



# Vernünftig investieren

## NACHHALTIGKEIT UND GELDANLAGE -

### GEHT DAS?

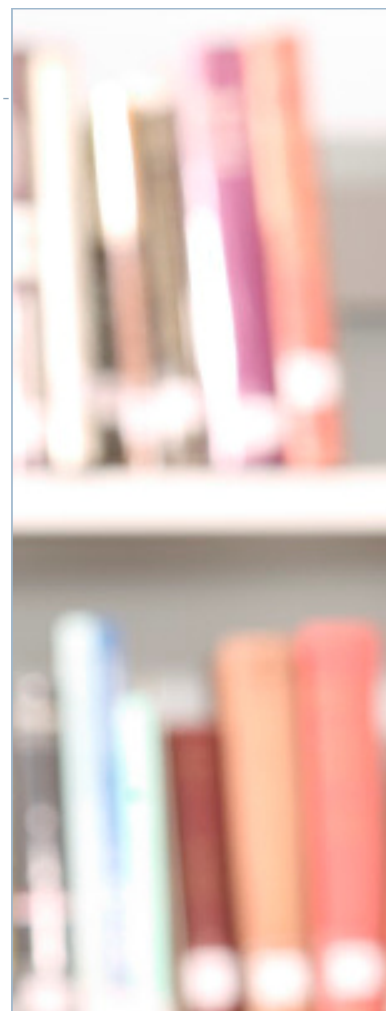
Es grünt so grün in der Geldanlage. Schätzungen der Global Sustainable Investment Alliance zufolge werden weltweit bereits 22,89 Billionen USD unter dem Begriff nachhaltiger Investmentstrategien angelegt. Dies entspricht einem Anstieg von 25% seit 2014 und ungefähr 26% aller institutionell verwalteten Anlagen (1).

Angetrieben wird dies unter anderem durch die Europäische Kommission, die festlegt, dass Nachhaltigkeitsfaktoren künftig in die Anlageberatung und das Portfoliomanagement einbezogen werden sollen. Erklärtes Ziel der EU-Kommission ist es, Investitionen in Nachhaltigkeit zu fördern. In Zukunft sollen Anleger im WpHG-Bogen zu ihren Präferenzen für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung befragt werden.

In diesem Vermögensverwalterbrief gehen wir auf die Begrifflichkeit nachhaltigen Investierens ein, ob dieser Trend wirklich nachhaltig ist und wie dies auf Risiko und Rendite eines Wertpapierportfolios wirkt.

### **1. Die Begrifflichkeit nachhaltigen Investierens**

Nachhaltiges Investieren wird meistens mit englischen Ausdrücken betitelt. Die EU-Kommission benutzt den Ausdruck ESG-Faktoren. ESG steht für „Environmental, Social, and Governance“, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ob und wie bei Entscheidungen ökologische und sozial-gesellschaftliche Aspekte sowie die Art der Unternehmensführung beachtet werden). Im Jahr 2006 etablierte sich ESG im Sprachgebrauch als übergeordneter Begriff nachhaltigen Investierens durch eine Initiative der Vereinten Nationen PRI (Principles for Responsible Investment).



Folgende weitere Ausdrücke finden häufige Verwendung:

- **Sustainability:** Investieren in Aktien von Gesellschaften, die in ihrer Geschäftstätigkeit den Grundsatz der „Nachhaltigkeit“ (Sustainability) beachten.

- **SRI** steht für „Socially Responsible Investing“ (sozial verantwortliches Investieren). Der Begriff wird enger als der ESG-Begriff verwendet und schließt meist bestimmte Unternehmen aus dem Anlageuniversum aus (wie Low Carbon, wobei Unternehmen mit hohen Kohlendioxidemissionen nicht im Zieluniversum enthalten sind).

- **Impact Investing** betont stärker einen aktiven Einfluss eines Investors auf das Erfüllen bestimmter ESG-Kriterien.

Nachhaltiges Investieren klingt für die meisten Anleger vielversprechend. Welcher Anleger möchte denn nicht was Gutes für die Umwelt tun? Aber wie nachhaltig ist nachhaltig?

Sowohl der Begriff „nachhaltig“ als auch „nachhaltiges Investment“ sind nicht eindeutig definiert und abzugrenzen. Ebenfalls herrscht keine Einigkeit darüber, was angemessene Nachhaltigkeitskriterien sind, d. h. zu entscheiden, ob ein Unternehmen zu einem festgelegten Zeitpunkt den „ESG-Filter“ passiert oder nicht.

Ein Problem ist auch das sogenannte Greenwashing, also der Versuch eines nicht nachhaltig agierenden Unternehmens, ein grünes Image aufzubauen. Unternehmen erstellen Nachhaltigkeitsberichte und können sich dadurch beispielsweise selbst zum Öko-König krönen, ohne dass dem Anleger klar ist, dass sich das Unternehmen in diesen Fällen selbst Rechenschaft ablegt.

Einige Produkte, die als nachhaltige Kapitalanlagen bezeichnet sind, schließen Aktien von Waffenproduzenten, Atomkraftkonzernen, der Tabakindustrie oder Unternehmen, die ihr Geld vornehmlich mit Glücksspiel oder Kinderarbeit verdienen, aus. Andere wiederum schließen zusätzlich Unternehmen aus, die Tierversuche betreiben sowie in der Agrar-Gentechnik aktiv sind. Doch ist es tatsächlich unethisch, wenn ein Pharma-Unternehmen mit auf das Notwendigste reduzierten Tierversuchen lebensrettende Medizin für Menschen entwickelt oder Agrarunternehmen in Ländern der Dritten Welt Lebensmittel gentechnisch vermehren und damit Menschen satt machen?

An diesen beiden Beispielen kann man schon die Problematik erkennen. Denn Nachhaltigkeit ist immer eine Frage der Definition – und des Standpunkts. Es gibt daher große Unterschiede in der Beurteilung sozialer und ökologischer Sachverhalte.

Es stellt sich die Frage, ob die Anbieter „nachhaltiger“ Kapitalanlagen strenge Maßstäbe für ihre Produkte anlegen oder eher laxe.

Eine Studie des Verbrauchermagazins „Finanztest“ im Juli 2017 untersuchte ethisch nachhaltige Fonds. Selbst bei ausdrücklich als ethisch klassifizierten Fonds wurden die Themen Waffen und Rüstung uneinheitlich behandelt. Von 58 untersuchten ethischen Fonds schlossen 21 Waffen nicht vollständig aus.

Im Nachhaltigkeitsindex Dow Jones Sustainability Index (DJSI) findet sich beispielsweise ein Unternehmen wie Nestlé. Der Lebensmittelkonzern steht schon seit Jahren für sein Umweltgebaren in der Kritik, selbst in extrem trockenen Regionen Wasserrechte aufzukaufen und damit den Einheimischen wortwörtlich den Hahn abzudrehen.

Die Bandbreite der Produkte, die allein in Europa unter dem Prädikat „nachhaltig“ vertrieben werden, ist dabei enorm.

Anbieter bedienen sich verschiedener Methoden, um „nachhaltige Unternehmenswerte“ auszuwählen:

a) „Ausschluss-Prinzip“: Hier werden bestimmte Branchen und Verhaltensweisen von vornherein ausgeschlossen. Was tabu ist, unterscheidet sich von Produkt zu Produkt – einen einheitlichen Mindeststandard gibt es nicht.

b) „Best-in-Class“: Hierbei wählen Anbieter diejenigen Unternehmen aus, die in ihrer jeweiligen Branche am nachhaltigsten arbeiten. Die Firmen müssen also nicht alle Standards in puncto Umwelt, Soziales und Führung perfekt erfüllen, sondern nur besser sein als die Konkurrenz.

c) „ESG Trend Leaders“: Hier schaffen es nicht mehr nur Unternehmen mit einer absolut guten ESG-Note in den Index, sondern auch Unternehmen, die zwar keine gute ESG-Note aufweisen, aber immerhin einen Trend in die richtige Richtung zeigen. Die ESG-Kriterien werden also gelockert, damit mehr Unternehmen in den ESG-Index gelangen.

Nachhaltigkeit liegt eben immer im Auge des Betrachters. Folglich sollte es keine Überraschung sein, dass jeder ESG-Fonds seine eigenen Konstruktionsmethoden verfolgt.

Die Finanzbranche nahm die neue Finanzinitiative der EU-Bürokratie freudig auf: Ein Schelm, wer Böses dabei denkt! Denn hinter der heftigen ESG-Betriebsamkeit der Branche könnte sich auch die Hoffnung auf neue Absatzmöglichkeiten teurer Fondsprodukte verstecken.

Neben marketinggetriebenen Ansätzen im Verkauf teurer Produkte können dogmatisch ausgelegte ESG-Filter zu einem Verlust an Diversifikation führen:

Eine sehr enge Auswahl verringert das verfügbare Anlageuniversum, was wiederum eine gut diversifizierte Portfoliokonstruktion erschwert und daher das Einzelrisiko der Anlagen erhöht.

Weniger strenge ESG-Filter andererseits führen zu einem Verwässerungseffekt.

Stattdessen bevorzugen wir ESG-Lösungen, die die Grundprinzipien einer guten Fondskonstruktion, wie breite Streuung und Betonung der Faktoren, die dauerhaft eine höhere Rendite erwarten lassen (wie Value, Small Caps, Profitabilität), bei gleichzeitigem Verringern des Portfolioumschlags und der Handelskosten beachten.

## **2. ESG und die Rendite und das Risiko eines Wertpapierportfolios**

Wie sieht es nun konkret mit Rendite und Risiko unter Berücksichtigung von ESG Kriterien im Vergleich zur Nicht-Berücksichtigung aus?

Während ESG-Investieren zunehmend mehr Bedeutung erfährt, fallen bei einem hinreichend großen Anteil die Preise für geächtete Unternehmen relativ zum Gesamtmarkt. Diese Gesellschaften weisen in der Folge höhere Kapitalkosten aus, was im Marktgleichgewicht zu einem relativ niedrigeren Kurs-/Gewinnverhältnis (KGV) dieser Unternehmen führt. Ein niedrigeres KGV bedeutet im Umkehrschluss eine höhere erwartete Rendite geächterter Gesellschaften. (Diese erwartete Überrendite könnten Anleger als die Kosten betrachten, die geächtete Unternehmen für ihr Verhalten, das nicht ESG-Standards entspricht, bezahlen).

Und in der Tat, Fonds, die auf ESG-Kriterien abstellen, weisen Nachteile in der Wertentwicklung aus:

Ein Finanzautor untersuchte im Zeitraum 2000 bis 2016 den Vanguard FTSE Social Index Fund:

Dieser große ESG Fonds (mit einer Marktkapitalisierung von US 2,3 Mrd. in 2016) wies in dieser Zeitperiode eine risiko-adjustierte Minderrendite von 1,07 % bis 1,62% p.a. je nach verwendetem Modell aus. Gegenüber dem sehr großen Standardfonds, dem Vanguard 500 Index Fund, wies der ESG-Fonds eine Minderrendite von 0,95% p.a. aus, 5,17% gegenüber 6,12%.

Auch bei zwei weiteren Publikumfonds stellte der Autor eine Minderrendite von 0,65% (iShares MSCI KLD 400 Social ETF) und 0,57% p.a. (iShares MSCI USA ESG Select ETF) im Zeitraum 2006 bis 2016 gegenüber dem S&P500 ETF Vanguard's fest.

Der norwegische Staatsfonds, einer der größten der Welt, verfolgt einen Investmentansatz, der ESG-Kriterien berücksichtigt. Der Fonds schließt einerseits bestimmte Produkthersteller, wie Waffen-, Tabak-, Kohlehersteller und Zulieferer, aus. Weiterhin streicht er Unternehmen mit Verstößen gegen Menschenrechte, Umweltsünden und Bestechung aus dem Anlageuniversum. Gemäß den Aussagen der Norges Bank Investment Management, des Vermögensverwalters des Fonds, verringert der Ausschluss der Tabak- und Waffenhersteller die Aktienrendite um 1,9% p.a., während der Ausschluss der verhaltensauffälligen Unternehmen vernachlässigbare Auswirkungen auf die Rendite hat.

Diese Ergebnisse bestätigen sich durch verschiedene Studien der empirischen Kapitalmarktforschung, folgend eine Auswahl:

a) Eine Studie aus dem Jahr 2009 fand, dass ein Portfolio aus US-Aktien, das geächtete („sin stocks“) gegen nicht-geächtete Gesellschaften zwischen 1965 bis 2006 übergewichtete, monatlich eine risiko-adjustierte Mehrrendite von 0,29% erzielte. Eine entsprechende Analyse für europäische und kanadische Aktien ergab eine Mehrrendite von 2,5% p.a. (2)

b) Dimson, Marsh und Staunton (DMS) untersuchten 115 Jahre zwischen 1900 und 2014 und stellten fest, dass Tabakhersteller den allgemeinen Aktienmarkt mit 4,5% p.a. in den USA und mit 2,6% p.a. im Vereinigten Königreich schlagen. Weiterhin beschäftigten sich die Forscher mit Korruption und dazugehöriger Aktienmarktentwicklung in verschiedenen Ländern. Die Wertentwicklung der Aktien in Ländern mit höherem Korruptionsniveau war besser als derer in Ländern mit niedrigerer Korruption. DMS erachten dies für logisch, da korrupte Länder einer höheren Investitionsrisiko darstellen, was sich in einer höheren Rendite der jeweiligen Aktienmärkte zeige. (3)

c) In einer Studie mit breiter Datengrundlage von 1.000 Unternehmen (295 in den USA, 512 in Europa und 193 in Asien/Pazifik) sortierten Ciciretti, Dalo und Dam diese Unternehmen nach den Kriterien Geschäftsverhalten, gute Unternehmensführung, gesellschaftliches Interesse, Umwelt, Mitarbeiterführung und Menschenrechte in einem Zeitraum zwischen 2005 bis 2014. Eine Strategie, die die schlechten zu Lasten der guten Unternehmen nach diesen Kriterien Übergewichtete, erzielte eine jährliche Überrendite von 7,5% mit hoher statistischer Signifikanz. (4) Anleger zahlen einen Preis in Form niedriger Renditen für ihre SRI-Präferenzen, so die Forscher, und dieser Preis sei negativ und signifikant.

d) Vielleicht aufgrund ihrer sehr breit angelegten Studie mit 16.799 Aktiengesellschaften im Zeitraum 2007 bis 2017, die in der MSCI ESG Datenbasis gelistet sind, kommen weitere Forscher auf ein besseres Ergebnis für ESG-Fans als unsere bisherigen Studien: Wenn Unternehmen nach ESG-Kriterien gefiltert und gereiht werden, dann sei daraus weder ein Renditevor- noch Nachteil zu erkennen. Allerdings lassen sich gewisse Strukturen aus ESG-Scores erschließen. So befinden sich Unternehmen mit hohem ESG-Ranking vor allem in sog. entwickelten Ländern. Diese sind durchschnittlich größer und etwas weniger schwankungsintensiv. Somit ergeben sich risiko-adjustiert weder Vor- noch Nachteile bei einem ESG-Engagement, sofern dieses sehr breit und strukturiert erfolgt. (5)

e) Die Fondsgesellschaft AQR Management weist auf einen anderen Aspekt hin, nämlich das Risiko einer ESG-Strategie: Die Forscher stellten fest, dass Unternehmen mit niedrigeren ESG-Scores größere Gewinnschwankungen als Unternehmen mit höheren ESG-Scores aufwiesen. Andererseits lassen die erstgenannten höhere Renditen als die letztgenannten Unternehmen erwarten. Im Ergebnis verlieren Anleger in Unternehmen mit guten ESG-Werten zwar Rendite, gleichen dies jedoch mit niedriger Schwankungsintensität dieser Unternehmen aus. Somit dürften sich die risiko-adjustierten Renditen guter und schlechter ESG-Unternehmen angleichen. (6)

### **Vernünftiges ESG- Investieren erfordert einen strukturierten Investmentansatz**

Im Ergebnis zeigen Studien, dass ESG-Kriterien durchaus erhebliche Renditenachteile erzeugen können. Insbesondere Fondslösungen, die auf wenige Anlagetitel setzen, bergen erheblich Renditenachteile und konzentrieren Risiko.

Sofern jedoch sehr breit über tausende Aktiengesellschaften gestreut und strukturiert angelegt wird, verschwinden diese Nachteile. Insbesondere sind die Renditenachteile unter Beachtung des jeweils eingegangenen Risikos geringer.

Investieren in ESG ist mehr ein Ausdruck ethischer Einstellung als ein Investmentansatz, der das Rendite-/ Risikoverhältnis verbessert, wie Arno Riedl und Paul Smeets, zur ESG-Literatur beitragen. Ihre Ergebnisse zeigen, dass der durchschnittliche Anleger eine hohe soziale Motivation für ESG-Anlagen mitbringt und sich bewusst ist, auf Rendite zu Gunsten sozialer Präferenzen zu verzichten. (7)

### **Unser Fazit:**

Es gibt verschiedene Möglichkeiten Geld nach ESG Kriterien anzulegen. Und jeder Investor besitzt eine ganz individuelle Meinung zu diesem Thema. Es überrascht deshalb nicht, wie vielfältig die Anlagemethoden sind.

Wenn Sie sich für ESG interessieren, dann sollten Sie sorgfältig den Aufbau und Investmentansatz der Anlagen verstehen. Es mag sein, dass Sie keine Anlagelösung finden, die genau Ihren Wünschen und Vorstellungen entspricht. Dennoch sollten die zentralen Grundlagen des Investierens, wie Diversifikation und Betonen der wichtigen Renditetreiber eines Portfolios, nicht über Bord geworfen werden. Denn dies öffnet Raum für Mougelpackungen der Finanzbranche, die gerne mit teuren Produkten zur Verfügung steht. Wie die Forschung zeigt, lässt sich vernünftiges Investieren und Moral in Einklang bringen – jedoch mit Abstrichen.

Grundsätzlich erachten wir politischen Druck im Großen, eigenverantwortliches Handeln im Kleinen, wie bewusster Einkauf, Nutzen des öffentlichen Nahverkehrs oder Fahrrads, Spenden einer Mehrrendite oder ehrenamtliche Tätigkeit, für zielführender und wirkungsvoller als das Beachten von durchaus strittigen und fragwürdigen ESG-Kriterien bei der Vermögensanlage.

Letztlich ist es Aufgabe der Gesellschaft und politischen Entscheidungsträger unerwünschtes Verhalten sofort zu beenden und die Verantwortung nicht einem nicht-bestimmbaren „Markt“ zu überlassen und übertragen.

*Datum der ersten Veröffentlichung: 24.10.2018, 16:34h*

*Datum der Aktualisierung: 24.10.2018*

### **Literaturhinweise:**

- (1) Global Sustainable Investment Review, Global Sustainable Investment Alliance
- (2) Hong, Harrison; Kacperczyk, Marcin: The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, Journal of Financial Economics, Juli 2009
- (3) Dimson, Elroy; Marsh, Paul; Staunton, Mike: Credit Suisse Global Investment Handbook, 2015
- (4) Ciciretti, Rocco; Dalo, Ambrogio; Dam, Lambertjan: The Price of Taste for Socially Responsible Investment, CEIS Working Paper No. 413, Juli 2017
- (5) Breedt, Andre; Ciliberti, Stefano; Gualdi, Stanislao ; Seager, Philip : Is ESG an Equity Factor or Just an Investment Guide?, Capital Fund Management, Paris, Juli 2018
- (6) Dunn, Jeff; Fitzgibbons, Shaun; Pomorski, Lukasz: Assessing Risk through Environmental, Social and Government Exposure, AQR Capital Management, Februar 2017
- (7) Riedl, Arno; Smeets, Paul: Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?, Journal of Finance, Dezember 2017

## **Kontakt:**

Thomas Freiberger Vermögensverwaltung GmbH

Buchenstr. 2

83558 Maitenbeth

Tel.: (08076) 88 92 30

Goethestr. 66

80336 München

Tel.: (089) 59 94 66 52

thomas.freiberger@tfvv.de

www.tfvv.de

### **Rechtliche Hinweise:**

Die folgenden rechtlichen Hinweise sind eine Zusammenfassung wichtiger rechtlicher Hinweise. Ausführliche rechtliche Hinweise erhalten Sie auf der Internetseite der Gesellschaft unter [www.tfvv.de](http://www.tfvv.de) in der Rubrik „Rechtliche Hinweise“. Gerne besprechen wir diese Hinweise mit Ihnen persönlich.

**Vor einer Anlageentscheidung unabhängig welcher Art muss ein persönliches Gespräch mit uns erfolgen.**

**Vor einer Anlageentscheidung unabhängig welcher Art sind alle rechtlichen Hinweise unter [www.tfvv.de](http://www.tfvv.de) in der Rubrik „Rechtliche Hinweise“ und ihrer Unterrubriken vollständig zu lesen und mit uns persönlich zu besprechen.**

Alle vorliegenden Informationen wurden mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt. Dennoch können wir für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Daten sowie für Übermittlungsfehler keine Haftung oder Garantie übernehmen.

### **Kein Angebot:**

Der Inhalt dieser Internetseite ist nicht als Angebot zum Abschluß eines Vertrages über Finanzportfolioverwaltung oder als Anlagevermittlung über den Kauf oder Verkauf von Fonds zu verstehen.

### **Keine Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 Zif. 1a KWG:**

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen und Darstellungen stellen keine Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG dar, da keine persönliche Empfehlung an Kunden oder deren Vertreter über Geschäfte in Finanzinstrumenten abgegeben wird, die auf einer Prüfung persönlicher Umstände gestützt ist oder als persönlich geeignet dargestellt wird. Die Verbreitung findet ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle oder für die Öffentlichkeit statt. Eine Anlageentscheidung über die erwähnten Investmentfonds sollte in jedem Fall auf Basis der rechtlich vorgeschriebenen wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) und der Verkaufsprospekte getroffen werden. Diese enthalten auch ausführliche Risikohinweise und sind allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Die aktuellen wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) und Verkaufsprospekte erhalten Sie bei uns.

### **Keine Rechts- und Steuerberatung:**

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen und Darstellungen sind keine Rechts- und Steuerberatung. Unsere rechtlichen und steuerlichen Hinweise sind mit einem Rechtsanwalt und Steuerberater unbedingt abzustimmen und zu überprüfen.

### **Wohnsitz Bundesrepublik Deutschland:**

Unsere Risikohinweise, Analysen und Darstellungen sind nur für einen Anleger bestimmt, der seinen Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland besitzt.

### **Wertentwicklungen und historische Simulationen:**

Die Simulationen früherer Wertentwicklungen oder Verweise auf eine solche Simulationen beziehen sich nur auf Finanzindizes. Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Es kommt Ihnen daher eine begrenzte Aussagekraft zu. Da die Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es nur zu einer unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren kommen. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen.

### **Einschätzungsänderungen:**

Alle Meinungen und Analyse beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern.

### **Auswirkungen von Kosten, Gebühren und Steuern eines Anlegers:**

Die Auswirkungen von Kosten, Gebühren und Steuern werden grundsätzlich nicht berücksichtigt und müssen immer von einer angegebenen Wertentwicklung abgezogen werden.

**Anlagestrategie- und Anlageempfehlungen werden durch die Thomas Freiberger Vermögensverwaltung GmbH, vertreten durch Herrn Thomas Freiberger, Geschäftsführer der Thomas Freiberger Vermögensverwaltung GmbH, erstellt.**

**Bezüglich der Angaben gem. § 85 WpHG iVm Art. 20 Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates iVm Delegierter Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission (DVOEU) verweisen wir auf**

<https://www.tfvv.de/Angaben-85-WpHG.html>