

Das SRI-Performance-Paradox

Mai 2008

Das SRI-Performance-Paradox

Messung und Reporting der extra-finanziellen Performance nachhaltiger Anlagen

MAI 2008



Inhalt

Vorwort	4
Zusammenfassung	5
1. Einleitung	6
2. Fixierung auf finanzielle Performance: SRI mit Scheuklappen ...	8
3. Ergebnisse in mehr als einer Dimension liefern	10
4. Extra-finanzielle Performance	13
A. Umweltrendite	14
B. Soziale Rendite	20
5. Diskussion und Schlussfolgerung	23

Vorwort

Von Philippe
Spicher, CEO von
Centre Info und
Präsident der SiRi
Company

Zwei Jahre ist es jetzt her, dass mich Pictet bat, ein kurzes Vorwort zu ihrem Positionspapier „Less can be More“ zu verfassen. Jener Beitrag warf hohe Wellen, weil er es wagte, die ständig steigende Zahl rein qualitativer Kriterien in der Nachhaltigkeitsanalyse von Unternehmen zu kritisieren und sich für die Verwendung einiger weniger relevanter Schlüsselkriterien stark machte.

Auf Verlangen unseres Kunden und in enger Zusammenarbeit mit spezialisierten Beraterfirmen und akademischen Partnern haben wir daraufhin in den letzten zwei Jahren hart gearbeitet, um ein vollständig neues Bewertungsinstrument (envIMPACT®) zu entwickeln, mit dem unsere Kunden die CO₂-Intensität von Unternehmen entlang ihrer gesamten Produktionskette bestimmen können. Und ich bin stolz darauf, dass die Ergebnisse unserer Forschungsarbeiten auch bereits in die nachhaltige Verwaltung von Vermögen im Wert von rund EUR 2 Mrd. eingeflossen sind.

Der vorliegende Beitrag „Das SRI-Performance-Paradox“ ist ein weiterer Beweis von Pictets laufender Innovation in diesem Bereich, den er nimmt sich eines extrem wichtigen Themas an, das leider viel zu lange vernachlässigt wurde, nämlich der Berichterstattung über extra-finanzielle Performance nachhaltiger Anlageprodukte.

Wie die Verfasser zeigen, können Investoren durch die Ausrichtung ihrer Portfolios an dem neuen envIMPACT-Rating den „Carbon Footprint“ ihres Portfolios deutlich verringern. Neben dem CO₂-Fussabdruck gelingt es Pictet, anhand ihrer Kennzahl zu den netto neu geschaffenen Arbeitsplätzen, aufzuzeigen, dass sorgfältig konstruierte nachhaltige Portfolios auch mehr Arbeitsplätze schaffen können als herkömmliche Portfolios.

Dies sind in der Tat gute Nachrichten. Denn als langjähriger Anbieter nachhaltigkeitsrelevanter Daten war ich nie ganz glücklich darüber, dass unsere Arbeit ausschliesslich an der finanziellen Performance der auf Basis unserer Daten zusammengestellten Portfolios gemessen wurde. Daher freue ich mich darüber, dass der vorliegende Beitrag den Weg für eine glaubhafte Berichterstattung über extra-finanzielle Performance ebnet, und ich hoffe, dass künftig immer mehr Anleger derartige Informationen nachfragen werden, um den vollumfänglichen Wert Ihrer nachhaltigen Anlagen zu ermitteln.

In diesem Sinne leistet das vorliegende Arbeitspapier einen äusserst wichtigen Beitrag.

Zusammenfassung

Dieser Beitrag argumentiert, dass die Fixierung auf den finanziellen Ertrag von nachhaltigen und sozialverantwortlichen Anlagen (Socially Responsible Investment – SRI) paradox ist. Finanzielle Performance ist keine hinreichende Bedingung für den Erfolg einer nachhaltigen Anlagestrategie. Die Ziele nachhaltiger Anleger sind nicht ein- sondern mehrdimensional. Ihre Nutzenfunktion umfasst ausdrücklich auch eine soziale und eine Umweltdimension. Daher ist eine glaubhafte und transparente Berichterstattung über extra-finanzielle Performance unbedingt nötig. Die marktüblichen Nachhaltigkeitsratings sind noch immer zu qualitativ und zu subjektiv und erlauben daher nicht, die extra-finanzielle Performance von Portfolios zweckmässig auszuweisen. Der vorliegende Beitrag zeigt, wie anhand klarer Nachhaltigkeitsindikatoren – CO₂-Emissionen für die Umwelt- und Schaffung neuer Arbeitsplätze für die Sozialdimension – eine solche extra-finanzielle Berichterstattung aussehen könnte. Wir zeigen, dass Unternehmen im nachhaltig optimierten Portfolio weniger CO₂ ausgestossen und mehr Stellen geschaffen haben als ihre Mitbewerber und so dem Anleger einen messbaren Mehrwert in Sozial- und Umweltfragen bieten. Die Entscheidung darüber, wie die verschiedenen finanziellen und extra-finanziellen Ziele in Einklang gebracht und gewichtet werden, muss letztendlich natürlich jeder Investor für sich treffen. Die transparente Messung der extra-finanziellen Performance kann insbesondere institutionellen Anlegern wie Pensionskassen dabei helfen aufzuzeigen, dass sie mit ihrer nachhaltigen Anlagestrategie tatsächlich im besten Interesse der Gesellschaft – und ihrer Rentenversicherten – handeln.

1. Einleitung

Die ewige
Performance-Frage

Eine der ersten Fragen, die gewöhnlich gestellt werden, wenn man sich mit nachhaltigen Anlagen befasst, ist die nach der finanziellen Performance. Ob nachhaltige Anlagen finanziellen Wert schaffen oder Risiken verringern können oder beides, gilt oft als Lackmustest für eine erfolgreiche nachhaltige Anlagestrategie. Die 'Materialisten' in nachhaltigen Anlegerkreisen legen grossen Wert darauf, zu erklären, warum umsichtige Anleger sich auf finanziell ‚materielle‘ ESG¹-Indikatoren konzentrieren und alles andere vernachlässigen sollen. Damit trivialisieren sie das Konzept der Nachhaltigkeit und trennen es von ihrem Ursprung, bei dem es in erster Linie um nachhaltige Entwicklung ging und darum, wie die Finanzmärkte diese fördern können.

Finanzielle
Performance als
notwendige, aber
nicht hinreichende
Bedingung

Der vorliegende Beitrag nimmt eine andere Grundhaltung ein. Er geht davon aus, dass finanzielle Performance zwar eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für eine glaubhafte nachhaltige Anlagestrategie ist. Notwendig in diesem Kontext bedeutet, dass die finanzielle Performance im Durchschnitt über einen vertretbaren Zeitraum mit dem breiten Markt in Einklang steht. Es ist richtig, dass nur wenige Anleger bereit sind, eine erhebliche und systematische finanzielle Unterperformance aus ethischen Gründen zu akzeptieren. Damit sich also nachhaltige Anlagen erfolgreich über ihre derzeitige Nische hinaus entwickeln und tatsächlich zu Mainstream-Produkten werden können, müssen sie langfristig solide, marktkompatible risikoadjustierte Erträge abwerfen.

Weder sinnvoll
noch notwendig...

Abgesehen davon halten wir es aber weder für sinnvoll noch für notwendig, von nachhaltigen Anlagen ständig ein besseres Abschneiden als vom breiten Markt zu verlangen, um in die hehre Schar akzeptabler Anlagestrategien aufgenommen zu werden. Eine solche Erwartungshaltung ist nicht sinnvoll, denn es wäre unvernünftig von nachhaltigen Anlagen das zu erwarten, was alle anderen (konventionellen) Anlagestrategien nicht schaffen: Es ist bekannt, dass aktive Manager im Durchschnitt ihre Benchmark nicht zu schlagen vermögen. Dies hat aber mehr mit Logik als mit Inkompetenz zu tun. Schliesslich erzielt definitionsgemäss die Hälfte der Manager überdurchschnittliche Erträge, während die andere Hälfte unterdurchschnittliche Erträge verzeichnet. Wenn man die Gebühren hinzuzählt, dann wird ganz automatisch eine Mehrheit der aktiven Manager schlechter abschneiden als die Benchmark, die sie eigentlich schlagen wollten².

Zudem ist die Erwartung einer ständigen Outperformance nicht nur unvernünftig, sondern auch gar nicht notwendig. Denn *ceteris paribus* wird ein rationaler Anleger sich stets auf eine nachhaltige Anlagestrategie verlegen, wenn die Erträge mit dem Markt-

¹ Einige Akteure argumentieren, die – ihrer Ansicht nach - altmodische Ausdrucksweise „SRI“ sei durch die modernere Bezeichnung „ESG“ zu ersetzen. Wir halten das nicht für notwendig, denn „Socially Responsible Investment“-Produkte umfassen schon seit längerem explizit auch Umwelt- Sozial- und Governanceaspekte. In der Praxis lassen sich die meisten bestehenden Abkürzungen (CSR, RI, SRI, ESG) ohne weiteres als Synonyme verwenden. In diesem Text werden wir aus erwähnten Gründen vorzugsweise von SRI sprechen.

² Oder in den Worten von William F. Sharpe: „To repeat: Properly measured, the average actively managed dollar must underperform the average passively managed dollar, net of costs. Empirical analyses that appear to refute this principle are guilty of improper measurement“. *The Arithmetic of Active Management, The Financial Analysts' Journal* Vol. 47/1. 1991.

ergebnis in Einklang stehen, weil die nachhaltige Strategie zusätzlich positive Externalitäten für die Gesellschaft abwerfen würde, und er als Mitglied der Gesellschaft damit einen Zusatznutzen einfahren könnte. Um diese positiven Externalitäten geht es in diesem Beitrag. Er untersucht, wie man die extra-finanzielle Performance messen und darüber zweckmässig berichten kann und inwieweit man von nachhaltigen Portfolios sagen kann, dass sie ihre Versprechen auch tatsächlich halten.

2. Fixierung auf die finanzielle Performance: SRI mit Scheuklappen ...

Wert(e) für Geld

Es gibt mittlerweile eine richtiggehende SRI-Research-Industrie, die der steigenden Nachfrage von Investoren nach nachhaltigen Informationen entgegen kommt. Bis vor kurzem mussten diese Informationen direkt von spezialisierten Anbietern oder mittelbar durch Anlage in eines der am Markt verfügbaren nachhaltigen Finanzvehikel eingekauft werden. Zwar müssen Anleger, die eine umfassende und homogene Analyse eines breiten Anlageuniversums wünschen, nach wie vor für nachhaltiges Research bezahlen, aber mittlerweile hat eine ganze Reihe traditioneller Broker-Häuser spezialisierte Analyseteams aufgebaut, welche investmentbezogene Nachhaltigkeitsinformationen breit im Markt streuen und diese somit beinahe schon zu einem freien Gut gemacht haben. Früher lagen die Verwaltungsgebühren für nachhaltige Produkte daher auch deutlich über vergleichbaren, aktiven Produkten, weil die verwalteten Volumina und die erzielbaren Mengeneffekte gering waren. Heute ist dank Fortschritten in Analyse und Effizienz des Portfoliomanagements ein Aufschlag gegenüber traditioneller aktiver Verwaltung eigentlich nicht mehr zu rechtfertigen, obwohl viele nachhaltige Produkte von den Anlegern noch immer stattliche Gebühren abverlangen. Wichtiger jedoch als die Frage nach der Höhe der Gebühren ist jedoch, ob der Anleger für sein Geld auch wirklich das bekommt, was er will.

Finanzielle Performance allein genügt nur „SRI-Materialisten“

Eins der bemerkenswerten Merkmale von nachhaltigen Anlagen ist, dass nachhaltigkeitsorientierte Anleger sich zwar ganz erheblich bemühen, ihre Anlagekandidaten je nach ihrer Vorstellung von Nachhaltigkeit zu identifizieren, sich schlussendlich aber mit der blossen Messung der finanziellen Performance ihrer Anlagen begnügen. Man kann sich nur wundern darüber, dass einerseits viel Geld ausgegeben und Aufwand getrieben wird, um ja die richtigen Unternehmen auszuwählen, wenn es letztendlich wieder nur darauf ankommt, wie viel Rendite diese Unternehmen finanziell abgeworfen haben...

Ein solcher Reduktionismus ist im Prinzip nur für rein opportunistisch anlegende Investoren (die genannten ‚SRI-Materialisten‘) sinnvoll³. Denn wenn der einzige Zweck der nachhaltigen Analyse bloss in der Identifikation zusätzlicher Kriterien für die finanzielle Performance des Unternehmens liegt, dann braucht man in der Tat auch nur diese Grösse zu messen, und damit hat es sich dann.

Sozial verantwortliche Anleger wollen mehr

Interessanter erscheint uns jedoch der Fall der sozial verantwortlichen Anleger, denn gemäss unserer Erfahrung gehört die überwältigende Mehrheit nachhaltiger Anleger in diese Kategorie und nicht zu den doch eher kurzfristig ausgerichteten Opportunisten⁴. ‚Sozial verantwortlich‘ hat in diesem Kontext übrigens keine politische Konnotation,

³ Für eine ausführlichere Kritik des heutigen ‚Materialitätstrends‘ siehe z.B. unseren kürzlich erschienenen Artikel *„Zurück zur nachhaltigen Entwicklung oder warum die ESG-Materialitätsdiskussion am Ziel vorbei geht“*.

⁴ Wohlgemerkt: Eine Anlage in die ‚richtigen‘ Unternehmen aus einem rein opportunistischen Grund ist nicht unbedingt schlecht, denn dadurch profitieren diese Firmen von höheren Bewertungen und leichterem Kapitalzugang. Problematisch wird es aber dann, wenn Nachhaltigkeit und Profitabilität in Konkurrenz treten. Einfach so zu tun, als ob es diesen Interessenkonflikt gar nicht gäbe, erscheint uns unredlich.

sondern bezieht sich vom Konzept her auf den Begriff des Sozialplaners in der Ressourcenökonomie. Der Sozialplaner steht über der individuellen Gewinnmaximierung und versucht, Ressourcen auf eine Pareto-effiziente Art zuzuteilen. Nachhaltige oder sozial verantwortliche Anleger verwenden eine nachhaltige Anlagestrategie, weil sie ausdrücklich mehr wünschen als nur eine maximale finanzielle Performance ihrer Anlagen. Insbesondere institutionelle Anleger, die als Treuhänder für ihre Begünstigten handeln, sind praktisch definitionsgemäss nachhaltige Anleger, weil sie die Erträge für eine Gruppe von Personen optimieren, deren individuelle Präferenzen nicht bekannt sind, aber von denen vernünftigerweise angenommen werden kann, dass sie mit den Interessen der Gesellschaft insgesamt konvergieren, schliesslich lässt sich die Gesellschaft letztendlich als Gesamtsumme solcher individueller Begünstigter interpretieren.

Sozial verantwortliche Anleger versuchen, die potentiell negativen Folgen einer allzu kurzfristig ausgerichteten und rücksichtslosen Anlagestrategie zu vermeiden. Denn eine Anlagestrategie, die auf eine Maximierung kurzfristiger Gewinne abzielt, bei der Unternehmen gezwungen sind, Stellen abzubauen oder in Niedriglohnländer auszulagern oder Umweltausgaben zu kürzen, kann potentiell genau auf dieselben Personen zurückfallen, die von besseren Anlageerträgen profitieren sollten.

Während es eine Unmenge von Instrumenten zur Messung und Attribution der finanziellen Performance für konventionelle Anleger gibt, existieren praktisch überhaupt keine entsprechenden Instrumente für die Messung der extra-finanziellen Performance. Dem nachhaltigkeitsorientierten Anleger bleiben bisher nur die finanziellen Standardmasszahlen, die ihm keinerlei Aufschluss darüber geben, ob er mit seiner Anlagestrategie auch seine extra-finanziellen Ziele erreicht. Im folgenden Abschnitt befassen wir uns damit, warum das so ist und was man tun könnte, um dieses Paradox auf zu lösen.

Kurzfristige Ausrichtung kann nach hinten los gehen

Noch keine Instrumente zur Messung nachhaltiger Performance

3. Ergebnisse in mehr als einer Dimension liefern

Gründe für das
'SRI- Performance-
Paradox'

Das Erstaunlichste an dem beschriebenen 'SRI-Performance-Paradox' ist, dass bisher noch nie ernsthaft versucht wurde, diese unbefriedigende Situation zu verbessern, obwohl nachhaltige Anlagen nun schon seit geraumer Zeit auf dem Markt sind⁵. Unseres Erachtens besteht diese Anomalie vor allem aus zwei Gründen weiter: Unzulänglichkeiten der heutigen nachhaltigen Analyse und eine gewisse Zurückhaltung der Vermögensverwalter, die Performance-Berichterstattung über extra-finanzielle Dimensionen wirklich ernsthaft an die Hand zu nehmen. Zunächst zur nachhaltigen Analyse:

Zu viele qualitative
Daten

Die überwältigende Mehrheit der heute verwendeten nachhaltigen Indikatoren sind rein qualitativer Natur. Selbst wenn quantitative Daten berücksichtigt werden (z.B. Emissionszahlen), werden diese Daten meist nur verwendet, um die qualitative Überzeugung des nachhaltigen Analysten zu bestätigen. Daher findet man nur selten eine kohärente quantitative SRI-Zeitdatenreihe und es fällt dementsprechend schwer, den Fortschritt eines Unternehmens im Zeitverlauf zuverlässig und überprüfbar auszuweisen.

Viel Raum für
Subjektivität

Damit eng verbunden ist die inhärente Subjektivität des Analyseprozesses. Wenn wir feststellen, dass sich ein Unternehmen zwischen zwei Zeitpunkten verbessert hat, kann man nicht a priori wissen, ob es sich um eine wirkliche Verbesserung der nachhaltigen Performance oder um ein ‚Artefakt‘ des Analysten handelt (d.h. beispielsweise durch bessere Verfügbarkeit von Daten oder Neuinterpretation bereits bestehender Informationen). Was sich nicht messen lässt, kann man nur glauben.

Zu viele Indikatoren
heben sich
gegenseitig auf

Ein drittes Problem, auf das wir bereits früher hingewiesen haben⁶, ist die unübersichtlich hohe Zahl von Kriterien und Indikatoren in so genannten nachhaltigen Standardbewertungen. Wenn Hunderte von nachhaltigkeitsbezogenen Kriterien und Indikatoren gesammelt und miteinander kombiniert werden, dann laufen wir Gefahr, die relevantesten Kriterien unter vielen irrelevanten Kriterien zu begraben, und es fällt dann sehr schwer, tatsächlich irgendetwas Sinnvolles in Bezug auf die effektiven nachhaltigen Fortschritte des jeweiligen Unternehmens zu sagen.

Konsens ist nicht in
Sicht

Es gibt viele verschiedene und oft rivalisierende Arten von Nachhaltigkeitsbewertungen auf dem Markt. Obwohl sich bei näherer Prüfung herausstellt, dass sich die Umwelt-, Sozial- und Governance-Indikatoren verschiedener Anbieter doch beträchtlich überschneiden, gibt es vorerst keinen klaren Konsens darüber, wie alle diese Indikatoren zu einem sinnvollen globalen Nachhaltigkeits-Rating zusammenzufassen sind. Oft besteht

⁵ Korrekterweise möchten wir hier auf die Carbon Footprint-Methode von Trucost hinweisen, sowie einige weitere, eher akademische Initiativen wie z.B. die an der niederländischen Universität Leiden entwickelte MIET-Lebenszyklus-Methodik. Diese Ansätze vernachlässigen jedoch entweder die soziale Dimension und/oder eignen sich weniger für die Messung der nachhaltigen Performance stark diversifizierter Best-in-class-Portfolios, weil die Resultate zum größten Teil durch die Sektorallokation determiniert werden.

⁶ „Less can be More...“ - A new approach to SRI research. Pictet-Studie. 2005.

auch gar kein Konsenswillen, da sich Anbieter nachhaltiger Analysen ja am Markt bewusst differenzieren wollen, eine an sich verständliche Strategie, die jedoch der Entwicklung eines gemeinsamen Rahmens für die Performance-Berichterstattung im Wege steht⁷.

Die oben genannten Punkte erklären schon weitgehend, warum es bisher kein standardisiertes Instrumentenset für die Darstellung extra-finanzieller Performance nachhaltiger Anlagen gibt. Aber dies ist noch nicht alles. Ein weiterer Grund Performance ist, dass sich die Finanzdienstleister damit schwer tun. Denn wenn man sich für eine Berichterstattung mit Umwelt-, Sozial und Finanzaspekten entschieden hat, muss man auch mit der Möglichkeit einer allfälligen extra-finanziellen Unterrendite leben können. Aber die Angst vor einem möglicherweise negativen Resultat darf natürlich nicht als Entschuldigung dafür gelten, einfach nichts zu tun. Niemand würde schliesslich ernsthaft erwägen, einfach die Finanzberichterstattung einzustellen, nur weil man auf keinen Fall über eine Unterperformance berichten möchte. In diesem Fall wäre man wohl ziemlich rasch nicht mehr im Geschäft.

Angst vor
nachhaltiger
Unterrendite?

Die Berichterstattung über extra-finanzielle Performance sollte daher nicht als Bedrohung, sondern als Chance begriffen werden. Eine multidimensionale Messung nachhaltiger Performance kann sich als nützliche Ergänzung zur Standard-Finanzberichterstattung erweisen und auch willkommene Unterstützung für die gewählte nachhaltige Anlagestrategie bieten, insbesondere in Zeiten, wo die Finanzmärkte nachhaltiges Verhalten der Unternehmen nicht angemessen abgelden. Zudem sollte, wenn die nachhaltige Titelauswahl tatsächlich zweckmässig erfolgt, eine negative nachhaltige Performance theoretisch deutlich weniger wahrscheinlich sein als eine finanzielle Unterperformance. Denn während Aktienkurse von einer Vielzahl von Faktoren abhängen, die das Unternehmen nur begrenzt kontrollieren kann, so ist nachhaltiges Verhalten doch definitionsgemäss vor allem eine Frage von bewussten Unternehmensentscheidungen.

Eher eine
Chance als eine
Bedrohung

Die Grundlage für eine geeignete Berichterstattung über extra-finanzielle Performance ist Messbarkeit. Der Aktienkurs eines börsennotierten Unternehmens lässt sich in Echtzeit überwachen. Jeder kann ihn objektiv überprüfen und es kann gar keinen Dissens geben über den tatsächlichen Zahlenwert zu einem bestimmten Zeitpunkt. Man kann sich natürlich über die angemessene Bewertung der Aktie streiten, aber das ist eine andere Frage. Ein solch objektiv überprüfbarer Wert wie der Aktienkurs existiert für die Nachhaltigkeit eines Unternehmens leider nicht.

Wie kann
gemessen werden?

⁷ Die Globale Reporting-Initiative (GRI) ist vielleicht die bekannteste Bestrebung zur Standardisierung nachhaltiger Indikatoren; allerdings sind die GRI-Richtlinien in erster Linie für Unternehmen und Analysten hilfreich und sie eignen sich nicht wirklich für die Performance-

Arbeitsplätze und CO₂ als 'Ticker' für die Nachhaltigkeit

Als Erstes müssen wir daher das Problem der Messbarkeit gelöst werden. Hier haben wir bereits in der Vergangenheit einen wie wir meinen gangbaren Weg vorgeschlagen. In einem Beitrag von 2005 haben wir für die Einführung weniger, einfacherer, aber besser überprüfbarer Umwelt- und Sozialfaktoren argumentiert, um die Nachhaltigkeitsperformance der Unternehmen zu beurteilen. Wir schlugen eine Reihe von besonders relevanten Umweltkriterien (grösstenteils in Verbindung mit Energie oder CO₂-Emissionen) sowie eine pragmatische Sozialkennzahl vor, welche die netto von den Unternehmen geschaffenen Stellen misst⁸. Das Konzept der wichtigen Umweltauswirkungen wurde inzwischen in enger Zusammenarbeit mit unserem langjährigen SRI-Datenanbieter Centre Info weiter verfeinert zu einem umfassenden nachhaltigen Bewertungsinstrument (envIMPACT®), mit dem Anlagekandidaten gemäss ihrem Treibhausgasausstoss bewertet und ausgewählt werden können.

Berichterstattung auf Portfolioebene.

⁸ Vgl. „Belohnt die Börse die Schaffung von Arbeitsplätzen?“ (2006), wo wir das grundlegende Konzept der Schaffung neuer Stellen als Masszahl für die Sozialverantwortlichkeit von Unternehmen einführen und begründen.

4. Extra-finanzielle Performance

Unsere erste Aufgabe sollte darin bestehen, zu zeigen, dass der Prozess der Portfoliokonstruktion in der Tat zu einem Portfolio führt, das eindeutig nachhaltiger ist als der breite Markt. Das klingt zwar trivial, aber man sollte nicht vergessen, dass dies nur möglich ist, wenn alle Unternehmen des Anlageuniversums auch tatsächlich anhand der gleichen Rating-Skala bewertet wurden. Anlageansätze, die sich von Anfang an auf wenige Vorzeigefirmen konzentrieren und die übrigen Benchmark-Unternehmen nicht entsprechend analysieren, können den behaupteten (nachhaltigen) Unterschied zum breiten Markt gar nicht quantifizieren. Darum halten wir eine breite Analyseabdeckung für zentral: Wenn man nicht alle Unternehmen gleich gut kennt, ist es nicht möglich, zu sagen, inwieweit sich letztendlich die ausgewählten Unternehmen tatsächlich vom Gros der übrigen Titel unterscheiden.

Selektioniert der SRI-Prozess auch die richtigen Unternehmen?

Eine relativ einfache Weise, das Nachhaltigkeitsniveau eines Portfolios anzugeben, ist es, die Nachhaltigkeitsbewertungen jedes Unternehmens in Form eines Z-Scores, d.h. einer statistischen Variablen mit einem Durchschnitt von null und einer Standardabweichung von eins auszudrücken. Im vorliegenden Kontext ist der Z-Score besonders praktisch, weil er ideal das Konzept eines 'Best-in-class'-Ratings wiedergibt, bei dem die Position jedes Unternehmens im Verhältnis zum Durchschnitt seines Sektors in Standardabweichungen angegeben wird. So weisen ungefähr 2/3 aller Unternehmen einen Score zwischen -1 und +1 auf und 95% einen Score von -2 bis +2. Das Nachhaltigkeitsniveau des Portfolios lässt sich sehr einfach durch die Multiplikation des Z-Scores jedes Unternehmens mit seiner Gewichtung im Portfolio errechnen.

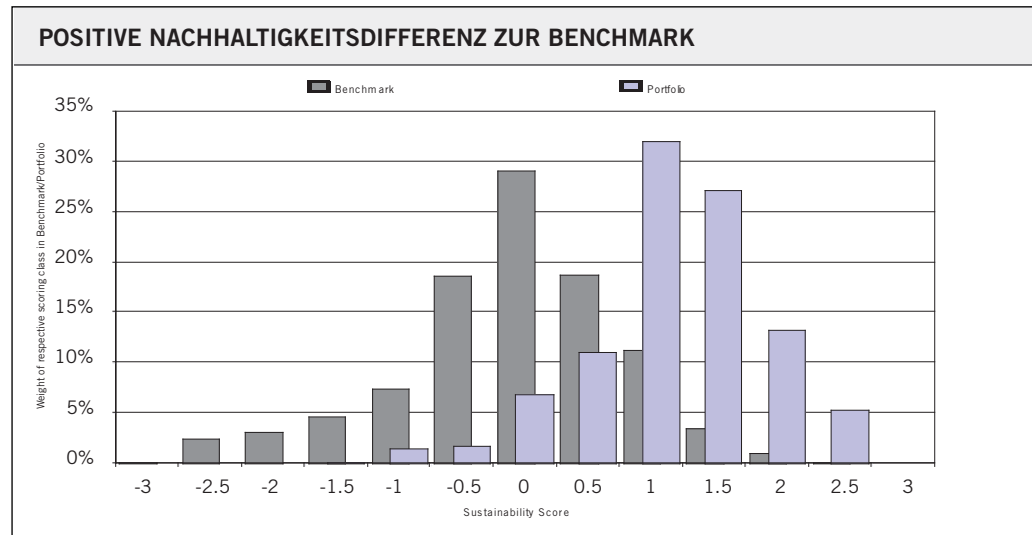
Im Z-Score ausgedrückte Nachhaltigkeit

Ausgehend von unseren eigenen Produkten bewegt sich die Nachhaltigkeitsdifferenz je nach Anlageuniversum und Ratingmethode und für einen ex-ante Tracking Error von 2% gewöhnlich zwischen 0,6 und 1,5 Standardabweichungen. Wir verwenden einen quantitativen Prozess, um ein nachhaltig effizientes Portfolio zu erstellen, was bedeutet, dass kein anderes Portfolio für dasselbe Risiko mehr Nachhaltigkeit beinhaltet. Die folgende Abbildung zeigt (schematisch), wie sich die Verteilung der Nachhaltigkeitsscores im optimierten Portfolio nach rechts verschiebt, d.h. hin zu mehr Nachhaltigkeit.

Effiziente Portfolios sind 0,6 bis 1,5 Standardabweichungen nachhaltiger als der Markt

⁹ Das Konzept der „Sustainable Efficient Frontier“, das nachhaltig effiziente Portfolios zum Ziel hat, wurde von Pictet Asset Management 1999 im Rahmen eines breit diversifizierten Schweizer Aktienportfolios erstmals eingeführt.

A. Umweltrendite



Enthält das Portfolio auch die besten Unternehmen?

Die Gegenüberstellung der Verteilungen der Nachhaltigkeitsnoten im Kundenportfolio und der Benchmark ist ein wichtiger erster Schritt zur Berichterstattung nach extra-finanziellen Gesichtspunkten, denn so kann der Kunde sofort erkennen, ob der Prozess der Portfoliokonstruktion auch wirklich diejenigen Unternehmen systematisch begünstigt, die als nachhaltiger eingeschätzt wurden. Unseres Erachtens ist eine solche Darstellung bereits ein grosser Fortschritt gegenüber der üblichen Praxis, wo Produkthanbieter vom Kunden erwarten, dass sie seine Beteuerungen bezüglich der höheren Nachhaltigkeit des Portfolios einfach ungeprüft glauben. Nichtsdestotrotz bleiben Z-Scores und Standardabweichungen jedoch relativ abstrakte statistische Konzepte. Darum wollen wir im nächsten Abschnitt zumindest versuchsweise ein neues, intuitiveres Konzept für die Darstellung der extra-finanziellen Performance entwickeln.

„Impact“-Methodik erlaubt Performance-Messung

Genau hier setzt unsere neu entwickelte „Impact“-Methodik (zur Erinnerung: CO₂-Ausstoss auf der Umwelt- und Netto-Arbeitsplatzschaffung auf der sozialen Seite) an. Die quantitative Natur der Impact-Scores erleichtert eine analoge Berichterstattung wie für die finanzielle Rendite. Dazu schätzen wir die durch die Anlagestrategie des Kunden bedingte konkrete Reduktion des Treibhausgas-Ausstosses sowie die zusätzlich geschaffenen Arbeitsplätze ab. Diese extra-finanziellen Performance-Masse können dann als eigentliche „Umweltrendite“, bzw. als „soziale Rendite“ der Anlage interpretiert werden.

Mehr als nur „nice-to-have“

Die Berichterstattung über die Umwelt- und soziale Rendite eines Portfolios ist nicht bloss ein „nice-to-have“, sondern sollte unseres Erachtens bei einem nachhaltigen Verwaltungsauftrag integraler Bestandteil des Standard-Reportings sein. Denn eine nachhaltige Anlagestrategie unterscheidet sich ja gerade dadurch von einer herkömmlichen Anlagestrategie, dass sie auch entlang der extra-finanziellen Performance-Dimensionen Mehrwert schaffen will.

Sehen wir uns nun genauer an, wie eine solche Berichterstattung über die extra-finanzielle Performance aussehen könnte. Der Leser sei darauf hingewiesen, dass wir unseren Vorschlag nicht als die endgültige Lösung, sondern als einen sich noch in Arbeit befindlichen, konstruktiven Vorschlag verstanden haben möchten. Die für die Bewertung der Unternehmen und die Zusammenstellung nachhaltiger Portfolios verwendete „Impact“-Methode wurde erst vor kurzem entwickelt, und obwohl sie in unseren Augen ein vielversprechend Instrument für diese Art von Messungen ist, ist die Methode sicher noch verbesserungsfähig und Gleiches gilt sinngemäss auch für das im Folgenden vorgeschlagene extra-finanzielle Reporting, das sich auf diese Daten abstützt.

Vorläufige
Berichterstattung

Ferner möchten wir im Sinne der Transparenz noch auf Folgendes hinweisen: Börsennotierte Unternehmen geben ihre wichtigsten Finanzkennzahlen gewöhnlich alle drei Monate bekannt, während Beschäftigtenzahlen, auf denen unser Sozialrating beruht, nur einmal pro Jahr veröffentlicht werden. Das Gleiche lässt sich für umweltrelevante Daten sagen. Daher hängt unsere extra-finanzielle Berichterstattung von der Verfügbarkeit eines umfassenden Jahresberichts ab und kann nur auf Jahresbasis erstellt werden. Endgültige Daten für das Jahr 2007, auf denen unsere extra-finanzielle Berichterstattung beruht, erscheinen erst jetzt, im Laufe der regulären Berichts-Saison, und damit wird auch die exakt realisierte soziale und Umwelt-Performance erst gegen Ende des ersten Halbjahres 2008 bekannt sein. Daher legen wir nachfolgend eine ‚Pro-forma‘-Berechnung der extra-finanziellen Performance für das Jahr 2007 vor, die auf rund zwei Drittel der Firmen beruht, für die bereits bei Drucklegung dieser Studie Daten über Umsatz und Mitarbeiter im Jahr 2007 zur Verfügung standen. Die tatsächlichen extra-finanziellen Ergebnisse dürften also etwas von unseren Hochrechnungen abweichen. Wir sind aber der Meinung, dass es sich trotz dieser Einschränkung lohnt, unsere vorläufigen Ergebnisse schon jetzt zu präsentieren, einerseits um unsere Argumentation zu verdeutlichen und andererseits, um vielleicht auch andere zu einer ähnlichen Berichterstattung über die extra-finanzielle Performance zu ermuntern. Eine letzte, wichtige Bemerkung möchten wir noch vorwegschicken, bevor wir uns mit den Ergebnissen befassen:

Endgültige
Zahlen erst im
späteren
Jahresverlauf
verfügbar

Um so nahe wie nur möglich an die Investment-Realität heranzukommen, verwenden wir unsere echten, kombinierten Nachhaltigkeits-Scores, die auf einem branchenspezifischen, gewichteten Durchschnitt der Schaffung von Arbeitsplätzen und dem CO₂-Ausstoss der Unternehmen beruhen. Diese Gesamtkennzahl wird schliesslich auch für die Optimierung unseres Kundenportfolios verwendet und sie ist damit unserer Meinung nach die beste Grundlage für die nachfolgende Performance-Berichterstattung. Wir verwenden also weder einen reinen Sozial- noch einen reinen Umwelt-Score, obwohl eine nach den Teilkriterien getrennte Optimierung sicher bessere Ergebnisse für die jeweilige extra-finanzielle Performance zur Folge hätte. Dieses Vorgehen wäre

‚Echte‘ Scores
geben ein
realistischeres Bild
dessen, was
erreicht werden
kann

möglich, aber doch recht theoretisch, denn erfahrungsgemäss bevorzugen alle unsere Kunden ein kombiniertes Umwelt- und Sozialrating. Die kombinierten Scores liefern damit ein viel realistischeres Bild dessen, was tatsächlich erreicht werden kann, wenn man sich für eine umfassende (umwelt- und sozialverantwortliche) nachhaltige Anlagestrategie entscheidet.

Indikatoren:
Energie und CO₂

Wir wollen uns zuerst der Umweltrendite zuwenden. Der Klimawandel ist heute in aller Munde. Es scheint uns daher angezeigt, zu prüfen, wie und ob ein nachhaltiger Anlagestil tatsächlich zur Verringerung der Treibhausgasemissionen beitragen kann. Wie oben erwähnt haben wir deshalb das komplexe Konzept der Umweltverantwortung auf die Treibhausgasemissionen (CO₂-Äquivalente) herunter gebrochen.

Kohlenstoffintensität (CIU)

In unserem optimierten Portfolio gewichten wir Unternehmen systematisch über, die weniger CO₂ pro Umsatzeinheit ausstossen als ihre Mitbewerber. Der dem Umwelt-rating zugrunde liegende Schlüsselindikator ist die Kohlenstoffintensität, gemessen als CIU (Carbon Intensity Unit). Der CIU drückt vereinfacht gesagt die CO₂-Emissionen in Tonnen pro umgesetzter Million USD aus. Folglich lässt sich das Gesamtvolumen der Treibhausgasemissionen schätzen, indem man den in einer Beobachtungsperiode erzielten Umsatz eines Unternehmens mit seiner Kohlenstoffintensität multipliziert¹⁰.

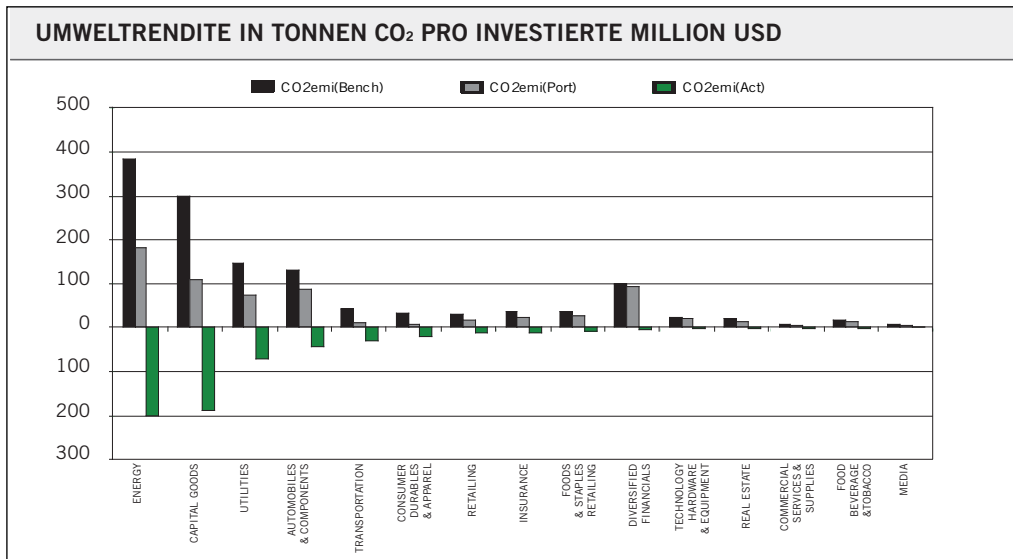
Aktive Rendite entspricht vermiedenen Emissionen

Die Differenz zwischen der Gewichtung aller Titel im Portfolio und deren Gewichtung in der Benchmark ergibt bei Multiplikation mit ihrem jeweiligen CIU-Wert und ihrem jeweiligen Umsatz über alle Titel die aktive ‚Umweltrendite‘ des Kundenportfolios, d.h. die anzunehmenden Minderemissionen in Tonnen CO₂. Zu beachten ist hier, dass diese Umweltrendite ein negatives Vorzeichen aufweisen sollte. Denn je nachhaltiger das Portfolio ist, desto weniger Emissionen entstehen. Die spezifischen, durch die Investitionstätigkeit erzielten Emissionsreduktionen lassen sich berechnen, indem wir die gesamthaft erzielbaren Reduktionen durch die Marktkapitalisierung der einzelnen Unternehmen dividieren.

Das optimierte Portfolio generiert rund 35% weniger CO₂-Emissionen

Für das betrachtete Anlageuniversum entfallen auf ein konventionelles global diversifiziertes Benchmark-Portfolio pro Million investierte USD 1'552 Tonnen CO₂-Emissionen, auf unser optimiertes Portfolio dagegen nur rund 985 Tonnen CO₂. Das entspricht immerhin einer erzielbaren CO₂-Reduktion von minus 35% gegenüber der Referenzbenchmark, und dies wohlgernekt allein aufgrund der erfolgten Titelselektion innerhalb der jeweiligen Sektoren, d.h. ohne aggressive Wetten auf ein paar wenige CO₂-extensive Sektoren.

¹⁰ Wie oben erwähnt werden endgültige Umsatzzahlen, und damit auch die exakte Umsatz-Aufschlüsselung, auf dem letztendlich die CIU-Bewertung aufbaut, erst im Verlauf des Jahres 2008 verfügbar sein. Die Natur der Unternehmensaktivitäten ist jedoch in der Regel recht stabil, so dass unsere Schätzungen recht robust und allfällige Abweichungen v.a. durch die im Jahr 2007 erzielten Umsätze bestimmt werden dürften.



Die Abbildung oben zeigt die Ergebnisse für die fünfzehn Sektoren, in denen der aktive Beitrag des optimierten nachhaltigen Portfolios am bedeutendsten ausfiel. Die dunkelgrauen Balken zeigen, wie viele Tonnen CO₂ durch eine gemäss Benchmark in den betreffenden Sektor investierte Million USD entstanden. Die hellgrauen Balken zeigen dieselbe Information für das optimierte nachhaltige Portfolio und die grünen Balken zeigen schliesslich die ‚aktive‘ Umweltrendite des Portfolios in eingesparten Tonnen CO₂ pro Million USD investiertes Vermögen. Wie aus der Abbildung hervorgeht, war der grösste Reduktionseffekt in den Sektoren Energie (Energy), Investitionsgüter (Capital Goods) und Versorger (Utilities) zu beobachten. Dies erstaunt wenig, denn diese Branchen sind alle sehr energieintensiv, und durch nachhaltige Titelselektion können daher auch entsprechend grosse Emissionsreduktionen erzielt werden.

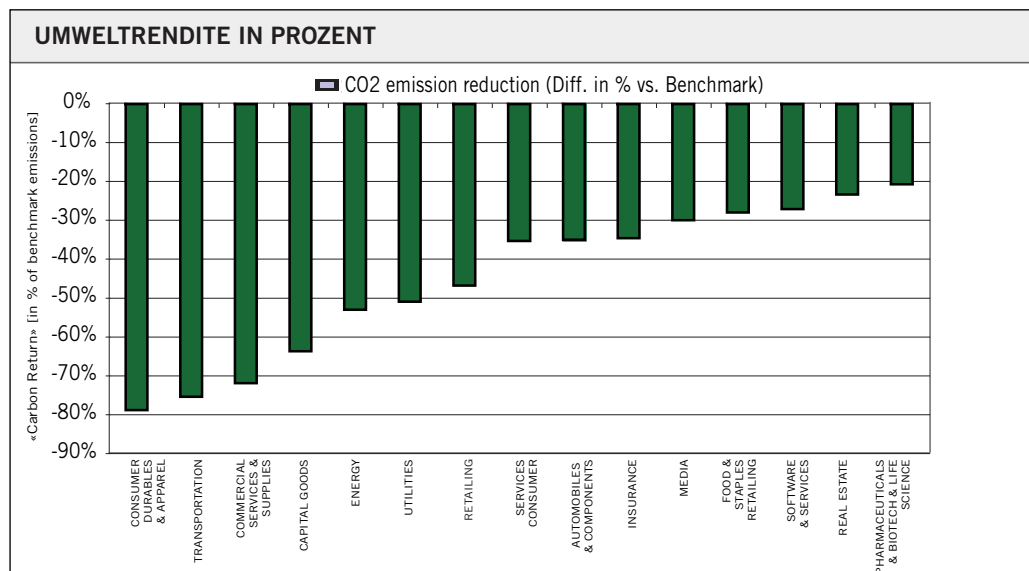
Grösstes absolutes Reduktionspotenzial...

Aufgrund unseres strikten „Best-in-class“-Ansatzes wollen und können wir jedoch nicht unser ganzes Vermögen in einigen wenigen Sektoren anlegen, sondern wir versuchen bewusst, die Emissionen in allen Sektoren der Benchmark nach unten zu drücken. Obige Abbildung zeigt, ob und wie uns das gelungen ist.

Wenn wir unsere Ergebnisse in Prozenten ausdrücken, ergibt sich ein etwas anderes Bild. Diese relative Darstellung in der nachfolgenden Grafik rückt einige Sektoren in den Vordergrund, wie Gebrauchsgüter & Bekleidung (Consumer Durables & Apparel), Transporte (Transportation)¹¹ und kaufmännische Dienstleistungen (Commercial Services & Supply), die absolut betrachtet zwar nicht zu den grössten CO₂-Emittenten zählen, aber relativ gesehen doch verhältnismässig hohe Effizienzgewinne zwischen 70% und 80% erlauben.

...und relative Betrachtung

¹¹ Hier gilt zu beachten, dass der MSCI-Sektor Transport vor allem Logistikunternehmen umfasst und nicht einfach alles, was gemeinhin unter ‚Verkehr‘ verstanden wird.



Doppelzählungen bei Aufsummierung über ein Portfolio

Hier möchten wir noch auf einen wichtigen Punkt hinweisen: Der CIU-Wert eines Unternehmens beruht auf einer detaillierten wirtschaftlichen Input-Output-Analyse sowie auf einer so genannten Ökobilanz (englisch Life Cycle Assessment – LCA). Der CIU-Wert beruht sowohl auf den direkten wie auf allen indirekten Emissionen, welche entlang der gesamten Wertschöpfungskette eines Unternehmens anfallen. Zu den indirekten Emissionen zählen zum Beispiel Emissionen, die bei Zulieferern entstehen, aber auch Emissionen beim Endverbrauch des Produkts einer Firma, wie die Abgase eines Autos, wenn es benutzt wird. Dieser umfassende Ansatz ist für die individuelle Titelselektion sehr sinnvoll, weil die indirekten Emissionen zahlreicher Unternehmen oft viel bedeutender sind als die direkten (bei manchen Unternehmen sind mehr als 90% aller Emissionen indirekter Natur, d.h. sie entstehen z.B. erst beim Gebrauch der hergestellten Produkte). Demzufolge bestünde die Gefahr einer ökologischen Fehlallokation, wenn wir nur auf die direkten Emissionen abstellen würden.

Doppelzählung ändert nichts am relativen Vorteil

Bei der Aufsummierung der CO₂-Emissionen über Sektoren bzw. das gesamte Anlageuniversum stellt sich allerdings das Problem der Doppelzählungen. So werden einem Automobilhersteller beispielsweise auch alle Emissionen zugeschlagen, die seine verkauften Fahrzeuge später beim Gebrauch ausstossen¹². Ein gewisser Teil der Autos wird allerdings nicht von Privatpersonen gekauft, sondern von anderen Unternehmen – z.B. im Logistik-Sektor – für die selbst wieder eine CIU-Analyse erstellt wird. Die gleichen Emissionen, die bereits dem Autohersteller angelastet wurden, erscheinen also auch in der CIU-Bilanz der Logistikfirma – diesmal als Input zum Produktionsprozess. Was also aus Sicht eines einzelnen Unternehmens sinnvoll ist, kann zu einer Doppel- oder Mehrfachzählung führen, wenn die Sektoren summiert werden. Gemäss unserem CIU-Daten-

¹² Dieser Logik folgt übrigens zunehmend auch die Gesetzgebung: so ist zum Beispiel bei einer Verschärfung von Emissionsnormen für Autos der Hersteller - und nicht der Endverbraucher - des Fahrzeugs für deren Einhaltung verantwortlich.

lieferant, Centre Info in Fribourg, werden dadurch die effektiv erzielbaren Emissionsreduktionen je nach Branche und Komplexität der Produkte und Dienstleistungen beträchtlich überschätzt.

Zur Beseitigung aller Doppelzählungen müssten wir im Prinzip für jedes einzelne Unternehmen wissen, welcher Prozentsatz ihrer aktiven Produkte an private Endverbraucher (keine Doppelzählung) geht und welcher Prozentsatz an ein anderes Unternehmen, das seinerseits Gegenstand einer eigenen CIU-Analyse ist (Doppelzählung). Diese Information steht uns zur Zeit leider nicht vollständig zur Verfügung und ihre Erhebung wird einigen Aufwand kosten. Das Centre Info hat jedoch versucht, das Ausmass der Doppelzählungen auf Portfolioebene für uns abzuschätzen. Die Eliminierung aller Doppelzählungen – inklusive der beträchtlichen indirekten Emissionen der Finanzindustrie – würde die aggregierten CO₂-Emissionen der Benchmark auf 892 tCO₂ pro investierte Million USD reduzieren (gegenüber 1552 tCO₂ mit Doppelzählungen). Dieselbe Korrektur für unser optimiertes Portfolio ergäbe noch 528 tCO₂ pro investierte Million USD (gegenüber 985 tCO₂ mit Doppelzählungen). Die Beseitigung der Doppelzählungen reduziert also die gesamthaft erzielbaren absoluten Emissionseinsparungen um rund 40%, dennoch konnte ein global diversifizierter Investor, der gemäss einer klimaoptimierten Anlagestrategie investierte, noch immer über 360 tCO₂ an Emissionen pro investierte Million USD einsparen. Ein unserer Meinung nach beeindruckendes Ergebnis. Die erreichte relative Emissionsreduktion des optimierten Portfolios gegenüber der Benchmark verbessert sich durch die Beseitigung der Doppelzählungen sogar geringfügig auf rund 40%.

Beseitigung der Doppelzählungen

B. Soziale Rendite

Stellenschaffung
als wichtigster
Indikator für soziale
Verantwortung

Wie sehen nun die Ergebnisse in der zweiten extra-finanziellen Dimension aus, bei der sozialen Verantwortung? Wie in unserer letzten Veröffentlichung dargelegt, betrachten wir die Schaffung von Arbeitsplätzen als wichtigstes Einzelkriterium für die soziale Verantwortung eines Unternehmens. Wir berechnen die Stellenschaffung anhand eines gewichteten Durchschnitts der Veränderungen der Mitarbeiterzahl eines Unternehmens in der Vergangenheit, wobei wir versuchen, mittels geeigneter Algorithmen Fusionen, Desinvestitionen und andere Brüche bei der Entwicklung der Beschäftigtenzahl zu korrigieren. Ziel unseres Indikators ist es, den Trend und die Dynamik der Stellenschaffung in einem Unternehmen abzubilden. Dabei wählen wir wiederum einen so genannten 'Best-in-class'-Ansatz, d.h. wir vergleichen Unternehmen nur innerhalb einer vergleichbaren Branchengruppe. Bei der Portfoliokonstruktion werden dann die guten Firmen systematisch übergewichtet und die schlechten untergewichtet oder überhaupt nicht ins Portfolio aufgenommen.

„Soziale Rendite“

Die Anzahl Stellen wird gewöhnlich von den Unternehmen veröffentlicht. Es lässt sich daher berechnen, wie viele Stellen die im Portfolio vertretenen Unternehmen im Vergleich zu den Unternehmen der Marktbenchmark zusätzlich geschaffen haben. Da es hier um einen aktiven Managementansatz geht, ist es unseres Erachtens sinnvoll, die im Vergleich zur Benchmark zusätzlich geschaffenen Stellen pro Million investierter US-Dollars anzugeben. Für ein breit diversifiziertes globales Aktienportfolio mit einem Tracking Error von 2% im Vergleich zur breit definierten Benchmark (MSCI World), betrug die Zahl der 2007 mit der nachhaltigen Strategie zusätzlich geschaffenen Stellen 0,05/Million USD. Diese bedeutet eine zusätzliche Stelle pro investierte 20 Millionen USD. Dies mag nicht sehr beeindruckend klingen, aber wir dürfen nicht vergessen, dass es sich hier um ein soziales Gut handelt, das dank eines breit diversifizierten Portfolios bereitgestellt wird, welches a priori genau die gleichen Risiko- und Ertrags-Merkmale hat wie ein herkömmliches Portfolio.

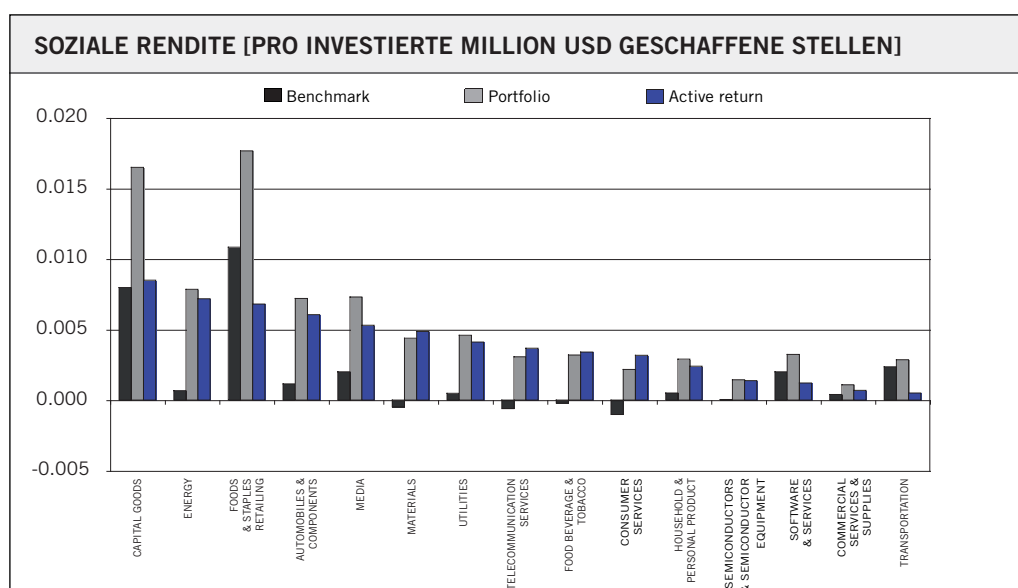
Fünf zusätzliche
Stellen mit einem
Mandat von 100
Millionen

Ein institutioneller Investor mit einem Auftrag über USD 100 Millionen würde somit ceteris paribus die Schaffung fünf zusätzlicher Stellen pro Jahr ermöglichen, zusätzlich zu seinen finanziellen Investmentzielen. Wir überlassen es dem Leser, ob er eine solche Verbesserung für lohnenswert hält. Zur Präzisierung: diese fünf Stellen sind die positive soziale Auswirkung, die im Prinzip auf diesen einen Anleger aufgrund seiner (winzig kleinen) Beteiligung am gesamten weltweiten Aktienmarkt zurückzuführen ist. Zur Illustration: hochgerechnet auf die Kapitalisierung aller Unternehmen des MSCI Welt entspräche dies weltweit immerhin der Schaffung von rund 1.5 Millionen zusätzlichen Arbeitsplätzen.

Die nachfolgende Abbildung unten verdeutlicht die Ergebnisse in Bezug auf die Stellenperformance, dargestellt für die fünfzehn MSCI-Sektoren, wo der aktive Beitrag des

nachhaltig optimierten Portfolios am grössten war. Die dunkelgrauen Balken zeigen dabei, wie viele Stellen pro investierte Million USD von allen in der Benchmark vertretenen Unternehmen eines Sektors geschaffen wurden. Die hellgrauen Balken zeigen dieselbe Information für die Unternehmen des optimierten Portfolios und die blauen Balken zeigen schlussendlich die Differenz, d.h. gewissermassen die ‚aktive‘ soziale Rendite oder die ‚soziale Outperformance‘ gegenüber der Benchmark.

Soziale Performance variiert stark je nach Sektor

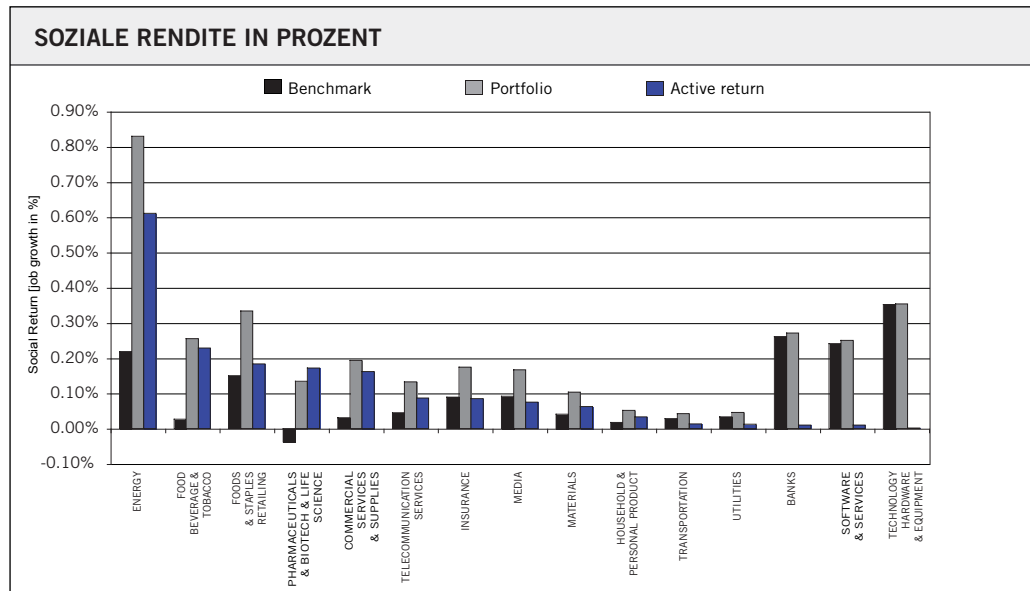


Es fällt auf, dass 2007 die reale Wirtschaft zwar in relativ guter Verfassung war, in vielen Sektoren aber trotzdem wenig Stellen geschaffen oder gar abgebaut wurden. Unser positiver aktiver Beitrag war dabei nicht auf die Sektoren mit den absolut meisten neuen Stellen begrenzt. Wenn wir zum Beispiel den Energie-(Energy)-Sektor betrachten, so zeigt sich, dass die Benchmark-Unternehmen 2007 nur sehr wenige Stellen schufen, während die Unternehmen des gleichen Sektors im nachhaltigen Portfolio immerhin rund 0,007 neue Stellen pro investierte Million USD schaffen konnten. Wenn wir die soziale Rendite über alle Sektoren aufaddieren, erhalten wir wiederum die 0.05 zusätzlich neu geschaffenen Stellen pro investierte Million USD, die wir oben schon erwähnt haben.

Das optimierte Portfolio schuf mehr Stellen als die Benchmark

Bisher haben wir die Ergebnisse in Arbeitsplätzen ausgedrückt, was den Vorteil der Anschaulichkeit bietet. Wir können den Mehrwert aber auch in Prozenten ausdrücken. So wird die soziale Rendite eines Portfolios einer herkömmlichen finanziellen Rendite noch ähnlicher. Wenn man den Stellenzuwachs des jeweiligen Unternehmens mit seinem aktiven Gewicht (Gewicht im Portfolio minus Benchmarkgewicht) multipliziert und über alle Titel aufsummiert, lässt sich die ‚aktive‘ soziale Rendite oder die ‚soziale Outperformance‘ des nachhaltigen Kundenportfolios bestimmen.

Aktive soziale Rendite in %



Soziale Rendite des optimierten Portfolios lag bei +4,2%

Die obige Abbildung zeigt die soziale Rendite, die ein nachhaltiger Investor 2007 in den verschiedenen Sektoren erzielen konnte. Die dunkelgrauen Balken zeigen wiederum die Performance der Benchmark, die hellgrauen Balken die Performance des Kundenportfolios und die blauen Balken zeigen die ‚aktive‘ soziale Rendite gegenüber der Benchmark. Die grösste soziale Outperformance (+0,60%) verzeichnete auch hier der Energiesektor (Energy). Die Addition über alle Sektoren ergibt wiederum den Wert für die gesamte Benchmark bzw. für das optimierte Portfolio: 2007 verzeichnete der MSCI World erfreulicherweise eine insgesamt positive soziale Rendite von +2,7%, während das nachhaltig optimierte Portfolio eine positive soziale Rendite von +4,2% abwarf. Die aktive soziale Outperformance des nachhaltigen Portfolios betrug somit +1,5%.

5. Diskussion und Schlussfolgerung

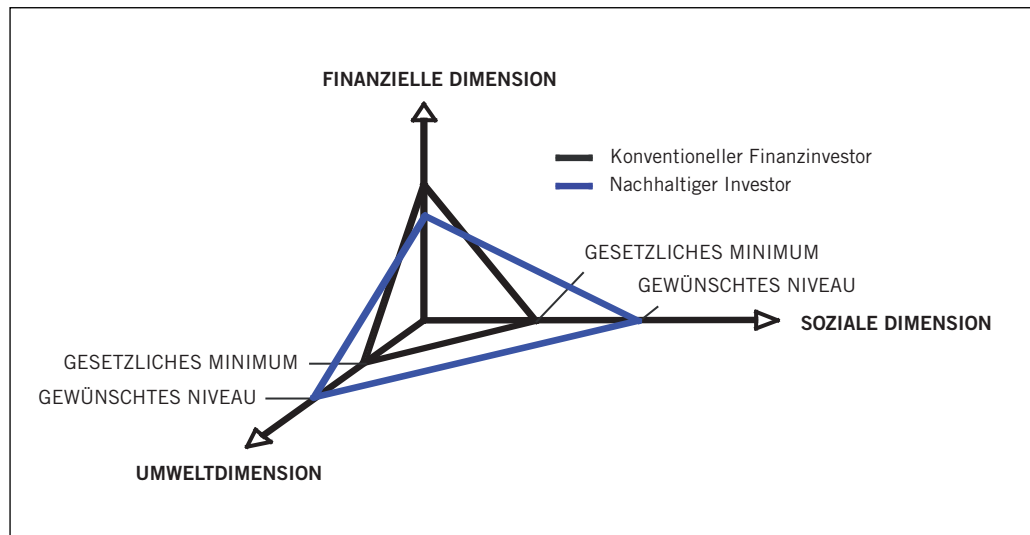
Wie lässt sich all dies zu einem Ganzen zusammen fügen? Der nachhaltige Anleger ist - wie jeder andere Anleger auch - ein Nutzenmaximierer. Anders als der traditionelle Anleger verfolgt der nachhaltige Anleger jedoch ein ganzes Bündel von Zielen, von denen einige finanzieller Natur sind (Ertrag, Risiko, Liquidität), andere aber extra-finanzieller Art (sozialverantwortliche, umweltrelevante und Governance-bezogene Aspekte). Wie oben erwähnt, ist es zumindest annäherungsweise möglich, die extra-finanzielle Performance zu messen und darüber zu berichten. Welche Prioritäten und Gewichtungen allerdings für die verschiedenen Performance-Dimensionen zur Anwendung gelangen sollen, muss jeder Anleger letztendlich für sich selbst entscheiden. So werden beispielsweise die Präferenzen eines individuellen Investors und die eines Verantwortlichen einer Pensionskasse, der im besten Interesse einer grossen Zahl von Versicherten handeln muss, kaum deckungsgleich sein.

Die Fäden
zusammen fügen

Bei nachhaltigen Anlagen ist immer wieder die Rede von einer 'Win-Win'-Situation. Vor allem Optimisten zeigen sich überzeugt, dass nachhaltige Anlagen unserer Umwelt eben so zugute kommen wie unserem Portemonnaie bzw. - wie es bisweilen heisst - dass es uns „finanziell gut tut, wenn wir Gutes tun“. Auf diese Debatte wollen wir hier nicht eingehen. Denn wenn die 'Win-Win'-Hypothese tatsächlich zutrifft, dann gäbe es überhaupt kein Problem. Selbst der abgebrühteste Anleger würde dann nämlich einen nachhaltigen Anlagestil wählen und sich, als klassischer Trittbrettfahrer, über den zusätzlichen und gratis erhaltenen sozialen Mehrwert freuen.

'Win-Win' oder
,Trade-off'...?

Der interessantere Fall und die aus Investorensicht vorsichtiger Position wäre aber, grundsätzlich von einem gewissen Kompromiss zwischen den verschiedenen Renditedimensionen auszugehen. Dieser Gedanke wird in nachfolgender Abbildung veranschaulicht. Ein traditioneller Anleger wird einzig seine finanzielle Rendite maximieren wollen und wäre schon zufrieden (wir nehmen dies zu seinen Gunsten an), wenn die Unternehmen in den beiden extra-finanziellen Dimensionen einfach die gesetzlichen Auflagen einhalten. Der nachhaltige Anleger verfolgt jedoch explizit eine höhere Performance im Umwelt- und Sozialbereich und zwecks Erreichung seiner Umwelt- und sozialen Ziele dürfte er womöglich auch bereit sein, auf den maximal möglichen finanziellen Ertrag zu verzichten.



Maximierung des nachhaltigen Nutzens

Wenn wir die konzeptionellen Grundlagen dieser Darstellung akzeptieren, namentlich, dass es, zumindest kurz- bis mittelfristig, einen gewissen Trade-off zwischen den drei Performance-Dimensionen geben kann, dann wird der nachhaltige Investor nicht darum herumkommen, seine individuelle „nachhaltige Nutzenfunktion“ zu definieren, welche z.B. exakt festlegt, auf wie viel finanzielle Performance er allenfalls zu verzichten bereit ist, um seine extra-finanziellen Ziele zu erreichen. Dies ist keine einfache Aufgabe, denn es existieren zahlreiche Interdependenzen nicht nur zwischen der finanziellen und der extra-finanziellen Dimension, sondern auch zwischen den beiden extra-finanziellen Dimensionen untereinander. Es ist, um nur ein Beispiel zu nennen, bekannt, dass die zunehmende Mechanisierung von harter, manueller Arbeit zwar die Arbeitsbedingungen in den Fabriken verbessert (soziale Dimension), gleichzeitig aber die Energieintensität der industriellen Produktion wesentlich erhöht (Umweltdimension).

Daher werden unterschiedliche Anleger aufgrund ihrer individuellen Situation und ihrer Präferenzstruktur auch zu unterschiedlichen Lösungen gelangen bezüglich der Art und Weise, wie sie die erreichte extra-finanzielle Rendite gegenüber der konventionellen Rendite gewichten wollen. Ist diese Lösung aber gefunden, dann wird auch ein SRI-Investor resolut danach streben, seine einmal festgelegte nachhaltige Nutzenfunktion zu maximieren.

Argumente für Verantwortungsträger...

Das Wichtigste erscheint uns, dass nachhaltige Anleger damit beginnen, das SRI-Performance-Paradox tatsächlich auf diese Weise wahrzunehmen und der Mehrdimensionalität der nachhaltigen Performance explizit in ihren Zielvorgaben Rechnung zu tragen. Dies würde Ihnen, aber auch ihrem Vermögensverwalter, helfen, klar zu machen, was mit der Vergabe eines spezifischen Verwaltungsmandat genau erreicht werden soll. Der Investor bekäme so auch ein praktisches Instrument in die Hand, um die Leistung

des Vermögensverwalters an den definierten Zielen zu messen. Wir sind überzeugt, dass ein solcher multidimensionaler Ansatz vielen institutionellen Investoren eine wertvolle Hilfe wäre. So sind ja beispielsweise gerade öffentliche Pensionskassen grundsätzlich sehr interessiert daran, ihre breitere gesellschaftliche Verantwortung wahrzunehmen und Kurs auf eine nachhaltige Entwicklung zu nehmen, es fehlt ihnen aber bisher an geeigneten Methoden, um den Aufsichtsbehörden und ihren Versicherten aufzuzeigen, dass sie die ihnen anvertrauten Gelder wirklich langfristig und im besten Interesse ihrer Begünstigten anlegen.

Um diesen langfristig ausgerichteten Anlegern die richtigen Argumente zu liefern und es ihnen zu ermöglichen, dem steigenden Druck kurzfristiger finanzieller Renditeerwartungen zu widerstehen, scheint es uns daher unbedingt nötig, die extra-finanziellen Dimensionen der Performance eingehender zu untersuchen, zu messen und darüber zu berichten. Denn nur was messbar ist, wird letztendlich auch in die konkreten Anlageentscheidungen und eine umfassende Performance-Bewertung einfließen. In diesem Sinne hoffen wir, mit dem vorliegenden Arbeitspapier einen nützlichen Beitrag geleistet zu haben.

...um dem Druck
zur Kurzfristigkeit zu
widerstehen

Verfasser: Christoph Butz

Durchwahl +41 (0) 58 323 1853

cbutz@pictet.com

Olivier Pictet

Durchwahl +41 (0) 58 323 1790

opictet@pictet.com

Kontakt: Pictet & Cie

Route des Acacias 60

CH-1211 Genf

Tel. +41 (0)58 323 23 23

Fax +41(0)58 323 23 24

www.pictet.com

