

## Marktgerechte Renditen

**Der Begriff «marktgerechte Rendite» erfreut sich grosser Beliebtheit, vor allem bei institutionellen Anlegern. Intuitiv können wir uns wohl alle etwas darunter vorstellen. Die Frage ist bloss, was genau. Wir erklären im Timeout, weshalb das Konzept für uns nichts mit passiven Anlagen oder Indexrenditen zu tun hat, sondern im Kontext von titelspezifischen Kapitalkosten zu verstehen ist. Dieses Verständnis übt einen zentralen Einfluss auf die Beurteilung von Anlagen aus, insbesondere den nachhaltigen.**

### Einführung

In vielen Präsentationen und Ausbildungsunterlagen treffen wir heute auf den Begriff der marktgerechten Renditen. Vor allem die institutionellen Anleger sollen sicherstellen, dass sie eine solche mit ihren Anlagen erreichen. Volkswirtschaftlich erscheint das sinnvoll, weil es die Vorsorge stabilisiert und stärkt. Auch rein intuitiv scheint die Idee vernünftig und einleuchtend. Auf den zweiten Blick ist aber unklar, was mit dem Begriff marktgerecht genau gemeint ist. Im Timeout beschreiben wir zwei populäre Interpretationen und erklären, weshalb für uns nur die titelspezifischen Kapitalkosten im Vordergrund stehen sollten und nicht die passiven, indexorientierten Anlageansätze.

### Es geht nicht um den Gesamtmarkt...

Marktgerecht wird manchmal als Empfehlung für indexierte Lösungen verstanden bzw. verwendet und damit gegen alles andere wie aktive, alternative oder nachhaltige Anlagen. Wer eine Indexrendite zu replizieren versucht, investiert ja per Definition in den Markt, womit bei kostengünstiger Umsetzung auch automatisch eine marktgerechte Rendite resultiert. So plausibel der Satz klingen mag, so irreführend erscheint er in unseren Augen in der Anlagepraxis.

Indizes bilden Durchschnitte aus einem definierten Universum von Titeln ab. 20 Aktien im Fall vom SMI und fast 20'000 Schuldtitel (nicht nur Anleihen) beim Bloomberg Global Agg. Bond Index. Die Titel im Index unterscheiden sich z.B. punkto Domizil, Sektor, Rating, Rendite, Volatilität, etc. und besonders auch ihren Kapitalkosten. Anschaulich wird dies bei den Zinsen von Anleihen und Darlehen (Loans). Schuldner aus dem Energiesektor müssen seit Jahren höhere Zinsen

für Fremdkapital bezahlen als solche im Telekomsektor. Ihre Kapitalkosten sind also höher. Ebenso ihr Renditepotenzial, solange sie nicht Konkurs gehen. Je nach dem Gewicht von Sektoren in einem «Markt-Index», resultieren andere marktgerechte Renditen. Welche ist nun die richtige? Weiter ist unklar, ob ein Index effektiv ganze Märkte global abdeckt oder nur Segmente daraus. Es gibt Millionen von Indizes und nur wenige können und wollen Anlageklassen und Märkte integral abbilden. Gerade die Erfassung von Instrumenten und Titeln mit tiefer Marktkapitalisierung und/oder einer tiefen Liquidität wird oft bewusst vernachlässigt. Zudem sind Investitionen an privaten Märkten fast nie in Indizes vertreten. Auch aus dieser Perspektive ergibt eine Gleichsetzung von marktgerechten Renditen mit Indexierung für uns keinen Sinn.

### ...sondern es geht um Kapitalkosten

Wir betrachten die Effizienzmarkthypothese (EMH) zwar seit Jahrzehnten eher kritisch, stimmen aber trotzdem uneingeschränkt zu, dass fast alle Anleger grundsätzlich ihre erwartete Rendite bei einer Anlage an das Risiko dieser Anlage knüpfen. Sie fordern für höheres Risiko auch höhere Renditen. Vor allem an den Kreditmärkten lässt sich das gut beobachten, weil dort riskantere Schuldner höhere Zinsen zahlen. So sind Kapitalkosten für unterschiedliche Schuldner in unterschiedlichen Sektoren auch unterschiedlich hoch. 5% Coupons für eine Sub-Investment-Grade-Anleihe eines soliden Telekomschuldners erscheint heute hoch, während 5% für Sub-IG-Anleihen von angeschlagenen Firmen im Rohstoffsektor wohl zu tief sind. Kapitalkosten fallen unterschiedlich aus, weil die Kreditrisiken der entsprechenden Schuldnerfirmen von Anlegern zurecht titelspezifisch evaluiert werden. Hinzu kommt die Angebots-Nachfrage-Dynamik, die die Verfügbarkeit von sowie den Zugang zu Kapital reflektiert und kurzfristige Preisvolatilität gut erklärt. Indizes weisen nur durchschnittliche Zinsen bzw. Kapitalkosten der Titel aus. Wenn man marktgerecht mit passiv oder indexiert gleichsetzt, bezahlen heute Energiefirmen deutlich mehr als die «marktgerechte» Rendite, während Schuldnerfirmen aus der Telekom-Branche die marktgerechte Rendite nicht erreichen. Diese Interpretation wirkt also nicht praxistauglich.

Marktgerecht heisst für uns, dass die Kapitalkosten einer Schuldnerfirma so hoch sind, dass sie für ihr bzw. das von ihren Anlegern unterstellte, titelspezifische Risiko im Erwartungswert adäquat entschädigen. Mit anderen Worten impliziert marktgerecht, dass es am

Markt noch andere renditesuchende Investoren gibt, die dieser Firma im gleichen Zeitpunkt zu gleichen Konditionen Kapital vergeben würden. Unser Markt im Begriff marktgerecht bezieht sich also auf das Angebot von Kapital im Markt, das von Anlegern bereitgestellt wird und nicht auf den Gesamtmarkt.

### Verfehlt Verallgemeinerungen

Für einige Leser mögen diese Interpretationen graue Theorie darstellen. Sie sind aber praxisrelevant, weil von einigen Beratern und Marktteilnehmern die These vertreten wird, nachhaltige Anlagen lieferten per Definition tiefere Renditen als «normale» bzw. breit indexierte. Wir teilen diese Auffassung nicht, weil für uns eine verfehlt Verallgemeinerung dahintersteht.

Befürworter rein passiver und traditioneller Anlagen führen häufig ins Feld, dass andere Anlageformen wie z.B. das gesamte Paket an nachhaltigen Ansätzen keine marktgerechten Renditen erwarten liessen und damit keine Berücksichtigung in den institutionellen Portfolios erforderten. Sie bedienen sich folgender sehr simplen, aber für uns fehlerhaften Gleichung: Nachhaltigkeit = Ausschlüsse = Unterperformance. Als ob nachhaltige Ansätze alle gleich wären und alle nur auf Ausschlüssen basierten. Wir haben die verschiedenen nachhaltigen Ansätze im Timeout 128 beschrieben und versucht zu erklären, weshalb eine sorgfältige Abgrenzung wichtig ist. Ein Hauptgrund liegt darin, dass der Ansatz über Ausschlüsse von Titeln/Firmen effektiv Rendite- und Diversifikationsverluste mit sich bringen kann. Andere nachhaltige Ansätze wie Engagement oder Impact Investing tun dies aber nicht, was nach einer differenzierten Sicht verschiedener Ansätze zur Nachhaltigkeit ruft.

### Ausschlüsse können Potenziale beschneiden...

Wir stimmen 100% zu, dass reine Ausschlüsse «nicht-nachhaltiger» Firmen sowohl das Rendite- als auch das Diversifikationspotenzial von Anlagen relativ zu breiten Indizes mindern können. Vor allem kurz- und mittelfristig, sprich solange die ausgeschlossenen Firmen nicht ausfallen und brav ihre Schulden tilgen oder evtl. Dividenden ausschütten. Schliesst man z.B. bei Anleihen und Loans den Energiesektor aus, sinkt die erwartete Rendite gegenüber breiten Indizes, weil Titel mit hohen Kapitalkosten ausgeschlossen werden (Timeout Nr. 104). So entstehen Zielkonflikte zwischen Renditepotenzial und Ausschlusskriterien, die kaum lösbar sind. Vor allem nicht für institutionelle Anleger mit gesetzlichen Vorgaben, die aus nachvollziehbaren Gründen Renditeziele priorisieren (müssen).

Aber diese Zielkonflikte sprechen nicht per se gegen alle nachhaltigen Ansätze, weil diese Zielkonflikte nur bei naiver Umsetzung von Ausschlüssen entstehen.

Die populärwissenschaftlichen Beweisführungen für und gegen ein Nachhaltigkeits-Alpha anhand von Renditevergleichen von ausschlussbasierten, nachhaltigen Portfolios gegenüber breiten Indizes stehen für uns auf tönernen Füßen. Das Ergebnis solcher Studien hängt von den gewählten Ausschlusskriterien und der Beobachtungsperiode ab. Es überrascht kaum, dass widersprüchliche Ergebnisse in zahllosen Artikeln und ESG-Papers rapportiert werden, wenn unterschiedliche Kriterien über unterschiedliche Zeitperioden analysiert werden. Positive ESG-Alphas in den letzten Jahren basieren oft auf ESG-Kriterien, die US-Tech-Aktien wie Tesla, Apple und Microsoft übergewichten oder in der Schweiz ein Untergewicht in gewissen Banken relativ zum SMI halten. Negative Alphas gegenüber dem Weltmarkt resultieren oft aus Kriterien, die US-Titel untergewichten und Europa, Asien oder Schwellenländern übergewichten. Vor diesem Hintergrund erstaunt auch die Heterogenität in den ESG-Ratings diverser Agenturen kaum.

### ...Engagement und Impact Investing nicht

Wenn man den Begriff marktgerecht nicht auf Indexebene, sondern auf Titelebene bzw. auf Ebene der Kapitalkosten von Schuldnerfirmen betrachtet, entfällt der Zielkonflikt zwischen Renditen und Nachhaltigkeit. Es ist absolut realistisch, ein Portfolio von Schuldnerfirmen und Titeln zu bilden, das marktgerechte Renditen abwirft und gleichzeitig positive, messbare Wirkungen entfaltet. Darin liegt die Absicht von Impact Investing, so wie wir es interpretieren. Entsprechend ist es für uns nicht nachvollziehbar, das Thema Nachhaltigkeit auszublenden, weil man damit sicher keine marktgerechten Renditen erzielen könne. Andere Ansätze wie Engagement und Impact sind problemlos mit marktgerechten Renditen vereinbar und bei guter Umsetzung wohl auch in aller Interesse.

Kapitalkosten spielen langfristig die Hauptrolle für die Erzielung marktgerechter Renditen. Sie reflektieren einerseits die aggregierten Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer über Firmen und andererseits die Dynamik von Angebot und Nachfrage für bzw. nach Kapital. Diese Dynamik bewirkt kurzfristig wohl sogar stärkere Schwankungen in den Kapitalkosten, als die fundamentalen Risiken von Schuldnern implizieren. Dabei kühlen Kopf zu bewahren, ist ein Schlüssel zur langfristigen Abschöpfung marktgerechter Renditen.