

Schaffen nachhaltige Anlagen finanziellen Mehrwert? Eine Übersicht zu aktuellen wissenschaftlichen Studien

Wer sich für Investitionen in nachhaltige Anlagen interessiert, stellt sich die Frage, wie sich der Einbezug von Nachhaltigkeit auf die Performance von Anlagen auswirkt. Ob die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren für Unternehmen und folglich für Investoren einen Mehrwert generiert, wurde in den vergangenen Jahren in zahlreichen Studien untersucht. Zu unterscheiden ist dabei zwischen Studien, die den Einfluss von einzelnen oder mehreren Nachhaltigkeitsfaktoren auf den Erfolg von Unternehmen untersuchen und solchen, die den Einfluss auf die Performance eines Portfolios beleuchten. Im Folgenden werden die wichtigsten Erkenntnisse aus aktuellen Forschungsprojekten zusammengefasst.

Nachhaltigkeit im Unternehmen: positive Einschätzungen über Auswirkungen überwiegen

Zwar gibt es unterschiedliche Meinungen darüber, ob sich eine aktive Nachhaltigkeitsstrategie positiv auf den Unternehmenswert auswirkt. Die Mehrheit der Untersuchungen kommt aber zum Schluss, dass es diesbezüglich einen neutralen oder positiven Zusammenhang gibt. Nachhaltigkeit bringt einen Mehrwert oder sie führt zumindest zu keinem negativen Effekt, auch wenn sich kein direkter Nutzen nachweisen lässt. Eine Minderheit der Forschungsarbeiten legt einen negativen Zusammenhang nahe - Nachhaltigkeit kostet.¹

Was sind die Resultate aktuellster Studien? Eine Studie der Harvard Business School (11/2011) zeigt, dass nachhaltige Unternehmen langfristig finanziell zu den Gewinnern zählen.² Damit wird die These widerlegt, dass Nachhaltigkeitsinitiativen in erster Linie Mehrkosten generieren, die ertragsmindernd wirken. Dies ist auch das Resultat einer Forschungsarbeit, die im Journal of Banking and Finance publiziert wurde und den Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitsperformance von Unternehmen und deren Kapitalkosten untersucht hat.³ Die zentrale Erkenntnis der empirischen Untersuchung ist, dass nachhaltigere Unternehmen tiefere Kapitalkosten aufweisen. Damit wird eine ältere Untersuchung aus dem Journal of Economics untermauert, die eine Korrelation zwischen Unternehmen mit guten Corporate Governance Standards und tieferen Kapitalkosten bestätigt hat.⁴ Interessant ist, dass die wissenschaftlichen Erkenntnisse mittlerweile auch in der Praxis der Unternehmensbewertung Eingang finden. Konkret hat eine Untersuchung der Harvard Business School (2010) sowie eine Befragung der Universität Hamburg (2012) ergeben, dass Finanzexperten Unternehmen mit einer schlechten Nachhaltigkeitsperformance mit einem Bewertungsabschlag bestrafen und umgekehrt

¹ Orlitzky et al. (2004)

² Eccles et al. (2011)

³ El Ghoul et al. (2011)

⁴ Compers et al (2003)

fortschrittliche Unternehmen belohnen.⁵ Dieser Effekt hat sich vor allem in den letzten Jahren akzentuiert.

Auf wissenschaftlicher Ebene scheint sich folglich ein Konsens zu entwickeln, dass sich die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren auf Unternehmensebene mittel- und langfristig finanziell lohnt, oder dieser Faktor zumindest von den Marktteilnehmern belohnt wird. In einem kurzfristigen Betrachtungsraum, der in der heutigen Zeit überwiegt und für Investoren ebenfalls relevant ist, kommt der Einfluss von Nachhaltigkeitsfaktoren auf den Unternehmenswert weniger zum Tragen und wird in der Regel durch andere Einflussfaktoren überlagert.

Mehrwert durch Nachhaltigkeit auf Portfolioebene?

Die positiven Erkenntnisse auf Unternehmensebene lassen sich nur teilweise auf die Anlagetätigkeit und somit auf die Performance von nachhaltigen Anlageprodukten übertragen. Wissenschaftliche Untersuchungen der letzten Jahre deuten zwar darauf hin, dass sich die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Aspekten bei Anlageentscheidungen vorteilhaft auswirken kann, aber nicht zwingend muss.⁶ Im Praxisvergleich zeigt sich, dass nachhaltige Anlagen über einen kurz- und mittelfristigen Zeitraum keine signifikanten Unterschiede im Vergleich mit konventionellen Anlagen aufweisen.⁷

Die Tatsache, dass sich im Anlagebereich unterschiedliche Nachhaltigkeitsansätze etabliert haben, macht pauschale Aussagen zu den Rendite-Risiko-Eigenschaften von nachhaltigen Anlagen schwierig. Auch erschwert es die nur beschränkte Verfügbarkeit von langjährigen Datensätzen, statistisch signifikante Aussagen zu machen.

Ein gängiger Vorbehalt lautet, dass nachhaltige Anlagen einen negativen Diversifikationseffekt mit sich bringen und deshalb schlechtere Voraussetzungen haben eine gute Rendite zu erzielen. Vereinfacht gesagt schränken strengere Ansätze, z.B. solche mit umfassenden Ausschlusskriterien in Kombination mit einem Best-in-Class-Ansatz, in Theorie ein Anlageuniversum stärker ein, als breiter angelegte Ansätze, z.B. solche ohne Ausschlusskriterien und dem Fokus auf eine aktive Stimmrechtswahrnehmung. Ein eingeschränktes Anlageuniversum hat naturgemäß ein höheres aktives Risiko gegenüber einem Referenzindex (Tracking Error) zur Folge, so dass die Renditen solcher Produkte im Vergleich zur Benchmarkrendite stärker schwanken. In der Realität zeigt sich aber, dass dieser Effekt nicht zutrifft, weil nachhaltige Anlagen in der Regel auf der Basis breit diversifizierter Anlageuniversen verwaltet werden. Studien, die das Gesamtrisiko (Volatilität) von nachhaltigen Portfolios im Vergleich mit herkömmlichen untersuchen, zeigen sogar, dass nachhaltige Anlageansätze zu einem reduziertem Gesamtrisiko von Portfolios führen können.⁸

⁵ Bassen et al. (2012), Ioannis et al. (2010)

⁶ Mercer (2009)

⁷ Cortez et al. (2009), Galema et al. (2008), Stenström et al. (2007), Galema et al. (2006)

⁸ Cortez et al. (2009), Galema et al. (2008), Stenström et al. (2007), Galema et al. (2006)

Die Zürcher Kantonalbank hat in Kooperation mit dem Center für Nachhaltigkeit und unternehmerische Verantwortung der Universität Zürich (CCRS) 2008 ein Forschungsprojekt initiiert, in dem der Zusammenhang zwischen unternehmerisch nachhaltigem Handeln und Aktienperformance wissenschaftlich untersucht wurde. Das Modell, welches das CCRS erstmals auch für den europäischen Aktienmarkt erarbeitet hat, erlaubt einen direkten Vergleich zwischen Aktienportfolios, die sich im Wesentlichen nur durch den Faktor Nachhaltigkeit unterscheiden. Da die Erkenntnisse auf dem Vergleich mehrerer Einflussfaktoren beruhen, sind sie wesentlich aussagekräftiger als bisherige Untersuchungen. Die Erkenntnisse der dreijährigen Untersuchung bestätigen die Ergebnisse früherer Studien zu diesem Thema:

- Die Selektion von grosskapitalisierten Unternehmen nach strengen Nachhaltigkeitskriterien bei Anlageentscheidungen eröffnet ein marktkonformes Renditepotenzial.
- Bei klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen besteht phasenweise ein statistisch signifikanter, positiver Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Rendite.⁹

Fazit für Anleger

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren im Anlagebereich geht nicht auf Kosten der Rendite. Bekannte nachhaltige Aktienindizes haben sich im Vergleich zum globalen Aktienmarkt langfristig besser entwickelt haben. Zudem besteht Evidenz, dass nachhaltigere Unternehmen auch finanziell profitieren. Die Renditeeigenschaften realer nachhaltiger Anlagefonds sind aber gleichzeitig von verschiedenen Performancetreibern beeinflusst. Nachhaltigkeit allein ist deshalb keine Garantie für bessere Performance. So können die Wahl nachhaltiger Anlagestrategien (z.B. Ausschlusskriterien), spezifische Produkteigenschaften (z.B. Wahl des Referenzindex) und schliesslich die Entscheidungen im aktiven Portfolio-Management (z.B. Titelselektion) den positiven Nachhaltigkeitseffekt, der in den nachhaltigen Portfolios vorliegt, phasenweise überlagern und damit einen wesentlichen Teil der entstandenen Rendite erklären. Studien belegen immerhin: Die Rendite weicht bei nachhaltigen Anlagen nicht systematisch von der Rendite vergleichbarer, traditioneller Produkte ab. Anleger, die sich für nachhaltige Produkte entscheiden, haben damit also gleiche Renditechancen wie bei herkömmlichen Anlagen. Gleichzeitig tragen sie aber dazu bei, dass Nachhaltigkeit von Unternehmen stärker berücksichtigt wird.

Autoren: René Nicolodi, Leiter Nachhaltige Anlagen, ZKB Asset Management
Sabine Döbeli, Leiterin Nachhaltigkeit, Bank Vontobel

⁹ ZKB (2011)

Anhang

Orlitzky, Schmidt and Reynes (2004): "Corporate social performance and financial performance , a Meta-analysis" in: *Organization Studies*, Vol. 24(3), 403-441

Eccles, Iannou, Serafeim (2011): *The Impact of Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behaviour and Performance*, in: Harvard Business School Working Paper Number: 12-035

El Ghoul, Guedhami, Kwok, Mishra (2011): *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?*, in: *Journal of Banking & Finance* Vol. 35 (9), 2388-2406

Gompers, Ishii, Metrick, (2003): *Corporate governance and equity prices*, in: *Quarterly Journal of Economics* Vol. 118, 107–155

Arnold, Bassen, Frank (2012): *Integrating Sustainability Reports into Financial Statements: An experimental Study*, Universität Hamburg

Mercer (2009): *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts*.

Ioannis, Serafeim (2010): *The impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations*, in: SSRN

Cortez, Silva, Areal (2009): *The Performance of European Socially Responsible Funds*, in: *Journal of Business Ethics* Vol. 87 (2009), 573-588

Galema, Plantinga, Scholtens (2008): *The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment*, in: *Journal of Banking and Finance* Vol. 32 (2008), 2646-2654

Stenström, Thorell (2007): *Evaluating the Performance of Socially Responsible Investment Funds: A Holdings Data Analysis*, in: Stockholm School of Economics

Zürcher Kantonalbank (Hrsg.), Nicolodi, von Arx, Mollet, Ilic (2011): *Nachhaltigkeitsanalyse als Alpha-Quelle, Fokus Nachhaltigkeit*