



Februar 2019

Megatrend Passivierung

Passivierung und ESG: Zwei Megatrends wachsen zusammen (Teil 1)

Kurz & klar

- Passive Kapitalanlagen und nachhaltiges Investieren (ESG) sind auf dem Vormarsch. Diese Trends greifen durch die Verfügbarkeit von ESG-ETFs zunehmend ineinander und verstärken sich. Bei Aktienfonds-Assets liegt der Anteil passiver Produkte bereits bei 30% (Europa) bzw. 45% (USA).
- Innerhalb der ESG-Investments ist der Passivierungstrend noch unterdurchschnittlich fortgeschritten. Auch daraus ergibt sich hohes Wachstumspotenzial.
- Bei passiven ESG-Anlagen kommen unterschiedliche Strategien zum Einsatz, v.a. Exklusion, positives Screening, Best-in-Class- sowie Best-in-Progress-Ansätze.
- Ein neuer Trend mit hohem Wachstum ist die Verknüpfung von ESG und Smart Beta.

► Passivierungstrend verbindet sich mit ESG-Trend

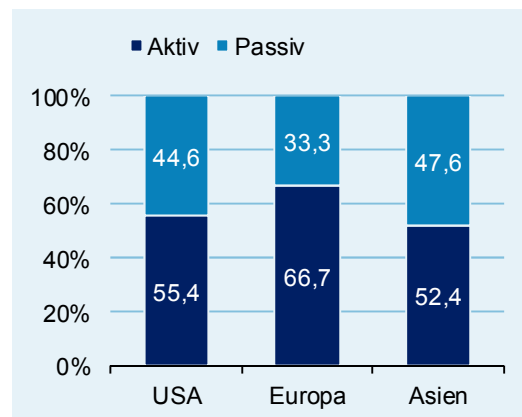
Passivierung ist im Investment Management weiter auf dem Vormarsch. Im Gegensatz zum aktiven Management erfolgt beim passiven Management keine gezielte Wertpapierauswahl, sondern es wird in einen (marktkapitalisierungsgewichteten) Index investiert. Der Passivierungstrend verbindet sich zunehmend mit dem Trend zu nachhaltigen Kapitalanlagen (ESG). ESG steht für Environmental (Umwelt), Social (Soziales/Gesellschaft) und Governance (gute Unternehmensführung). Teilweise wird auch der Begriff SRI (Socially Responsible Investing) verwendet. In diesem ersten Teil unserer Studie beleuchten wir vor allem Markttrends und Strukturen sowie Instrumente im Bereich passiver ESG-Anlagen. In einem zweiten Teil der Studie werden wir auf die Erfolgspotenziale des ESG-Ansatzes und die Rendite-Risiko-Eigenschaften von ESG-Aktienindizes eingehen.

Passivierung und ETF: Wachstumstrends halten an

► Bereits hoher Passivierungsgrad bei Aktien in USA und Asien

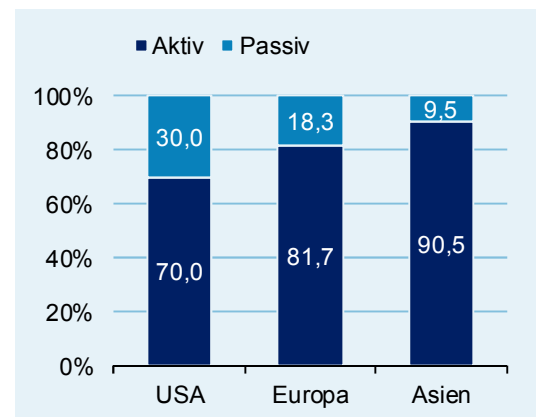
Der Trend zu passiven Fondsprodukten hält an und lässt deren Marktanteil am Investmentfondsmarkt weiter steigen. Der Passivierungstrend ist bei der Asset-Klasse Aktien dabei weiter fortgeschritten als im Fixed-Income-Bereich. In Asien lag der Anteil passiver Fonds bzw. ETF (Exchange Traded Funds) bei Aktien Ende 2017 gemessen am Anlagevolumen (Assets under Management) bereits bei sehr hohen 47,6%. Zu dem hohen Anteil tragen hier allerdings auch die Käufe von Index-ETF durch die Bank of Japan im Rahmen ihres QE-Programms bei. Asset-Klassen übergreifend sind jedoch die USA Vorreiter in der Passivierung. Bei Aktien betrug hier der Anteil passiver Fonds/ETF Ende 2017 44,6% und bei Fixed-Income 30,0%. Europa liegt gegenüber den USA noch zurück. Hier sind 33,3% (Aktien) bzw. 18,3% (Fixed-Income) der Fonds-/ETF-Assets in passiven Produkten investiert.

Aktien: Hohe Verbreitung passiver Anlagen in den USA und Asien
Anteile aktiver und passiver Assets bei **Aktien**-Fonds/ETF, zum 31.12.2017



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Fixed-Income: Passivierung weniger stark fortgeschritten als bei Aktien
Anteile aktiver und passiver Assets bei **Fixed-Income**-Fonds/ETF, zum 31.12.2017

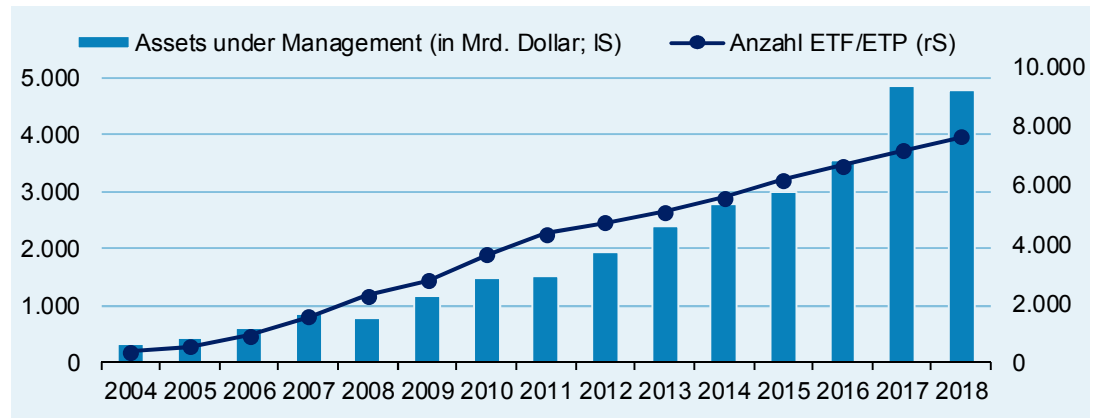


Quelle: Morningstar, BayernLB Research

► ETF-Volumen wächst stark

Ein zunehmender Teil der Assets wird dabei nicht mehr in klassischen Investmentfonds verwaltet, sondern in ETF. Das Gesamtvolumen der Assets under Management in ETF bzw. ETP (Exchange Traded Products) betrug Ende 2018 global 4,79 Billionen Dollar (nur ETF: 4,66 Bio. Dollar). Unter den Überbegriff ETP fallen zusätzlich ETF-ähnliche Produkte wie z.B. Exchange Traded Notes, deren Asset-Volumen gegenüber ETF aber nur sehr gering ist. Der leichte Rückgang der in ETF verwalteten Vermögen 2018 um 1,0% gegenüber dem Vorjahr ist vor allem auf die Kursrückgänge an den Aktienmärkten zurückzuführen. Der Netto-Mittelzufluss war auch 2018 positiv. Für die letzten zehn Jahre ergibt sich eine hohe jährliche Wachstumsrate von 20%.

Passivierung: ETF-Markt wächst weiter rasant
Assets under Management von ETF/ETP global, in Mrd. Dollar

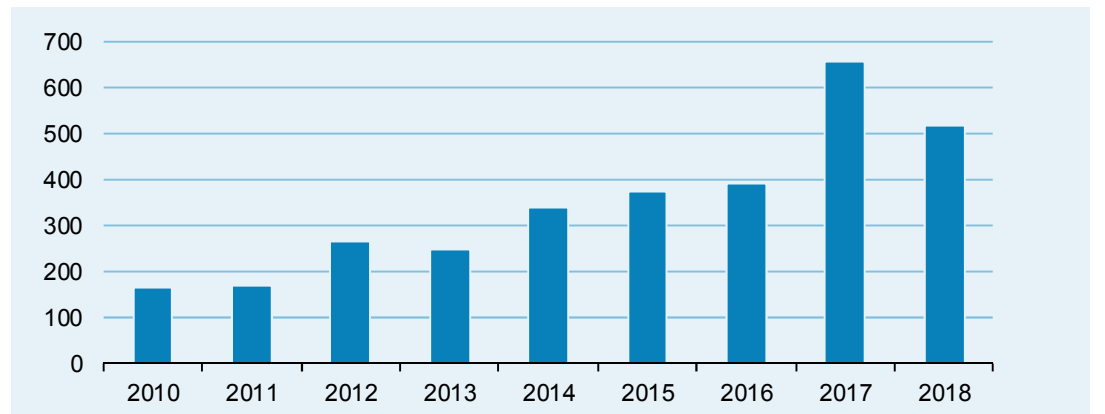


Quelle: ETFGI, BayernLB Research

► Abgeschwächte Zuflussdynamik 2018 gegenüber 2017

Die Dynamik der Mittelzuflüsse hat sich im Jahr 2018 allerdings abgeschwächt. Die globalen Netto-Zuflüsse von 516 Mrd. Dollar in ETF/ETP liegen 21,1% unter dem Wert des Vorjahres von 654 Mrd. Dollar. Der Rückgang der Zuflüsse ist dabei sowohl bei Aktien- als auch auf Fixed-Income-ETF zu konstatieren und dürfte vor allem auf die volatile Finanzmarktentwicklung zurückzuführen sein. Der Zenit im ETF-Geschäft ist damit aber wohl noch lange nicht erreicht.¹

ETF: Dynamik der Mittelzuflüsse 2018 gebremst
Netto-Asset-Zuflüsse in ETF/ETP, in Mrd. Dollar



Quelle: ETFGI, BayernLB Research

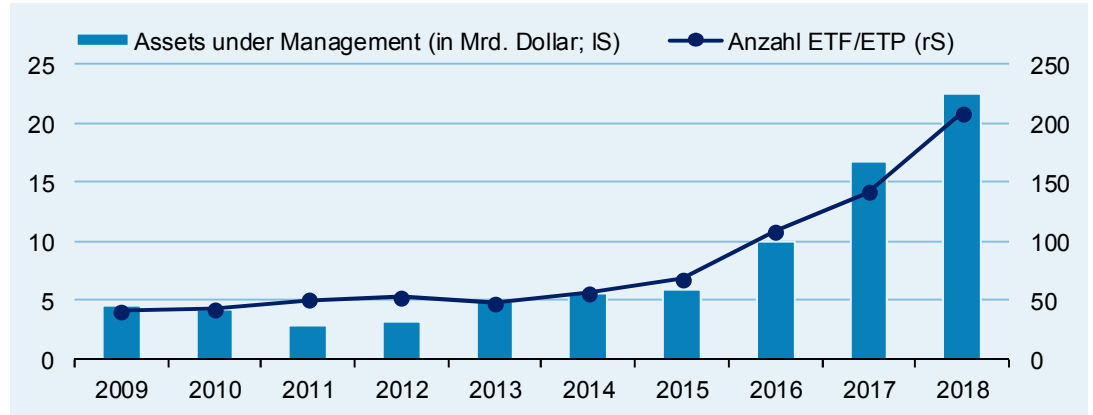
¹ Der CEO des Vermögensverwalters und führenden ETF-Anbieters BlackRock, Larry Fink, hält einen Anstieg der ETF-Asset-Volumina von aktuell 4,8 Bio. Dollar auf 12 Bio. Dollar in den nächsten fünf Jahren, also bis 2023, für möglich.

ETF mit ESG-Ansatz drängen in den Markt

- ▶ ESG-Thema erobert den ETF-Markt

Ein Trend innerhalb des ETF-Markts, der zuletzt deutlich Fahrt aufgenommen hat und in den nächsten Jahren sehr hohe Wachstumsraten verspricht, ist die Einbeziehung von ESG-Kriterien. ETF mit ESG-Ansatz drängen vor allem seit 2016 stark in den Fondsmarkt. Deren globales Anlagevolumen stieg von 5,9 Mrd. Dollar Ende 2015 auf 22,5 Mrd. Dollar Ende 2018. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 56%. Entgegen der Entwicklung bei ETFs insgesamt hat sich die Dynamik hier nicht verlangsamt.

ETF mit ESG-Ansatz: Dynamisches Wachstum
Assets under Management und Anzahl von ESG-ETF/ETP global, in Mrd. Dollar



Quelle: ETFGI, BayernLB Research

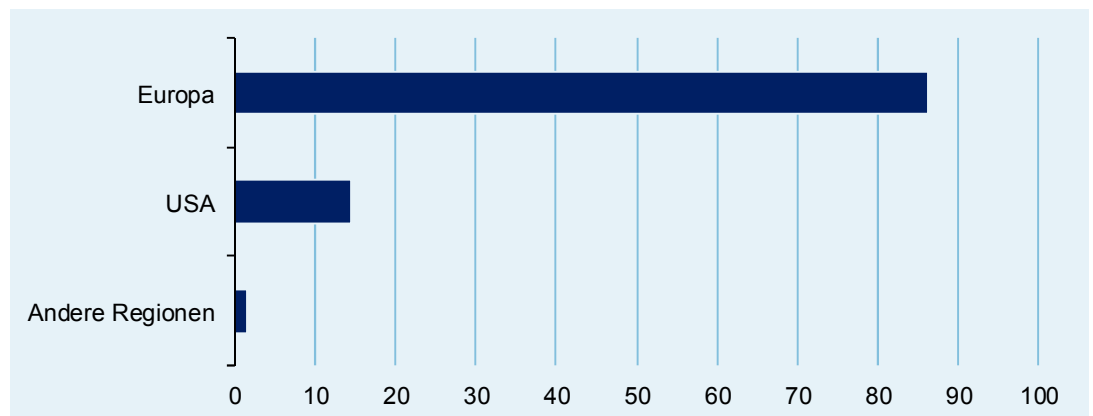
- ▶ Anteil passiver Produkte bei ESG-Assets noch gering

Das gesamte passive Anlagevermögen (Indexfonds und ETF) von ESG liegt bei gut 100 Mrd. Dollar. Passive ESG-Anlagen machen dabei nur 12% der gesamten ESG-Fondsanlagen aus, während passive Fonds (inkl. ETF) insgesamt einen Anteil von 24% am gesamten Fondsmarkt aufweisen. Es besteht also viel Raum für die Umschichtung von aktiv verwalteten ESG-Assets in passive Anlageprodukte. Das hohe Wachstum von ESG-ETF dürfte sich in den nächsten Jahren daher sowohl getrieben vom ESG-Trend als auch getrieben vom Passivierungstrend fortsetzen.

- ▶ Anhaltend hohes Wachstum erwartet

Regional ist Europa bei passiven ESG-Investments klar führend, obwohl hier der Passivierungstrend insgesamt hinter dem der USA hinterher hinkt. Mit insgesamt 86 Mrd. Dollar Ende 2017 (Fonds und ETF) weist Europa einen Marktanteil von 85% auf.

Passive ESG-Investments: Europa klar führend
Passive ESG-Investments (Assets under Management) nach Regionen in Mrd. Dollar (zum 31.12.2017)



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

- ▶ Regulierung treibt ESG zusätzlich

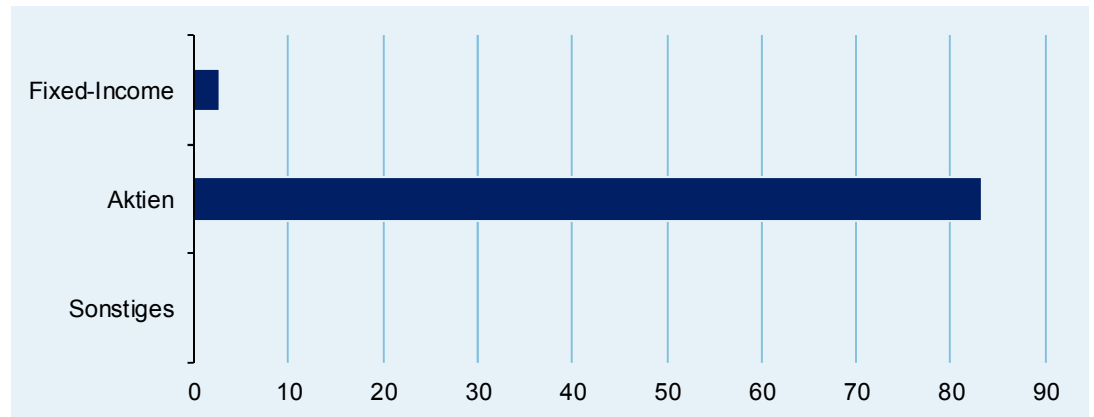
Die Wachstumstreiber für ESG-Anlagen sind unterschiedliche Natur. Neben der Zielsetzung, eigene Investments in Einklang mit bestimmten Wertvorstellungen zu bringen, spielt die Regulierung eine immer wichtiger werdende Rolle. Dies erklärt zum Teil auch die ausgeprägten regionalen Differenzen bei der Verbreitung von ESG-Anlagen nach Ländern bzw. Regionen. Daneben besteht vielfach die Erwartung, durch Investments in nachhaltige Anlagen Risiken zu verringern bzw. das Rendite-Risiko-Profil zu verbessern. Zu dieser Sichtweise hat eine Reihe prominenter Fälle von Unternehmen beigetragen, bei denen die Verletzung von ESG-Standards zu erheblichen Wertverlusten geführt hat (z.B. Enron, Worldcom, BP, Volkswagen).

- ▶ Aktien als Asset-Klasse bei passiven ESG-Anlagen klar führend

Hinsichtlich der Asset-Klassen dominieren Aktienanlagen den Markt passiver ESG-Investments klar. In Europa entfielen Ende 2017 auf Aktien knapp 97% der Assets under Management in diesem Bereich. Rentenanlagen weisen dagegen nur einen Anteil von unter 3% der passiven nachhaltigen Investments auf. Deren Anteil an den gesamten passiven Assets liegt mit 25% deutlich höher. Dies deutet auf hohes Wachstumspotenzial passiver ESG-Fixed Income-Investments hin.

Passive ESG-Investments: Asset-Klasse Aktien dominierend

Passive ESG-Investments (Assets under Management) in **Europa** nach Asset-Klassen in Mrd. Dollar (zum 31.12.2017)



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

ESG Investing: Kriterien und Strategien

- Breite Palette an Einzelaspekten bei ESG-Ansatz

Der ESG-Ansatz basiert auf einer Vielzahl von Kriterien. Nachfolgend haben wir wichtige Aspekte aufgeführt, die für ESG-Ratings relevant sind.

ESG: Vielzahl von relevanten Einzelaspekten
Beispiele für ESG-Kriterien

Environmental	Social	Governance
Schadstoff-Emissionen	Menschenrechte	Unabhängigkeit und Kompetenz der Aufsichtsorgane
Bio-Diversität	Gesundheit und Sicherheit der Mitarbeiter	Anreizstruktur für Management
Energiemanagement	Datenschutz	Risikomanagement
Ressourcenmanagement	Verbraucherschutz	Revisionswesen
Trink- und Abwassermanagement	Faire Arbeitsbedingungen und -bezahlung	Aktionärsrechte
Einsatz erneuerbarer Energien	Faire Offenlegung und Kennzeichnung	Unternehmensethik
Produktverpackungen	Diversität	Transparenz/Berichtswesen
	Produkt-Ausschluss: Waffen, Alkohol, Tabak usw.	Wettbewerbsverhalten/Korruption

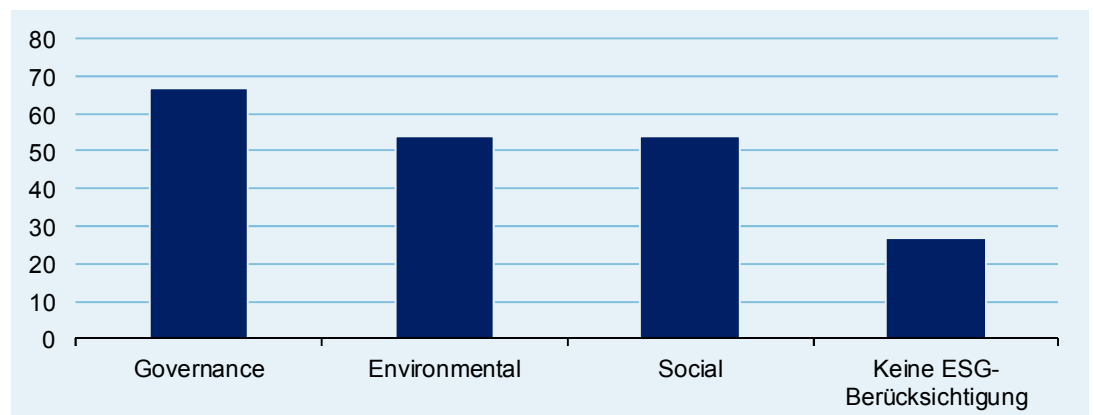
Quelle: SASB, CFA Institute, BayernLB Research

- Alle ESG-Kriterien für Investoren relevant

Alle drei Säulen des ESG-Ansatzes werden von Finanzmarktteilnehmern in ihrer Bedeutung als wichtig eingeschätzt. Laut einer weltweiten Umfrage des CFA Institutes von 2017 unter Portfolio-Managern und Research-Analysten findet das Governance-Kriterium mit 67% Berücksichtigung bei Investment-Entscheidungen oder -Analyse die höchste Aufmerksamkeit. Environmental und Social folgen mit jeweils 54%. Nur 27% der Befragten berücksichtigen ESG-Faktoren nicht.

Investment Professionals: Governance-Kriterium findet größte Aufmerksamkeit

Umfrage CFA Institute unter Portfolio-Managern und Research-Analysten global: Angabe, welche ESG-Kriterien im Investment-Prozess bzw. der -Analyse berücksichtigt wird, in Prozent



Quelle: CFA Institute, BayernLB Research

- Verschiedene Strategien für ESG-Berücksichtigung

Für die Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Investmentprozess gibt es verschiedene Strategien, die in Abhängigkeit von der Zielsetzung stehen. Diese eignen sich dabei in unterschiedlicher Weise für eine Verwendung innerhalb eines passiven Investmentansatzes. Die Strategien können dabei teilweise auch miteinander kombiniert werden. Zum einen kann zwischen negativem und positivem Screening unterschieden werden. Negatives

Screening bedeutet den Ausschluss von Investments, die gegen bestimmte ESG-Kriterien verstoßen, z.B. Waffenhersteller oder Bergbauunternehmen. Positives Screening beschreibt die Auswahl von Unternehmen bzw. die Portfolio-Gewichtung nach dem ESG-Rating. Beim Best-in-Class-Ansatz kommt es dabei auf das absolute ESG-Rating innerhalb der jeweiligen Branche an, während beim Best-in-Progress-Ansatz diejenigen Unternehmen ausgewählt bzw. übergewichtet werden, die die größten Fortschritte hinsichtlich ihres ESG-Ratings vorweisen können.

Strategien für die Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Investmentprozess

ESG-Strategie	Erläuterung
Negatives ESG-Screening / Exklusion	Ausschließen von Investments aufgrund bestimmter ESG-Kriterien (z.B. fossile Energien, Waffen, Korruption)
Positives ESG-Screening	Auswahl bzw. Portfolio-Gewichtung der Unternehmen auf Basis ihres ESG-Ratings
Best-in-Class-Ansatz	Auswahl bzw. Übergewichtung der jeweils besten Unternehmen einer Branche in Bezug auf ESG-Ratings
Best-in-Progress-Ansatz	Auswahl bzw. Übergewichtung der Unternehmen mit den größten Fortschritten in Bezug auf ESG-Ratings
Impact Investing	Zielt explizit darauf ab, durch Kapitalinvestitionen positive Auswirkungen in Bezug auf ESG-Kriterien zu erzielen
Active Ownership	Bedeutet den gezielten Einsatz der Aktionärsstimmrechte um aktiven Einfluss auf Unternehmensentscheidungen in Bezug auf ESG-Kriterien zu nehmen
Nachhaltiges Themen-Investing	Fokus auf spezielle Einzel-Kriterien innerhalb des ESG-Universums (z.B. erneuerbare Energien)
ESG Integration	Systematische und explizite Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Investment-Analyse

Quelle: Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), MSCI, BayernLB Research

- Impact Investing und Active Ownership zielt auf aktive Einflussnahme ab

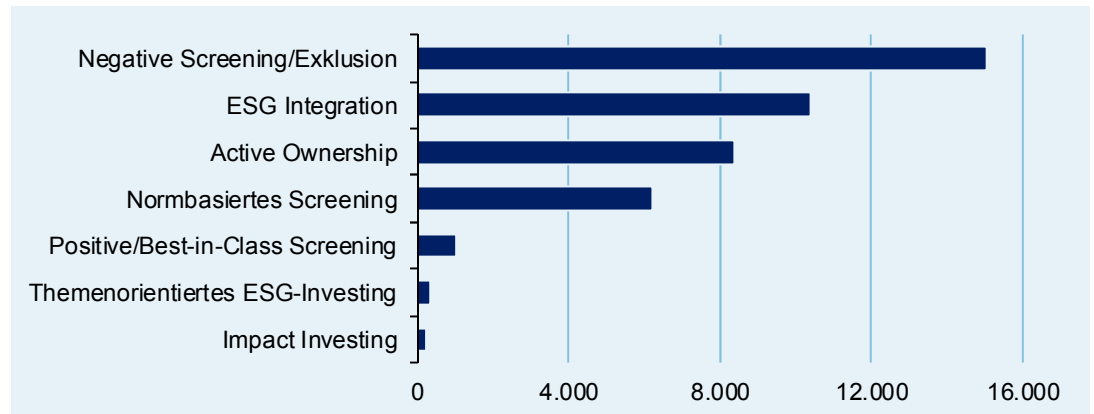
Spezielle Strategien, die sich eher für aktives als für passives Investment Management eignen, sind das „Impact Investing“ bzw. „Active Ownership“. Impact Investing zielt explizit darauf ab, durch Kapitalbeteiligungen messbare positive soziale oder ökologische Auswirkungen zu erzielen. Rendite-Risiko-Aspekte der Investition werden hier eher als Nebenbedingung betrachtet. Unter Active Ownership versteht man im ESG-Zusammenhang die aktive Einflussnahme auf Unternehmensentscheidungen über die bewusste Ausübung der eigenen Aktien-Stimmrechte zugunsten von ESG-Kriterien. Themen-Investing wiederum legt den Fokus auf spezielle Einzel-Kriterien innerhalb des ESG-Universums. Sehr beliebt ist beispielweise das Thema erneuerbare Energien.

- Negatives Screening bzw. Exklusion am weitesten verbreitet

Nach einer Auswertung der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) wird der größte Anteil nachhaltig investierter Assets (aktiv und passiv) nach der Strategie des negativen Screenings bzw. der Exklusion verwaltet. Die eher allgemeine gefasste ESG-Integration und Active Ownership folgen auf Rang 2 und 3. Positives Screening und themenorientiertes ESG-Investing weisen relativ kleine Anteile an den Assets under Management auf.

ESG-Investments: Screening-Strategien dominieren

Anteile verschiedener ESG-Strategien an den globalen nachhaltig verwalteten Assets 2016



Quelle: Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), BayernLB Research

- Positives Screening und Themen bei passiven Ansätzen beliebt

Im Bereich der passiven ESG-Investments ist die Bedeutung der Strategien anders verteilt. Hier spielen positives Screening und Themenorientierung eine größere Rolle, da sich diese Strategien gut für passive Ansätze eignen. Bei passiven Ansätzen greifen zudem verschiedene Strategien häufig ineinander.

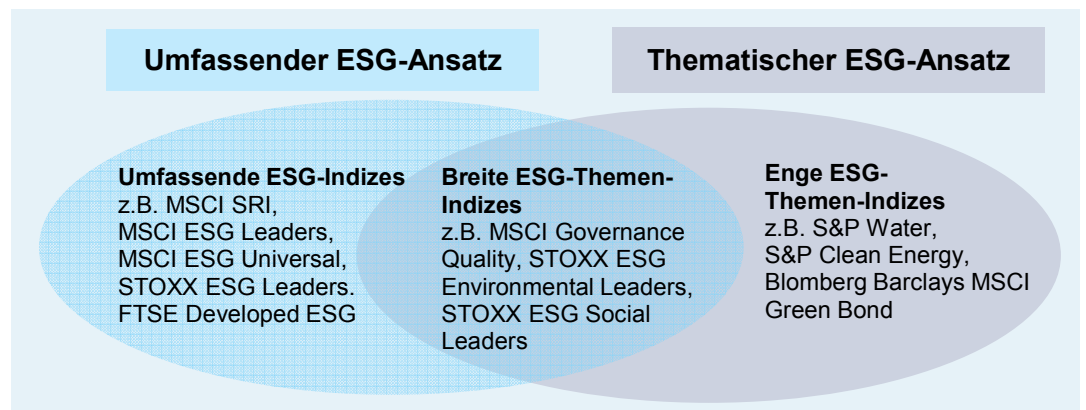
Passive ESG-Investmentansätze: Vielzahl von Strategien

- Anzahl von ESG-Aktienindizes deutlich gestiegen
- Umfassende vs. themenspezifische ESG-Indizes

Bereits seit längerem wurden von Indexanbietern Aktienindizes unter Berücksichtigung von ESG-Kriterien konstruiert. Diese bilden die Basis für passive ESG-Investments mit Hilfe von ETF. Einer der Vorreiter waren dabei die Dow Jones Sustainability Indizes, dessen Weltindex bereits 1999 aufgelegt wurde. In den letzten Jahren ist das Universum von ESG-Aktienindizes Hand in Hand mit dem ETF-Boom kräftig gewachsen.

Eine Einteilung von ESG-Aktienindizes lässt sich vornehmen in umfassende ESG-Indizes einerseits und themenorientierte ESG-Indizes andererseits. Während die umfassenden ESG-Indizes alle drei Säulen des ESG-Themenspektrums berücksichtigen, konzentrieren sich themenorientierte Indizes auf spezifische Einzelaspekte. Es existieren beispielsweise Indizes mit dem Fokus auf erneuerbare Energien oder auf die Qualität der Unternehmensführung. Daneben gibt es Mischformen zwischen beiden Kategorien.

ESG Indizes: Breite Palette mit unterschiedlichem Spezialisierungsgrad
 Kategorisierung des Universums nachhaltiger Indizes



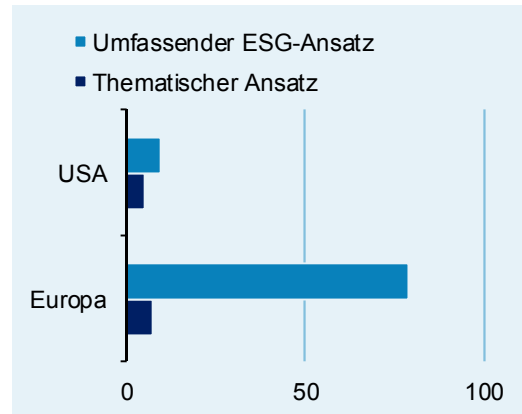
Quelle: Morningstar, BayernLB Research

- Umfassende ESG-Ansätze dominieren

Von den passiv verwalteten ESG-Assets wird ein Großteil mit einer breit angelegten Strategie verwaltet. In Europa, das im Bereich der passiven ESG-Assets klar führend ist, entfal-

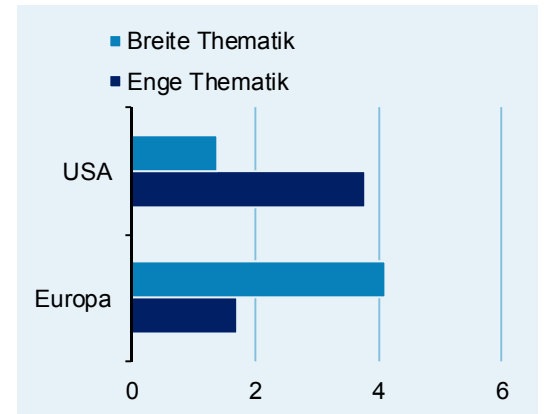
len hierauf 92% der Assets, nur 8% folgen einem thematischen Ansatz. In den USA, wo insgesamt weniger Mittel mit passiven ESG-Strategien verwaltet werden, ist der Anteil der thematischen Ansätze mit 36% deutlich höher als in Europa. Innerhalb der themenorientierten Ansätze überwiegen gemessen an den Assets unter Management in Europa breit angelegte Themen mit einem Anteil von 71%. In den USA dagegen liegen eng gefasste Themen mit einem Anteil von 73% vorne.

Passive ESG-Investments: Breit angelegte Ansätze dominieren
 Spezialisierungsgrad der passiven ESG-Investments in Mrd. Dollar (zum 31.12.2017)



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Themenorientierte passive ESG-Investments: Unterschiede in USA und Europe
 Art der themenorientierten passiven ESG-Investments in Mrd. Dollar (zum 31.12.2017)



Quelle: Morningstar, BayernLB Research

Indexkonstruktion hat starken Einfluss auf ESG-Score und Tracking Error

- Indizes mit unterschiedlicher ESG-Konzentration verfügbar

Neben dem Spezialisierungsgrad unterscheiden sich ESG-Indizes auch in Bezug auf ihre Konstruktion. Je nach Konstruktion weisen ESG-Indizes eine unterschiedlich starke Fokussierung auf Unternehmen mit hohem ESG-Rating und damit einen unterschiedlich starken Tracking Error gegenüber dem zugrundeliegenden Marktindex auf. Dabei werden häufig verschiedene Strategien, die wir auf der Seite 7 dargestellt haben, kombiniert (z.B. Exklusion, positives Screening und Best-in-Class-Ansatz). Bei Indizes mit der Zielsetzung eines möglichst geringen Tracking Errors gegenüber dem Marktindex wird lediglich die Gewichtung der Indexbestandteile so geändert, dass Unternehmen mit einem höheren ESG-Rating ein stärkeres Gewicht erhalten. Neben dem Niveau des ESG-Ratings kann dabei auch der ESG-Ratingtrend berücksichtigt werden. Dies geschieht in der Regel je Branche (Best-in-Class-Ansatz), so dass sich die Sektorstruktur gegenüber dem Benchmark-Index nicht wesentlich ändert, was einen höheren Tracking Error zur Folge hätte. Auch die Länderzugehörigkeit der Unternehmen kann berücksichtigt werden.

- Exklusion bestimmter Unternehmen als Konstruktionsmerkmal

Werden Unternehmen ausgeschlossen, die ein bestimmtes Mindest-ESG-Rating unterschreiten, erhöht dies zwar den ESG-Score des Index. Es bedeutet aber auch eine stärkere Abweichung vom zugrundeliegenden Benchmark-Index. Ob und inwieweit dies bei der Indexkonstruktion durchgeführt wird, hängt von der Zielsetzung des Index ab. In der Regel wird dem positiven Screening (höhere Gewichtung von Unternehmen nach ihrem ESG-Rating) zumindest ein begrenztes negatives Screening vorgeschaltet, indem man Unternehmen mit bestimmten Tätigkeitsfeldern (z.B. Alkohol, Tabak, Waffen, Glücksspiel) aus dem Investment-Universum von vorneherein ausschließt.

- Trade-off zwischen Tracking Error und ESG-Konzentration

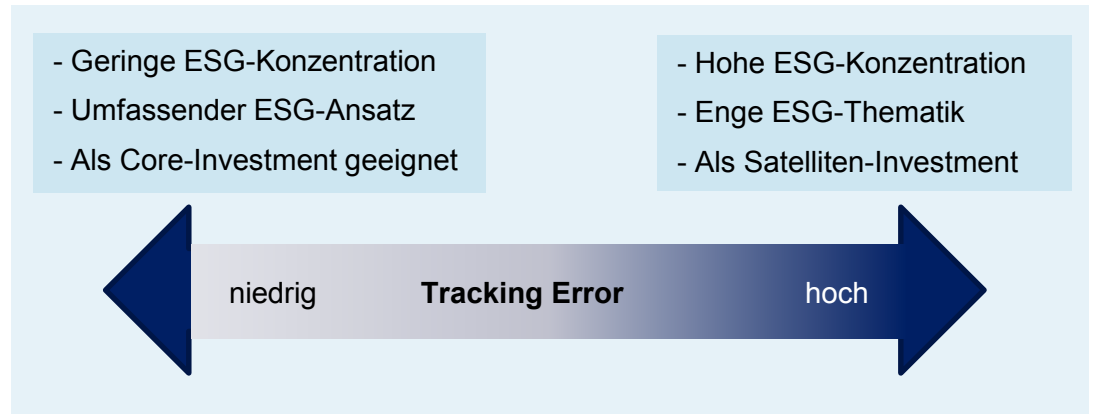
Zwischen dem ESG-Exposure und dem Tracking Error gegenüber dem jeweiligen Marktindex besteht insofern ein Trade Off. Je stärker die Portfolio-Konzentration auf Unternehmen mit hohem ESG-Rating, desto stärker ist tendenziell die Abweichung vom Marktindex.

Ebenso führt die Beschränkung auf einzelne ESG-Themen zu einem höheren Tracking Error. Die Indexanbieter versuchen allerdings, den Tracking Error auch bei konzentrierten Indizes durch Portfolio-Optimierungs-Techniken möglichst gering zu halten.

- Umfassende ESG-Indizes als Core-Investment geeignet

Indizes mit breitem Ansatz und geringerer ESG-Konzentration eignen sich vor diesem Hintergrund gut als Core-Investment bzw. als Alternative zu einem Marktindex. Enge Themen-Indizes sowie Indizes mit sehr hoher ESG-Konzentration und entsprechend hohem Tracking Error kommen dagegen eher als Ergänzung eines Core-Investments in Frage.

ESG-Indizes: Je nach Zielsetzung unterschiedliche Konstruktion und Verwendung
Tracking Error zum Marktindex in Abhängigkeit vom Spezialisierungsgrad und der ESG-Konzentration des Index

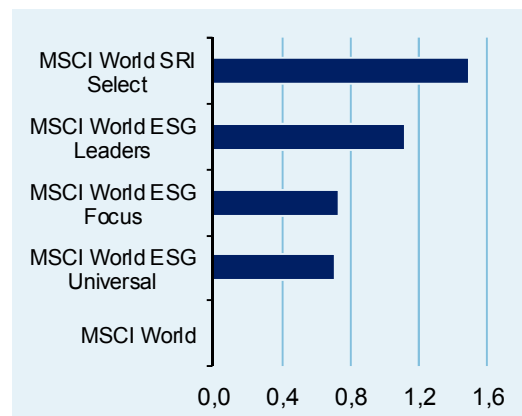


Quelle: Morningstar, BayernLB Research

- Unterschiedlicher Tracking Error von ESG-Indizes

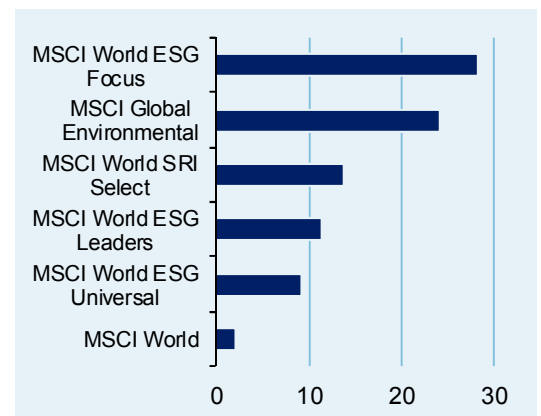
Dabei gibt es auch eine Reihe von Zwischenlösungen. Aus der Familie des MSCI ESG-Indizes beispielsweise zielen die MSCI ESG Universal Indizes auf einen geringen Tracking Error gegenüber dem zugehörigen Marktindex. Beim MSCI World ESG Universal Index liegt der Tracking Error gegenüber dem MSCI World bei 0,71% (Stand Ende 2018). Der MSCI World SRI Select Index ist zwar auch breit diversifiziert und an den MSCI World angelehnt. Dieser weist aber eine stärkere Konzentration auf Unternehmen mit hohem ESG-Rating auf (und schließt außerdem Unternehmen aus den Bereichen Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Waffen, Atomindustrie und Erwachsenenunterhaltung aus). Der Tracking Error dieses Index ist mit 1,49% gut doppelt so hoch wie beim MSCI World ESG Universal Index.

ESG-Indizes: Je nach Konstruktion unterschiedlicher Tracking Error
Tracking Error von MSCI World ESG Indizes gegenüber dem Referenzindex MSCI World, zum 31.12.2018, in Prozent



Quelle: MSCI, BayernLB Research

ESG-Indizes: Deutlich höhere Umschlagsrate als bei Marktindizes
Turnover Ratio (12 Monate) von MSCI World ESG Indizes und MSCI World, zum 31.12.2018, in Prozent



Quelle: MSCI, BayernLB Research

- ▶ Stark abweichendes Turnover Ratio

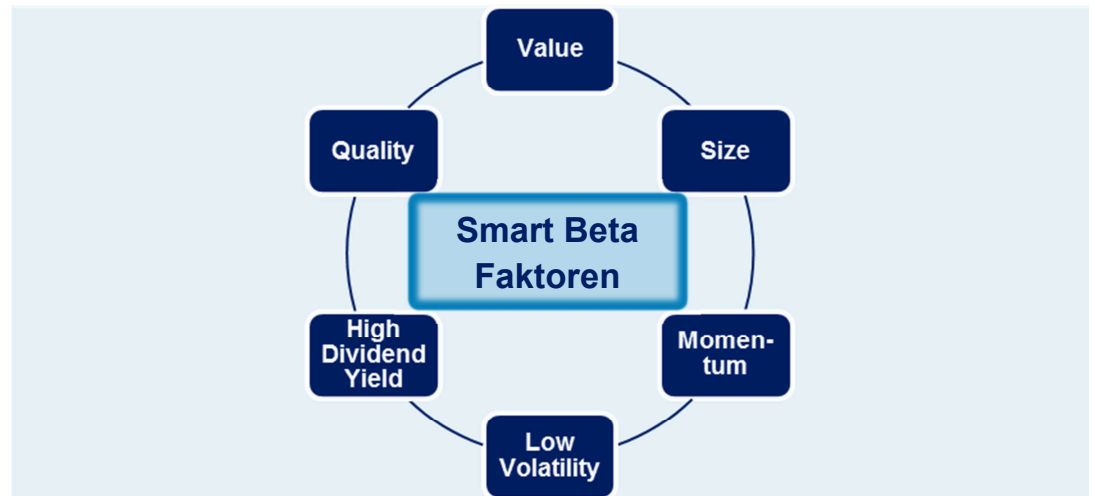
Auch hinsichtlich des (Portfolio) Turnover Ratios unterscheiden sich die ESG-Indizes deutlich. Diese Kennzahl gibt an, wieviel Prozent eines Portfolios (bzw. in diesem Fall eines Index) innerhalb eines bestimmten Zeitraums (meist zwölf Monate) umgeschichtet wurden (Umschlagsrate). Während der MSCI World ESG Universal Index ein Turnover Ratio (bezogen auf zwölf Monate) von 9,2% aufweist, liegt dieses beim MSCI World ESG Focus Index bei 28,3% (Stand Ende 2018). Der zugehörige Referenzindex MSCI World weist demgegenüber ein Turnover Ratio von nur 2,0% auf. Die Umschlagsrate der ESG Indizes ist also erheblich höher als die des zugehörigen Marktindex.

Neuer Trend: Verknüpfung von Smart Beta und ESG

- ▶ Verbesserung von Rendite-Risiko-Kennzahlen mit Smart Beta

Ein neuer Trend bei passiven ESG-Investments ist die Verknüpfung von ESG-Kriterien mit Faktoren aus dem Smart Beta-Bereich. Zielsetzung bei Smart Beta ist vor allem die Partizipation an Risikoprämien und die Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses gegenüber traditionellen, rein marktkapitalisierungsgewichteten Indizes. ESG-Investoren können durch die Verknüpfung beider Ansätze versuchen, ihr Rendite-Risiko-Profil zu verbessern. Umgekehrt können Smart Beta-Investoren mit der Kombination beider Ansätze ihr Portfolio auf Nachhaltigkeit ausrichten. Es existieren vor allem sechs Smart Beta-Faktoren, mit denen langfristig systematische Überrenditen erzielt werden können. Dabei handelt es sich um Value (niedrige Bewertung), Low Size (geringe Firmengröße), Momentum, Low Volatility (niedrige Kurs-Volatilität), High Dividend Yield (hohe Dividendenrendite) und Quality (Qualität).²

Smart-Beta: Sechs wissenschaftlich fundierte Schlüssel-Faktoren



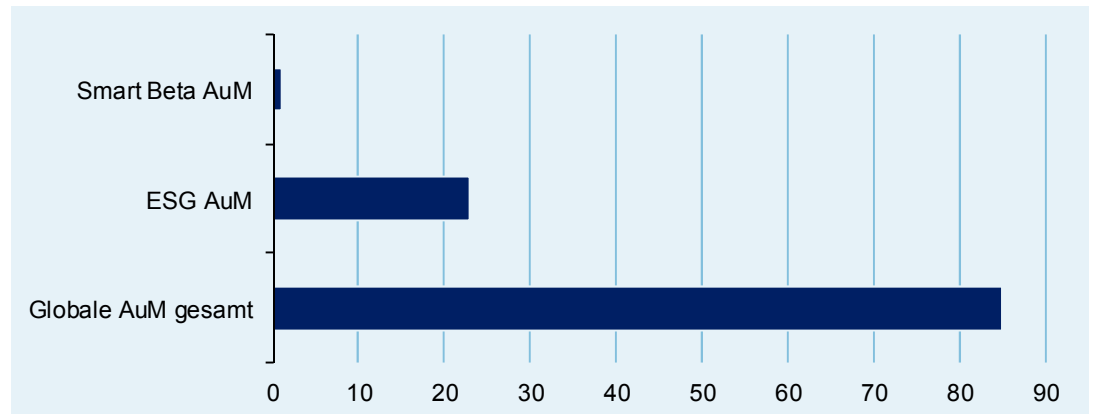
Quelle: BayernLB Research

- ▶ Smart Beta-Markt insgesamt deutlich kleiner als ESG-Markt...

Gemessen an den (sowohl aktiv als auch passiv) global verwalteten Vermögen (Assets under Management) ist der Smart Beta-Markt deutlich kleiner als der ESG-Markt. Der Anteil von Smart Beta Investments an den globalen Assets under Management ist mit etwas über 1% insgesamt noch verschwindend gering, während nach ESG-Kriterien verwaltete Vermögen mit einem Anteil von knapp 30% bereits eine sehr prominente Rolle spielen (wobei die Definition der ESG-Assets nur begrenzt eine klare Abgrenzung zulässt).

² Siehe unsere Studie „Smart Beta: Mit Faktorprämien zum Anlageerfolg?“ in der Reihe „Megatrend Passivierung“ von April 2017.

Globales Vermögen: Smart Beta-Markt insgesamt deutlich kleiner als ESG-Markt
 Assets under Management (AuM), in Bio. Dollar



Quelle: Morningstar, GSIA, PwC, BayernLB Research

► ...bei passiven ETF-Investments ist Smart Beta aber größer als ESG

Bei ausschließlich passiv verwalteten Anlagen sind die Anteile jedoch ganz anders verteilt. Hier spielt Smart Beta, das sich wesentlich einfacher mit einem indexbasierten Ansatz als mit aktivem Management umsetzen lässt, eine wesentlich größere Rolle. Im Bereich der ETF und Indexfonds stehen global nach Assets under Management rund 800 Mrd. Dollar in Smart Beta-Produkten etwa 100 Mrd. Dollar in ESG-Produkten gegenüber.

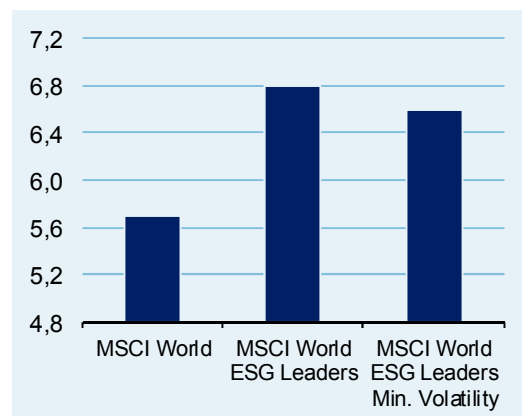
► Möglicher Zielkonflikt zwischen ESG- und Smart Beta-Exposure

Die einzelnen Smart Beta-Faktoren eignen sich in unterschiedlicher Weise für die Kombination mit ESG. Grundsätzlich besteht das Problem, dass bei der Bildung eines ESG-Smart-Beta-Portfolios weder das ESG-Exposure noch das gewünschte Faktor-Exposure stark verwässert werden sollen. Hier spielt die Korrelationen zwischen dem ESG-Faktor und dem Smart Beta-Faktor eine wichtige Rolle. Tendenziell ist der ESG-Score positiv mit den Faktoren Low Volatility, High Dividend Yield und Quality korreliert. Hier lässt sich eine Kombination beider Ansätze besser darstellen als bei Faktoren mit negativer Korrelation.

► Kombination von ESG und Low Volatility in Vergangenheit gut geeignet

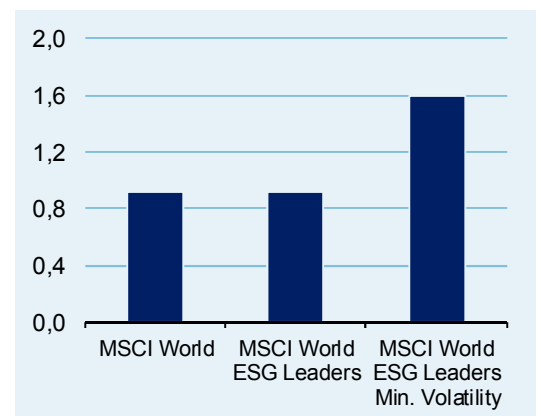
Der Indexanbieter MSCI hat 2017 ESG-Smart-Beta-Indizes für die Faktoren Minimum Volatility, Quality und Value sowie für einen Multifaktor, der verschiedene Smart Beta-Faktoren vereint, aufgelegt. Am Beispiel des MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility Index lässt sich zeigen, dass die Einbeziehung des Low/Minimum Volatility Faktors die Rendite-Risiko-Eigenschaften des zugrundeliegenden ESG-Index deutlich verbessern kann, ohne dass die ESG-Eigenschaften wesentlich reduziert werden.

ESG-Smart-Beta-Indizes: Nur leicht niedriger ESG-Score als reiner ESG-Index
 ESG-Score von MSCI Aktienindizes, zum 31.12.2017



Quelle: MSCI, BayernLB Research

ESG-Smart-Beta-Indizes: Deutlich verbessertes Rendite-Risiko-Verhältnis möglich
 Sharpe Ratio von MSCI Aktienindizes, 30.11.10 bis 31.12.17



Quelle: MSCI, BayernLB Research

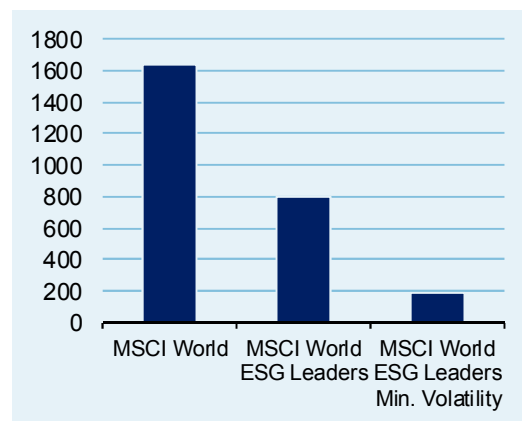
- ▶ ESG Minimum Volatility Index: Guter ESG-Score bei deutlich verbesserter Sharpe Ratio

So liegt der ESG-Score des MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility mit 6,6 nur leicht unter dem des zugrundeliegenden „reinen“ ESG-Index (MSCI World ESG Leaders) von 6,8. Der übergeordnete Marktindex MSCI World weist einen ESG-Score von 5,7 auf. Das Rendite-Risiko-Profil des MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility ist dem des reinen ESG-Index jedoch klar überlegen. Die Sharpe Ratio beträgt für den Zeitraum Dezember 2010 bis Ende Dezember 2017 1,60 gegenüber 0,91 beim reinen ESG-Index und 0,92 beim Marktindex MSCI World. Allerdings muss eingeschränkt werden, dass die Vergangenheitsdaten nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden dürfen. Ein überlegenes Rendite-Risiko-Profil in der Zukunft kann nicht garantiert werden.

- ▶ Kombiniertes ESG Minimum Volatility Index mit deutlich höherem Tracking Error

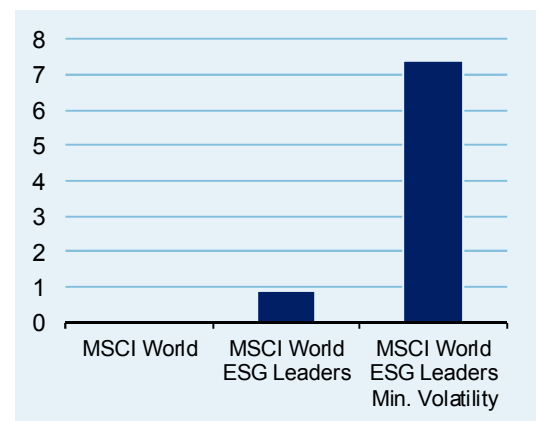
Der kombinierte ESG Minimum Volatility Index ist gegenüber dem reinen ESG-Index deutlich konzentrierter und weist daher gegenüber dem Mutterindex MSCI World einen erheblich größeren Tracking Error auf. Beträgt die durchschnittliche Aktienanzahl beim MSCI World im Zeitraum von Dezember 2010 bis Ende Dezember 2017 1631, liegt diese beim MSCI World ESG Leaders mit 804 schon deutlich niedriger. Der MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility enthält im Durchschnitt nur noch 183 Aktien. Dementsprechend ist der Tracking Error des kombinierten ESG Minimum Volatility Index mit 7,4% deutlich über dem des reinen ESG-Index von 0,9%.

ESG-Smart-Beta-Indizes: Deutlich konzentrierteres Portfolio
Durchschnittliche Aktienanzahl von MSCI Aktienindizes, Zeitraum 30.11.2010 bis 31.12.2017



Quelle: MSCI, BayernLB Research

ESG-Smart-Beta-Indizes: Deutlich höherer Tracking Error
Tracking Error von MSCI Aktienindizes, in Prozent, Zeitraum 30.11.2010 bis 31.12.2017



Quelle: MSCI, BayernLB Research

Fazit: ESG- und Passivierungstrend verstärken sich gegenseitig

- ▶ ESG setzt sich auch bei passiven Investments stärker durch

Der dynamische Trend zu nachhaltigen Kapitalanlagen erfasst seit 2016 zunehmend den Bereich der passiven Investments. Durch die weiter zunehmende Verfügbarkeit einer Vielzahl verschiedener ESG-Indizes und darauf aufgelegter ETF ergänzen und verstärken sich Passivierungs- und ESG-Trend. Nicht zuletzt da die Durchdringung von ESG bei passiven Investments noch vergleichsweise gering ist, dürfte sich das kräftige Wachstum in den nächsten Jahren fortsetzen. Eine aus Investorensicht attraktive Erweiterung erfährt die Produktpalette von ESG-ETF durch die Kombination von ESG mit Smart Beta. In diesem Segment dürften das Produktangebot und die investierten Mittel in den kommenden Jahren überdurchschnittlich stark wachsen.

manfred.bucher@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIA, Business Management

Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

G10-Währungen, UK, Schweiz

Charlotte Heck-Parsch, -23929

USA/Fed

Wolfgang Kiener, -27058

G10- & MOE-Währungen

Andreas Speer, -21305

Rohstoffe

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Länderrisikoanalyse

Dr. Alexander Kalb, -22858

Westeuropa, Südamerika

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika,

Gebhard Stadler, -28891

Osteuropa/GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Branchenanalyse

Wolfgang Linder, -21321

Auto, Chemie, Pharma, Luftfahrt, Rohstoffe & Stahl,

Öl & Gas, Transportation

Thomas Peiß, -28487

Bau, Elektroindustrie, Maschinenbau, Versorger,

Telekom, Medien, Handel

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger, CFA, -24877

Asja Hossain, CFA, -27065

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Covereds & Financials

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Versicherungen

Georg Meißner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds

Stefan Voß, -21808

Banken

Credits

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Miraji Othman, -25888

Strategie

Christian Strätz, CEFA, CIA, -27068

Corporate Bonds & SSD

Aktienmarkt

Manfred Bucher, CFA, -21713

Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow, -23384

Aktien & Strategie

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 06.02.2019. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Impressum

Megatrend Passivierung
abgeschlossen am: 6. Februar 2019

BayernLB Research
Bayerische Landesbank
80277 München (Briefadresse)
E-Mail: research@bayernlb.de

Leitung:
Dr. Jürgen Michels, Telefon 089 2171-21750

Redaktion:
Manfred Bucher, CFA, Telefon 089 2171-21713

Layout & Grafik:
Ingo Bothner, Telefon 089 2171-21787

Manfred Bucher, CFA
Senior Analyst Aktienstrategie
Investment Research
Tel. 089 2171-21713
manfred.bucher@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de