

assenagon

Equity Insights

ESG-Indizes - ungewollt aktiv



35 | 29. Mai 2024



- > Vermeintlich passive ESG-Indizes zeigen oftmals deutliche Abweichungen zur Benchmark.
- > Portfoliokonstruktion per Tracking Error-Optimierung ist anfällig für Veränderungen der Korrelationsverhältnisse, wodurch relative Risiken entstehen.
- > Eine Optimierung des Active Share kommt ohne Schätzverfahren aus und sorgt für ein deutlich stabileres Portfolio mit geringen relativen Risiken.

Ansätze zur ESG-Integration

Die Integration von ESG- und Nachhaltigkeitskriterien in die Asset-Allokation institutioneller Investoren stellt die Portfoliokonstruktion passiver Investments vor neue Herausforderungen. Grundsätzlich gibt es zwei zentrale Vorgehensweisen ESG-Kriterien in indexnahe Investments zu integrieren.

Die meisten ESG-Indizes setzen bei der Portfoliokonstruktion auf eine Kombination von Filtern/Sortieren/Gewichten. Beispielhaft werden initial Titel herausgefiltert (Negativliste) oder das Investment-Universum auf gewisse Titel beschränkt (Positivliste). Aufbauend darauf findet dann mitunter eine Sortierung nach bestimmten Kriterien statt, um im finalen Schritt die Gewichtung der Titel aus einer Kombination von ESG-Kriterien und Marktkapitalisierung zu bestimmen. Naturgemäß entstehen bei dieser Herangehensweise relative Risiken zur Benchmark, da die Portfoliokonstruktion sich nur auf die zu betonenden Kriterien konzentriert, aber nicht auf die damit einhergehenden Abweichungen zur Benchmark.

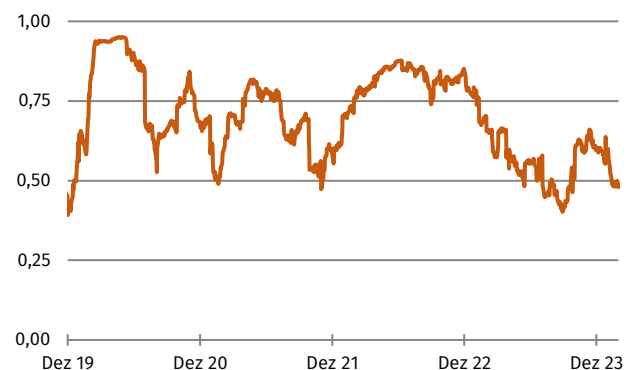
Eine zentrale Fragestellung für institutionelle Investoren ist es, zum einen Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen Ihrer Anlagen zu integrieren und zum anderen ungewollte Abweichungen zur Benchmark zu vermeiden. Um dies zu erreichen, bedarf es einer Portfolio-Optimierung, welche die Benchmark so gut wie möglich nachbildet und zeitgleich die gewünschten Nachhaltigkeitskriterien erfüllt.

Tracking Error-Optimierung

In der Praxis wird eine derartige Optimierung meist in Form einer Minimierung des Tracking Errors (Standardabweichung der Differenz-Renditen zwischen Benchmark und Portfolio) umgesetzt. Das heißt unter der Bedingung einer Verbesserung des Nachhaltigkeitsprofils, z. B. Reduktion des CO₂-Fußabdrucks von 30 Prozent in Relation zur Benchmark, wird ein Portfolio konstruiert, welches ex ante den minimalsten Tracking Error aufweist. Die Problematik dieser Vorgehensweise ist, dass aufgrund von Schätzfehlern erhebliche Diskrepanzen zwischen dem ex ante erwarteten und ex post realisierten Tracking Error vorliegen.

Um den erwarteten Tracking Error berechnen und optimieren zu können, benötigt man die Varianzen und Korrelationen aller Titel im zugrundeliegenden Universum. Insbesondere die Korrelation stellt sich dabei als schwer zu schätzen und im Zeitverlauf instabil heraus. **Abbildung 1** stellt die rollierende 3-Monats Korrelation über die letzten fünf Jahre zwischen Apple und Microsoft, den zwei größten Positionen im MSCI World, dar.

Abb. 1: Rollierende 3-Monats Korrelation Apple & Microsoft
(31.12.19 – 29.02.24)



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Wie sich zeigt, schwankt die Korrelation zwischen den beiden Index-Schergewichten signifikant: Auch abseits der turbulenten Marktphase rund um Corona im März 2020 lagen beispielsweise im Jahr 2021 Werte von ca. 0,5 bis 0,8 innerhalb weniger Monate vor.

Das Problem bei einer Tracking Error-Optimierung ist, dass man sich gewissermaßen darauf verlässt, dass die geschätzte Korrelation im Zeitablauf stabil ist. Ändert sie sich jedoch – ungeachtet der Richtung – steigt der realisierte Tracking Error zwangsläufig an, oftmals deutlich über das ex ante erwartete Maß hinaus. So entstehen größere Abweichungen zur Benchmark, welche die Tracking Difference – die kumulative Renditedifferenz zwischen Portfolio und Benchmark – signifikant negativ beeinflussen können.

Active Share-Optimierung

Ein alternatives Maß für das relative Risiko zur Benchmark ist der Active Share. Dieser misst die absolute Gewichtsabweichung aller Titel im Portfolio im Vergleich zu denen in der Benchmark. So kann zu jedem Zeitpunkt bestimmt werden, zu welchem Anteil das Portfolio mit der Benchmark übereinstimmt.

Eine perfekte Replikation der Benchmark hat demnach einen Active Share von 0 Prozent. Ein Portfolio aus Titeln, die nicht in der Benchmark vorkommen, entsprechend einen Active Share von 100 Prozent. Dieses intuitive Maß lässt sich in der Portfoliokonstruktion einsetzen, indem man direkt die Einzeltitel-Gewichtsabweichungen minimiert. Folglich entsteht ein Portfolio, welches die geringst möglichen Abweichungen zur Benchmark aufweist.

assenagon

Equity Insights

ESG-Indizes - ungewollt aktiv



35 | 29. Mai 2024

Assenagon Equity Framework

Zur Umsetzung der dargestellten Optimierung nutzen wir im Rahmen des Assenagon Equity Framework die quadrierten Einzeltitelabweichungen. So entsteht ein Portfolio, das den geringst möglichen Active Share aufweist, welcher zudem über maximal viele Positionen verteilt ist. Dies heißt, dass zum Beispiel zehn Aktien mit je einem Basispunkt Abweichung gegenüber einer Aktie mit zehn Basispunkten Abweichung bevorzugt werden. Das gesuchte Profil des Portfolios – im vorliegenden Fall die Integration von ESG-Kriterien – stammt somit aus der Breite und wird nicht von wenigen Positionen dominiert.

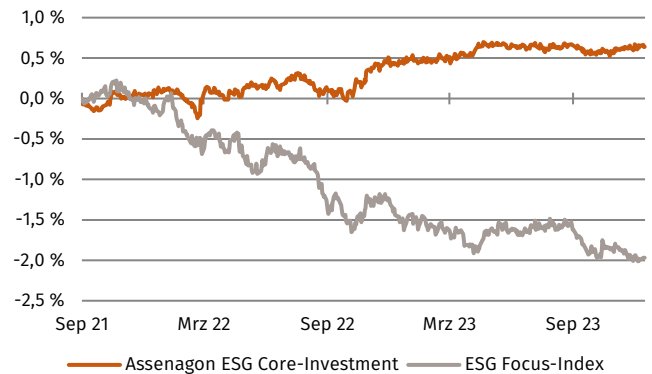
Neben den Einzeltitelabweichungen ist der ganzheitliche Blick in der Portfoliokonstruktion unerlässlich, um alle relevanten Werttreiber der Benchmark zu erhalten. Größere Abweichungen in der Länder-/Sektor-Allokation und Biases im Faktorprofil werden durch entsprechende Nebenbedingungen in der Optimierung vermieden. Im Ergebnis ist die Tracking Difference minimal.

Für den Anleger

Die direkte Minimierung der Einzeltitelabweichungen birgt große Vorteile, da diese jederzeit genau bestimmbar sind ohne dass statistische Modelle zur Schätzung der Korrelation und Varianzen (Berechnung ex ante Tracking Error) verwendet werden müssen.

Abbildung 2 zeigt anhand der relativen Wertentwicklung zweier Portfolios, wie sich die beiden Methoden (Tracking Error- & Active Share-Optimierung) im Ergebnis unterscheiden können. Auf Basis des globalen Aktienmarktes wird in beiden Fällen eine ähnliche ESG-Strategie implementiert, welche neben einer Ausschlussliste auch die Verbesserung des ESG-Scores (ca. 10 Prozent) sowie Reduktion der CO₂-Intensität (ca. 30 Prozent) umfasst.

Abb. 2: Relative Wertentwicklung vs. Globaler Aktienmarkt (14.09.21 – 29.12.23)



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Aufgrund der aufgezeigten Problematik einer Tracking Error-Optimierung, weist der ESG Focus-Index überproportionale Risiken auf, welche sich negativ auf die Tracking Difference auswirken. Zudem wird der ex ante erwartete Tracking Error von 0,50 Prozent mit 0,72 Prozent deutlich übertroffen.

Das ESG Core-Investment ist per Konstruktion in allen Rendite- und Risikodimensionen so nah wie möglich an der Benchmark und zeigt somit eine hohe Robustheit gegenüber Rotationen/Veränderungen der Marktstruktur durch systematische Begrenzung der Einzeltitelrisiken auf das Minimum. Der niedrige, realisierte Tracking Error von 0,46 Prozent bestätigt dies.

Daniel Jakubowski, Dr. Ulrich Wessels

P.S.: Lesen Sie in der nächsten Ausgabe über die Risiken und Nebenwirkungen populärer ESG-Ansätze.

Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:
daniel.jakubowski@assenagon.com | ulrich.wessels@assenagon.com

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Die zukünftige Wertentwicklung unterliegt der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des jeweiligen Anlegers abhängig ist und sich in der Zukunft ändern kann. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbst-ständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos in deutscher Sprache anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf eingesehen werden. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter www.assenagon.com/fonds zur Verfügung gestellt. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Weitergabe des Reports ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Assenagon erlaubt.