

Nachhaltigkeitskriterien in einem bottom-up-basierten Investmentprozess

Das Thema „verantwortlicher“ oder „nachhaltiger“ Geldanlage ist zweifellos verstärkt in das Interesse institutioneller und privater Anleger gerückt. Nach Angaben des European Sustainable Investment Forum (Eurosif), wurde im Jahr 2008 weltweit ein Anlagevolumen von rund fünf Billionen Euro in Socially Responsible Investments (SRI oder sozialverantwortliche Investments) verwaltet.¹⁾ In diesem Beitrag wird untersucht, wie verantwortliches Investieren (Responsible Investment oder RI) Alpha schaffen und zugleich den Wertvorstellungen von Investoren und Aktionären genügen kann.

Verantwortliches Investieren: Die goldene Mitte

Die Ursprünge verantwortlichen Investierens sind auf zwei Konzepte zurückzuführen: Ethisches Investieren und sozialverantwortliches Investieren. Ethisches Investieren beruht auf Wertvorstellungen, ethisch-moralischen Grundsätzen und religiösen Überzeugungen. Bei der Geldanlage wird hier meist das Ausschlussprinzip angewendet, und nicht wenige ethische Investoren verstehen sich ebenfalls als „aktive Aktionäre“ (Shareholder Advocacy). Sozialverantwortliches Investieren (Socially Responsible Investment, SRI) bedeutet, neben finanziellen auch soziale und ökologische Ziele zu verfolgen.

Bei einem SRI-Ansatz werden zur Titelauswahl sowohl das Ausschlussprinzip (exclusionary oder negative screens) als auch Positivkriterien (positive screens) angewendet. Auch hier kommt eine Shareholder Advocacy Komponente zum Ausdruck. Beim verantwortlichen Investieren (Responsible Investment, RI) schließlich finden ESG-Faktoren zwar ebenfalls Eingang in den Investmentprozess, allerdings aufgrund der Überzeugung, dass sie Einfluss

auf die Wertentwicklung von Assets haben können (Abbildung).

In den letzten Jahren haben sich institutionelle Investoren vermehrt um eine bessere Vereinbarkeit ihrer Anlageziele mit dem Wunsch nach nachhaltigen Geschäftsmodellen und einer nachhaltigen Investmentpraxis bemüht. Das European Sustainable Investment Forum gibt an, dass mehr als 90 Prozent verantwortlicher Geldanlagen durch institutionelle Investoren getätigt werden. Dabei ist zu beobachten, dass institutionelle Investoren meist einen RI-Ansatz anwenden, um die Erfüllung ihrer Treuhandpflichten mit ihren Wertvorstellungen (und die der Mehrheit ihrer Begünstigten) in Bezug auf ESG-Kriterien (Environmental, Social and Governance) zu verbinden.

Für verantwortliche Investoren sind Wert- und Moralvorstellungen kein Selbstzweck.

Lars Detlefs, CEFA, Geschäftsführer der deutschen Niederlassung, MFS Investment Management, Frankfurt am Main

Die Wurzeln nachhaltiger Investments, so ruft der Autor in Erinnerung, liegen schon in den zwanziger Jahren des vorigen Jahrhunderts. Erneut belebt durch gesellschaftspolitische Strömungen in den 1960er und 1970er Jahren werden solche Investments heute auch unter Renditegesichtspunkten für wettbewerbsfähig gehalten. Der Autor gibt einen Einblick in wissenschaftliche Studien, die nicht zuletzt auch den Einfluss von Nachhaltigkeitsfaktoren auf den Börsenwert von Unternehmen untersuchen. Schließlich zeigt er auf, wie sein eigenes Haus ökologische und soziale Aspekte sowie Prinzipien einer guten Unternehmensführung und -ethik in einen bottom-up-orientierten Investmentprozess zu integrieren sucht. (Red.)

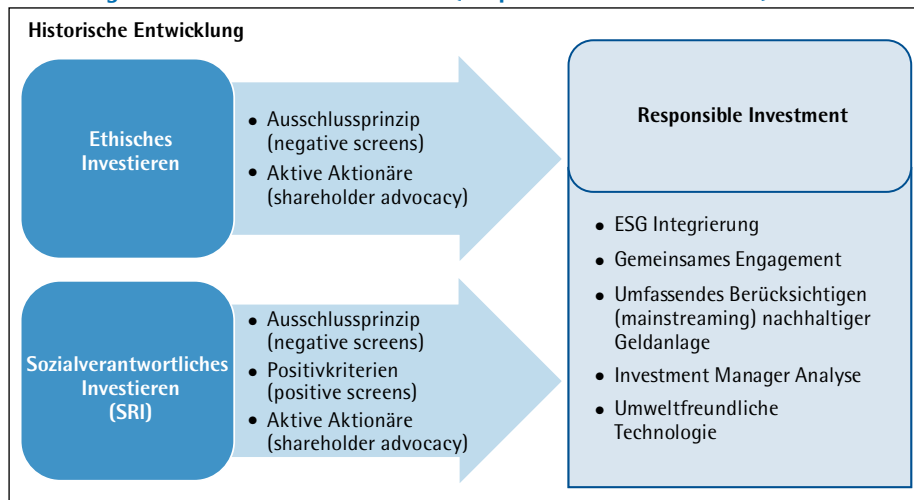
Was zählt, ist allein ihre Bedeutung für den Unternehmenswert. Für viele institutionelle Investoren ist verantwortliches Investieren aber ein guter Mittelweg – anders als Ansätze, die wie ethisches oder sozialverantwortliches Investieren Werte und Moralvorstellungen noch stärker betonen. Diese Anleger sind davon überzeugt, dass auf fundamentaler Analyse beruhende Einzeltitelselektion und Risikomanagement unter Berücksichtigung von ESG-Faktoren und deren Einflussnahme auf Unternehmen letztlich Alpha erzeugen – mehr Wert durch mehr Werte.

Belastbare „ESG-Praxis“ erwünscht

Nicht zuletzt wegen des steigenden Interesses institutioneller Investoren an verantwortlichem Investieren wurde traditionellen Asset Managern mehr und mehr bewusst, dass der Wert börsennotierter Unternehmen auch von Nachhaltigkeitsthemen abhängen kann. Vielen Portfoliomanagern ist noch schmerzlich in Erinnerung, was ESG-Risiken für die Erträge bedeuten können. Man denke an den Betrug bei Enron, die schlechten Arbeitsbedingungen bei Nike und die unzureichende Corporate Governance bei AIG.

Diese und andere Beispiele verdeutlichen, weshalb nach Einschätzung vieler institutioneller Investoren und Asset Manager eine belastbare ESG-Praxis nicht nur der sozialen Nachhaltigkeit, sondern auch den langfristigen Performancezielen der Investoren dient. In wissenschaftlichen Studien, aber auch in Analysen von Portfoliomanagern wurden die ökonomische Bedeutung eines soliden ESG-Managements von Unternehmen und die Renditevorteile nachhaltig gemanagter Portfolios quantifiziert. Im folgenden Abschnitt werden die Ergebnisse einer Auswertung dieser Studien zusammengefasst. Durchgeführt wurde sie

Abbildung: Verantwortliches Investieren (Responsible Investments, RI)



Quelle: Mercer LLC 2009

von Wissenschaftlern an der New School for Social Research, New York, im Auftrag von MFS Investment Management. Die Studien sprechen für nachhaltige Anlagen.²⁾

Nachhaltigkeit auf Unternehmensebene: Wissenschaftliche Studien haben gezeigt, dass gute Beziehungen zu den Mitarbeitern, umweltverträgliches Wachstum, eine gute Corporate Governance und ein hohes Maß an Transparenz für wettbewerbsfähige Kapitalrenditen und stabilere Erträge sorgen können. Unternehmen, die dies leisten, planen langfristiger als ihre Wettbewerber. Sie werden seltener in Rechtsstreitigkeiten verwickelt, die Fluktuation ihrer Mitarbeiter ist niedriger und ihre Produktivität ist höher, um nur einige positive Faktoren zu nennen (Kurtz 2005, Eschuk 2001).

Langfristige Ausrichtung

Institutionelle Investoren mit langfristigen Verbindlichkeiten (wie Staats- und Pensionsfonds) bevorzugen Anlagen in nachhaltig geführte Unternehmen, da deren langfristige Ausrichtung auch mit ihren Zielen übereinstimmt. Mit ihren Anlagen wollen Staats- und Pensionsfonds den Wunsch der Begünstigten nach einem hohen Lebensstandard auch für nachfolgende Generationen erfüllen. Treuhänder dieser Pensionsfonds interessieren sich dabei für Investmentportfolios, die entsprechend langfristige, nachhaltige Erträge versprechen. Investmentgesellschaften können diese Nachfrage erfüllen, indem sie Anlagelösungen anbieten, die eine gute Perfor-

mance mit einem verantwortungsbewussten Unternehmensverhalten gegenüber den Angestellten, den Aktionären und der Umwelt verbinden.

Nachhaltigkeit auf Portfolioebene: Wenn sich nachhaltige Unternehmen überdurchschnittlich entwickeln, sollte dies auch für Portfolios gelten, die in sie investieren. In der Investmentbranche wurde oft die Befürchtung geäußert, dass die Begrenzung des Anlageuniversums – eine unvermeidbare Folge sehr spezieller Anlageziele oder Auswahlkriterien – niedrigere Anlage Rendite von Portfolios würde sekundären, wenn auch sozial wünschenswerten Zielen geopfert, hieß es. Wenn diese Argumentation stimmt, könnte eine Vorauswahl nach ESG-Kriterien zu einem suboptimalen Portfolio führen.

Es gibt aber noch einen weiteren Grund dafür, dass Portfoliomanager einer Vorauswahl nach extrafinanziellen Kriterien skeptisch gegenüberstehen: Es ist nicht leicht zu quantifizieren, wie Transparenz, Umweltbewusstsein und gute Arbeitsbedingungen den Shareholder Value beeinflussen. In letzter Zeit hat sich die Messbarkeit insofern verbessert, als diverse Organisationen Methoden zur Quantifizierung entwickelt haben.

Betrugsfälle und Beispiele für schlechte Personalführung haben gezeigt, dass es manchen Unternehmen an klaren Unternehmensgrundsätzen mangelt. Die Kurse ihrer Aktien sind daraufhin dramatisch

eingebrochen. Immer wichtiger werden auch Reputationsrisiken. Diese Risiken bestehen einerseits aufgrund von möglichen Anklagen wegen Verstößen gegen Umweltgesetze und andererseits aufgrund schlechter Management-Arbeitnehmerbeziehungen. Beides kann sich negativ auf die langfristige Aktienkursentwicklung auswirken. Es scheint, dass Unternehmen, die ESG-Risiken erfolgreich begrenzen und ESG-Chancen erkennen, langfristig überdurchschnittlich erfolgreich sein können.

Langfristige Erträge durchaus wettbewerbsfähig

In den letzten Jahren hat die Investmentbranche deshalb innovative Ansätze für das Management von Portfolios mit ESG-Vorauswahl entwickelt. Ziel ist, Risikomanagement und Ertragsmaximierung mit Nachhaltigkeitskriterien zu verbinden.

Empirische Studien haben gezeigt, dass die gängige Kritik am SRI-Ansatz (bei der die möglichen Auswirkungen einer Begrenzung des Investmentuniversums im Mittelpunkt stehen) an Stichhaltigkeit verloren hat. Die langfristigen Erträge von SRI-Benchmarks waren wettbewerbsfähig (Kurtz 2005, Seite 127): So hat der Domini Social Index, die älteste, umfassende SRI-Benchmark, den S&P 500 von seiner Auflegung im Jahr 1990 bis zum Juni 2009 um 73 Basispunkte per annum übertroffen.

Auch aktuelle Vergleiche der risikoadjustierten Renditen von SRI-Portfolios mit denen anderer Portfolios bestätigen die Wettbewerbsfähigkeit des sozialverantwortlichen Investierens. Die meisten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass SRI und traditionelle Ansätze des Portfoliomanagements langfristig gleichauf liegen. Keines der beiden Konzepte ist signifikant im Vorteil. Die Morningstar-Analystin Emily Hally (2004) fasst die Ergebnisse folgendermaßen zusammen: „Bei unseren bisherigen Analysen der Performance sozialverantwortlicher Fonds stellten wir fest, dass sie sich insgesamt genauso gut entwickelt haben wie Portfolios, bei deren Zusammenstellung Nachhaltigkeitsüberlegungen keine Rolle spielen.“

Es gibt also einen breiten Konsens, dass eine Titel-Vorauswahl nach sozialverantwortlichen Kriterien (social screens) alles in allem weder positive noch negative Renditeauswirkungen hat. In einigen jüngeren

Studien wurde außerdem untersucht, ob es möglicherweise konkrete Faktoren gibt, die die Performance positiv beeinflussen. Kurtz (2005) hat diese von 2000 bis 2004 durchgeführten Studien zusammengefasst.

Er hat 13 Studien gefunden, nach denen ein ökologisches Screening (mit den Kriterien Umwelt-Rating, Emissionskontrolle, Vermeidung von Abfällen sowie Nachhaltigkeit) positive Auswirkungen auf die Wertentwicklung hat. Sieben Studien kommen laut Kurtz zu dem Ergebnis, dass die Qualität der Corporate Governance (Corporate Governance, Transparenz und ausgewogene Zusammensetzung des Aufsichtsrats) positiv mit der Performance korreliert ist. Sechs von sieben Studien ermitteln schließlich positive finanzielle Auswirkungen einer nachhaltigen Personalpolitik (Humankapital-Investitionen, gute Mitarbeiterführung und Qualität der Beziehungen zwischen Management/Arbeitgeber und Arbeitnehmern).

Historische Wurzeln

Aufnahme von ESG-Grundsätzen bei einem klassischen, fundamental orientierten (bottom-up) Investmentmanager: Weil das Konzept des verantwortlichen Investierens ökonomisch besser fundiert ist als ein rein wertorientierter beziehungsweise ethischer Ansatz, hielten viele traditionelle Asset Manager die Aufnahme von ESG-Kriterien in ihren Investmentprozess für vertretbar. Die folgende Fallstudie berichtet über einige der Überlegungen von MFS Investment Management aus der Zeit, als das Unternehmen Nachhaltigkeitsfaktoren in seinem einzelwertorientierten Ansatz gezielt zu berücksichtigen begann. Im Februar 2010 entschloss sich MFS darüber hinaus, die United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI) zu unterzeichnen.

MFS Investment Management hat die Geschichte der Vermögensverwaltung mitgeprägt. Die Wurzeln des Unternehmens, das heute weltweit im Asset Management tätig ist, reichen bis ins Jahr 1924 zurück, als in den USA der Massachusetts Investors Trust als erster Publikumsfonds aufgelegt wurde – eine Innovation, die eine führende Finanzzeitschrift als eine von „85 Erfindungen, die die Welt verändert haben“ bezeichnet.

Grundlage des Investmentprozesses der Gesellschaft ist ein sorgfältiges, fundamenta-

les Research, das heißt eine sorgfältige Titelselektion. Die zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts waren eine Zeit der Spekulation. Um spekulative Anlagen in Zukunft zu meiden, verfügte Merrill Griswold, der erste Chairman von MFS, dass der Massachusetts Investors Trust, der in Aktien investiert, „ein Wertpapier erst dann kaufen darf, wenn die Analysten das Unternehmen besucht, sich mit seinem Management getroffen und die Produktionsstätten inspiziert haben“. Die Anordnung führte 1932 zur Gründung einer der ersten internen Analyseabteilungen der Branche. Der traditionelle Investmentansatz blieb über Jahrzehnte unverändert. Er ist researchintensiv, auf Qualitätsunternehmen konzentriert und langfristig ausgerichtet.

Heute managt die Gesellschaft ein Vermögen von über 195 Milliarden Dollar (Stand 31. März 2010) für institutionelle Anleger und Privatanleger in über 70 Ländern. Die globale Reichweite des Unternehmens schärft das Bewusstsein für die wachsende Nachfrage institutioneller Anleger nach Investmentansätzen, die ESG-Faktoren aufgreifen.

Erweiterung eines Einzelwertansatzes um Nachhaltigkeitsfaktoren

Die Leitung des Investmentbereichs von MFS war davon überzeugt, dass die Investmentspezialisten des Unternehmens jene ESG-Faktoren sorgfältig beobachten sollen, die Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben. Vor zwei Jahren wurde dann begonnen, die Mitarbeiter so zu schulen, dass sie ESG-Faktoren in dem Investmentprozess berücksichtigen können.

Später nahm das Unternehmen auch Kontakt zu externen Research-Instituten auf, die für bestimmte Faktoren, etwa das Umweltverhalten, Punktwerte ermitteln. Nach Einschätzung des Unternehmens liefern solche Punktwerte seinem gut siebzigköpfigen Analystenteam nützliche Zusatzinformationen. So kann ein niedriger Punktwert für die Umweltperformance zu weiteren Analysen veranlassen, um den Grund hierfür zu erkennen. Die Punktwerte dienen nicht der Vorauswahl, sondern eher als Zusatzinformation für die Analysten, die sich eine Meinung über potenzielle Investments bilden. Eine wichtige Frage ist, ob es sektorspezifische ESG-Faktoren gibt – zumal die Research-Abteilung nach (weltweiten) Sektoren gegliedert ist. Die aktuelle Arbeitshypothese lautet, dass

Nachhaltigkeitsfaktoren nicht für alle Sektoren gleich wichtig sind (Übersicht 2).

Bedeutung von ESG für Anlagen und Anlagerichtlinien

Anfang 2010 hielt MFS den Zeitpunkt für gekommen, sich noch stärker für Nachhaltigkeit zu engagieren und die UN PRI zu unterzeichnen. Viele Faktoren haben zu dieser Entscheidung beigetragen. Die Geschäftsleitung hat erkannt, dass der bewährte Investmentprozess – nämlich die Konzentration auf Qualitätsunternehmen mit nachhaltigen langfristigen Wettbewerbsvorteilen – im Einklang mit den Zielen der UN PRI steht. Weil ESG-Faktoren bereits seit einiger Zeit zum Investmentprozess der Gesellschaft gehören, rechnete man nicht mit Portfoliumschichtungen

und Performanceeinbußen durch den Beitritt zu den UN PRI.

Außerdem war es an der Zeit, dem gestiegenen Nachhaltigkeitsbewusstsein nicht nur in seinen Investmentprozessen Rechnung zu tragen, sondern sich auch gemeinsam mit anderen Aktionären zu engagieren. Um die Bereitschaft zu einem gemeinsamen externen Umweltengagement zu unterstreichen, trat die Gesellschaft zeitgleich mit der Unterzeichnung der UN PRI dem Carbon Disclosure Project bei.

Schon immer wurden die Unternehmen in den Portfolios angehalten, die Interessen der Aktionäre zu respektieren. Dies geschah durch die Teilnahme an Hauptversammlungen und anderen Formen der Einflussnahme. Vor dem Beitritt zu den UN PRI hat

das Unternehmen gemäß seinen Abstimmungsrichtlinien zahlreiche Aktionärsanträge unterstützt, die die Stärkung der Aktionärsrechte zum Ziel hatten. Bei Aktionärsanträgen zu ökologischen und sozialen Themen folgte MFS traditionell aber den Vorschlägen der Verwaltung und lehnte sie ab. Mit dem Beitritt zu den UN PRI wurden die Abstimmungsrichtlinien ergänzt. Relevant sind jetzt auch ökologische und soziale Themen, bei denen sich die Aktionäre engagieren sollen. Außerdem ist geplant, sich bei ESG-Themen auch in Zukunft nicht nur an Abstimmungen zu beteiligen, sondern auch durch direkten Kontakt zu Unternehmen Einfluss auszuüben.

Neue Ansprüche der Kunden

Schließlich kam MFS zu dem Ergebnis, mit der Unterzeichnung der UN PRI auf die immer höheren Anforderungen vieler internationaler institutioneller Anleger zu reagieren. Immer mehr von ihnen erwarten, dass ihre Investmentziele besser mit dem Wunsch nach nachhaltiger Unternehmensführung und Investmentpraxis in Einklang gebracht werden. Respekt für die Wertvorstellungen der Kunden und eine gute Performance durch einen klassischen, researchintensiven Einzeltitelselektions-Ansatz sind kein Widerspruch.

Quellen in der Reihenfolge der Zitate

Mercer (2009): Responsible Investment
Kurtz, Lloyd (2005): Answers to Four Questions, in: The Journal of Investing
Eschuk, Craig (2001): Union Effect of Profits, Share Prices and Productivity, University of Notre Dame (unveröffentlichte Dissertation)
Popp, D., Hafner, T. und Johnstone, N. (2007): Policy vs. Consumer Pressure: Innovation and Diffusion of Alternative Bleaching Technologies in the Pulp Industry, NBER, www.nber.org/papers/w13439.pdf
Doidge, G. A. Karolyi, und R. M. Stulz (2004): Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?, NBER Working Paper 10726
Weitere Informationen über die Wertentwicklung des Domini 400 finden sich unter: <http://www.kld.com/indexes/ds400index/performance.html>
Hally, Emily (2004): Evaluating Socially Responsible Funds, www.morningstar.com, 7. Juli 2004

Fußnoten

¹⁾ Laut Eurosif (2008a) weltweites SRI Anlagevolumen von 4963.2 Euro mit Stand zum September 2008. Zzgl. Quellen: Social Investment Forum, RIAA, SIO, Eurosif, SIF-Japan.

²⁾ ESG steht für Environmental, Social and Governance.

³⁾ Dieser Abschnitt basiert auf einem gemeinsamen Arbeitspapier von Michael Adams, CFA (MFS Investment Management), Teresa Ghilarducci und Johann Jaeckel (beide New School for Social Research) aus dem November 2009.

Übersicht: ESG in einem bottom-up-Investmentprozess

ESG-Faktoren und Einzeltitel-Bewertung

Im Folgenden wird anhand von zwei Beispielen gezeigt, wie ESG-Faktoren die Einzeltitel-Bewertung beeinflusst haben.

Umwelt: Das wachsende Umweltbewusstsein hat neue gesetzliche Regelungen zur Folge. Es ist wichtig, dass Analysten solche Änderungen genau verfolgen. So beobachtet der Analyst für europäische Investitionsgüterhersteller ein niederländisches Chemie- und Oberflächenbeschichtungsunternehmen, das in der Forschung zur Entwicklung eines umweltfreundlicheren bewuchsverhindernden Anstrichmittels führend ist. Herkömmliche bleihaltige Antifäulnisfarbe töten Meereslebewesen, die mit dem Schiffsrumpf in Kontakt kommen, und halten ihn dadurch frei von Bewuchs.

Durch die Innovation des Unternehmens lassen sich Schiffe schützen, ohne den Meereslebewesen zu schaden. Weil die Aufsichtsbehörden die Gefahren von Blei für die Meeresbiologie erkannt haben, begrenzen sie jetzt den Bleianteil von Antifäulnisfarben. MFS kannte die Forschungen des niederländischen Unternehmens und war sich möglicher regulatorischer Änderungen infolge des wachsenden Umweltbewusstseins bewusst. Diese Erkenntnisse flossen in die Bewertung der Aktie ein.

Corporate Governance: Einer der US-Analysten des Unternehmens analysierte

das Geschäftsmodell von zwei Familienunternehmen: einen Kosmetikhersteller und eine Brauerei. Die Performanceziele von Familienunternehmen sind oft anders als die börsennotierter Unternehmen. Außerdem legen sie meist mehr Wert auf den Erhalt des Kapitals als Unternehmen, die vor allem den Interessen kurzfristiger Investoren dienen müssen.

Allerdings waren die Kapitalrenditen (ROIC) beider Unternehmen niedriger als die Renditen vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen, deren Management den Interessen einer Vielzahl von Aktionären Rechnung tragen muss. Die Analysten müssen Unterschiede in der Eigentümerstruktur berücksichtigen, wenn sie Unternehmen vergleichen. Möglicherweise kann die Gesellschaft in beide Unternehmen investieren, wenn andere Faktoren uneingeschränkt für sie sprechen.

MFS berücksichtigt jene ESG-Faktoren, die für die Investmententscheidungen wichtig sind. Die Analysten beurteilen das Verhalten des Unternehmens nicht aus ethischer Sicht. Vielmehr machen sie sich ein vollständiges Bild von seiner langfristigen Unternehmensstrategie.