

Nachhaltigkeit und Aktienperformance - alte und neue Erkenntnisse zu einem Dauerbrenner

in Kooperation mit:

CCRS | Center for Corporate Responsibility
and Sustainability
at the University of Zurich

ZEW
Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH
Centre for European
Economic Research

Dr. Eckhard Plinke
++41 61 277 75 74
eckhard.plinke@sarasin.ch

Schutzgebühr: CHF 50 / EUR 35

Inhalt

Zusammenfassung	5
------------------------	----------

Ist Nachhaltigkeit nur etwas für das gute Gewissen? 6	
--	--

Ergebnisse empirischer Untersuchungen	13
--	-----------

Kontakte	22
-----------------	-----------

Publikationen	23
----------------------	-----------

Danksagung

Anlass und wesentliche Grundlage für diese Studie sind die statistischen Untersuchungen, die vom Center for Corporate Responsibility and Sustainability der Universität Zürich (CCRS) – unter Leitung von Prof. Hans-Peter Burkhard – in Kooperation mit der ETH Zürich und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim durchgeführt wurden. Die Berechnungen und Auswertungen wurden von Andreas Ziegler (CCRS), Urs von Arx (ETH) und Michael Schröder (ZEW) unter Mitarbeit von Eveline Schwegler (CCRS) durchgeführt.

Wir danken für die gute Zusammenarbeit und wertvollen Hinweise für die Erstellung dieser Studie.

Zusammenfassung

Das Center for Corporate Responsibility and Sustainability der Universität Zürich (CCRS) hat in Kooperation mit der ETH Zürich und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim eine statistische Untersuchung zum Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Aktienperformance durchgeführt. Grundlage war die Nachhaltigkeitsbewertung europäischer und US-Unternehmen der Bank Sarasin. Die Studie stellt eine Aktualisierung und Erweiterung einer ersten Studie aus dem Jahre 2002 dar, die das ZEW in Zusammenarbeit mit Sarasin durchgeführt hat.¹ Wir nehmen die neue Studie zum Anlass für eine Bestandsaufnahme der Meinungen und des aktuellen Erkenntnisstandes zum Thema Nachhaltigkeit und Aktienperformance. Deren Ergebnis lässt sich wie folgt zusammenfassen:

1. **Keine Performanceeinbusse durch Nachhaltigkeit:** Die aktuelle Untersuchung bestätigt das Ergebnis der überwiegenden Zahl der veröffentlichten Studien, dass Nachhaltigkeit keinen negativen Einfluss auf die finanzielle Performance von Aktienportfolios hat. Dadurch wird auch das weit verbreitete Argument widerlegt, ein Nachhaltigkeitsfilter reduziere die optimale Auswahl investierbarer Titel und verschlechtere dadurch das Rendite-Risiko-Verhältnis von nachhaltigen Portfolios. Das Gleiche gilt für die Argumentation, dass freiwillige ökologische und soziale Initiativen von Unternehmen nicht marktkonform seien und zur Wertvernichtung führten.
2. **Positiver Performancebeitrag durch Nachhaltigkeit in bestimmten Fällen:** Im Gegenteil spricht vieles dafür, dass viele ökologische und soziale Auswirkungen langfristig latente Risiken für Unternehmen darstellen. Nachhaltigere Unternehmen können solche Risiken vermeiden bzw. entsprechende Chancen nutzen. Die aktuelle Untersuchung bestätigt denn auch die Ergebnisse anderer Untersuchungen, nach denen Nachhaltigkeit die Aktienrendite tendenziell positiv beeinflusst. Der positive Einfluss betrifft speziell die Unternehmensratingkomponente des Sarasin-Nachhaltigkeitsratings, ist aber je nachdem, welche Ratings, Zeiträume und Regionen betrachtet werden, unterschiedlich stark und nicht immer signifikant. Es scheint, dass die Zusammenhänge in den letzten Jahren stärker geworden sind, vermutlich aufgrund der zunehmenden Bedeutung des Themas Energie/Klimaschutz. Empirische Untersuchungen beziehen sich zudem auf Vergangenheitsdaten. Wir gehen davon aus, dass in Zukunft neben Energie/Klimaschutz weitere ökologische oder soziale Aspekte in Politik, Gesellschaft und Wirtschaft relevant werden und die Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit und finanziellen Parametern weiter verstärken werden.

¹⁾ Bank Sarasin, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, European Business School: Aktienperformance und Nachhaltigkeit, Sarasin-Studie 2002 und Ziegler, A.; Schröder, M. und Rennings, K.: The Effect of Environmental and Social Performance on the Stock Performance of European Corporations, *Environmental and Resource Economics* 37, 661-680, 2007.

Ist Nachhaltigkeit nur etwas für das gute Gewissen?

Wachsende Bedeutung des Nachhaltigen Investments

In den letzten Jahren ist das Nachhaltige Investment (im Englischen Sprachraum auch als Sustainable Investment oder Socially Responsible Investment bezeichnet) auf wachsendes Interesse von Investoren gestossen. Bei der Investitionsentscheidung werden hierbei ökologische und soziale Aspekte berücksichtigt. Parallel hat auch das Pendant auf der Unternehmensebene, Nachhaltiges Management oder Corporate Social Responsibility (CSR), d.h. die systematische Berücksichtigung von Umwelt- und Sozialaspekten bei der Unternehmensführung, grössere Verbreitung gefunden.

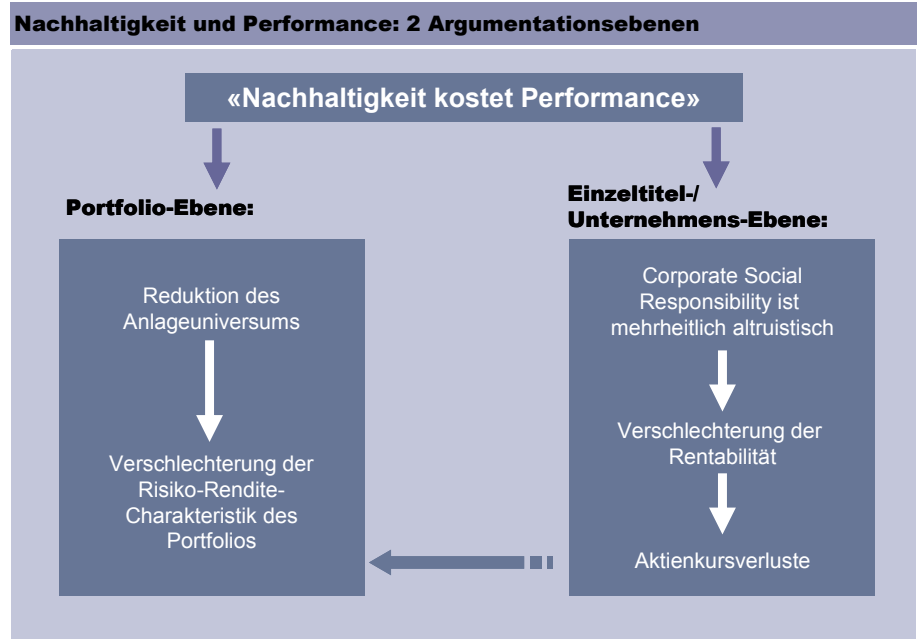
Nachhaltiges Investment ist teilweise ethisch motiviert – es sollen negative ökologische und soziale Einflüsse von Investitionsentscheidungen verringert werden bzw. ökologische und soziale Verbesserungen gefördert werden. Viele Investoren sind aber auch überzeugt, dass die Berücksichtigung von sozialen und ökologischen Aspekten hilft, finanzielle Risiken zu vermeiden bzw. entsprechende Chancen zu nutzen.

«There ain't no such thing as a free lunch»

Dass Nachhaltiges Investment gewissermassen «zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen» soll, - Gutes tun und gleichzeitig eine gute Rendite erzielen -, erscheint vielen Beobachtern als suspekt, nach dem Motto «There ain't no such thing as a free lunch» (Nichts ist umsonst). So ist denn auch die Ansicht, dass Nachhaltiges Investment zu Performanceeinbussen führt, weit verbreitet. Hierbei werden zwei Argumentationslinien vorgebracht:

1. **Fonds- bzw. Portfolioebene:** Umwelt- und Sozialanforderungen an Aktieninvestments führen dazu, dass das Anlageuniversum, d.h. die Zahl der investierbaren Unternehmen, eingeschränkt wird. Aus portfoliotheoretischer Sicht führt dies zu einer Einschränkung der Diversifikationsmöglichkeiten und damit zu einer Verschlechterung des Rendite-Risikoverhältnisses.
2. **Einzeltitel- bzw. Unternehmensebene:** Häufig besteht die Meinung, dass ökologische Verbesserungen oder soziale Leistungen (z.B. Zusatzleistungen für Mitarbeiter oder Unterstützung gemeinnütziger Projekte), die über gesetzlich vorgeschriebene Mindeststandards hinausgehen, den Unternehmen Wettbewerbsnachteile bzw. zusätzliche Kosten verursachen, was sich letztlich auch negativ auf den Aktienkurs auswirkt.

Das vorliegende Papier diskutiert diese Argumente zuerst auf theoretischer Ebene und gibt dann einen Überblick über die Ergebnisse von Untersuchungen, die diese Frage empirisch-statistisch überprüft haben.



Quelle: Bank Sarasin & Cie AG

Portfolioebene: Renditeverlust durch eingeschränkte Titelauswahl?

Einschränkung der Titelauswahl in der Praxis weniger relevant

Die Argumentation, dass Nachhaltigkeitsanforderungen die Auswahl investierbarer Titel einschränkt, ist theoretisch korrekt, in der Praxis aber weniger relevant. Denn es hat sich gezeigt, dass mit den aus der Nachhaltigkeitsbewertung resultierenden Titeln ausreichend grosse Anlageuniversen für gut diversifizierte Fonds oder Portfolios zusammengestellt werden können. Beispielsweise umfasst das investierbare Universum bei Sarasin derzeit rund 700 Titel weltweit. Bei rein aktiv gemanagten Nachhaltigkeitsfonds und –mandaten ist daher die Einschränkung des Universums in der Praxis nicht relevant - auch Portfoliomanager von «konventionellen», aktiv gemanagten nicht-nachhaltigen Fonds arbeiten nur mit einem begrenzten Titeluniversum.

Bei Nachhaltigkeitsfonds, die sich eng an einer konventionellen Benchmark (Aktienindex) orientieren oder bei Nachhaltigkeitsindizes, die aus konventionellen Aktienindizes ausgewählt werden, kann die Einschränkung des Universum eine grössere Rolle spielen und zu einem höheren Risiko («Tracking Error») führen. In der Praxis verbleibt aber bei den meisten am Markt angebotenen Produkten dieser Art nach der Nachhaltigkeitsbewertung noch eine relativ grosse Anzahl von Titeln, so dass die Diversifikationseinbusse auch hier gering ist.

Die Argumentation beruht zudem auf der Annahme, dass die nachhaltigen Titel aus einem fix vorgegebenen Titeluniversum (z.B. einem Aktienindex) ausgewählt werden. In der Praxis resultieren aber aus der Nachhaltigkeitsanalyse zusätzliche Titeldesigns, die sich in der Regel nicht im «Radar» der Finanzanalysten befinden und das Anlageuniversum sogar erweitern. Hierbei handelt es sich oft um Titel mit kleinerer Marktkapitalisierung, die sich durch Produkte oder Leistungen mit hohem ökologischen oder sozialen Nutzen auszeichnen (z.B. erneuerbare Energien oder Wasseraufbereitung).

Nachhaltigkeitsfilter kann systematische Risiken reduzieren

Die Verwendung eines «Nachhaltigkeitsfilters» führt nicht nur zu keiner Erhöhung des Portfoliorisikos, sondern kann sogar zu dessen Verringerung beitragen. Denn zumindest einige Nachhaltigkeitsaspekte haben den Charakter sogenannter systematischer Risiken.²

So haben viele Probleme Nachhaltiger Entwicklung globalen Charakter und sind über verschiedene Wechselwirkungen mit dem weltweiten wirtschaftlichen Geschehen verknüpft. Das gilt beispielsweise für den Klimawandel: Es handelt sich um ein globales Problem, das nicht von einzelnen Regionen oder Ländern isoliert gelöst werden kann. Da Klimawandel eng mit Energieerzeugung und -verbrauch zusammenhängt und Energie für alle wirtschaftlichen Aktivitäten benötigt wird, beeinflussen Massnahmen zur Eindämmung des Klimawandels mehr oder weniger die gesamte Wirtschaft. Über die Verknappung und Verteuerung von Energie durch Klimaschutzmassnahmen sind die meisten Branchen und Unternehmen betroffen.

Der Klimawandel beeinflusst daher mehr oder weniger den gesamten Aktienmarkt und stellt daher aus portfoliotheoretischer Sicht ein systematisches Risiko dar. Systematische Risiken können in einem Aktienportfolio nicht durch Diversifizierung reduziert werden. Nachhaltigkeitsanalysen können aber zur Reduktion dieser Risiken beitragen. Denn sie liefern Informationen über langfristige Zusammenhänge (z.B. zu anstehenden politischen Massnahmen und den daraus resultierenden Kosten), die vom Finanzmarkt in der Regel erst berücksichtigt werden, wenn kurzfristig finanzielle Folgen drohen. So werden in einer Nachhaltigkeitsbewertung beispielsweise besonders energie- bzw. CO₂-intensive Unternehmen und Aktivitäten identifiziert. Diese können dann frühzeitig von einem Investment ausgeschlossen werden, wodurch das Risiko von Kursverlusten, die durch umweltpolitische Auflagen ausgelöst werden können, reduziert wird.

Nachhaltigkeitsfonds haben tatsächlich keine systematisch geringere Rendite

Dass der Anleger bei Nachhaltigkeitsfonds und –indizes tatsächlich keine Abstriche bei der Finanzperformance machen muss, wird auch von empirischen Studien bestätigt:³ Diese kommen zu dem Ergebnis, dass sich die (risikoadjustierte) Rendite von Nachhaltigkeitsfonds und -indizes nicht signifikant vom Markt («konventionelle» Fonds bzw. Marktindizes) unterscheidet.

Unternehmensebene: The business of business is business?

Einzeltitlebene: Wettbewerbsnachteile durch Corporate Social Responsibility?

Der zweite Aspekt des Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeit und finanzieller Performance betrifft die Unternehmensebene. Hier geht es um die Frage, inwieweit ökologische und soziale Aktivitäten bzw. Leistungen die Gewinn- und

²⁾ Frank Figge: Systematisierung ökonomischer Risiken durch globale Umweltprobleme, Zeitschrift für angewandte Umweltforschung 10 (1997), S. 256-266 und World Business Council for Sustainable Development: Running the Risk- Risk and sustainable development: a business perspective, 2004.

³⁾ Michael Schröder: The Performance of Socially Responsible Investments: Investment Funds and Indices, Financial Markets and Portfolio Management 18, No. 2, 122-142 (2004) und Michael Schröder: Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes, Journal of Business Finance and Accounting 34 (1) & (2), 331-348, 2007.

Verlustrechnung und damit letztlich auch Unternehmenswert bzw. Aktienkurs beeinflussen. Die Meinung, dass dieser Zusammenhang zwangsläufig negativ ist, ist häufig in ideologisch geprägten Diskussionen im Zusammenhang mit den Vorteilen des marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems zu hören: Es wird argumentiert, dass ökologische und soziale Aspekte, soweit sie finanziell relevant sind (z.B. hohe Fluktuationsraten der Mitarbeiter), ohnehin systembedingt vom Markt bzw. von den Unternehmen berücksichtigt werden und zu entsprechenden Reaktionen (z.B. Lohnerhöhungen oder andere Verbesserungen der Arbeitsbedingungen, um Mitarbeiter zu halten) führen. Marktunvollkommenheiten können danach zwar partiell vorkommen, dabei müssten aber nicht die Unternehmen, sondern an erster Stelle der Staat eingreifen. Das gilt vor allem für sogenannte «externe Effekte» wie Umweltverschmutzung, die von einzelnen Unternehmen verursacht werden, aber deren Kosten von der Allgemeinheit getragen werden. Hier sei es vor allem Aufgabe des Staates, über die Festlegung gesetzlicher Vorgaben, wie Umweltschutzaufgaben, alle Unternehmen zu Verbesserungen zu zwingen. Der «Alleingang» einzelner Unternehmen löse das Umweltproblem nicht und verringere gleichzeitig den Unternehmenswert durch zusätzliche Kosten für die Realisierung von (gesetzlich nicht erforderlichen) Umweltschutzmassnahmen. Unternehmen sollten sich nach dieser Meinung also allein um das Geschäft kümmern, nach dem Motto: «The business of business is business».

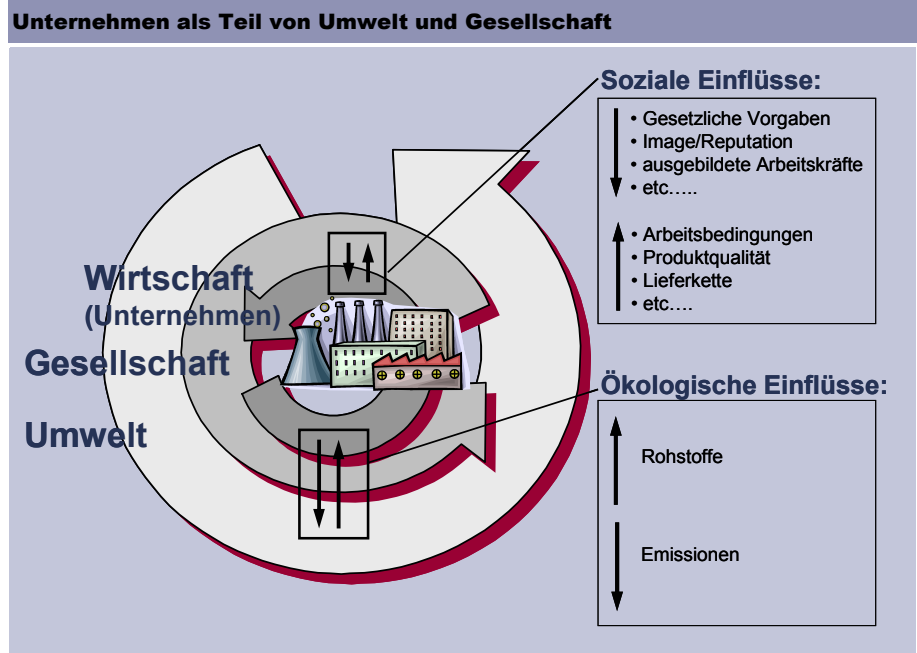
Nicht alle CSR-Themen sind kurzfristig finanziell relevant ...

Diese Argumentation geht davon aus, dass die unter Nachhaltigkeit oder Corporate Social Responsibility zusammengefassten Themen mehrheitlich nicht geschäftsrelevant sind bzw. dem Aufgabengebiet des Staates zuzuordnen sind. Tatsächlich werden unter dem Begriff Corporate Social Responsibility alle relevanten Einflüsse von Unternehmen auf Umwelt und Gesellschaft betrachtet (siehe Abbildung). Finanziell relevant ist aber nur ein Teil dieser Einflüsse, nämlich primär diejenigen, die dem Verantwortungsbereich der Unternehmen zugeordnet werden und daher zu staatlichen bzw. behördlichen Auflagen führen können (z.B. Umweltschutzaufgaben).

... langfristig stellt aber die Mehrzahl potentielle finanzielle Risiken und Chancen dar

Unternehmen können zwar nicht für die Lösung aller ökologischen und sozialen Probleme verantwortlich gemacht werden, die Grenze zwischen der Verantwortung der Unternehmen und des Staates stellt aber eine grosse Grauzone dar. Aktuell wird z.B. die Frage, inwieweit Unternehmen für Menschenrechtsverstösse verantwortlich gemacht werden können bzw. sollen, im Rahmen der Vereinten Nationen diskutiert. John Ruggie, Sonderbeauftragter für Unternehmen und Menschenrechte hat kürzlich einen Bericht vorgelegt, der hierzu einen Orientierungsrahmen gibt.⁴

⁴) Protect, Respect and Remedy: a Framework for Business and Human Rights; Report of the Special Representative of the Secretary-General on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises, John Ruggie; United Nations; Human Rights Council; A/HRC/8/5; April 2008.



Quelle: Bank Sarasin & Cie AG

Letztlich wird der Verantwortungsbereich der Unternehmen aber nicht durch objektive Faktoren, sondern durch die öffentliche Wahrnehmung bzw. Meinung festgelegt. Diese kann sich bekanntlich im Zeitablauf schnell ändern. Daher ist die Definition der (sozialen) Verantwortung der Unternehmen zeitlich variabel.

Umweltrisiken und -chancen: Autos und CO₂

Ein wichtiger Aspekt von Corporate Social Responsibility ist die Verbesserung der Umwelteigenschaften der Produkte, speziell die Reduktion des Energieverbrauchs. Vor dem Hintergrund der weltweiten Anstrengungen zum Klimaschutz und zur Sicherung der Energieversorgung wächst für Hersteller energieintensiver Produkte wie die Automobilindustrie das Risiko umweltpolitischer Auflagen. Bis vor kurzem wurde das Thema von Unternehmen und Finanzanalysten kaum wahrgenommen – im Gegenteil war in den letzten Jahren die Strategie, auf Fahrzeuge mit ständig steigenden Motorleistungen und höheren Gewichten zu setzen, am Markt erfolgreich. Der stark gestiegene Ölpreis und die kürzlich beschlossenen Vorgaben der EU zur Reduktion der Auto-CO₂-Emissionen haben aber jetzt die finanzielle Relevanz des Nachhaltigkeitsaspekts «Senkung des Treibstoffverbrauchs» erhöht. Die Nachfrage nach grossen spritfressenden Fahrzeugen ist bereits rückläufig, vor allem in den USA, wo Hersteller über den Ausstieg aus der Produktion solcher Fahrzeuge nachdenken. In Zukunft werden noch weitere technologische Änderungen und Anpassungen der Modellpaletten erforderlich sein, um Brennstoffverbrauch und CO₂-Emissionen weiter zu reduzieren. Dies wird für die Branche zusätzliche Kosten und Umsatzeinbussen in Teilmärkten nach sich ziehen. Demgegenüber bestehen für Anbieter von energieeffizienten Fahrzeugen und neuen Antriebstechnologien entsprechende Geschäftschancen. Die Transformation von Umwelt- und Sozialrisiken in finanzielle Risiken und Chancen läuft in diesem Beispiel einerseits über den Konsumenten, d.h. der Treibstoffverbrauch wird stärker als bisher zu einem Kriterium beim Fahrzeugkauf. Andererseits induziert der Treibstoffverbrauch der Fahrzeuge umweltpolitische Reaktionen: Die Vorgaben zur Reduktion der CO₂-Emissionen von Fahrzeugen stellen eine Umsetzung des umweltpolitischen Prinzips der Produktverantwortung des Herstellers dar. Deren finanzielle Folgen sind unter anderem Umsatzrückgänge für Hersteller von Fahrzeugen mit hohem Spritverbrauch.

Langfristig betrachtet resultieren daher prinzipiell aus allen Einflüssen von Unternehmen, die unter dem Begriff Nachhaltigkeit oder «Corporate Social Responsibility» zusammengefasst werden, potentielle Risiken und Chancen, die

irgendwann auch finanziell relevant werden können. Hierzu gehören z.B. Reputationsrisiken (wie Fälle von Kinderarbeit bei der Produktion von Markenprodukten) oder gesetzliche Umweltauflagen, die Kosten verursachen. Hierzu gehören aber auch Geschäftschancen für Unternehmen, die umwelt- und sozialverträgliche Lösungen anbieten (z.B. neue kosteneffiziente medizinische Behandlungsmethoden oder erneuerbare Energien). Diese Risiken und Chancen haben gewissermassen latenten Charakter, d.h. der Zeitpunkt, zu dem sie für die betroffenen Unternehmen finanziell relevant werden, ist nicht vorhersehbar. Unternehmen, die sich nur mit den aktuell finanziell relevanten Nachhaltigkeitsthemen auseinandersetzen, handeln daher kurzsichtig. Zwei Beispiele verdeutlichen die Zusammenhänge (siehe Kästen).

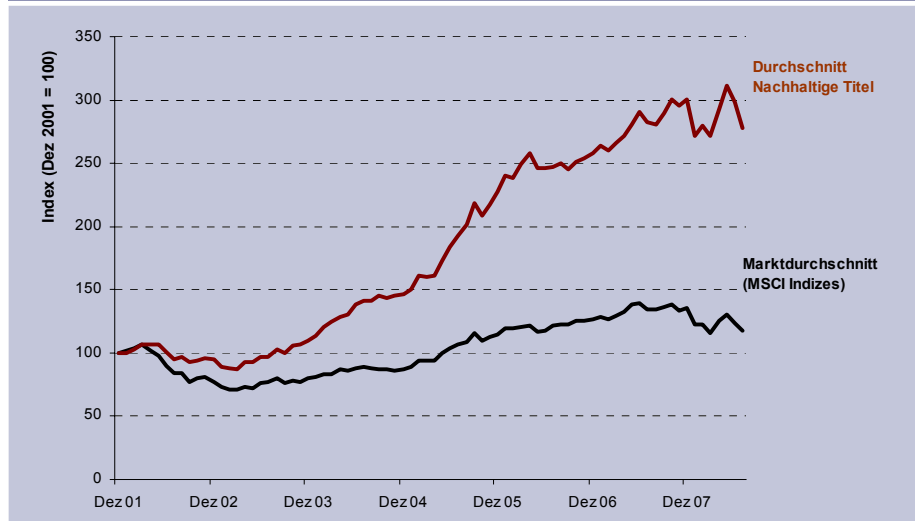
Soziale Risiken und Chancen: Pharma und Gesundheitsversorgung in Entwicklungsländern

Ein zentrales soziales Thema für die Pharmaindustrie ist die Sicherstellung des Zugangs von Entwicklungsländern und einkommensschwachen Bevölkerungsgruppen zu einer ausreichenden medizinischen Versorgung. Hunderte Millionen Menschen in Entwicklungsländern haben keinen Zugang zu einer medizinischen Versorgung, vor allem weil es an Krankenversicherungsschutz und Kaufkraft für die Zahlung von Arzneimitteln und medizinischen Behandlungen fehlt. Hinzu kommt, dass es an Arzneimitteln und Behandlungsmöglichkeiten für Krankheiten mangelt, die typisch für Entwicklungsländer sind (z.B. Malaria und diverse Infektionskrankheiten). Die Forschungsaktivitäten in diesen Bereichen sind begrenzt, vor allem weil die Absatzmärkte wegen geringer Kaufkraft wenig attraktiv sind. Auf den ersten Blick ist die Sicherstellung einer ausreichenden Gesundheitsversorgung vor allem eine staatliche Aufgabe – bis vor wenigen Jahren dominierte diese Position auch in der öffentlichen Meinung (Politik, NGOs, etc.). In der öffentlichen Diskussion wird jetzt aber ein zunehmender Teil der Verantwortung den Pharmafirmen zugewiesen: Forderungen sind unter anderem, dass die Pharmaunternehmen die Forschung für nur in Entwicklungsländern vorkommende Krankheiten intensivieren müssten, in Entwicklungs- und Schwellenländern den Patentschutz für Arzneimittel aufheben müssten, um die Produktion kostengünstiger Generika zu ermöglichen, und Arzneimittel in Entwicklungsländern grundsätzlich zu einem sehr geringen Preis anbieten müssten. Mit diesen Forderungen sind für die Pharmafirmen sowohl Reputationsrisiken verbunden (nach dem Motto «Gewinne auf Kosten der Armen»), als auch handfeste finanzielle Verluste, z.B. durch Aufhebung des Patentschutzes für bestimmte Produkte.

Nachhaltigkeitsrisiken sind branchentypisch

Viele der Nachhaltigkeitsthemen sind branchenspezifisch und das Ausmass der ökologischen und sozialen Auswirkungen der verschiedenen Branchen ist unterschiedlich. Erwartungsgemäss sind die finanziellen Auswirkungen in den stärker exponierten Branchen am höchsten. Hierzu gehören z.B. die Automobilindustrie, Energieversorger oder die Öl- und Gasindustrie. Eine Auswertung der von Sarasin als nachhaltig gerateten Titel in sieben Branchen mit hohen Umwelt- und Sozialauswirkungen ergab tatsächlich eine deutliche Outperformance der Aktienkursentwicklung gegenüber dem jeweiligen Branchenindex (siehe Abbildung).

Outperformance der nachhaltig gerateten Titel in sieben Branchen mit hohen Umwelt- und Sozialauswirkungen



Marktdurchschnitt: Mit den jeweiligen Gewichten im MSCI World gewichteter Durchschnitt der Performance der Subindizes für die 7 Branchen Auto & Autoteile, Energie, Energieversorger, Maschinenbau, Nahrungsmittel, Papier und Pharma;
Durchschnitt Nachhaltige Titel: Durchschnittliche Performance der als investierbar gerateten Unternehmen in den 7 Branchen, über alle Branchen gewichtet mit den Gewichten der jeweiligen Subindizes im MSCI World
 Quelle: Datastream und Bank Sarasin & Cie. AG

Bei dieser Berechnung handelt es sich allerdings um ein reines «Backtracking» der Aktienkurse. Daraus kann genau genommen weder abgeleitet werden, dass diese Outperformance tatsächlich auf die höhere Nachhaltigkeit der Titel zurückzuführen ist (oder z.B. auf reine Finanzparameter wie eine höhere Volatilität), noch, dass die Outperformance statistisch signifikant ist (oder aber zufallsbedingt).

Zusammenfassung

Nachhaltigkeitsthemen stellen potenzielle Risiken und Chancen dar

Zusammenfassend beschäftigt sich Corporate Social Responsibility mit allen wesentlichen ökologischen und sozialen Einflüssen eines Unternehmens. Von diesen ist zu einem bestimmten Zeitpunkt nur ein Teil auch wirklich finanziell relevant. Die meisten Einflüsse stellen aber potentielle finanzielle Risiken oder Chancen dar, die sich zu einem (unbekannten) Zeitpunkt manifestieren können. Die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte bei Investitionsentscheidungen kann daher zur Risikoreduktion oder Renditesteigerung der Kapitalanlage beitragen.

Für Unternehmen wie auch Kapitalanleger stellt sich aber die Frage, ob dieser theoretisch und anhand von Beispielen ableitbare Zusammenhang sich auch wissenschaftlich-statistisch nachweisen lässt.

Ergebnisse empirischer Untersuchungen

Überblick über aktuelle Studien

Unterschiedliche Untersuchungsansätze

Im Nachhaltigen Investment ist die Frage nach dem empirischen Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und der finanziellen Performance von Unternehmen ein Dauerbrenner. Zu diesem Thema wurde in den letzten Jahren denn auch eine Vielzahl von Studien veröffentlicht. Die Studien unterscheiden sich nach Untersuchungsgegenstand, -umfang und -methodik:

- Statistische Methodik: einfache Korrelationsanalysen (Nachweis eines statistisch signifikanten Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeitsvariablen und Finanzvariablen), aggregierte Portfolioanalysen (Nachweis der statistischen Signifikanz von Renditeunterschieden eines Portfolios aus nachhaltigen Titeln gegenüber einem aus nicht nachhaltigen Titeln bzw. dem Gesamtmarkt, unter Korrektur bestimmter Finanzmarkteinflüsse), bis hin zu ökonometrischen Modellen auf Einzeltitelebene (Nachhaltigkeitsparameter als erklärende Variablen für die Rendite einzelner Unternehmen, zusätzlich zu Finanzmarktparametern)
- Messung von Nachhaltigkeit/Nachhaltigkeitsvariablen: von einzelnen Aspekten wie Arbeitsplatzqualität oder produktionsbedingte Schadstoffemissionen bis hin zu umfassenden Nachhaltigkeitsratings.
- Finanzvariablen: Aktienmarktparameter (Aktienrendite) oder Parameter aus der Erfolgsrechnung der Unternehmen (Kennzahlen zu Rentabilität oder Unternehmenswert).
- Regionaler Untersuchungsumfang (weltweit, USA, Europa, Japan, usw.).
- Untersuchungszeitraum.

Mehrzahl der Studien ermittelt positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Performance

Es wurden bereits verschiedene «Metastudien» veröffentlicht, die die Ergebnisse der veröffentlichten Studien auswerten. Danach kam die Mehrzahl der Studien zu dem Ergebnis, dass ein positiver Zusammenhang zwischen Corporate Social Responsibility und finanzieller Performance besteht.⁵

Die folgende Tabelle enthält eine Übersicht von umfassenderen veröffentlichten Studien aus den letzten drei Jahren. Alle kommen zu dem Ergebnis, dass Nachhaltigkeit keinen negativen Einfluss auf die Finanzperformance hat, und es wird das Ergebnis der Metastudien bestätigt, nach dem mehrheitlich sogar ein positiver Zusammenhang besteht.

⁵⁾ Marc Orlitzky, Frank L. Schmidt, Sara L. Rynes: Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, in: Organization Studies 24 (2003), S. 403-411.



Neuere empirisch-statistische Studien zum Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Finanz-Performance		
Studie	Untersuchungsinhalt	Ergebnis
Edmans, A.: Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices; University of Pennsylvania - The Wharton School; 2008	Portfolioanalyse («100 Best Companies to Work for» vs. Markt; Korrektur von Sektorverzerrungen) mit Vier-Faktor-Finanzmodell Nachhaltigkeitsratings: beschränkt auf Arbeitsplatzqualität Ca. 100 US-Unternehmen; Zeitraum 1984-2006	Signifikant höhere Rendite des Portfolios aus Unternehmen mit guter Arbeitsplatzqualität gegenüber (adjustiertem) Marktportfolio
Kempf, A.; Osthoff, P.: The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance, European Financial Management 13 (5), 908-920, 2007	Portfolioanalyse (10% Unternehmen mit besten CSR-Ratings versus 10% Unternehmen mit schlechtesten CSR-Ratings; Korrektur von Sektorverzerrungen) mit Vier-Faktor-Finanzmodell Nachhaltigkeitsratings von KLD (begrenzt themenspektrum) 700 – 3'000 US-Unternehmen; variabel über Zeitraum 1992-2004	Keine reduzierte Performance des Portfolios mit positivem Nachhaltigkeitsrating; geringere Performance des Portfolios mit negativem Nachhaltigkeitsrating
Bauer, R., J. Derwall, and R. Otten: The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada, Journal of Business Ethics 70, 111-124, 2007	Portfolioanalyse von 8 Nachhaltigkeitsfonds (Vergleich mit Markt bzw. Benchmark) mit Vier-Faktor-Finanzmodell Nachhaltigkeitsratings: unterschiedlich (abhängig von Fonds) 8 kanadische Fonds mit weltweiten Komponenten; Zeitraum 1994-2003	Kein Unterschied der Performance von Nachhaltigkeitsfonds und Benchmark/Markt
Guenster, N., J. Derwall, R. Bauer, and K. Koedijk: The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency, RSM Erasmus University Rotterdam, 2006	Ökonometrische Analyse des Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeitsratings und Firmenwert («Tobin Q») (Unternehmens-ebene) Nachhaltigkeitsratings: beschränkt auf Umweltschutz gemäss Innovest 150 – 410 US-Unternehmen, variabel über Zeitraum 1996-2002	Keine reduzierte Performance von Unternehmen mit positivem Nachhaltigkeitsrating; geringere Performance von Unternehmen mit negativem Nachhaltigkeitsrating
Derwall, D.; Guenster, N.; Bauer, R.; Koedijk, K.: The Eco-Efficiency Premium Puzzle; Financial Analysts Journal; Vol. 61; No. 2; 2005	Portfolioanalyse (30% Unternehmen mit besten CSR-Ratings vs. 30% Unternehmen mit schlechtesten CSR-Ratings) verschiedenen Finanzmodellen (inkl. Korrektur von Sektorverzerrungen) Nachhaltigkeitsratings: beschränkt auf Umwelt (Innovest) 180 – 450 US-Unternehmen; Zeitraum 1995 – 2003	Substantiell höhere durchschnittliche Rendite des Portfolios aus Titeln mit positivem Nachhaltigkeitsrating gegenüber Portfolio aus Titeln mit negativem Nachhaltigkeitsrating
Schröder, M.: Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes; Journal of Business Finance and Accounting 34 (1) & (2), 331-348; 2007	Portfolioanalyse von 29 Nachhaltigkeitsindizes (Vergleich mit Markt bzw. Benchmark) mit Ein-Faktor und Drei-Faktor-Finanzmodellen Nachhaltigkeitsratings: unterschiedlich (keine Verwendung von Ratings, sondern fertiger Indizes) 29 Indizes mit weltweiten Komponenten; Zeitraum: jeweils von Auflage bis Ende 2003	Kein Unterschied der Performance von Nachhaltigkeitsindizes und Benchmark/Markt

Quelle: Bank Sarasin & Cie AG

Eine kürzlich im Auftrag der Deutschen Bundesstiftung Umwelt durchgeführte Untersuchung⁶ bestätigt dies ebenfalls und findet ausserdem, dass Indizes bzw. Fonds mit strengeren Nachhaltigkeitskriterien eine überdurchschnittliche Rendite aufweisen. Auch Sarasin war 2002 an einer Studie beteiligt, die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung ZEW in Zusammenarbeit mit der European Business School Oestrich-Winkel durchgeführt wurde und den Zusammenhang zwischen Aktienperformance und Sarasin-Nachhaltigkeitsratings untersucht hat (für europäische Unternehmen im Zeitraum 1996-2001).⁷ Das aggregierte Ergebnis war neutral, d.h. es wurde weder ein signifikant negativer noch ein positiver Zusammenhang gefunden. Die Teilergebnisse zeigten aber einen leicht positiven Beitrag des Ratings der Branche auf die Aktienperformance.

⁶⁾ Siehe Presseerklärung vom 11.4.2008 auf www.dbu.de.

⁷⁾ Bank Sarasin, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, European Business School: Aktienperformance und Nachhaltigkeit, Sarasin-Studie 2002 und Ziegler, A.; Schröder, M. und Rennings, K.: The Effect of Environmental and Social Performance on the Stock Performance of European Corporations, Environmental and Resource Economics 37, 661-680, 2007.

**Wissenschaftlich abgesicherte
allgemeingültige Aussagen
dennoch noch nicht möglich**

Die Ergebnisse der Studien zeigen zwar Tendenzen auf, erlauben aber bisher noch keine wissenschaftlich abgesicherten allgemeingültigen Aussagen:

- Die Studien arbeiteten mehrheitlich mit der Methode der Portfolioanalysen: Diese zeigen ein aggregiertes Bild der Performance von nachhaltigen Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt oder zu nicht-nachhaltigen Portfolios. Der Einfluss der Nachhaltigkeit der einzelnen Unternehmen im Portfolio kann hier durch den Einfluss überlagert werden, der aus der Art und Weise, wie die Titel für das Portfolio ausgewählt wurden, resultiert. So ist die Zusammenstellung der Portfolios von realen Investmentfonds immer auch stark von finanziellen Kriterien geprägt. Aber auch synthetische Portfolios, die rein nach Nachhaltigkeitskriterien zusammengestellt wurden, können hinsichtlich der Branchenstruktur stark vom Markt bzw. dem Vergleichsportfolio abweichen. Der Einfluss dieser «Verzerrungen» auf die Portfolio-Performance überlagert daher den Einfluss der Nachhaltigkeit und kann meist nicht eliminiert werden.
- Zur Messung der Nachhaltigkeit verwenden viele Studien Indikatoren, die nur einen Ausschnitt der Nachhaltigkeitsthemen abdecken, z.B. nur Umweltindikatoren oder nur Einzelaspekte wie die Qualität der Arbeitsplätze.
- Oft werden nur beschränkte Zeiträume und Regionen betrachtet.

Neue Untersuchung von CCRS, ETH Zürich und ZEW

Setup der Untersuchung

2007/2008 hat das Center for Corporate Responsibility and Sustainability an der Universität Zürich (CCRS) in Kooperation mit der ETH Zürich und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Mannheim eine neue und relativ umfassende Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeit und Aktienperformance durchgeführt.

Überblick über die durchgeführten Berechnungen		
	Ökonometrische Analyse (CCRS/ETH)	Portfolioanalyse (ZEW)
Statistische Messgrösse für Einfluss von Nachhaltigkeit auf Finanzperformance	Nachhaltigkeitsrating als eigenständige erklärende Variable für Rendite in ökonometrischem Modell neben Finanzmarktvariablen (siehe Finanzmarktmodelle)	Systematische Überrendite eines Portfolios aus nachhaltigen Titeln nach Abzug des Einflusses von Finanzmarktvariablen (siehe Finanzmarktmodelle)
Finanzmarktmodelle	Vier-Faktorenmodell (Carhart): Marktrisiko, Grösseneffekt, Value/Growth-Effekt, Momentum; andere Modelle zum Vergleich	Vier-Faktorenmodell
Untersuchungsumfang	175 US-Unternehmen 281 europäische Unternehmen	Verschiedene Portfolios aus gleicher Grundgesamtheit wie ökonometrische Studie
Untersuchungszeitraum	2003 – 2006	1997 – 2006
Nachhaltigkeitsparameter	Sarasin-Ratings aus 2002: Gesamtrating Unternehmens- und Branchenrating separat (ordinale Variablen) Teilgruppen des Unternehmens- u. Branchenratings (Dummies für Top 3 und Top 2-Ratingklassen)	Gruppen aus Sarasin-Ratings (2000 – 2007): Investierbare vs. nicht investierbare Ratings Höchste 2 vs. tiefste 2 Unternehmensratings Höchste 2 vs. tiefste 2 Branchenratings

Quelle: Bank Sarasin & Cie AG

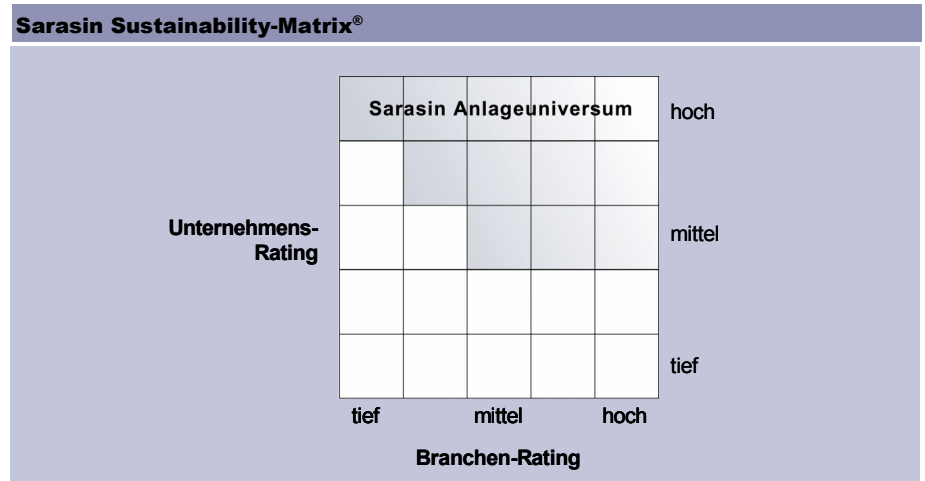
Dabei wurden zwei verschiedene Methoden angewandt, eine ökonometrische Analyse auf Einzeltitel- bzw. Unternehmensebene (CCRS/ETH Zürich)⁸ und eine Portfolioanalyse (ZEW). Beide Untersuchungen umfassen sowohl den europäischen als auch den US-Aktienmarkt.

Als Nachhaltigkeitsparameter wurde in den Untersuchungen das Nachhaltigkeitsrating der Bank Sarasin verwendet, das alle relevanten ökologischen und sozialen Aspekte von Unternehmen berücksichtigt. Es besteht aus zwei Dimensionen:

- Branchen-Rating: Vergleichende Bewertung der Branchen anhand von ausgewählten Umwelt- und Sozialkriterien.
- Unternehmens-Rating: Vergleichende Umwelt- und Sozialbewertung der Unternehmen innerhalb einer Branche. Die Bewertung erfolgt anhand eines für alle Branchen einheitlichen Rasters von Umwelt- und Sozialkriterien. Die Gewichtung und die Auswahl von Detailkriterien sind branchenspezifisch.

In beiden Dimensionen gibt es fünf Ratingklassen, von «hoch» bis «tief».

Das Nachhaltigkeitsrating entscheidet über die Investierbarkeit eines Unternehmens in nachhaltigen Fonds und Portfolios: Es wird nur in solche Titel investiert, die in der Sarasin Sustainability Matrix[®] ein ausreichendes Rating erreichen, um sich im schraffierten Anlageuniversum zu positionieren (siehe Abbildung).



Quelle: Bank Sarasin

Positive Ergebnisse der ökonometrischen Berechnungen (CCRS/ETH)

Die Ergebnisse der ökonometrischen Einzeltitelanalysen zeigen einen signifikant positiven Einfluss des Unternehmensratings auf die durchschnittliche monatliche Aktienrendite zwischen 2003 und 2006. Die durchschnittliche Mehrrendite der Titel mit einem höheren Nachhaltigkeitsrating (zwei bzw. 3 höchste Ratingklassen) liegt bei bis zu 0.3% pro Monat. Die Robustheit dieses positiven Einflusses ist stärker für die USA als für Europa.

⁸⁾ Urs von Arx, Andreas Ziegler: The Effect of CSR on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe, Center of Economic Research at ETH Zurich, Working Paper 08/85, May 2008.

Das Branchenrating hat demgegenüber nach diesen Berechnungen keinen signifikanten Einfluss auf die Finanzperformance. Testrechnungen ergaben zudem, dass der positive Zusammenhang zwischen Unternehmensrating und Aktienperformance offenbar im Zeitablauf nicht stabil ist - in früheren Zeitperioden (vor 2003) scheint er geringer zu sein. Ebenso ändert sich die Signifikanz der Ergebnisse, je nachdem welche Definition von Nachhaltigkeit zugrundegelegt wird – z.B. wird das Ergebnis bei den europäischen Titeln insignifikant, wenn statt der obersten 2 Ratingklassen («hoch» und «überdurchschnittlich») auch die nächst höhere Ratingklasse («durchschnittlich») hinzugenommen wird. Das bedeutet umgekehrt, dass strengere Nachhaltigkeitsanforderungen zu einem stärkeren Einfluss auf die finanzielle Performance führen.

Ergebnisse der Berechnungen von CCRS/ETH Zürich und ZEW

	Nachhaltigkeitsbedingte monatliche Mehr-Rendite ^{a)}	
	USA	Europa
Ökonometrische Analysen Einzeltitel 2003 – 2006 (nur Unternehmensrating)	+ 0.3% ^{b)}	+ 0.3% ^{c)}
Ökonometrische Analysen Portfolio 1997 – 2006 (kombiniertes Unternehmens- und Branchenrating) ^{d)}	+ 0.6%	+ 0.4%

- a) Durchschnitt über Untersuchungsperiode
- b) Zusätzlicher Renditebeitrag der 3 höchsten Ratingklassen (hoch, überdurchschnittlich, durchschnittlich) im Vergleich zu den 2 niedrigsten Ratingklassen (unterdurchschnittlich, tief)
- c) Zusätzlicher Renditebeitrag der 2 höchsten Ratingklassen (hoch, überdurchschnittlich) im Vergleich zu den 3 niedrigsten Ratingklassen (durchschnittlich, unterdurchschnittlich, tief)
- d) Über finanzielle Faktoren hinausgehender Renditebeitrag der nachhaltigen Portfolios («Alpha»)

Portfolioanalysen (ZEW) bestätigen positives Ergebnis ...

Die vom ZEW durchgeführten Portfolioanalysen bestätigen den positiven Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Finanzperformance. Allerdings war der positive Einfluss zu Beginn des Untersuchungszeitraums (1997 - 2002) stärker. Im Zeitraum 2002 - 2006 war der Effekt nicht signifikant, stieg aber gegen Ende wieder an. Darüber hinaus scheint der positive Effekt eher auf das Branchenrating als das Unternehmensrating zurückzuführen zu sein – die Berechnungen ergaben sowohl für Europa als auch die USA eine signifikante Überrendite von Portfolios mit überdurchschnittlichen und hohen Branchenratings im Zeitraum 1997 - 2006.

... sind aber interpretationsbedürftig

Das Ergebnis der Portfolioanalyse steht nicht unbedingt im Widerspruch zu den Ergebnissen der Einzeltitelanalysen, denn es kann durch andere, nicht mit Nachhaltigkeit zusammenhängende Faktoren, überlagert sein. Bei diesen Faktoren handelt es sich um die Konjunktorentwicklung (über- und unterdurchschnittliches Wachstum einzelner Branchen) und die Zusammenstellung der Portfolios. In den Portfolioanalysen könnte vor allem die Zusammenstellung der Portfolios, d.h. die Art und Weise der Auswahl und der Gewichtung der Titel in den einzelnen Portfolios, einen Einfluss gehabt haben⁹⁾:

⁹⁾ Die Bedeutung von Branchenverzerrungen dürfte über den gesamten Untersuchungszeitraum relativ gering gewesen sein: Zwar war der Beginn der betrachteten Periode (1997-2000) durch den «Internetboom» geprägt, der eine überdurchschnittliche Performance von Branchen mit hohem und überdurchschnittlichem Nachhaltigkeitsrating (Telekommunikation, Medien, Software) mit sich brachte. Nach dem Platzen der Internetblase in der Folge hatten allerdings eher Branchen mit einem schlechten Nachhaltigkeitsrating eine überdurchschnittliche Performance, vor allem Rohstoffe (einschliesslich Energie) und Stromversorger, so dass über die gesamte Periode betrachtet der konjunkturelle Brancheneinfluss auf die Performance eher negativ war.

- Die Zusammensetzung des Sarasin Research-Universums kann je nach Branche mehr oder weniger stark von den jeweiligen MSCI-Branchenindizes abweichen. Die Titelauswahl war bisher stark von den Bedürfnissen des Portfoliomanagements getrieben und orientierte sich daher weniger an einer möglichst breiten Abdeckung des Gesamtmarktes, sondern an der finanziellen Attraktivität der Titel. Je nach Branche kann daher die Titelauswahl mehr oder weniger in Richtung finanziell attraktiverer Titel verzerrt sein, was in den Portfolioanalysen zu einer Outperformance dieser Branchen geführt haben kann.
- In den Portfolioanalysen wurden die Titel nicht entsprechend ihrer unterschiedlichen Marktkapitalisierung, sondern gleich gewichtet. Dies führt dazu, dass kleinere Unternehmen in den untersuchten Portfolios im Vergleich zum Markt übergewichtet wurden. In anderen Portfolioanalysen¹⁰ wurde nun herausgefunden, dass die Performanceeffekte vorwiegend auf die grösseren Unternehmen zurückzuführen sind und weniger auf kleinere Unternehmen. Die Gleichgewichtung dürfte daher zur Unterschätzung des Einflusses der Nachhaltigkeit (speziell des Unternehmensratings) auf die Finanzperformance geführt haben.

Die Ergebnisse der Portfolioanalysen bestätigen daher zwar grundsätzlich den positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Finanzperformance, der Einfluss des Unternehmensratings wird aber möglicherweise unterschätzt und der positive Einfluss der Branchen-Nachhaltigkeit kann auch auf andere, nicht mit Nachhaltigkeit in Verbindung stehende Gründe zurückzuführen sein.

**Interessante Teilaspekte:
Stärkerer Einfluss in den USA ...**

Offenbar ist der Performance-Einfluss der Nachhaltigkeit in den USA stärker als in Europa – dies bestätigen beide Berechnungsmodelle.¹¹ Hierfür könnten zwei Gründe verantwortlich sein:

- Nachhaltigkeitsunterschiede: Die Ergebnisse der Sarasin-Nachhaltigkeitsbewertung zeigen, dass der Anteil nachhaltig gerateter Unternehmen in Europa deutlich höher (bei rund 50%) ist als in Nordamerika (bei rund 35%). Nachhaltigere Unternehmen heben sich in den USA stärker von den übrigen Unternehmen ab, als dies in Europa der Fall ist, wo das Thema Nachhaltigkeit durch gesetzliche Vorgaben und ein grösseres Bewusstsein in der Öffentlichkeit stärker in das Unternehmensgeschehen Einzug gehalten hat. Die ausgeprägteren Unterschiede in der Nachhaltigkeit in den USA könnten zu ausgeprägteren Performanceunterschieden geführt haben.
- «Einpreisung» von Nachhaltigkeit: Da das Bewusstseins für Nachhaltigkeitsthemen in Europa allgemein höher ist als in den USA, ist es möglich, dass die europäischen Aktienmärkte schon in der Vergangenheit Nachhaltigkeitsaspekte stärker berücksichtigt haben als dies in den USA der Fall war. Der grössere Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Performance in den USA wäre dann damit erklärbar, dass bestimmte Nachhaltigkeitsthemen im Verlauf der letzten

¹⁰⁾ Derwall, D.; Guenster, N.; Bauer, R.; Koedijk, K.: The Eco-Efficiency Premium Puzzle; Financial Analysts Journal; Vol. 61; No. 2; 2005.

¹¹⁾ Auch die Mehrzahl der neueren Studien, die einen positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Performance fanden, bezogen sich auf US-Titel (siehe oben).

Jahre kursrelevant wurden (z.B. das Thema Energie/Klimaschutz), die in Europa bereits schon stärker «eingepreist» waren.

**... Einfluss wechselt im
Zeitverlauf**

Nach den Ergebnissen der ökonometrischen Untersuchungen war der Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Performance in den letzten Jahren (2003 – 2006) tendenziell grösser als in den Vorperioden. Auch die im Jahre 2002 für den Zeitraum 1996 – 2001 mit ähnlicher Methodik durchgeführte Untersuchung von ZEW und Sarasin (siehe oben) ergab eine geringe Signifikanz des Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeit und Performance. Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass Nachhaltigkeitsthemen im Laufe der letzten Jahre eine grössere Bedeutung erlangt haben und daher vom Aktienmarkt als kursrelevant betrachtet wurden. Hierzu dürfte vor allem das Thema Energie/Klimaschutz gehören, das eines der zentralen Nachhaltigkeitsthemen ist und durch den Energiepreisanstieg und die wachsenden Klimaschutzanstrengungen effektiv finanziell relevant wurde.

**Positiver Performancebeitrag
durch Nachhaltigkeit unter
bestimmten Bedingungen**

Schlussfolgerungen

Die Diskussion von allgemeinen Zusammenhängen zwischen Nachhaltigkeit und finanzieller Performance, Beispielfällen sowie empirisch-statistischen Untersuchungen führt zu folgenden Schlussfolgerungen:

1. **Keine Performanceeinbusse durch Nachhaltigkeit:** Praktisch alle veröffentlichten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Nachhaltigkeit keinen negativen Einfluss auf die finanzielle Performance von Unternehmen oder Aktienportfolios hat. Dies bestätigt, dass das weit verbreitete Argument, ein Nachhaltigkeitsfilter reduziere die Auswahl investierbarer Titel und verschlechtere dadurch das Rendite-Risiko-Verhältnis von nachhaltigen Portfolios, in der Praxis wenig relevant ist. Das Gleiche gilt für die Argumentation, dass freiwillige ökologische und soziale Massnahmen von Unternehmen nicht marktkonform seien und zur Wertvernichtung führten.
2. **Positiver Performancebeitrag durch Nachhaltigkeit in bestimmten Fällen:** Die Überlegung, dass die Berücksichtigung ihrer ökologischen und sozialen Einflüsse Unternehmen ermöglicht, potentielle langfristige Risiken zu vermeiden bzw. entsprechende Chancen zu nutzen, wird von empirischen Studien bestätigt. Die neueste Studie von CCRS und ETH Zürich bestätigt denn auch die Ergebnisse anderer Untersuchungen, nach denen Nachhaltigkeit die Aktienrendite positiv beeinflusst (hier speziell die Unternehmensratingkomponente des Sarasin-Nachhaltigkeitsratings), dieser Einfluss aber je nach betrachteten Nachhaltigkeitsdefinitionen, Zeiträumen und Regionen unterschiedlich stark und nicht immer signifikant ist. Es scheint, dass die Zusammenhänge in den letzten Jahren stärker geworden sind, vermutlich aufgrund der zunehmenden Bedeutung des Themas Energie/Klimaschutz. Empirische Untersuchungen beziehen sich auf Vergangenheitsdaten. Wir gehen davon aus, dass in Zukunft neben Energie/Klimaschutz weitere ökologische oder soziale Aspekte in Politik, Gesellschaft und Wirtschaft relevant werden und die Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit und finanziellen Parametern weiter verstärken werden.

Unternehmen sollten daher ihre ökologischen und sozialen Einflüsse nicht allein aus einer ethischen Verantwortung heraus verbessern, sondern auch, um finan-

zielle Risiken zu reduzieren bzw. entsprechende Chancen zu nutzen. In einigen Ländern wurden deshalb bereits Regelungen eingeführt, die die Erweiterung der finanziellen Berichterstattung der Unternehmen um Nachhaltigkeitsaspekte verlangen.¹² Auch für institutionelle Anleger wie Pensionskassen wird die Meinung vertreten, dass die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Risiken im Anlageprozess zu den treuhänderischen Pflichten gehört, um sich daraus ergebende finanzielle Risiken zu vermeiden bzw. zu vermindern.¹³ In einigen Ländern wie Deutschland und Grossbritannien besteht eine Pflicht für Pensionskassen, zu berichten, inwieweit Nachhaltigkeitsaspekte bei der Anlageentscheidung berücksichtigt werden.

Das Nachhaltige Investment ermöglicht die Identifikation der entsprechenden Risiken und Chancen und kann daher zur Verbesserung des Rendite-Risikoverhältnisses beitragen (Erhöhung der Rendite durch Nutzung der Chancen und/oder Reduktion des Risikos).

¹²⁾ In der EU stellt die sogenannte EU Accounts Modernisation Directive von 2003 hierfür eine Rahmenrichtlinie dar. In einigen Ländern wie Frankreich und den Niederlanden bestehen bereits gesetzliche Anforderungen, in Grossbritannien wurde eine relativ weitgehende Regelung verabschiedet, dann aber zugunsten einer weniger strengen Regelung wieder zurückgezogen.

¹³⁾ Die sogenannte Freshfield-Studie, die 2005 im Auftrag der UNEP Financial Initiative erstellt wurde, kam zu dem Schluss, dass es entgegen weit verbreiteter Ansicht für institutionelle Anleger juristisch nicht unzulässig ist, Nachhaltigkeitsaspekte bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Im Gegenteil kann das Vernachlässigen solcher Aspekte eine Verletzung der gesetzlichen Pflichten darstellen (Freshfields, Bruckhaus, Deringer: A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment, 2005).

Kontakte

Portfolio Management

Andreas Knörzer

Leiter Sarasin Sustainable Investment

Yvonne Emmerich-Weissflog

Management Support

Gabriela Pace

Assistenz

Gabriele Grewe, Leiterin Portfolio Management

Anleihen und gemischte Portfolios

Catrina Vaterlaus-Rieder, Stv. Leiterin

Aktien-Portfolios

Dennis Bützer

Junior Portfoliomanager

Niculin Camenisch

Junior Portfoliomanager

Kai-Uwe Heidemeier

Junior Portfoliomanager

Arthur Hoffmann

Senior Portfoliomanager Aktien

Patrik Janovjak

Senior Portfoliomanager Anleihen & gemischte Portfolios

Alex Müller

Senior Portfoliomanager Aktien und Privatkunden

Matthias Priebes

Senior Portfoliomanager Aktien

Kurt O. Rohr

Senior Portfoliomanager Privatkunden

Simone Kolb

Assistentin

Romeo Burri

Support

Sustainability Research

Dr. Eckhard Plinke, Leiter Sustainability Research

Maschinenbau, Elektrotechnik und Elektronik

Makiko Ashida

Versicherungen, Konsumgüter, Handel, Software

Thomas Dietzi

Dienstleistungen, Immobilien, Telekommunikation

Dr. Matthias Fawer

Energie

Andreas Holzer

Chemie, Papier, Bergbau, Gesundheitswesen, Medien, Wasserversorgung

Klaus Kämpf

Banken, Entsorgung, Verkehrsinfrastruktur

Balasz Magyar

Länder, Institutionen, Energie

Dr. Gabriella Ries

Bau und Baustoffe, Nahrungsmittel, Transport

Dr. Mirjam Würth

Support, Tourismus

Client Service/Support

Erol Bilecen, Leiter Client Service/Support

Institutionelle Kunden

Dr. Michaela Collins

Privatkunden

Susanne Gessler

Privatkunden

Sonia Wagner

Privatkunden

Business Development

Linus Sluyter

Kontakt

Bank Sarasin & Cie AG

Sustainable Investment, CH – 4002 Basel

Tel. +41 61 277 74 77

andreas.knoerzer@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 70 24

yvonne.emmerich-weissflog@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 31

gabriela.pace@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 70 73

gabriele.grewe@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 78 05

catrina.vaterlaus@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 72 11

dennis.buetzer@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 60

niculin.camenisch@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 71 99

kai-uwe.heidemeier@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 22

arthur.hoffmann@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 75 64

patrik.janovjak@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 42 70

alex.mueller@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 70 23

matthias.priebs@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 72 67

kurt.rohr@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 54

simone.kolb@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 77 60

romeo.burri@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 75 74

eckhard.plinke@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 74 70

makiko.ashida@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 42 49

thomas.dietzi@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 03

matthias.fawer@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 70 38

andreas.holzer@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 77 80

klaus.kaempf@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 66

balasz.magyar@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 71 66

gabriella.ries@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 42

mirjam.wuerth@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 75 62

erol.bilecen@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 77 68

michaela.collins@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 42 59

susanne.gessler@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 73 64

sonia.wagner@sarasin.ch

Tel. +41 61 277 70 22

linus.sluyter@sarasin.ch

sustainability@sarasin.ch

www.sarasin.ch/nachhaltigkeit

Publikationen

Rohstoffinvestments	Rohstoffe – Als Investment noch zu verantworten? Eckhard Plinke, Dominique Ehrbar, Gabriella Ries, Andreas Holzer, Mai 2008
Energieeffizienz	Energieeffizienz – Das verborgene Kapital. Eckhard Plinke, Mai 2008
Solarenergie 2007	Solarenergie 2007 – Der Höhenflug der Solarindustrie hält an. Matthias Fawer, November 2007
Medizinaltechnik	Gesunde Zukunft? – Nachhaltigkeit der Medizinaltechnikbranche. Andreas Holzer, Oktober 2007
Unternehmensrating	Nachhaltigkeit von Unternehmen im Vergleich – Methodik des Sarasin-Unternehmensratings. Eckhard Plinke, Juli 2007
Bahnen & öffentlicher Verkehr	Mehrgleisig in die Zukunft – Eine Analyse von Umwelt- und Sozialaspekten der Branche Bahnen und Öffentlicher Verkehr. Gabriella Ries, März 2007
Solarenergie 2006	Solarenergie 2006 – Licht- und Schattenseiten einer boomenden Industrie. Matthias Fawer, Dezember 2006
Banken	Ist Ihre Bankverbindung nachhaltig? Eine Analyse von Umwelt- und Sozialaspekten bei Grossbanken. Klaus Kämpf, November 2006
Branchenrating	Das Sarasin-Branchenrating – Methodik und Ergebnisse der Bewertung der Nachhaltigkeit von Branchen. Eckhard Plinke, September 2006
Biokraftstoffe	Biokraftstoffe – erdölfreie Fahrt in die Zukunft? Matthias Fawer, Juli 2006
Handel	Den Hebel Richtung Nachhaltigkeit ansetzen – Ökologische und soziale Herausforderungen des Handelssektors. Michaela Collins, Juni 2006
Bekleidung und Luxusgüter	«Just do it», aber verantwortungsbewusst. Eine Analyse der Sozial- und Umweltaspekte der Bekleidungs-, Textil- und Luxusgüterindustrie. Makiko Ashida, März 2006
Solarenergie 2005	Solarenergie 2005 – Im Spannungsfeld zwischen Rohstoffengpass und Nachfrageboom. Matthias Fawer, November 2005
Pharma	Packungsbeilage für Investoren. Andreas Holzer, Oktober 2005
Pfandbriefe	Nachhaltigkeit von Pfandbriefen. Klaus Kämpf, Juli 2005
Schwellenländer	Staatsanleihen aus Schwellenländern: Eine nachhaltige Geldanlage? Michaela Collins, Juni 2005
Öffentliche Finanzinstitutionen	Nachhaltigkeit öffentlicher Finanzinstitutionen. Klaus Kämpf, März 2005
Solarenergie 2004	Solarenergie – ungetrübter Sonnenschein? Aktuelle und zukünftige Aussichten für Photovoltaik und Solarthermie. Matthias Fawer, November 2004
China	«Made in China» - Ist dieses Label nachhaltig? – Chancen und Risiken des China-Booms aus Sicht des Nachhaltigen Investments. Makiko Ashida/Eckhard Plinke, September 2004
Medien	Inhalt verpflichtet – Nachhaltigkeitsthemen der Medienbranche. Gabriella Ries, Juni 2004
Biotechnologie	Nachhaltige Perspektiven der medizinischen Biotechnologie – Potenziale für nachhaltig orientierte Kapitalanleger. Andrew DeBoo, März 2004 (Kurzfassung der englischen Studie)
Staatsanleihen	Nachhaltigkeit bei Staatsanleihen – Ansatz und Ergebnisse der Sarasin Länderbewertung. Michaela Collins/Astrid Frey, Januar 2004
Solarenergie 2003	Solarenergie – heiter oder bewölkt? Matthias Fawer/Eckhard Plinke, November 2003
Soziale Nachhaltigkeit	Soziale Nachhaltigkeit von Unternehmen messen – Kriterien der Bank Sarasin für nachhaltige Kapitalanlagen. Eckhard Plinke, September 2003
Telekommunikation	Auf nachhaltigen Pfaden – wo steht die Telekommunikationsbranche? Themen, Trends und Leader. Gabriella Ries/Christoph Ladner, Juli 2003
Wasser	Wege aus der Wasserkrise – Kann der nachhaltig orientierte Kapitalanleger einen Beitrag leisten? Andreas Knörzer/Eckhard Plinke, März 2003
Performance	Aktienperformance und Nachhaltigkeit – Hat die Umwelt- und Sozialperformance einen Einfluss auf die Aktienperformance? Eckhard Plinke u.a., September 2002

Studienbestellung unter der auf der Vorderseite genannten Kontaktadresse.

Wichtige Informationen

Diese Publikation der Bank Sarasin & Cie AG («BSC») wurde aus öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen») erstellt, welche als zuverlässig erachtet werden. Trotzdem kann BSC weder eine vertragliche noch eine stillschweigende Haftung dafür übernehmen, dass diese Informationen korrekt und vollständig sind. Mögliche Fehler dieser Informationen bilden keine Grundlage für eine direkte oder indirekte Haftung der BSC. Insbesondere ist BSC nicht dafür verantwortlich, dass die hier geäußerten Meinungen, Pläne oder Details über Unternehmen, die Strategien derselben, das volkswirtschaftliche Umfeld, das Markt-, Konkurrenz- oder regulatorische Umfeld etc. unverändert bleiben. Obwohl BSC sich nach besten Kräften bemüht hat, eine zuverlässige Publikation zu erstellen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass diese Publikation Fehler enthält oder unvollständig ist. Weder die Bank, noch die Aktionäre der Bank oder die Mitarbeiter sind dafür verantwortlich, dass die hier abgegebenen Meinungen, Einschätzungen und Schlussfolgerungen zutreffend sind. Selbst wenn diese Publikation im Zusammenhang mit einem bestehenden Vertragsverhältnis abgegeben wurde, ist die Haftung der BSC auf grobe Fahrlässigkeit oder Absicht beschränkt. Darüber hinaus lehnt BSC die Haftung für geringfügige Unkorrektheiten ab. In jedem Falle ist die Haftung der BSC auf denjenigen Betrag beschränkt, wie er üblicherweise zu erwarten wäre. Die Haftung für indirekte Schäden wird ausdrücklich abgelehnt. Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die BSC kann jederzeit für die in dieser Publikation erwähnten Wertpapiere eine Kaufs- bzw. Verkaufsposition einnehmen oder als Auftraggeber bzw. Mandatsträger auftreten oder dem Emittenten ebendieser Wertpapiere bzw. einer mit einem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Beraterdienste oder andere Dienstleistungen zukommen lassen. Es ist auch möglich, dass Mitarbeiter der BSC in einer Organstellung einer hierin untersuchten Unternehmung sein können. Wenngleich bei der BSC Massnahmen getroffen wurden, damit Interessenkonflikte vermieden oder offen gelegt werden, so kann BSC dies nicht zusichern. Folglich kann BSC keine Haftung aus solchen Interessenkonflikten übernehmen. Hierin geäußerte Meinungen und Preise können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

Dieses Dokument darf weder direkt noch indirekt in den USA, Kanada oder Japan verteilt werden. Personen mit Domizil in anderen Staaten beachten bitte die geltenden Verkaufsbeschränkungen für die entsprechenden Produkte. © Copyright Bank Sarasin & Cie AG. Alle Rechte vorbehalten.



SARASIN