

Ist nachhaltig = nachhaltig?

Unter «Sustainable Investing» werden verschiedene Richtungen von nachhaltigem Investieren zusammengefasst. Dies erschwert es dem interessierten Investor, sich unter den verschiedenen Investment-Ansätzen, Fonds und Finanzdienstleistern zurecht zu finden.

Eigentlich führten zwei verschiedene und beinahe parallel ablaufende Entwicklungen zu den heute vorherrschenden Formen des nachhaltigen Investierens. Diese beeinflussten sich gegenseitig und führten so teilweise zu einer Vermischung der Motive und der Formen des als «Sustainable Investing» bekannten Anlageansatzes. Während sich vor allem in den USA und später auch in Grossbritannien das «Socially Responsible Investing» (SRI) stark verbreitete, entwickelte sich in Europa das vom Wort Nachhaltigkeit im engeren Sinne abgeleitete «Sustainable Investing».

Das Wort Nachhaltigkeit basiert, wie bereits in der Juli Ausgabe 2004 des Swiss Equity Magazins ausgeführt, auf dem forstwirtschaftlichen Prinzip, wonach nur so viel Holz geschlagen werden darf, wie nachwachsen kann. Im Folgenden soll auf diese beiden Entwicklungen näher eingegangen werden, um anschliessend ein paar objektive Vergleiche und Schlussfolgerungen ziehen zu können.

Vietnamkrieg als Auslöser

SRI oder «sozial verträgliches Investieren» erwuchs eigentlich aus einem Bedürfnis im Zusammenhang mit der wachsenden Opposition der Amerikaner gegen den Vietnamkrieg um 1970. Damals entstand eine deutliche Ablehnung gegenüber Firmen, die in irgendeiner Weise den Krieg in Vietnam durch Verkauf von Dienstleistungen oder Kriegsmaterial an die US-Army unterstützten. Mitte der 70er Jahre wurde das Apartheid-Regime in Südafrika stark kritisiert und verurteilt. Eine wachsende Anzahl Amerikaner wollte auf die Erträge und Renditen verzichten, welche aufgrund eines rassistischen und undemokratischen Regimes zustande gekommen waren. In den 80er Jahren war es dann soweit: Nachdem unzählige Investoren bereits ihre Aktien und Obligationen von Unternehmen mit einem Bezug zu Südafrika verkauft hatten, begannen nun auch die institutionellen Investoren – unter ihnen die Bank of Boston, Chase Manhattan und die Universitäts-Stiftungen von Harvard und Columbia – radikal zu desinvestieren.



Bild: Private Client Bank

Caspar Suter ist Leiter des Bereiches Sustainable Private Banking bei der Privat Client Bank in Zürich.

Mit dem Thema «Sustainable Investing» beschäftigte sich Suter bereits bei der Sustainable Asset Management AG (SAM), wo er u.a. in der Schweiz und in den USA für das Privatkundengeschäft zuständig war.

Bewusster Renditeverzicht

Die Entwicklung führte zu den heute gebräuchlichen und klar eingegrenzten drei Hauptformen des SRI: Das «Social Screening» oder Selektion nach gesellschaftlichen und ökologischen Kriterien. Dabei werden in der Ursprungsform ganze Sektoren wie z.B. die Kernenergie, Kriegsmaterialherstellung, aber auch die Luftfahrt, Automobil- und Ölindustrie praktisch ausgeschlossen. Daneben entsteht die «Shareholder Advocacy» oder das Zusammenfassen und gemeinsame Ausüben von Aktionärstimmen an Generalversammlungen im Sinne der SRI-Prinzipien, um Unternehmen zu sozial verträglichem Verhalten zu zwingen. Und schliesslich zählt auch das so genannte «Community Investing» zum SRI, bei dem niedrigeren Einkommensklassen zu günstigem Wohnraum verholfen wird, indem Darlehen auf günstigen Zinsniveaus gewährt werden. Beim SRI wird also zu Gunsten eines zur Hauptsache gesellschaftlichen und ökologischen Mehrwertes bewusst auf Rendite verzichtet.

Wachstumsgrenzen erkennbar

1970 machte Prof. Jay Forrester vom MIT dem Club of Rome in seiner ersten Jahres-sitzung in Bern folgenden Vorschlag: Man

solle sein Modell «Industrial Dynamics» leicht anpassen und in einem Projekt auf die rasanten Dynamik der Weltentwicklung versuchen anzuwenden. Die anschliessend lancierte Studie untersuchte die Wechselwirkungen zwischen Bevölkerungsdichte, Nahrungsmittelressourcen, Energie, Material und Kapital, Umwelterstörung, Landnutzung und so weiter. 1972 publizierte der Club of Rome das Resultat in einem Bericht zur Lage der Menschheit «Limits of Growth». Grenzen des wirtschaftlichen Wachstums, der sozialen Unterschiede in der Weltbevölkerung und vor allem auch Grenzen der Umweltbelastung wurden erkennbar. 1983 beauftragten die Vereinten Nationen eine internationale Kommission unter der Leitung von Jo Harlem Brundtland, damals Premierministerin von Norwegen, Strategien für eine nachhaltige Entwicklung, Sustainable Development, zu entwickeln. Der abschliessende Bericht «Our Common Future» wurde 1987 durch die UN publiziert und führte zu weiteren bedeutenden Initiativen, unter anderem zu den Weltgipfeln in Rio 1992 und Johannesburg 2002 und auch zur Agenda 21. Man spricht deshalb fortan vom Brundtland Report und vom Zusammenhang, wonach die Befriedigung der Bedürfnisse heutiger Generationen die Chancen künftiger Generationen in demselben Bestreben nicht beeinträchtigen darf.

Sustainability-Index entsteht

Nebst zwei zusätzlichen Screening-Anlagenformen, nämlich dem «Ethical Investing» (ethisch, moralisch motiviert) und dem «Green Investing» (Öko-Anlagen), führt diese Entwicklung zum eigentlich auf Nachhaltigkeit basierenden Investment-Ansatz. 1999 wird der weltweit erste nachhaltige Index, der Dow-Jones-Sustainability-Index, von SAM Sustainable Asset Management in Zusammenarbeit mit Dow Jones & Co. lanciert. In einer Macro-Analyse werden zunächst nachhaltige Veränderungen und Trends analysiert, um anschliessend Kriterien aus den Bereichen Wirtschaft, Gesellschaft und Umwelt zu gewinnen, anhand derer die über 300 Unternehmen für den Index selektiert werden.

Nachhaltigkeit = höherer Gewinn

Während der SRI-Ansatz persönlichen Werten und Neigungen des Investors folgt und dadurch einen gesellschaftlichen oder ökologischen Nutzen unter Verzicht auf Rendite zu erreichen versucht, stellt das zuletzt beschriebene Sustainable Investing durch die Integration von nachhaltigen, langfristig orientierten Kriterien eine Qualitätssteigerung der traditionellen Finanzanalyse dar. Ein Unternehmen, welches nachhaltige Kriterien und Überlegungen in Strategie, Prozesse und Strukturen einfließen lässt, vermindert Risiken und nutzt Chancen früher und effizienter als die Konkurrenz und wird dadurch langfristig höhere Gewinne erzielen können. Diese werden in die Aktienperformance einfließen und, so könnte man sagen, als Sustainability-Alpha abgebildet. Dies bewirkt beim Sustainable-Investing-Ansatz eine Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses. Hingegen bedingt der Ausschluss von möglicherweise ganzen Sektoren und Branchen vom Anlageuniversum durch den SRI-Ansatz zwangsläufig eine Erhöhung des relativen Risikos und die gleichzeitige Verminderung



der zu erwartenden Rendite. Während also der SRI-Ansatz, entsprechend deren persönlichem Wertmuster, nur einer beschränkten Anzahl von Anlegern zugänglich ist, handelt es sich beim Sustainable-Investing-Ansatz um ein allgemeines, nicht notwendigerweise wertendes Investment-Konzept. Diese Sach-

verhalte gilt es zu beachten, damit die Ausrichtung und Charakteristik der heute grossen Anzahl von Dienstleistungsanbietern und Investment-Konzepten besser unterschieden werden kann.

• e-mail: csuter@privateclientbank.ch

Zwischen Fakten und Fiktionen

Sustainability Ratings wurden in den letzten Jahren entwickelt, um Firmen auf ihre Nachhaltigkeit zu überprüfen. Dr. Peter Buomberger und Jason Hauser vom CCRS gehen in ihrem Beitrag auf die unterschiedlichen Ansätze ein.

Für viele Investoren steht nicht die kurzfristige Rentabilität ihrer Anlagen, sondern die langfristige Performance diversifizierter Portfolios im Vordergrund. Solche Investoren interessieren sich für die langfristige Kapitalrendite und sind vor allem systemischem Risiko ausgesetzt. Für sie ist daher wichtig, dass sich die Gesamtwirtschaft nachhaltig entwickelt, denn nur bei einer nachhaltigen Entwicklung kann auf den Finanzmärkten auch in Zukunft eine Rendite erwartet werden.

Unveränderter Kapitalstock

Eine nachhaltige Entwicklung – so das Verständnis der Ökonomie – belässt den gesamten Kapitalstock, bestehend aus dem Real- und Humankapital sowie dem sozialen, politischen und ökologischen Kapital, pro Kopf einer Gesellschaft unvermindert. Dies ist deshalb wichtig, weil der gesamte



Bild: privat

Dr. Jason Hauser arbeitet im Research des CCRS an der Universität Zürich. Von 1998 bis 2003 war Hauser u.a. als Assistent des Chief Investment Officers bei der ECOFIN-Gruppe tätig. Hauser ist bei CCRS für die Durchführung von Forschungsprojekten im Bereich nachhaltiges Investieren zuständig.

Kapitalstock die Grundlage für die zukünftige Erwirtschaftung von Einkommen bildet. Wenn die Allokation der verschiedenen

Kapitalien nicht durch korrekte Preise oder Regulierungen koordiniert wird – was bei Markt- oder Staatsversagen der Fall ist –, entsteht eine Diskrepanz zwischen den Anreizen wirtschaftlicher Akteure und den Anforderungen an eine nachhaltige Entwicklung. Die Folge kann eine Überbeanspruchung des Kapitalstocks sein, was eine nachhaltige Entwicklung gefährdet. So wirken Unternehmen, welche ihre finanzielle Performance aus einem (Netto-)Abbau des Kapitalstocks der Gesellschaft erzielen, den Zielen langfristig orientierter Investoren entgegen. Der Vertrauensschwund nach den zahlreichen Firmenskandalen, den von Interessenskonflikten getriebenen Empfehlungen von Analysten oder den als un gerechtfertigte Bereicherung empfundenen Kompensationen vieler Manager ist ein prominentes Beispiel dafür. Denn Vertrauen ist Sozialkapital.

Ratings sind vielfältig

Informationen über unternehmerische Aktivitäten, die sich auf die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung auswirken, sind somit nicht nur für ethisch motivierte Investoren interessant. Dieses Bedürfnis nach mehr Information hat diverse Sustainability Ratings entstehen lassen. In ihrer heutigen Form analysieren diese Ratings die Performance von Unternehmen hinsichtlich einer Vielzahl ökonomischer, ökologischer und sozialer Kriterien. Die Verwendung des Begriffs «Sustainability» und die zur Analyse herangezogenen Kriterien unterscheiden sich jedoch beträchtlich: sie reichen von Corporate Governance und Ökoeffizienz bis zu Sozialreportings oder Risiko- und Krisenmanagement. Die Zusammenhänge mit dem Kapitalstock einer Gesellschaft sind qualitativ zwar meist nachvollziehbar. Die Gewichtung der einzelnen Kriterien für das Rating, die ihre relative Bedeutung

für den Kapitalstock widerspiegeln müsste, ist allerdings arbiträr. Beispielsweise wurden High-Tech-Aktien für Investoren empfohlen, deren Besorgnis besonders dem ökologischen Kapital gilt – Technologieunternehmen verursachen bekanntlich nur eine relativ geringe Umweltverschmutzung. Es ist fraglich, ob Investitionen in High-Tech-Aktien ein effizientes Mittel zur Schonung des ökologischen Kapitals sind. Zum Beispiel versprechen Energieunternehmen, die sich umweltbewusst verhalten, eine viel grössere Wirkung.

Finanzielle Outperformer?

Obwohl auf der Makroebene ein positiver Zusammenhang zwischen der langfristigen Rendite und einer nachhaltigen Entwicklung besteht, lohnt sich ein Verhalten, das im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung ist, für ein einzelnes Unternehmen nicht notwendigerweise – es kann auch zu finanziell

schlechteren Ergebnissen führen und somit betriebswirtschaftlich uninteressant sein. Von einem Portfolio, das aus «Sustainability Leaders» besteht, darf a priori keine finanzielle Outperformance erwartet werden. Die Frage, unter welchen Umständen Unternehmen ihren Wert und somit ihren eigenen Aktienkurs durch ein Verhalten, das mit einer nachhaltigen Entwicklung vereinbar ist, steigern können, ist eine aktuelle Herausforderung an die wirtschaftswissenschaftliche Forschung und bildet einen Schwerpunkt in der Arbeit des CCRS.

• e-mail: jason.hauser@ccrs.unizh.ch

Anzeige

Trüffelschwein.

Profitieren Sie von unserer feinen Nase für Schweizer Small- und Midcaps. Das Swiss Equity Magazin durchsucht Monat für Monat die Welt der Schweizer Nebenwerte und liefert relevante Entscheidungshilfen für den richtigen Riecher.

Jetzt Abonnement bestellen.

Swiss Equity
magazin

Online bestellen auf www.se-medien.ch