibt unter der Marke «Sainsbury's SO organic» über 450 Bioprodukte. Mit einem Umsatz von 280 Millionen Pfund und über 800 Produkten ist Sainsbury gemäss der Fairtrade Foundation der weltweit grösste Retailer für Fairtrade-Produkte (25 Prozent Marktanteil in Grossbritannien). Sehr erfolgreich ist das Unternehmen beim Absatz von Fischen und Meeresfrüchten aus nachhaltiger Fischerei (MSC*). Allein 2009/10 konnte der Umsatz auf 62 Millionen Pfund gesteigert werden (+ 65 Prozent im Vorjahresvergleich). Bis 2012 hat sich Sainsbury zum Ziel gesetzt, den CO₂-Fussabdruck pro Quadratmeter Verkaufsfläche um 25 Prozent gegenüber 2005/06 zu senken. Davon waren bis Mitte 2010 rund 14 Prozent erreicht. Mit einem ambitionierten Filialentwicklungsprogramm plante das Unternehmen, bis Ende 2010 rund 6500 neue Arbeitsplätze zu schaffen.

Verbesserungspotenzial

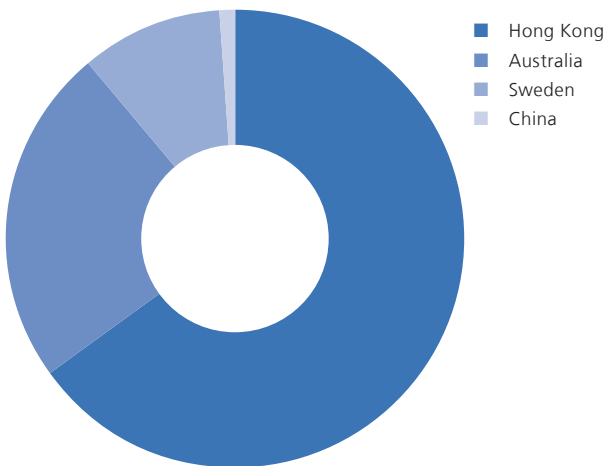
Abfälle von nicht verkauften Produkten sind für Einzelhändler ein grösserer Problembereich. Diesbezüglich hat sich Sainsbury zum Ziel gesetzt, keine Abfälle mehr auf Deponien zu entsorgen. Bis Ende 2011 will das Unternehmen zudem den durchschnittlichen Frauenanteil in der Filialleitung auf 20 Prozent steigern.

NACHHALTIGKEITSANALYSE



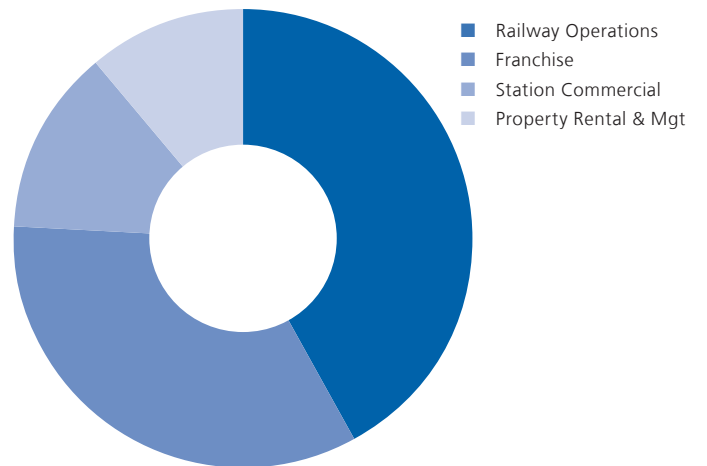


GEOGRAFISCHE POSITIONIERUNGEN (UMSATZ)



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

GESCHÄFTSBEREICHE (UMSATZ)



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

Fokus Innovatoren-Analyse

Was sind Innovatoren?

Innovatoren sind klein- bis mittelkapitalisierte Unternehmen, die innovative Produkte und Dienstleistungen herstellen, welche zur direkten Lösung von langfristigen Herausforderungen im Umwelt- und Sozialbereich einen substantziellen Beitrag leisten. Innovatoren erschliessen damit interessante Alternativen zu Branchen, die von den strengen Ausschlusskriterien betroffen sind. Die breit angelegten Anforderungen für grosskapitalisierte Branchenleader sind für klein- oder mittelkapitalisierte Firmen meist nicht geeignet. Mit der Innovatorenanalyse kommt deshalb ein spezifisches Verfahren für klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen zur Anwendung, das unter Beachtung der Ausschlusskriterien einen expliziten Themenfokus hat. Welches aber sind die aus Nachhaltigkeitssicht relevanten Themen, die langfristig auch aus Anlagesicht zu beachten sind?

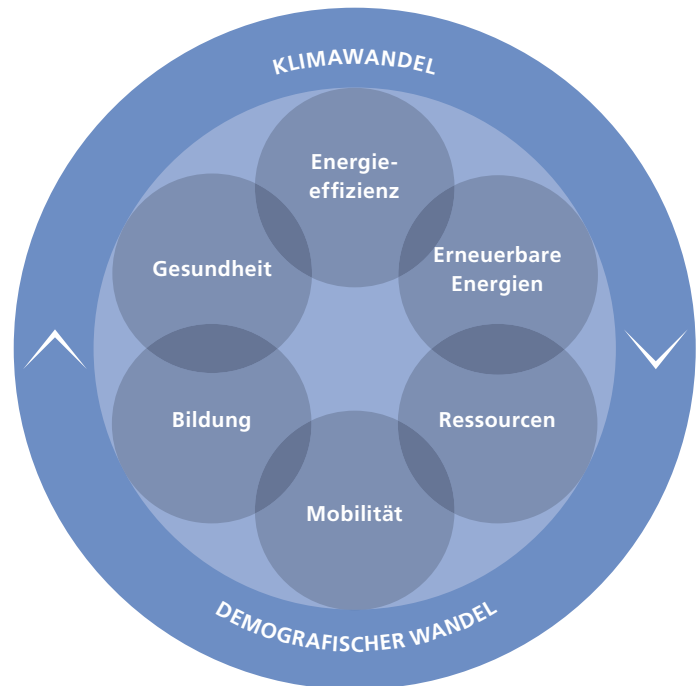
Demografie und Klimawandel als Themen der Zukunft

In der Schweiz dürften im Jahr 2035 rund neun Millionen Menschen leben, auf der Welt bis zum Jahr 2050 über neun Milliarden: Der demografische Wandel stellt unsere Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft vor grosse langfristige Herausforderungen. Das globale Bevölkerungswachstum führt zu einer steigenden Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und belastet die natürlichen Ressourcen und die Umwelt zunehmend. Gleichzeitig werden die Fragen zum Klimawandel und zur Energieversorgung immer dringlicher und erhalten grosse politische und wirtschaftliche Bedeutung. Somit bergen Klimawandel und demografische Entwicklungen Risiken, aber auch Chancen.

Researchprozess

Vor dem Hintergrund von Klimawandel und Demografieentwicklung hat das Nachhaltigkeitsresearch der Zürcher Kantonalbank sechs langfristige Themenfelder identifiziert, die zur erfolgreichen Bewältigung der Herausforderungen ausschlaggebend sind und am meisten von den sich bietenden Chancen profitieren. Für eine nachhaltige Entwicklung ist beispiels-

GRAFIK 3: LANGFRISTIGE HERAUSFORDERUNGEN



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

GRAFIK 4: INNOVATORENTHEMEN



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

weise gerade in aufstrebenden Volkswirtschaften der Zugang zu bezahlbarer Gesundheitsversorgung und zu Bildung eine entscheidende Voraussetzung. Im Bereich Energie sind erneuerbare Energien und vor allem die Steigerung der Energieeffizienz für Versorgungssicherheit, Risikominimierung und die Bekämpfung des Klimawandels essenziell. Angesichts einer zunehmenden Ressourcenknappheit erhalten Recycling und Rohstoffeffizienz, etwa mit Wasser sparenden Technologien und Produkten, ein grösseres Gewicht und sind bereits heute interessante Anlagethemen. Zu einer nachhaltigeren Mobilität führen beispielsweise die Elektrifizierung der Antriebe oder die Förderung des öffentlichen Verkehrs und des Langsamverkehrs.

Aus Anlagesicht sind klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen, die sich fokussiert in einem Themen-

bereich befinden, stärker von der vorherrschenden Wirtschaftslage beeinflusst, von Einzelereignissen geprägt und von politischen Rahmenbedingungen abhängig. Das Verständnis für die einzelnen Themenbereiche und deren Segmentierung ist ausschlaggebend, um Chancen zu erkennen und aus Anlagesicht langfristig erfolgreich in nachhaltige Innovatoren zu investieren.

Innovator: Beispiel Meyer Burger

Industrie	El'tech. Einrichtungen
Mitarbeitende	1530
Land	Schweiz
Umsatz (Mio. CHF)	826
EPS (CHF)	2,22
Mcap (Mio. CHF)	1021
Free Float (%)	96

Innovatorenkategorie	Nachhaltigkeitsbeitrag
■ Energie	■ Klima/Luft
□ Ressourcen	□ Biodiversität
□ Ernährung/Konsum	□ Wasser
□ Mobilität	□ Ressourceneffizienz
□ Dienstleistungen	□ Bildung/Gesundheit
	□ Nord-/Süd-Verhältnis

Profil

Meyer Burger Technology ist ein spezialisierter Maschinen- und Systemanbieter für die Photovoltaik. Ausgehend von der Trenntechnologie ist das Unternehmen mittlerweile entlang der ganzen Photovoltaik-Wertschöpfungskette ab Wafer tätig. Dazu gehören auch Zell- und Modulproduktionsanlagen. Ein Grossteil der Produktion wird nach Asien verkauft (76 Prozent des Umsatzes).

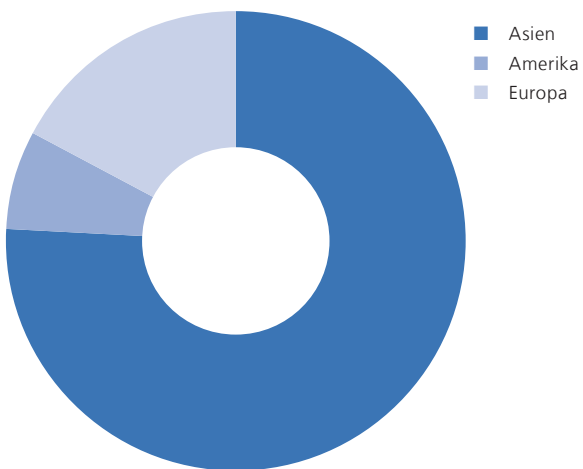
Stärken

Zu Beginn lag der Fokus auf der Bearbeitung von dünnsten Wafer aus Silizium, Saphir oder anderen Kristallen, u.a. für die Herstellung von Solarmodulen. Die Tätigkeiten der Gruppe umfassten dabei Trenntechnologien mittels Draht-, Band- und Trennsägen, Präzisionsmess- und Sortieranlagen für Solarwafer, Wafer-Handling und Automationstechnologie, Automations- und Robotiksysteme. Durch die Integration von 3S (2010) kamen in den Bereichen Zelle und Module weitere Schritte der Wertschöpfungskette hinzu. Mit der Übernahme von Roth & Rau 2011 wurden die Fähigkeiten im Zellbereich nochmals deutlich erweitert und decken nun Wafer, Zellen und Module ab.

Die Strategie von Meyer Burger zielt nun darauf ab, die einzelnen, qualitativ hochstehenden Komponenten für die Kunden als abgestimmtes Angebot bereitzustellen. Kernziel ist es, die Kosten für die Kunden und schliesslich die Kosten pro produzierte Kilowattstunde Solarelektrizität für den Endkunden auf Netzparität und darunter zu senken. Mit dem Verkauf von Diamantdraht will das Unternehmen zudem eine Erweiterung des Geschäfts erreichen und von den Effizienzgewinnen der Kunden profitieren. Meyer Burger hat den Hauptsitz in der Schweiz. 76 Prozent des Umsatzes erwirtschaftet das Unternehmen in Asien, vorwiegend in China, Taiwan und Korea. Aber auch Indien und die USA werden zunehmend zu respektablem Absatzmärkten. Meyer Burger hat nach wie vor einen hohen Marktanteil im Bereich der Trenntechnologien für Solarwafer. Das Unternehmen hat einen exzellenten Kundenstamm und beliefert die namhaftesten PV-Hersteller.

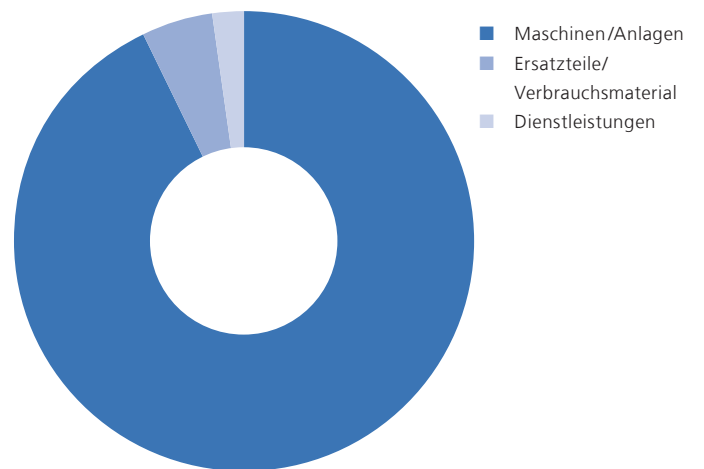


GEOGRAFISCHE POSITIONIERUNGEN (UMSATZ)



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

GESCHÄFTSBEREICHE (UMSATZ)



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)



Forschung zu Nachhaltigkeit und finanzieller Performance

CCRS

Das Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) ist ein Institut an der Universität Zürich. Als solches ist es wissenschaftlichen Grundsätzen verpflichtet und arbeitet mit hoher Qualität und Unabhängigkeit. Getragen wird das CCRS von einer Stiftung, welche zu zwei Dritteln durch die Wirtschaft finanziert wird. Als von der Wirtschaft getragenes Institut bearbeitet das CCRS praxisrelevante Fragestellungen und arbeitet Forschungsergebnisse so auf, dass sie der Praxis dienen.

Arbeitsschwerpunkte des CCRS sind die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen und ihr Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung sowie die besondere Rolle des Finanzsektors und des Staates in Bezug auf eine nachhaltige Entwicklung. Im Vordergrund stehen Arbeiten zur finanziellen Performance nachhaltiger Kapitalanlagen, zu finanziellen Aspekten der Nachhaltigkeit von Immobilien und zu Kriterien für die nachhaltige Unternehmensführung. Im Anlagebereich hat das CCRS umfangreiche Datenbanken mit Finanzkennzahlen und Nachhaltigkeitskriterien erarbeitet und empirische Modelle zur Wirkung von Nachhaltigkeitskriterien auf die Performance angewendet.

Weitere Informationen: <http://www.ccrs.uzh.ch/>

In Zusammenarbeit mit Unternehmen im Nachhaltigkeitsbereich erforscht am CCRS eine Gruppe von mittlerweile fünf Wissenschaftlern seit mehreren Jahren den empirischen Zusammenhang zwischen verschiedenen Indikatoren zu Nachhaltigkeit und der finanziellen Performance von börsenkotierten Unternehmen. Für diese Analysen wird eine Vielzahl ökonomischer Methoden verwendet. Untersucht wurde beispielsweise, wie sich die Aufnahme in einen Nachhaltigkeits-Aktienindex auf die Performance der entsprechenden Aktien auswirkt. Des Weiteren wurde der Zusammenhang zwischen Menschenrechtsverletzungen und Aktienperformance analysiert. Dabei ist das CCRS auf internationaler Ebene mit anderen Forschungsinstituten, die auf dem Gebiet der empirischen Untersuchung von Nachhaltigkeit und Finanzmarktperformance forschen, sehr gut vernetzt.

Forschungsprojekt CCRS – Zürcher Kantonalbank

Im Rahmen eines Nationalfondsprojekts und eines Projekts in Kooperation mit der Zürcher Kantonalbank, getragen von der Kommission für Technologie und Innovation des Bundes (KTI), hat das CCRS internationale Risikofaktoren basierend auf Size, Value/Growth und Momentum für ein grösstmögliches Aktienuniversum erarbeitet. Diese Risikofaktoren sind eine entscheidende Voraussetzung, um moderne Performance-Analysen von nachhaltigen Aktienportfolios durchzuführen und damit relevante Performance-Zusammenhänge zu erkennen. Die Erkenntnisse, die aus wissenschaftlicher Sicht gewonnen werden, bieten solide Grundlagen für Weiterentwicklungen in der Praxisumsetzung nachhaltiger Anlagestrategien. In den folgenden Abschnitten werden zunächst die Grundlagen moderner Performance-Messungen erläutert und danach die Kernergebnisse für die analysierten Aktienkategorien Branchenleader und Innovatoren dargestellt.

Grundlagen moderner Performance-Messung

CAPM-Modell als Ausgangslage

Ein direkter Vergleich von Portfoliorenditen ignoriert systematische Risiken, welche den betrachteten Portfolios zugrunde liegen können. Höhere Renditen gehen im Allgemeinen mit höheren Risiken einher, deshalb liefern erst risikoadjustierte Renditen die Grundlage für systematische Performance-Vergleiche. Für die Performance-Messung von Portfolios hat sich in der klassischen Finanzmarkttheorie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) etabliert, das auf frühe Arbeiten von Markowitz, Sharpe und Lintner zurückgeht. Der Grundgedanke besteht darin, dass der erwartete Ertrag einer risikobehafteten Anlage allein vom unternehmensspezifischen Beta zur Rendite des Gesamtmarktes bestimmt wird. Das Beta entspricht in diesem Sinn dem systematischen Risiko, beziehungsweise dem Marktrisiko. Das Beta, welches empirisch in der Regel Werte zwischen 0 und 2 annimmt, gibt an, wie stark die betreffende Aktie mit dem Markt schwankt. Steigt der Markt um 10 Prozent an, so sollte im Schnitt eine Aktie mit einem Beta von 1,5 entsprechend um 15 Prozent ansteigen, eine Aktie mit einem Beta von 0,5 aber nur um 5 Prozent. Diese einfache Aussage des CAPM als klassisches 1-Faktoren-Modell beruht auf der Überlegung, dass Investoren die Risiken, die jeweils mit einzelnen Unternehmen verknüpft sind, durch eine breite Diversifikation eliminieren können. Während im 1-Faktoren-Modell das Beta das systematische Marktrisiko erfasst, entspricht die geschätzte Regressionskonstante des Modells der sogenannten Überschussrendite, auch Alpha genannt.

Vom 1-Faktoren- zum 4-Faktoren-Modell

In zahlreichen empirischen Arbeiten der siebziger und achtziger Jahre zeigte sich, dass das 1-Faktoren-Modell basierend auf dem CAPM die Wirklichkeit nur unzureichend erklären kann. Neben dem Marktrisiko als hauptsächlich erklärendem Faktor wurden weitere Risikofaktoren identifiziert, welche die Renditeschwankungen von Aktien zusätzlich erklären können. Als aussagekräftigste und für Performance-Messungen heute am meisten verwendete erwiesen sich die folgenden drei zusätzlichen Risikofaktoren:

Size-Faktor (SMB – Small Minus Big)

Berücksichtigt die Firmengrösse anhand der Marktkapitalisierung.

Value-/Growth-Faktor (HML – High Minus Low)

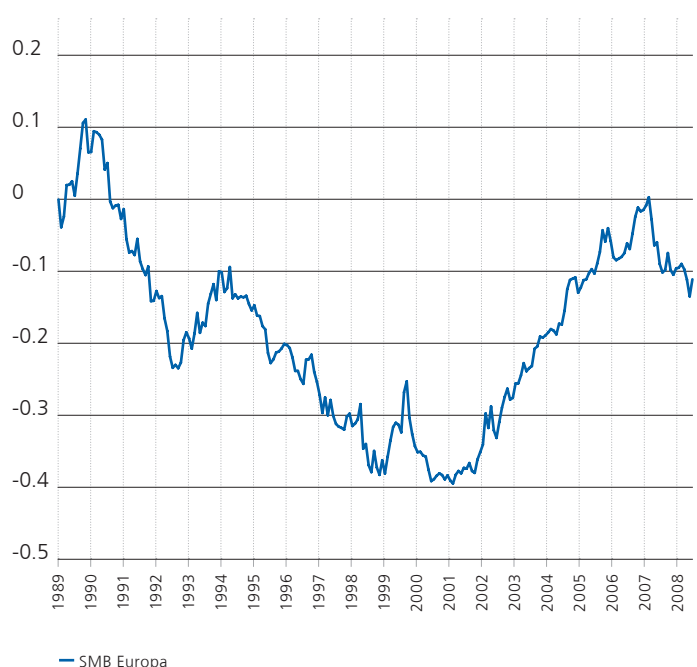
Berücksichtigt anhand des Markt-Buchwert-Verhältnisses, ob es sich um Substanz- oder Wachstumswerte handelt.

Momentum-Faktor (WML – Winners Minus Losers)

Berücksichtigt die relative Performance der Aktien über einen vergangenen Zeitraum (12 Monate).

Die Wirkung dieser drei Faktoren kann sowohl mit theoretischen Überlegungen als auch mit Argumenten aus der Behavioural Finance begründet werden. Für den Size-Faktor wird angenommen, dass Aktien kleinkapitalisierter Unternehmen Konjunkturschwankungen stärker ausgesetzt sind als grosse und breit diversifizierte Unternehmen. Ähnliche Überlegungen

GRAFIK 5: KUMULIERTER SIZE-FAKTOR EUROPA (SMB)



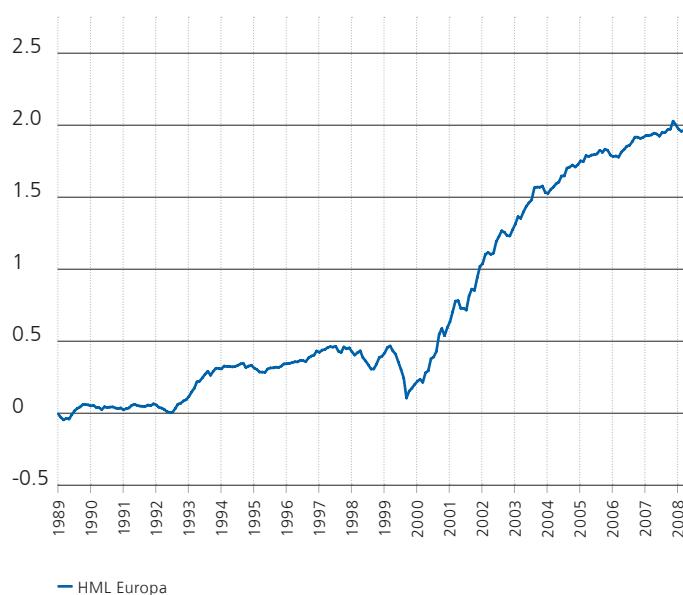
Quelle: CCRS (2011)

gelten für die Unterscheidung von Substanz- und Wachstumswerten. Unter Substanzwerten versteht man Unternehmen, die viel Kapital in teure Produktionsanlagen investiert haben und deshalb anderen konjunkturellen Risiken ausgesetzt sind als Wachstumsfirmen. Aus Sicht der Behavioural Finance meiden somit Investoren in Krisenzeiten sowohl kleinkapitalisierte Unternehmen wie auch Substanzwerte. Für die Existenz des Momentum-Faktors unterstellt die Behavioural Finance ein Herdentrieb-Verhalten. Dieses besagt, dass Investoren auf diejenigen Aktien setzen, welche in den letzten Monaten gut abgeschnitten haben. In einer selbsterfüllenden Prophezeiung führt dies zu einer weiteren Outperformance in den Folgemonaten. Ausserdem ist vorstellbar, dass Unternehmen selbst durchaus «einen guten Lauf» haben und während mehrerer Quartale hintereinander die Schätzungen von Finanzanalysten übertreffen können. Auch im 4-Faktoren-Modell entspricht die Überschussrendite der geschätzten Konstante bzw. dem Alpha. Aufgrund seines umfassenderen Ansatzes lässt dieses Modell im Vergleich zum 1-Faktoren-Modell jedoch schlüssigere Aussagen zu möglichen Überschussrenditen eines Portfolios zu.

Faktorenberechnung für den europäischen Markt

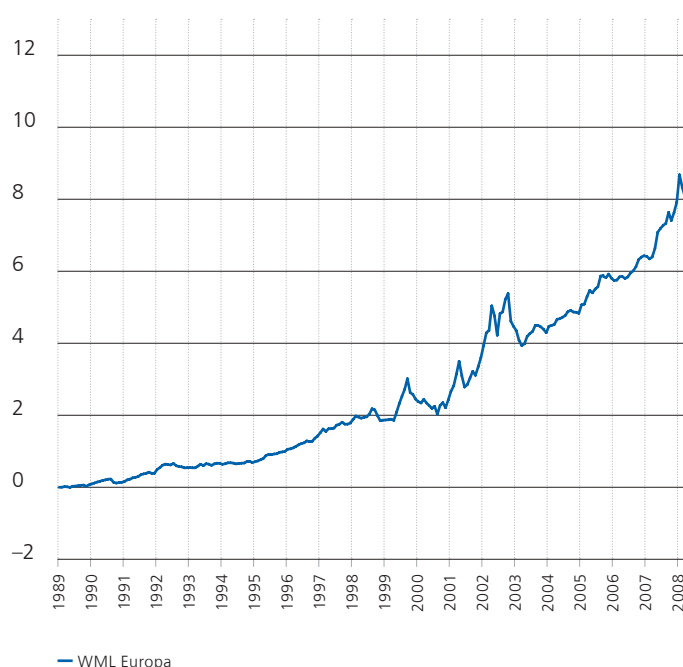
Für eine wissenschaftliche Analyse von konkreten Anlageportfolios stellt sich aus empirischer Sicht die Frage, wie die Kennzahlen für die SMB-, HML- und WML-Faktoren erstellt werden können. Für den amerikanischen Aktienmarkt sind diese Datenreihen vorhanden, doch die entsprechenden Risikofaktoren für den europäischen Aktienmarkt waren bisher nicht in einer vollen Abdeckung verfügbar. Die CCRS-Forscher haben die genannten Risikofaktoren in einem aufwändigen Verfahren auch für Europa berechnet. Dazu wurden alle verfügbaren Finanzkennzahlen zu europäischen Aktien von den Datenbanken Thomson Reuters Datastream und Thomson Reuters Worldscope betrachtet. Mit den umfassenden Informationen zu über 12 000 Unternehmen über einen Zeitraum von 1989 bis 2009 konnte die Berechnung der Risikofaktoren für den europäischen Aktienmarkt ermöglicht werden.

GRAFIK 6: KUMULIERTER VALUE GROWTH-FAKTOR EUROPA (HML)



Quelle: CCRS (2011)

GRAFIK 7: KUMULIERTER MOMENTUM-FAKTOR EUROPA (WML)



Quelle: CCRS (2011)

Size-Faktor Europa (SMB)

Grafik 5 zeigt die Entwicklung des kumulierten europäischen Size-Faktors. Sie zeigt, dass von 1990 bis 2009 über die gesamte Zeitperiode keine Prämie mit einer strategischen Investition in kleinkapitalisierte Aktien (und gleichzeitigem Leerverkauf von grosskapitalisierten Aktien) verdient werden konnte. Im Gegenteil, um die Jahrhundertwende musste zwischenzeitlich eine Unterperformance von etwa 40 Prozent registriert werden. Eine deutliche Erholung kleinkapitalisierter Unternehmen ist hingegen im Zeitfenster zwischen der Jahrhundertwende und dem Ausbruch der Finanzkrise zu beobachten.

Value-/Growth-Faktor Europa (HML)

Eine beträchtliche kumulierte Outperformance von über 180% konnte hingegen im genannten Zeitraum bei einer gezielten Investition in Substanzwerte (und gleichzeitigem Leerverkaufen von Wachstumswerten) erzielt werden. Diese Prämie fiel nach dem Platzen der Technologie- und Wachstumsblase vor allem in den letzten zehn Jahren an (Grafik 6).

Momentum-Faktor Europa (WML)

Extrem mutet die vom kumulierten Momentum-Faktor hervorgerufene Outperformance an (Grafik 7). Mit mehr als 1000 Prozent konnten die sogenannten Winner (Aktien mit überdurchschnittlicher Performance in den jeweils letzten 12 Monaten) die Loser übertreffen. Eine gewisse Vorsicht ist allerdings bei der Interpretation angebracht. Das Portfolio der Winner besteht aus den 30 Prozent der am besten performenden Aktien, dasjenige der Loser aus den 30 Prozent der am schlechtesten performenden

Aktien. Diese beiden Portfolios enthalten meist mehr als 1000 Aktien und werden jeweils monatlich neu synthetisch zusammengestellt. Dabei muss das Winner-Portfolio gekauft und das Loser-Portfolio leer verkauft werden. Wegen des Leerverkaufs so vieler Aktien und wegen der monatlich neuen Zusammensetzung der Portfolios wird klar, dass dies keine real nachvollziehbare Investmentstrategie ist. Dennoch zeigt die Grafik, wie stark der Effekt wirkt.

Ausgangslage für Portfolioanalysen

Mit Hilfe dieser Risikofaktoren für den europäischen Aktienmarkt wird nun ein Vergleich der Performance zweier Aktienportfolios zulässig. Ansonsten vergleicht man Äpfel und Birnen, weil die Profile der Portfolios womöglich systematische Unterschiede in performancetreibenden Kennzahlen aufweisen. Diese Unterschiede können in der Portfolioanalyse nun genau identifiziert und herausgerechnet werden. Welche Konsequenz hat die Nachhaltigkeitsselektion der Zürcher Kantonalbank für das aktive Portfoliomanagement auf Grundlage der Branchenleader und Innovatoren? Bietet dieses nachhaltige Aktienuniversum eine ähnliche risikoadjustierte Ausgangslage für darauf basierende Portfolios? In der folgenden Analyse gehen wir dieser Frage auf den Grund, indem wir die risikoadjustierten Renditen des nachhaltigen Aktienuniversums der Zürcher Kantonalbank schätzen, zunächst für die Branchenleader und danach für die Innovatoren. Als Grundlage dieser Untersuchung dienen demnach nicht die Renditen von effektiv aufgelegten Fonds, sondern künstlich zusammengesetzte (synthetische) Portfolios auf Grundlage europäischer Aktientitel des Nachhaltigkeitsuniversums der Zürcher Kantonalbank.



Ergebnisse für europäische Branchenleader der Zürcher Kantonalbank

Highlights

- Unter Beachtung des 4-Faktoren-Modells führt die Nachhaltigkeitsanalyse von Branchenleadern nicht zu systematischen Renditeeinbussen und bietet Voraussetzung für ein marktkonformes Renditeziel.
- Die europäischen Branchenleader haben über eine Zeitperiode von 12 Jahren ein Alpha erzielt, das nicht signifikant von null abweicht.
- Ab 2003 resultierte auf der Grundlage eines breiten Portfolios mehrheitlich ein positives Alpha.

Eigenschaften des Branchenleader-Universums

Wie Tabelle 2 zeigt, wurden schon 1998 29 europäische Unternehmen als Branchenleader eingestuft; eine genügend grosse Zahl, um ein diversifiziertes Portfolio zu bilden. Im Laufe der Zeit wuchs diese Zahl auf über 100 an. Die Marktkapitalisierung der Branchenleader war im ganzen Zeitraum sehr hoch, meist höher als diejenige des Durchschnitts der im MSCI Europa enthaltenen Unternehmen. Aktien solcher Unternehmen werden sowohl von vielen traditionellen Finanzanalysten als auch von Nachhaltigkeitsanalysten überwacht. Bei der folgenden Analyse der Branchen-

TABELLE 3: RENDITEN BRANCHENLEADER 1998 – 2009

	2 1/98–4/09	3 1/98–8/01	4 9/01–8/05	5 9/05–4/09
Leader	-0,22	0,18	0,11	-0,98
Markt (EU)	0,29	0,38	1,18	-0,78
Risikoloser Zins	0,31	0,30	0,23	0,39

Durchschnittliche wertgewichtete monatliche Renditen

Quelle: CCRS (2011)

leader werden die Ergebnisse der wertgewichteten Renditen ausgewiesen: Die Rendite einer Aktie eines höher kapitalisierten Unternehmens wird somit proportional stärker gewichtet.

Renditeentwicklung Branchenleader

Spalte 2 von Tabelle 3 zeigt, dass der Zeitraum von Januar 1998 bis April 2009 für Aktienanlagen generell schlecht war. Eine Anlage in einen risikolosen Zins hätte mit 0,31 Prozent im Schnitt pro Monat mehr Rendite erbracht als die 0,29 Prozent von europäischen Aktien. Über diesen ganzen Zeitraum hätte die Anlage in das Branchenleader-Universum der Zürcher Kantonalbank einen monatlichen Verlust von 0,22 Prozent erbracht. Spalte 4 zeigt auf, dass die Renditedifferenz zwischen Markt und Branchenleadern vor allem in der Periode von September 2001 bis August 2005 mit über einem Prozent pro Monat sehr gross war. Die Zahlen von Spalte 5 verdeutlichen gleichzeitig auch die Wertvernichtung, die auf die Finanzkrise von 2007 und 2008 zurückzuführen ist. Wie aber lässt sich die Performance der Branchenleader erklären, und welche positive oder negative Überschussrendite resultiert nach Berücksichtigung des 1- und des 4-Faktoren-Modell?

Überschussrendite aus 1- und 4-Faktoren-Modell

Die Spalten 2 und 3 in Tabelle 4 zeigen die Resultate für die ganze Untersuchungsperiode von Januar 1998

TABELLE 2 : EUROPÄISCHE BRANCHENLEADER

Jahr	Anzahl	Leader*	MSCI Europa*
1998	29	24951	9715
1999	45	20 151	11 657
2000	56	17 253	14 103
2001	62	14 807	11 997
2002	65	10 954	9 899
2003	62	14 029	10 058
2004	71	16 825	13 110
2005	105	16 616	14 405
2006	113	21 658	16 293
2007	113	24 464	19 822
2008	120	9 614	17 010
2009	124	11 420	12 012

* Marktkapitalisierung in Mio. USD

Quelle: CCRS (2011)

TABELLE 4: BRANCHENLEADER-ALPHA IM 1-FAKTOR- UND 4-FAKTOREN-MODELL

	2	3	4	5	6	7	8	9
	1-Faktor	4-Faktor	1-Faktor	4-Faktor	1-Faktor	4-Faktor	1-Faktor	4-Faktor
	1/98–4/09		1/98–8/01		9/01–8/05		9/05–4/09	
Alpha	-0,47*	-0,11	-0,15	-0,13	-1,07**	-0,15	0,03	0,3
Markt-Beta	0,92***	0,81	0,69***	0,48***	1,05***	0,82***	1,13***	0,94***
SMB		-0,52***		-0,79***		-0,65**		-0,4**
HML		0,01		-0,38**		-0,02		0,36
WML		-0,20*		-0,03		-0,1		-0,36**

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Quelle: CCRS (2011)

bis April 2009, wenn das 1-Faktoren-Modell, respektive das erklärungsstärkere 4-Faktoren-Modell als Vergleichsmassstab verwendet werden. Spalte 4 und 5 zeigen die Resultate für eine erste Teilperiode, Spalte 6 und 7 jene für eine zweite, Spalte 8 und 9 für eine dritte Zeitperiode.

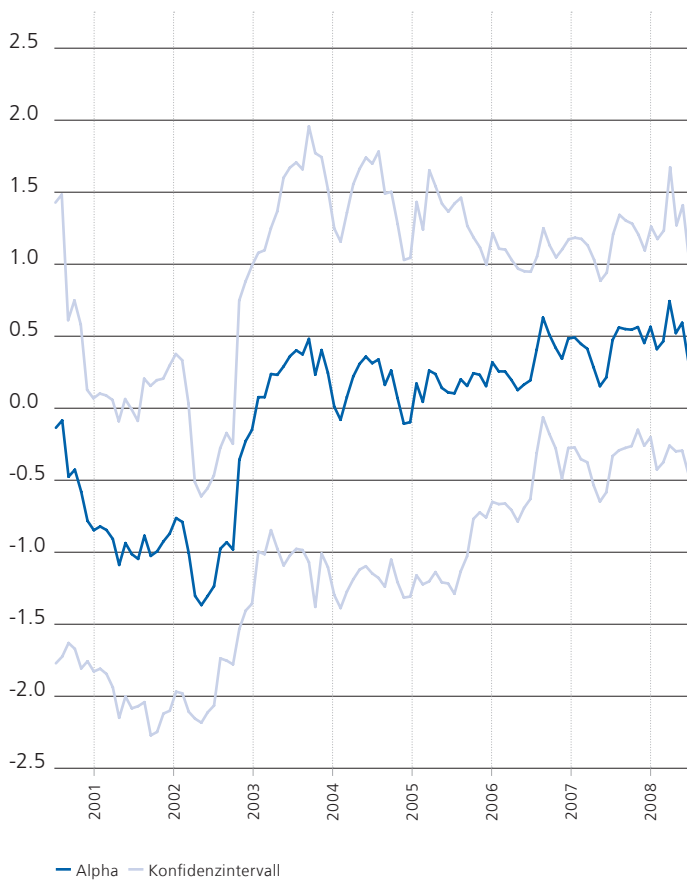
Bei Betrachtung des gesamten Zeitraums fällt auf, dass das Marktbeta des Universums der Branchenleader sowohl bei Verwendung des 1-Faktoren-Modells als auch des 4-Faktoren-Modells meist etwas kleiner als 1 ist (Tabelle 4). Das heisst, dass Branchenleader die vom Gesamtmarkt verursachten Schwankungen nur unterdurchschnittlich mitvollziehen. Beim 1-Faktoren-Modell wird ein signifikant negatives Alpha von 0,47 Prozent pro Monat ausgewiesen. Der Schluss, dass dies voll auf das Selektionsverfahren für Branchenleader zurückzuführen ist, ist jedoch falsch, wenn man die Ergebnisse des 4-Faktoren-Modells betrachtet. Im erklärungsstärkeren Mehrfaktorenmodell reduziert sich das negative Alpha auf nicht signifikante 0,11 Prozent pro Monat. Erwähnenswert ist, dass das Alpha in der letzten Betrachtungsperiode (09/2005 bis 04/2009) einen positiven, allerdings nicht signifikanten Wert von 0,30 Prozent pro Monat erreicht. Fazit: Unter Beachtung des 4-Faktoren-Modells führt die vergleichsweise strenge Nachhaltigkeitsselektion der Branchenleader nicht zu systematischen

Renditeeinbussen und liefert damit Grundlagen für ein marktkonformes Renditepotenzial.

Size-Faktor und Portfoliogrösse als Erklärungsvariablen

Welche systematischen Performance-Aspekte vernachlässigt das 1-Faktoren-Modell? Der Grossteil der Unterperformance gegenüber dem Gesamtmarkt lässt sich im 4-Faktoren-Modell damit begründen, dass das Universum der Branchenleader überdurchschnittlich hoch kapitalisiert ist. Wie die Entwicklung des Size-Faktors (Grafik 5) deutlich aufzeigt, wiesen aber ausgerechnet kleinkapitalisierte Unternehmen von 2005 bis April 2009 eine weit überdurchschnittliche Performance auf. Das Selektionsverfahren des Nachhaltigkeitsresearchs der Zürcher Kantonalbank für Branchenleader jagt mit grösster Wahrscheinlichkeit auch kein Momentum. Im Gegenteil dürfte das Auswahlverfahren dazu führen, dass die besten Performer der Vergangenheit indirekt nur unterdurchschnittlich Eingang ins Branchenleader-Universum finden, was zusätzlich relative Performance gekostet hat. Bei Betrachten der Teilperioden zeigt sich, dass das negative Alpha beim 1-Faktoren-Modell und die Erklärung durch den signifikanten Einfluss des Grössenfaktors vor allem im Zeitraum von September 2001 bis August 2005 sehr stark zu Buche geschlagen hat. Die Zahlen der letzten

GRAFIK 8: BRANCHENLEADER-ALPHA MIT 95 %-KONFIDENZINTERVALL



Quelle: CCRS (2011)

Zeitperiode zeigen sowohl beim 1- wie auch beim 4-Faktoren-Modell ein positives Alpha für die Branchenleader an. Der Erklärungsgehalt beider Modelle ist im letzten Zeitabschnitt besser, was mitunter auf die höhere Anzahl Titel im Branchenleader-Portfolio ab 2004/05 zurückzuführen ist.

Überschussrendite im Konfidenzbereich

Grafik 8 verdeutlicht die zeitliche Entwicklung des Alphas der Branchenleader. Dabei wird das Alpha jeweils über die letzten 36 Monate geschätzt und die Regression jeweils um einen Monat nach vorne verschoben neu berechnet, sogenannten «gerollt». Das erste Alpha kann so für den Januar 2001 errechnet werden. Diese Alphas sind bis in die ersten Monate des Jahres 2003 negativ. In der Folge entwickelte sich das Nachhaltigkeits-Alpha der Branchenleader meist positiv. Zu beachten ist auch, dass die Bandbreite des Konfidenzintervalls gegen Ende deutlich schmaler ist als zu Beginn der Periode. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anzahl der Branchenleader im Zeitablauf deutlich gestiegen ist, was eine stabilere Portfoliozusammensetzung ermöglicht. Das Konfidenzintervall gibt an, in welchem Bereich mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit sich das «wahre» Alpha bewegt.

Ergebnisse für europäische Innovatoren der Zürcher Kantonalbank

Highlights

- Unter Beachtung des 4-Faktoren-Modells hat die Nachhaltigkeitsselektion von Innovatoren ein positives Alpha herbeigeführt.
- Die europäischen Innovatoren haben über eine Periode von über sieben Jahren eine signifikante positive Überschussrendite von 1,78 Prozent pro Monat erzielt.
- In der letzten Zeitperiode zwischen 09/2005 und 04/2009 steigt die Überschussrendite sogar auf statistisch signifikante hohe 2,36 Prozent pro Monat an.

Eigenschaften des Innovatoren-Universums

Erstmals wurden im Jahre 1999 zwei europäische Unternehmen als Innovatoren eingestuft. Bis Ende 2001 blieb die Zahl der Innovatoren im einstelligen Bereich, was aus wissenschaftlicher Sicht noch keine sinnvolle Portfoliobildung ermöglicht. Wie Tabelle 5 zeigt, nahm in den Folgejahren die Zahl der Innovatoren in Europa deutlich zu, von 16 Unternehmen in 2002 auf 77 im Jahre 2009. Innovatoren weisen eine deutlich kleinere Marktkapitalisierung auf als der Durchschnitt der europäischen Unternehmen. Ein

TABELLE 5: EUROPÄISCHE INNOVATOREN

Jahr	Anzahl	Innovatoren*	MSCI Europa*
1999	2	825	11 657
2000	3	3195	14 103
2001	7	1060	11 997
2002	16	332	9 899
2003	17	595	10 058
2004	13	396	13 110
2005	17	777	14 405
2006	30	1178	16 293
2007	45	2288	19 822
2008	75	645	17 010
2009	77	875	12 012

* Marktkapitalisierung in Mio. USD

Quelle: CCRS (2011)

TABELLE 6: RENDITEN INNOVATOREN 2002 – 2009

	2 1/02 – 4/09	3 1/02 – 8/05	4 9/05 – 4/09
Innovatoren	0,74	1,40	0,08
Markt (EU)	0,61	1,80	-0,59
Risikoloser Zins	0,31	0,23	0,39

Durchschnittliche gleichgewichtete monatliche Renditen

Quelle: CCRS (2011)

Innovator kommt im Schnitt nur auf 10 Prozent der Marktkapitalisierung eines im MSCI Europa enthaltenen Unternehmens. In den Marktkapitalisierungen (Tabelle 5) kommt indirekt auch stark der Börsenverlauf zum Ausdruck. Von 2002 bis 2007 stiegen die Kurse europäischer Aktien bekanntlich stark an, um dann in Folge der Finanzkrise massiv einzubrechen.

Renditeentwicklung Innovatoren

Tabelle 6 gibt einen ersten Einblick über die finanzielle Performance der Innovatoren. Diese erzielten von Januar 2002 bis April 2009 eine durchschnittliche Rendite von 0,74 Prozent pro Monat (9,25 Prozent pro Jahr), während die Aktien des europäischen Gesamtmarktes im Vergleich nur 0,61 Prozent (7,57 Prozent pro Jahr) erbrachten. Mit einer Investition in eine risikolose Geldmarktanlage hätte demgegenüber ein Ertrag von 0,31 Prozent (3,78 Prozent pro Jahr) verbucht werden können. Spalte 2 zeigt jeweils die Erträge der Gesamtperiode, Spalte 3 jene für die ersten 44 Monate und Spalte 4 für die zweiten 44 Monate. In den hohen Renditen der ersten Teilperiode drückt sich die Stärke der damals mehrheitlich positiven Börsenentwicklung aus, während der Bärenmarkt der Finanzkrise vor allem im negativen Ertrag von 0,59 Prozent des europäischen Marktes deutlich sichtbar wird. Um der Heterogenität der Innovatoren Rechnung zu tragen, werden gleichgewichtete Portfoliorenditen betrachtet. Die Ergebnisse für den wertgewichteten Fall unterscheiden sich jedoch nicht substantiell. Wie lässt sich die herausragende

Performance der Innovatoren erklären, und welche positive oder negative Überschussrendite resultiert nach Berücksichtigung des 1- und des 4-Faktoren-Modells?

Überschussrendite aus 1- und 4-Faktoren-Modell

Die Spalten 2 und 3 in Tabelle 7 geben die Resultate für die ganze Untersuchungsperiode von Januar 2002 bis April 2009 wieder, wenn das 1-Faktoren-Modell, respektive das erklärungsstärkere 4-Faktoren-Modell, als Vergleichsmaßstab verwendet werden. Die Resultate werden wiederum für beide Modelle in zwei Teilperioden ausgewiesen.

Bei Verwendung des 1-Faktoren-Modells resultiert eine monatliche Überschussrendite von 0,29 Prozent pro Monat (3,54 Prozent pro Jahr oder 28,9 Prozent über die Gesamtperiode). Diese ist allerdings nicht auf den Einfluss des Marktes (Marktbeta) zurückzuführen, sondern vielmehr auf das nachhaltige Selektionsverfahren oder auf allfällige Faktoren, die mit dem nachhaltigen Auswahlprozess der Zürcher Kantonalbank einhergehen. Deutlich wird dies auch, wenn man die Teilperioden betrachtet. Die Überrendite Alpha ist in der ersten Teilperiode negativ (Spalte 4) und im Betrag noch höher. In der zweiten Periode ist das Alpha positiv und mit 1,5 Prozent pro Monat (Spalte 6) sehr hoch.

Bei Verwendung des 4-Faktoren-Modells für die Gesamtperiode fällt das Marktbeta des Innovatorenportfolios von 1,45 auf 1,32, ist aber immer relativ hoch. Auffallend stark signifikant ist der HML-Faktor. Dieser weist aber ein negatives Vorzeichen auf und ist mit 1,89 betragsmässig ebenfalls hoch. Was bedeutet das für das Innovatorenportfolio? Nach dem Platzen der Technologieblase um die Jahrhundertwende wiesen Value-Aktien 2002 bis 2009 eine sehr starke Outperformance auf. Die Aktien des Innovatorenportfolios sind aber hauptsächlich Wachstumsaktien und wurden in dieser Periode mit einem Renditeabschlag für diese Eigenschaft bestraft. Wie aber ist die Outperformance des Innovatorenportfolios zu erklären, wenn dieses in der beobachteten Periode noch darunter zu leiden hatte, dass es hauptsächlich Wachstumstitel enthält?

Nachhaltigkeitsanalyse als Alphaquelle?

Wenn man den Einfluss der Faktoren SMB und WML betrachtet, sieht man, dass diese beiden Risikofaktoren als Erklärungskandidaten nicht wirklich in Frage kommen. Wie in Tabelle 5 ersichtlich sind die Innovatoren deutlich kleiner als der europäische Durchschnitt, aber der Einfluss des SML-Faktors ist mit -0,76 (Spalte 3) weder gross noch signifikant. Dasselbe trifft auf den WML-Faktor zu. Ins Auge sticht aber das mit 1,78 Prozent pro Monat hohe und signifikante Alpha

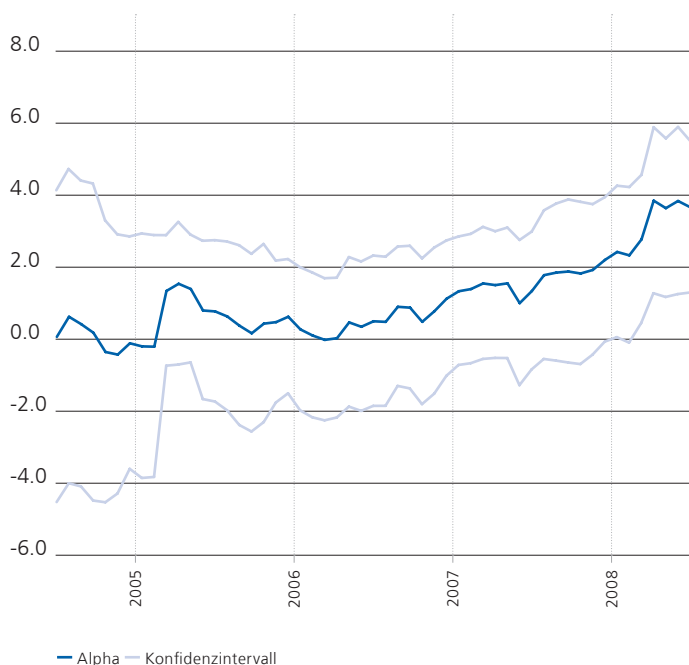
TABELLE 7: INNOVATOREN-ALPHA IM 1-FAKTOR- UND 4-FAKTOREN-MODELL

	2 1-Faktor		3 4-Faktor		4 1-Faktor		5 4-Faktor		6 1-Faktor		7 4-Faktor	
	1/02 – 4/09		1/02 – 8/05		1/02 – 8/05		1/02 – 8/05		9/05 – 4/09		9/05 – 4/09	
Alpha	0,29	1,78*	-0,78	2,05	-0,78	2,05	1,50	2,36**	1,50	2,36**	1,50	2,36**
Marktbeta	1,45***	1,32***	1,41***	1,14***	1,41***	1,14***	1,55***	1,39***	1,55***	1,39***	1,55***	1,39***
SMB		-0,76		-0,40		-0,40		-0,92		-0,92		-0,92
HML		-1,89***		-2,12***		-2,12***		-2,32*		-2,32*		-2,32*
WML		0,23		0,27		0,27		0,11		0,11		0,11

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

Quelle: CCRS (2011)

GRAFIK 9: INNOVATOREN-ALPHA MIT 95 %-KONFIDENZINTERVALL



Quelle: CCRS (2011)

des Innovatorenportfolios über die Gesamtperiode. Ebenfalls signifikant ist das Alpha von 2,36 Prozent pro Monat in der zweiten Zeitperiode. Beide Alphas sind nicht auf den Einfluss des Marktes zurückzuführen, sondern auf den Auswahlprozess der Innovatoren oder auf allfällige Faktoren, die mit dem nachhaltigen Auswahlprozess einhergehen.

Innovatoren-Alpha im Konfidenzbereich

Grafik 9 gibt Aufschluss über den zeitlichen Verlauf der Entwicklung des Alpha des Innovatorenportfolios. Dabei wird das Alpha wiederum «gerollt». Das erste abgebildete Alpha gilt für die Schätzung von 1/2002 bis 12/2004 und wird zum Zeitpunkt 12/2004 abgebildet. In den ersten zwei Jahren pendelt das Alpha nahe bei null, und das Konfidenzintervall, das angibt, in welchem Bereich mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit sich das «wahre» Alpha bewegt, zeigt einen relativ grossen Bereich von plus/minus 2 Prozent pro Monat. Bis zum April 2009 steigt das Alpha sukzessive an und erreicht eine enorm hohe Überschussrendite von etwa 3,5 Prozent pro Monat. Die untere Linie des 95-Prozent-Konfidenzintervalls hat sich 2008/09 deutlich von der Nulllinie gelöst und zeigt, dass das rollende Alpha signifikant und positiv von null verschieden ist. Diese Darstellung deckt sich mit den Ergebnissen aus Tabelle 7 und gibt einen tieferen Einblick über die zeitliche Entwicklung der Überrendite, unabhängig von einem willkürlich gewählten Zeitfenster. Die Ergebnisse für die nachhaltigen Aktienkategorien Branchenleader und Innovatoren zeigen eindrücklich, dass sich erst durch die risiko-adjustierte Analyse fundierte wissenschaftliche und praktische Erkenntnisse über die finanziellen Eigenschaften gewinnen und Rückschlüsse über die Auswirkungen der Nachhaltigkeitsanalyse treffen lassen.

Fazit

Hintergründe für das Interesse an nachhaltigen Anlagen

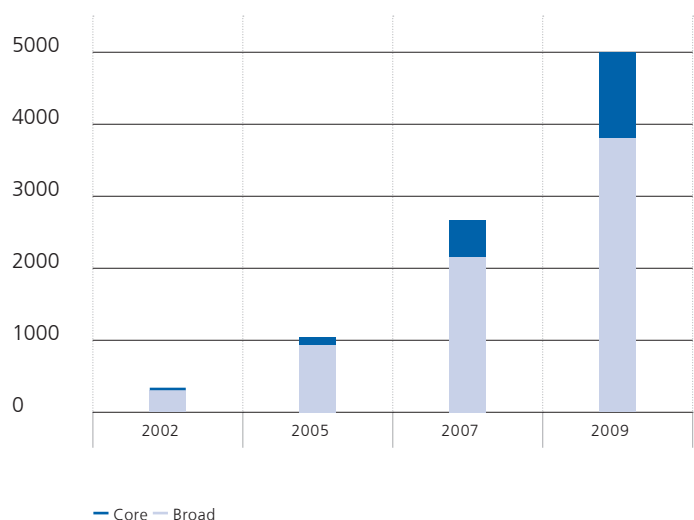
Wie lässt sich das Interesse von ESG-Themen im Anlagebereich erklären? Vier Gründe lassen sich ausmachen. Erstens nimmt die aktive Berücksichtigung von ESG-Themen in der Anlagestrategie von Finanzinstituten und privaten Investoren aus ethischen Gründen zu. Die steigende Anzahl der Unterzeichner der UN-Prinzipien für verantwortliches Investieren (PRI) ist Ausdruck davon. Zweitens erhöht sich der öffentliche Druck auf Finanzinstitute, Reputationsrisiken im Anlagebereich zu vermeiden und ESG-Themen zu berücksichtigen. Drittens entwickelt sich bei institutionellen Investoren und speziell bei Pensionskassen ein breiteres Verständnis von treuhänderischer Verantwortung, welche die Berücksichtigung von ESG-Themen im langfristigen Sinne der Versicherten verlangt. Viertens wird der finanzielle Zusammenhang zwischen einzelnen ESG-Themen und der Identifikation von Chancen bzw. der Vermeidung von Risiken zunehmend erkannt. Performance-Fragen haben für die

Mehrheit der Investoren, unabhängig ob diese ESG-Themen in Anlageentscheidungen bereits berücksichtigen oder nicht, eine übergeordnete Bedeutung. Entsprechend steht die Quantifizierung der finanziellen Auswirkungen von nachhaltigen Anlagestrategien im Zentrum vieler Diskussionen.

Nachhaltige Anlagestrategien

Nachhaltige Anlagestrategien gewinnen also seit Jahren bei privaten und institutionellen Investoren stetig an Bedeutung. Dabei ist zwischen teilweise sehr unterschiedlichen Ansätzen zu unterscheiden. Der Europäische Dachverband für nachhaltige Anlagen (Eurosif) unterscheidet zwischen strengen Anlagestrategien (core) und Anlagestrategien, bei denen ESG-Themen eher punktuell beachtet werden (broad). Bei Letzteren stehen vor allem Engagementprozesse (z. B. Stimmrechtswahrnehmung im Sinne guter Corporate Governance) und Integrationsansätze im Vordergrund, die versuchen, ESG-Themen in traditionelle Finanzanalysemodelle zu integrieren. Strenge Anlagestrategien,

GRAFIK 10: NACHHALTIGE ANLAGESTRATEGIEN IN EUROPA (MRD. EUR)



Quelle: Eurosif (2011)

GRAFIK 11: SELEKTIONSVERFAHREN IM FOKUS



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2011)

zu denen die Verfahren der Zürcher Kantonalbank für Aktien und Obligationen gehören, beachten mehrere Ausschlusskriterien und setzen Selektionsverfahren ein (Best-in-Class), die eine Reihe von ESG-Faktoren berücksichtigen. Diese Unterscheidung ist deshalb wichtig, weil Aussagen und Erkenntnisse zu Rendite- und Risikoeigenschaften nachhaltiger Anlagestrategien stets im Lichte des spezifischen Ansatzes zu betrachten sind.

Der Ansatz, den die Zürcher Kantonalbank verfolgt, zeichnet sich durch umfassende Ausschlusskriterien und ein strenges Selektionsverfahren aus, um aus Nachhaltigkeitssicht die fortschrittlichsten Unternehmen zu identifizieren. Aus ökonomischer Sicht wird oft argumentiert, dass die Berücksichtigung von ESG-Themen auf Unternehmensebene mehrheitlich operative Kosten verursacht und damit die Profitabilität der Unternehmen schmälert. Auf Portfolioebene wird zudem angeführt, dass das Selektionsverfahren die Titelauswahl stark einschränkt und folglich Diversifikationsnachteile mit sich bringt bzw. ein erhöhtes Portfoliorisiko zur Folge hat. Welche Schlussfolgerungen lassen sich diesbezüglich aus den vorliegenden Forschungsergebnissen ableiten?

Effekt der Nachhaltigkeitsanalyse einordnen

Die Ergebnisse der vorliegenden Forschungsstudie liefern einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der finanziellen Eigenschaften von nachhaltigen Portfolios im Aktienbereich. Die Erkenntnisse sind wertvoll, weil nachhaltige Portfolios die Grundlage für aktiv verwaltete Anlagefonds sind. Daraus folgt, dass die realen Rendite-/Risikoeigenschaften von nachhaltigen Anlagefonds mindestens auf zwei unterschiedlichen Ebenen zu analysieren sind.

Auf einer ersten Ebene geht es darum, die Eigenschaften nachhaltiger Portfolios zu analysieren und dabei Erkenntnisse über den Einfluss von Ausschlusskriterien und nachhaltigen Selektionsverfahren bei der Bildung dieser Portfolios (z. B. Branchenleader / Innovatoren) zu erlangen (Grafik 11). Der Fokus der vorliegenden Untersuchung liegt auf dieser Ebene. Auf einer ▽

zweiten Ebene gilt es festzuhalten, dass die Rendite-/Risikoeigenschaften von realen nachhaltigen Anlagefonds von der gewählten, nachhaltigen Anlagestrategie sowie von spezifischen Produkteigenschaften (z.B. Referenzindex) und Entscheidungen des Portfoliomanagements (z.B. Titelauswahl) geprägt sind. Entsprechend ist naheliegend, dass die Entscheide auf Portfoliomanagementebene den Nachhaltigkeitseffekt, der in den nachhaltigen Portfolios vorliegt, phasenweise überlagern und verzerren können. Entsprechend ist es aufschlussreich, wenn man den eigentlichen Nachhaltigkeitseffekt auf die Rendite möglichst klar auf der ersten Ebene zu isolieren vermag.

Die CCRS-Untersuchung zeigt für nachhaltige Aktienportfolios von grosskapitalisierten Unternehmen sowie von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen, dass Ausschlusskriterien und strenge Selektionsverfahren, wie sie im Nachhaltigkeitsresearch der Zürcher Kantonalbank umgesetzt werden, über einen längeren Zeitraum keine systematischen Renditeeinbussen verursachen. Unter Berücksichtigung mehrerer Risikofaktoren können die nachhaltigen Portfolios sogar phasenweise eine positive Überrendite zum Gesamtmarkt erreichen, die bei klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen über einen längeren Zeitraum statistisch signifikant ist. Entsprechend lassen sich indirekt die beiden Argumente entkräften, dass auf Einzeltitelebene der Nachhaltigkeitseffekt primär die Profitabilität reduziere und dass auf Portfolioebene systematische Einbussen aufgrund der strengen

Selektionsverfahren zu erwarten seien. Die nachhaltigen Portfolios auf Aktienseite bieten eine gute Ausgangslage für aktiv verwaltete, nachhaltige Anlagefonds oder andere Anlageprodukte. Aufgrund der vorliegenden Erkenntnisse ist es nicht erstaunlich, dass vergangene Untersuchungen und Fondsvergleiche aufzeigen, dass sich die Rendite-/Risikoeigenschaften von nachhaltigen Anlagefonds nicht systematisch von vergleichbaren Fonds und vergleichbaren Referenzindizes unterscheiden.

Ausblick

Die nachhaltigen Selektionsverfahren für Branchenleader und Innovatoren betrachten eine grössere Anzahl einzelner Variablen im ESG-Bereich. Wichtige Erkenntnisse über finanzielle Zusammenhänge liegen jedoch in den einzelnen ESG-Variablen verborgen, die im Rahmen der Selektionsverfahren betrachtet werden. Während man für einige Einzelindikatoren, z.B. im Corporate-Governance-Bereich, schon gute Erkenntnisse über deren finanzielle Relevanz hat, besteht auf dieser Ebene weiterer Forschungsbedarf. Entsprechend geht die Forschungszusammenarbeit zwischen CCRS und Zürcher Kantonalbank nun eine Ebene weiter, indem für einzelne ESG-Variablen Rendite- und Risikozusammenhänge wissenschaftlich erforscht werden. Die Ergebnisse werden weitere wichtige Erkenntnisse für die Entwicklung von nachhaltigen Anlagestrategien liefern – mit dem Ziel, Nachhaltigkeit im Anlagebereich zu verankern und gleichzeitig Renditechancen zu nutzen und Risiken zu minimieren.

Glossar

Alpha / Überrendite

Positive oder negative Überschussrendite einer Aktie nach Berücksichtigung des Renditebeitrags vom Markt beim 1-Faktoren-Modell (oder der Risikobeiträge der Faktoren bei einem Mehrfaktorenmodell).

1-Faktoren-Modell

Ein Finanzmarktmodell, welches die Rendite einer Anlage vom Marktrisiko abhängig macht.

4-Faktoren-Modell

Ein erweitertes Modell, welches die zusätzlichen Risikofaktoren basierend auf Size, Value/Growth und Momentum berücksichtigt.

MSCI Europa

Index von Morgan Stanley International für Europa. Der MSCI Europa beinhaltet zwischen 350 und 520 grosskapitalisierte Unternehmen.

Signifikanzniveau

Maximal zulässige Irrtumswahrscheinlichkeit (in Prozent) bei statistischen Tests.

Ansprechpartner

Für Privatkunden:

Kontaktieren Sie Ihren Kundenbetreuer oder das Betreuungscenter der Zürcher Kantonalbank.

Telefon 0844 843 823

Servicezeiten Montag–Freitag 08.00–18.00 Uhr

Internet www.zkb.ch

Für Firmenkunden:

ZKB ServiceLine 0844 850 830

Internet www.zkb.ch

E-Mail nachhaltigkeitsresearch@zkb.ch

Internet www.zkb.ch/nachhaltige-anlagen

www.zkb.ch/nachhaltigkeitsresearch

Die nahe Bank



Zürcher
Kantonalbank