



Wieviel Rendite bringt ein gutes Gewissen beim Investieren?

Anders als noch vor einigen Jahren gelten nachhaltige Anlagemöglichkeiten heute oftmals als rentierlicher, sicherer und/oder resilienter als klassische Finanzprodukte. Was ist dran an den Renditeversprechen zahlreicher, nachhaltiger Finanzprodukte und welche Rendite kann man für ein gutes Gewissen beim Investieren erwarten?

Ethisch-nachhaltige Kriterien beim Investieren zu berücksichtigen, hat eine sehr lange Tradition und über viele Jahre hielt sich die Meinung, es gäbe einen Zielkonflikt zwischen Nachhaltigkeit und Rendite. **Diese allgemeine Wahrnehmung hat sich in den letzten Jahren deutlich gewandelt.** Wie aktuelle Studien zeigen, beurteilten Finanzanalysten in den 1990er Jahren es noch als tendenziell negativ, wenn Unternehmen soziale Belange in der Unternehmensführung berücksichtigen. Heute veranlasst ein fehlender Nachhaltigkeitsbericht von Unternehmen die Finanzanalysten eher zu einem schlechteren Votum.

In den letzten Jahren sind nachhaltige Geldanlagemöglichkeiten wie Pilze aus dem Boden geschossen und Produktanbieter werben teilweise sogar mit erhöhten Renditeversprechen gegenüber klassischen Finanzprodukten. **Ist das alte Vorurteil vom Zielkonflikt zwischen Rendite und Nachhaltigkeit heute überholt?** Welche Renditen können Sie für ein gutes Gewissen beim Investieren erwarten?

Bereits die sittenstrengen Quäker im vorindustriellen Zeitalter setzten im Rahmen ihrer Anlagephilosophie auf die Vermeidung von Investments in den Bereichen Sklaverei, Waffenherstellung

sowie Alkohol, Tabak und Glücksspiel und prägten im angelsächsischen Raum damit den Begriff Ethical oder Socially Responsible Investment, kurz SRI.

Diese Grundprinzipien gelten oftmals noch heute. Mit der Auflage des Pioneer Fund im Jahr 1928, ursprünglich ausgelegt für die Bedürfnisse streng religiöser Gruppen, wurden nachhaltige Investmentkriterien erstmalig für die Allgemeinheit zugänglich.

Lange Zeit waren Finanzprodukte mit Berücksichtigung von ökologischen Kriterien, sozialen Belangen und Grundsätzen guter Unternehmensführung (Environment, Social, Governance) ein Nischenmarkt. Doch zuletzt hat sich die Wahrnehmung deutlich verändert. So schrieb das Finanzmagazin *€uro* in einer Spezialausgabe im November 2020: *„Statt als potenzielle Performance-Bremse sehen Anleger jetzt ESG-Strategien und Co zunehmend als Rendite-Turbo und zugleich als Risikobegrenzer an“.*

Geprägt wird diese Einschätzung durch zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen zu diesem Thema, deren Häufigkeit in den letzten Jahren deutlich angestiegen ist. So fasst der zuvor angesprochene Artikel die aktuelle Fachliteratur wie folgt zusammen: *„Auch rückblickend zeigen Studien kaum Rendite-Nachteile. Stellvertretend für eine durchweg positive Literatur berichtet die bis 1970*

zurückreichende Meta-Analyse ‚ESG und finanzielle Performance‘, dass nur jede zehnte von 2200 Studien geringe Einbußen festgestellt hat. Überwiegend seien die Ergebnisse besser gewesen. Auch während des Corona-Crashes haben nachhaltige Anlagen [...] ihre Stärken gezeigt.“

Die überwiegende Anzahl an Untersuchungen impliziert also **höhere Renditen für nachhaltige Geldanlagen bei teilweise sogar niedrigerem Risiko.** Klingt dies nicht zu schön um wahr zu sein? So objektiv und wissenschaftlich die Daten auch sind, die Interpretation ist oftmals subjektiv beeinflusst, und ohne kritische Prüfung der Methoden sind auch die Ergebnisse zu hinterfragen.

Nachfolgend gehe ich auf die wichtigsten Kritikpunkte solcher Studien ein, um darauf hinzuweisen, wie sehr eine differenzierte Betrachtung der Ergebnisse für die eigene Erwartungshaltung notwendig ist:

1. Nachhaltigkeit ist kein eindeutiger Begriff; es gibt zahlreiche Definitionen und Anlagestile, welche das Thema umsetzen. Investiere ich also auf Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse, so stellt sich die Frage, ob die Umsetzung auch der Methodik im Studienaufbau entspricht.

2. Je nach Definition können sich während des Untersuchungszeitraums bestimmte **ungewollte Branchenschwerpunkte** ergeben, insbesondere bei kurzfristigeren Betrachtungszeiträumen unter 10 Jahren. Wer bspw. das Thema Nachhaltigkeit auf die Höhe der Treibhausgasemissionen eines Unternehmens begrenzt, hatte in den letzten 10 Jahren einen hohen Anteil an Technologiewerten im Portfolio. In diesem Zeitraum konnte man mit dieser Branche eine deutliche Outperformance generieren, was sich auch auf meine nachhaltige Strategie positiv ausgewirkt hätte. Aber ist dies auf den Faktor Treibhausgasemission zurückzuführen oder liegt es daran, dass ich zufällig in der richtigen Branchen investiert habe und der eigentliche Treiber in diesem Falle die Digitalisierung war?

3. Je länger ein Untersuchungszeitraum zurückreicht, umso aussagekräftiger sind die Ergebnisse, denn es werden die verschiedensten Marktphasen berücksichtigt. Die Herausforderung aus dem obigen Punkt wird also etwas abgeschwächt. Während jedoch für börsennotierte Unternehmen Finanzkennzahlen seit Jahrzehnten vorhanden sind, **fehlen Nachhaltigkeitskennzahlen in großen Bereichen**, weil die Unternehmen diese Daten erst seit

kurzer Zeit zusätzlich veröffentlichen. Eine Investmentstrategie auf Basis heutiger ESG-Daten wie bspw. Treibhausgasemissionen, Einsatz erneuerbarer Energie, Frauenquoten, ESG-Scores und Ratings etc. lässt sich für die Vergangenheit daher nur schwer testen.

4. Auch der Ersteller einer Studie hat eine Motivation hinter seiner Arbeit, sei es nun bewusst oder unbewusst. Vielleicht arbeitet er für eine Fondsgesellschaft und möchte gerne zeigen, dass seine beworbene Strategie in der Vergangenheit erfolgreich war oder er möchte aus einer inneren Überzeugung heraus möglichst viele Kapitalmarktteilnehmer zur nachhaltigen Investition bewegen. In beiden Fällen ist er geneigt, die **Daten und Informationen so auszuwählen, zu ermitteln und zu interpretieren, dass diese den eigenen Erwartungen entsprechen** (Stichwörter: p-hacking, oder ebenfalls Bestätigungstendenz, engl. confirmation bias).

5. Die Untersuchungszeiträume betrachten naturgemäß nur die Vergangenheit und selbst wenn eine Strategie über einen längeren Zeitraum funktioniert hat, heißt dies nicht, dass dies auch in Zukunft der Fall ist.

Selektiert eine Untersuchung Unternehmen nach Nachhaltigkeitskriterien, so macht sie dies über einen Zeitraum in dem diese Vorgehensweise kaum in der Realität zur Anwendung kam. Eine Outperformance (selbst bei niedrigerem Risiko) stellt per Definition eine Ineffizienz am Kapitalmarkt dar. Diese **Ineffizienzen können für einen langen Zeitraum bestehen** und eingeweihte Anleger sehr glücklich machen, aber nur bis sich die Erkenntnis (z. B. durch diverse Studien) in der Breite durchsetzt. Auch wenn sich an zahlreichen Beispielen belegen lässt, dass die Märkte ineffizient sind, so sind sie es dennoch nie dauerhaft für den gleichen Bereich (Stichwort: evolutionäre Finanzmarkttheorie).

Ob finanzwissenschaftliche Studien und Backtests also ein guter Ratgeber in Bezug auf die Renditeerwartungen für nachhaltige Geldanlagen sind, bleibt fraglich. Es gibt immer wieder Ineffizienzen an den Kapitalmärkten, welche temporär eine über- oder unterdurchschnittliche Rendite ermöglichen. Temporär ist dabei ein sehr dehnbarer Begriff und kann sich im Extremfall auch über mehrere Dekaden erstrecken, aber **es gibt an der Börse keinen Garanten für eine dauerhafte Outperformance – auch nicht durch Nachhaltigkeit.**

Welche Rendite ein nachhaltiges Portfolio erzielt, ist seit jeher eine Frage des richtigen Investmentkonzeptes.

Genauso wie es gute und schlechte herkömmliche Aktienfonds und Finanzprodukte gibt, wird es diese auch zukünftig im Spektrum der nachhaltigen Geldanlagen geben.

Anleger*innen, welche ein nachhaltiges Finanzanlageprodukt kaufen, um eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen, tun dies m. E. aus der falschen Überzeugung heraus. Niemand muss befürchten, dass eine nachhaltige Geldanlage aus strukturellen Gründen per se eine niedrigere Rendite zielt, soviel kann man den Studien vielleicht entnehmen. Gleichwohl ist Nachhaltigkeit aber eben auch kein Garant für Outperformance.

Einen finanziellen, überdurchschnittlichen Mehrwert durch eine nachhaltige Vermögensanlage zu versprechen, halte ich für unseriös, wenn der Mehrwert allein durch die Nachhaltigkeit begründet wird. Aber ist der **nachweisbar höhere Mehrwert für Gesellschaft und Umwelt** nicht Anreiz genug, wenn die Renditeerwartungen im Durchschnitt sich langfristig mit denen klassischer Vermögensanlagen decken?

Und der eingangs erwähnte Pioneer Fonds von 1928? Den gibt es heute noch und er feierte bereits im Jahr 2011 als erster Investmentfonds überhaupt das Überschreiten der 1.000.000 % Performance-Grenze seit Auflage.

Es ist heute nicht mehr nachweisbar, ob es Anleger*innen gibt, die den Fonds bereits seit Auflage besitzen, aber **offensichtlich ging die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten auch in der Praxis nicht zulasten der Rendite.**

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

David Houdek, CFA

Portfoliomanager und Nachhaltigkeitsexperte
Capitell Vermögens-Management AG

Impressum und rechtlicher Hinweis

Herausgeber: Capitell Vermögens-Management AG Erscheinungsort: Frankfurt am Main Redaktion: Karl-Heinrich Mengel, David Houdek Autor: David Houdek Bild: © strichfiguren.de / stock.adobe.com	Adresse: Hedderichstraße 55-57 60594 Frankfurt am Main	Kontakt: ☎ 069-204561-0 ✉ newsletter@capitell-ag.de
---	---	---

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die die Capitell Vermögens-Management AG für verlässlich hält, für die sie aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt Refinitiv Inc. Die in diesem Artikel zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Damit handelt es sich weder um ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots. Dieses Dokument wurde redaktionell am 26.04.2021 abgeschlossen. © 2021