

SONDERBEILAGE: NACHHALTIGE KAPITALANLAGEN

Die Enthüllung verborgener Werte

Finanzielle Outperformance durch extrafinanzielle Werttreiber

Von Melinda Köszegi

..... Börsen-Zeitung, 23.2.2008
Ein gutes Gewissen kostet Rendite. Wirklich? Wer nachhaltige Investments auf diese ebenso einfache wie populäre Formel bringt, greift zu kurz. Eine langfristige Studie zeigt: Nachhaltig wirtschaftende Unternehmen erzielen höhere Gewinne und steigern ihren Börsenwert stärker als andere. Viele verantwortungsbewusste Anleger setzen Nachhaltigkeit vorschnell mit ethischen Investments gleich. Sie meiden etwa Rüstungs- oder Tabakkonzerne. Ansonsten aber verhalten sie sich wie alle anderen Investoren auch: Es zählt die Outperformance gegenüber einer Benchmark oder die absolute Rendite bei gegebenem Risikobudget. Im einmal definierten, ethisch korrekten Anlageuniversum wird bei der Portfoliosteuerung auf Nachhaltigkeit meist wenig geachtet.

Das ist nicht nur angesichts selbst gesetzter ethischer Maßstäbe ein Fehler. Vor allem kostet es Geld. Denn Nachhaltigkeit als Kriterium für Anlageentscheidungen steigert die Rendite – entgegen dem eingangs zitierten Vorurteil. Warum ist das so?

Der legendäre Investor Benjamin Graham hat mit seinem 1934 erschienenen Buch „Security Analysis“ die fundamentale Wertpapieranalyse ins Leben gerufen. Sie ist die Basis des Value Investing, also der Suche nach unterbewerteten Unternehmen. Durch die Analyse verschiedener fundamentaler Faktoren wie der Bilanzdaten, der Dividendenrendite oder des Kurs-Gewinn-Verhältnisses wird entschieden, ob der Preis der Aktie billiger ist als der „wahre Wert“ des Unternehmens. Nur wenn der aktuelle Kurs deutlich unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt, wird sich ein Value-Investor für den Kauf des Wertpapiers entscheiden.

Laut Graham und seinem begeisterten Anhänger Warren Buffett sind also bei der Investition die richtige Beurteilung einzelner Unternehmen und deren Bewertung an der Börse entscheidend. Klassisches Value Investing analysiert aber vor allem Finanzdaten. Genügt das heute noch, um den wahren Wert eines Un-

ternehmens – und damit auch dessen Risiken und Chancen – zu erkennen?

Im Zeitalter des Klimawandels und immer knapper werdender Ressourcen, in dem sich die Erwartungen und das Umwelt- bzw. Sozialbewusstsein der Kunden und Stakeholder-Gruppen im Wandel befinden und die Öffentlichkeit sich umfassend mit Begriffen wie Nachhaltigkeit, Corporate Citizenship und Corporate Social Responsibility befasst, stellt sich die Frage: Was macht heute ein Unternehmen wirklich wertvoll? Welche Werttreiber haben Einfluss auf seine langfristige Performance?

Gibt es vielleicht einen Zusammenhang zwischen der Performance eines Unternehmens und seinem Engagement in sozialen und umweltbezogenen Bereichen, wie etwa der Reduzierung der Emissionen, der Entwicklung umweltfreundlicher Produktionstechniken, der Gewährleistung von Sicherheit am Arbeitsplatz, der Motivation der Mitarbeiter und der unternehmenseigenen Innovationskraft? Wie wichtig ist in diesem Zusammenhang eine verantwortungsbewusste, „nachhaltige“ Unternehmensführung?

Liste der „Global 100“

Innovest Strategic Value Advisors, ein Researchhaus mit Sitz in New York, ist diesen Fragen nachgegangen und veröffentlichte Anfang 2008 zum vierten Mal eine Liste der 100 börsennotierten Großunternehmen weltweit, die am stärksten auf die Nachhaltigkeit ihrer Firmenstrategie und ihrer täglichen Unternehmenspraxis achten. Diese „Global 100“ sind Vorzeigeunternehmen, die neben ihren ökonomischen Zielen auch das Erreichen ihrer ökologischen und sozialen Ziele vorantreiben und damit Risiken und Chancen aus diesen Bereichen besser und effektiver als ihre Wettbewerber managen. Aus Deutschland gehören Adidas, BASF, Fresenius, Henkel und SAP zu den Global 100 für Nachhaltigkeit. Die Global 100 stammen aus 16 Ländern und reichen von der Ölindustrie über Telekommunikation bis hin zum Bankensektor. Aus diesen 100 Unternehmen wurde ein

Portfolio zusammengestellt und dessen Performance über den Zeitraum vom 1. Februar 2005 bis zum 30. April 2007 gemessen. Um die Über- oder Untergewichtung einzelner Aktien im Zeitverlauf zu vermeiden, wurde dieses Portfolio in monatlichen Abständen immer wieder neu gewichtet. Das Ergebnis dieser Untersuchung ist eine Outperformance der Global 100 von 33% gegenüber dem MSCI World, der als wichtigster globaler Aktienindex gilt.

Nachhaltig investieren in Öaktien? Das klingt überraschend. Bei den Global 100 sind auch Branchen vertreten, um die Investoren unter dem Aspekt Nachhaltigkeit normalerweise einen Bogen machen. Zu Unrecht – denn die globale Nachhaltigkeitsbilanz kann durch gezielte Investments in die besonders verantwortungsbewussten Unternehmen einer „Problembranche“ unter Umständen wirkungsvoller verbessert werden als durch unmittelbar ethisch motivierte Anlageentscheidungen. Willkommener Nebeneffekt ist eine langfristige Renditesteigerung, wie die Innovest-Studie belegt. Diese und zahlreiche andere Untersuchungen zeigen nämlich, dass die klassische Fundamentalanalyse immer öfter an ihre Grenzen stößt, wenn es um die Bestimmung des wahren Wertes eines Unternehmens geht. Neben den finanziellen Kennzahlen werden sogenannte extrafinanzielle Faktoren immer wichtiger, die oft einen maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert haben. Spezialisierte Vermögensverwalter wie Panda Investment Management helfen institutionellen Investoren, ihre Gelder gemäß dieser Erkenntnis anzulegen und so beim Thema Nachhaltigkeit eine Vor-

Fortsetzung Seite B 12

reiterrolle zu übernehmen. „Weiche“ Unternehmenswerte, wie etwa die Motivation der Mitarbeiter, das Wissensmanagement oder die Innovationskraft eines Unternehmens, sind fundamentale Faktoren, die das Potenzial haben, die finanzielle Entwicklung und die öffentliche Wahrnehmung eines Unternehmens entscheidend zu beeinflussen. Diese

extrafinanziellen Faktoren sind in der Regel nicht Teil einer traditionellen Finanzanalyse. „Extra“ bedeutet hierbei ergänzend oder erweitert.

Extrafinanzielle Faktoren erfüllen in der Regel eines oder mehrere der folgenden Kriterien:

Sie sind eher qualitativer Natur und nicht direkt quantifizierbar (zum Beispiel Grundsätze der Unternehmensführung, immaterielle Vermögenswerte).

Sie beschäftigen sich mit externen Faktoren, die durch Marktmechanismen nicht abgedeckt werden (zum Beispiel Umweltverschmutzung).

Sie konzentrieren sich auf die erweiterte Wertschöpfungskette (zum Beispiel auf Zulieferer, Produkte und Services).

Sie sind im Fokus des öffentlichen Interesses (zum Beispiel genetisch veränderte Organismen).

Sie haben einen mittel- bis langfristigen Horizont (zum Beispiel Treibhauseffekt).

Sie berücksichtigen, dass viele gesetzliche Rahmenbedingungen strafbar werden (zum Beispiel CO₂-Emissionen).

Es gibt viele praktische Beispiele, wie sich extrafinanzielle Faktoren direkt oder indirekt auf den Börsenkurs eines Unternehmens auswirken. Ein Bauunternehmen, das es versäumt hat, frühzeitig eine Kompetenz im Bereich Wärmedämmung aufzubauen, wird sich in der Zukunft schwer tun, großvolumige Ausschreibungen gegen besser vorbereitete Wettbewerber zu gewinnen. Ein Unternehmen, das dem Vorwurf der Korruption oder gar von Menschenrechtsverletzungen ausgesetzt ist, wird in Zukunft nur noch schwer das Vertrauen von Investoren gewinnen können. Demgegenüber gibt es zahlreiche Unternehmen, die ihre Mitarbeiter fördern und vorbildliche Weiterentwicklungsprogramme anbieten, wodurch sie deutlich die Zahl der Krankheitstage senken und die Effizienz erhöhen. Es gibt Unternehmen, die ökoeffizient arbeiten und so jedes Jahr Millionen von Euro sparen. Ebenso gibt es Unternehmen, die sich als Corporate Citizen engagieren und dadurch neue Kunden, Lieferanten und Mitarbeiter gewinnen.

Diese Beispiele verdeutlichen, dass

extrafinanzielle Faktoren schon allein aufgrund ihres intuitiv nachvollziehbaren Einflusses auf den Unternehmenswert immer häufiger fester Bestandteil einer professionellen Fundamentalanalyse werden. Insbesondere Value-Investoren berücksichtigen sie zunehmend. In unterschiedlicher Anwendung und Ausgestaltung stellen sie die Basis sogenannter „nachhaltiger Investmentstile“ dar.

Ein gutes Gewissen kostet Rendite? Langfristig ist das Gegenteil richtig. Alles andere wäre unter demokratischen und marktwirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch gar nicht denkbar, denn auf Dauer lässt sich unternehmerischer Erfolg nicht gegen einen gesellschaftlichen Konsens erzielen. Investoren, die erkannt haben, welche umfangreichen Risiken und Chancen soziale und ökologische Themen mit sich bringen, beziehen sie bewusst in ihre Investmententscheidungen ein, ohne dabei die Unternehmen ausschließlich nach ethischen Gesichtspunkten zu beurteilen. Das nützt ihnen – und es nützt langfristig allen.