

Asset Management

Nachhaltigkeits- analyse von Unternehmen



Nachhaltige Kapitalanlagen
 – Immer öfter hört man das Schlagwort, verknüpft mit ganz verschiedenen Erwartungen. Eine höhere Rendite mit weniger Risiko erhoffen sich die einen, Weltverbesserung die anderen. Das vorliegende Hintergrundpapier erklärt detailliert den „Best-in-Class“-Ansatz des Vontobel Kompetenzzentrums für Nachhaltiges Investment für die Nachhaltigkeitsanalyse von Unternehmen, der für Aktien und Anleihen Anwendung findet.



Inhalt

- 5**
Nachhaltige Entwicklung
- 7**
Nachhaltiges Investment
- 8**
Warum nachhaltig investieren?
- 11**
Der Nachhaltigkeits-Anlageprozess
- 12**
Das Vontobel Nachhaltigkeitsrating
- 13**
Die Branchenbewertung
- 15**
Die Unternehmensbewertung

Autoren



Dr. Eckhard Plinke
Leiter ESG Kompetenzzentrum



Martin O. Koch
Senior-Nachhaltigkeitsanalyst



Vontobel druckt auf 100% Recyclingpapier: Die Herstellung von Recyclingpapier verbraucht rund 1.5 Mal weniger Energie und 2.5 Mal weniger Wasser als die Produktion von Papier aus Frischfasern. Ausserdem verringert Recyclingpapier die Treibhausgasemissionen um über 20%. Die verbleibenden Emissionen kompensieren wir über verschiedene CO₂-Projekte weltweit.

Weitere Informationen:
vontobel.com/nachhaltigkeit

Zusammenfassung

Kapitalanlagen werden als nachhaltig bezeichnet, wenn beim Investitionsentscheid neben wirtschaftlichen auch soziale und ökologische Anliegen berücksichtigt werden. Wissenschaftliche Untersuchungen belegen, dass eine auf gründlicher Nachhaltigkeitsanalyse basierende Auswahl der Wertschriften langfristig in zweifacher Hinsicht Mehrwert generiert: eine höhere oder stabilere Rendite sowie zugleich einen positiven Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung. Nachhaltige Entwicklung ist die Antwort auf die grosse globale Herausforderung, den Verbrauch natürlicher Ressourcen angesichts der sich zuspitzenden Verknappung zurückzufahren, ohne den wirtschaftlichen Aufholprozess der Entwicklungs- und Schwellenländer zu unterbinden. Drohende soziale Spannungen, Umweltkatastrophen und Wirtschaftskrisen können nur durch eine markante Steigerung der Ressourceneffizienz bei gleichzeitiger Reduktion des Wohlstandsgefälles zwischen reichen und armen Ländern vermieden oder zumindest entschärft werden. Strukturelle gesellschaftliche, wirtschaftliche und technologische Veränderungen, die im Laufe der Zeit zu einer in diesem Sinne nachhaltigeren Entwicklung führen, sind deshalb nicht nur wünschenswert, sondern notwendig. Auch Unternehmen sind in diesem sich wandelnden Umfeld stark gefordert. Diejenigen, die nicht nur mit den ökonomischen, sondern auch mit den sozialen und ökologischen Chancen und Risiken geschickter umgehen als andere, liefern nicht nur einen grösseren Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung, sie haben auch weniger Schadenersatzzahlungen zu leisten, Gerichtskosten zu übernehmen, Arbeitskonflikte zu schlichten, Umweltsanierungen zu bezahlen, kostspielige Rückrufaktionen durchzuführen, Reputationsschäden wiedergutzumachen usw.

Mit der Nutzung neuer Geschäftsgelegenheiten, wie z.B. im Bereich von Umwelttechnologien oder generell besonders nachhaltigen Produkten oder Dienstleistungen, können sie zudem neue Märkte und Umsatzquellen erschliessen. Nachhaltiges, vorausschauendes Verhalten zahlt sich also aus. Unter dem Strich ergibt sich ein höherer wirtschaftlicher Erfolg, der zu einem besseren Rendite-Risiko-Verhältnis der Aktien und Anleihen führt.

Es ist Aufgabe der Nachhaltigkeitsanalyse, Unternehmen zu identifizieren, die im beschriebenen Sinne nachhaltiger wirtschaften als ihre Branchenkonkurrenten. Sie berücksichtigt dabei wichtige ökologische und soziale Kriterien, die von der klassischen Finanzanalyse und daher von den Wertpapiermärkten noch nicht oder nur ungenügend und unsystematisch erfasst werden. Sie ergänzt diese also und steigert die Informationseffizienz des Anlageprozesses. So kann das Rendite-Risiko-Verhältnis der Portfolios verbessert werden und grössere Verluste lassen sich oft ganz vermeiden. Die Nachhaltigkeitsanalyse nimmt deshalb im Anlageprozess einen sehr hohen Stellenwert ein. Ansatzpunkt der Nachhaltigkeitsanalyse sind vor allem längerfristige, übergeordnete Entwicklungen, deren Wirkungen auf die zwei Ebenen Branche und Unternehmen aufgegliedert werden.

Auf der ersten Ebene, der Branchenanalyse, werden die Auswirkungen sämtlicher Wirtschaftszweige auf Umwelt und Gesellschaft verglichen. Sie werden entsprechend ihrem (positiven wie negativen) Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung bewertet und mit einem Branchenrating versehen.

Auf der zweiten Ebene, der Unternehmensanalyse, wird jeder Wertpapieremittent anhand eines detaillierten Kriterienrasters beurteilt, wie er mit den sozialen und ökologischen Risiken und Chancen seiner Branche umgeht. Ergebnis dieses Schrittes ist das Unternehmensrating.

Branchen- und Unternehmensrating werden zusammengeführt und im Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor dargestellt. Denn erst die Kombination der beiden Ebenen bestimmt darüber, welche Unternehmen für ein Investment grundsätzlich in Frage kommen. Sie bilden das nachhaltige Anlageuniversum von Aktien und Unternehmensanleihen.

Ausgehend vom nachhaltigen Anlageuniversums folgen die nächsten Schritte im Anlageprozess, die Finanzanalyse und die Portfoliokonstruktion. Dabei kommen «klassische» Analysekonzepte zur Anwendung, die beispielsweise kurz- bis mittelfristige Rendite-Risiko-Überlegungen, den Anlagehorizont, die Liquidität der Titel sowie den jeweiligen Portfolio-Kontext berücksichtigen.

Auf letzteren Teil des Anlageprozesses soll hier nicht näher eingegangen werden. Inhalt des vorliegenden Hintergrundpapiers ist vielmehr unsere Grundidee, unser Konzept und unsere Vorgehensweise bei der Nachhaltigkeitsanalyse. Es ist wie folgt aufgebaut:

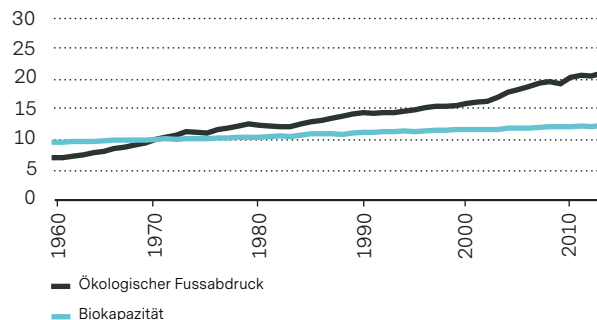
- Übersicht über Hintergrund, Inhalte und Nutzen von nachhaltigen Kapitalanlagen, ausgehend vom Leitbild der nachhaltigen Entwicklung (Abschnitte 1 bis 3);
- Beschreibung unserer Nachhaltigkeitsanalyse von Unternehmenswertpapieren (Abschnitte 4 bis 7).



Nachhaltige Entwicklung

Der Begriff «nachhaltige Kapitalanlagen» nimmt Bezug auf das Konzept der «nachhaltigen Entwicklung». Hintergrund ist das sich kontinuierlich verstärkende Spannungsfeld zwischen weltweitem Bevölkerungs- und Wirtschaftswachstum einerseits und begrenzten natürlichen Ressourcen andererseits. Dies zeigt sich daran, dass der globale ökologische Fussabdruck, ein summarischer Indikator für die Ressourcennutzung und -belastung, immer grösser wird und die Tragfähigkeit (Biokapazität) der Erde bereits um mehr als 50 Prozent übersteigt (Abb. 1). Erforderlich ist daher kurzfristig zumindest eine Stabilisierung und längerfristig eine Reduktion des Ressourcenverbrauchs.

Abb. 1: Globaler ökologischer Fussabdruck vs. Biokapazität (in Billionen «globale Hektar»)



Quelle: Global Footprint Network, 2017

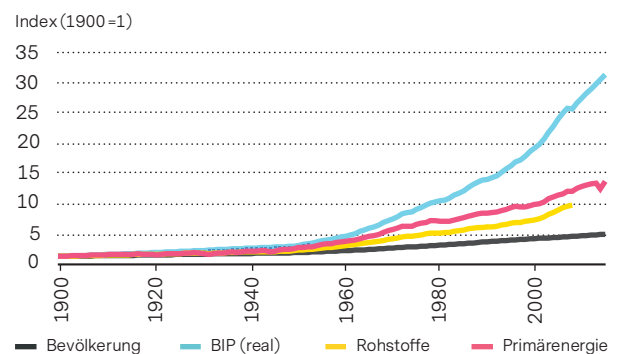
Das seit dem sogenannten Brundtland-Bericht im Jahre 1987 in Politik und Wirtschaft etablierte Leitbild «nachhaltige Entwicklung» beinhaltet genau dies, ein Umschwenken der globalen ökonomischen und sozialen Entwicklung in Richtung Ressourcenschonung, bei gleichzeitiger Verringerung des Wohlstandsgefälles zwischen armen und reichen Ländern. Ein solches Umschwenken ist unabdingbar, um globale Krisen wie Hungerkatastrophen, Energieknappheit oder Kriege um Ressourcen zu vermeiden, und verlangt langfristig strukturelle Veränderungen in Wirtschaft und Gesellschaft. Ein solcher Prozess wird nicht geradlinig verlaufen, die generelle Richtung ist aber vorgezeichnet. Die globalen Entwicklungstrends, die wir beobachten können, weisen bereits in diese Richtung, allerdings bei Weitem noch nicht im erforderlichen Umfang:

- **Angleichung der globalen Lebensverhältnisse:** Der wirtschaftliche Aufschwung der Schwellenländer in den letzten Jahrzehnten, vor allem Chinas und Indiens, hat zu einer deutlichen Verbesserung der dortigen Lebensbedingungen geführt. Da das Wirtschaftswachstum in den wohlhabenden Ländern gleichzeitig

seit Jahren einem rückläufigen Trend folgt, hat sich das Gefälle im Lebensstandard zwischen reichen und armen Ländern verringert. Diese Entwicklung ist prinzipiell wünschenswert, beinhaltet aber auch Risiken. So wirft die Wachstumsabschwächung in den entwickelten Ländern spätestens seit der Finanzkrise Fragen zur Stabilität des Wirtschaftssystems und des sozialen Konsens auf. Ausserdem führt die Wachstumsdynamik der Schwellenländer zu einer Verschärfung des Drucks auf die natürlichen Ressourcen.

- **Ressourceneffizienz und Klimaschutz:** Weiteres Wirtschaftswachstum erfordert einen steigenden Einsatz natürlicher Ressourcen, vor allem fossiler Energieträger wie Kohle, Öl und Gas. Diese Energieträger sind letztlich nur begrenzt verfügbar und verursachen bei ihrer Verbrennung CO₂-Emissionen, die ein Hauptverursacher des globalen Klimawandels sind. Eine nachhaltige Entwicklung erfordert die Steigerung der Effizienz von Ressourcen- und insbesondere Energie-nutzung. Tatsächlich wurde bereits in der Vergangenheit die Effizienz weltweit gesehen kontinuierlich gesteigert, z.B. im Falle von Energie durch verbesserte Kraftwerkstechnik, effizientere Industrieprozesse oder Gebäudeisolation. So stiegen der globale Energie- und Rohstoffverbrauch seit 1900 langsamer an als die Wirtschaftsleistung (Bruttoinlandsprodukt BIP). Und dennoch befindet sich der absolute Verbrauch weiterhin auf einem klar ansteigenden Trend, so dass der Druck auf die natürlichen Ressourcen immer weiter zunimmt (Abb. 2).

Abb. 2: Weltweites Wachstum von Wirtschaft, Bevölkerung, Rohstoff- und Energieverbrauch seit 1900



Quelle: Krausmann et. al., 2011; Weltbank, 2017; BP, 2017

Erforderlich sind daher Effizienzsteigerungen, die deutlich über den bisherigen Trend hinausgehen, sowie der Ersatz von nicht erneuerbaren durch erneuerbare Ressourcen (Wind, Solarenergie, Wasserkraft und andere). Diese Veränderungen betreffen viele Wirtschaftsbereiche. Im Falle des Energiethemas sind das neben der Energieversorgungsbranche selbst besonders der Gebäudebereich («Green Building») und die Mobilität (Personen- und Gütertransporte). Auch die Nahrungsmittelproduktion kommt zunehmend unter Druck. Landwirtschaftsflächen und Wasser werden immer knapper. Dasselbe gilt auch für einige Metallerze und Düngemittel (Phosphate). Innerhalb der generellen Entwicklungslinien «Angleichung der globalen Lebensverhältnisse» und «Ressourceneffizienz und Klimaschutz» weist nachhaltige Entwicklung viele Teilaspekte und Facetten auf. Hierzu gehört an erster Stelle die Demografie: Der sich abzeichnende Rückgang des globalen Bevölkerungswachstums ist eine wichtige Komponente, um eine Reduktion des Ressourcenverbrauchs zu erreichen. Allerdings wird es zumindest in einer Übergangszeit von mehreren Jahrzehnten zu einer Überalterung der Bevölkerung kommen. Dies führt zu ökonomischen und sozialen Herausforderungen, wie Finanzierungsproblemen in den sozialen Sicherungssystemen (Altersvorsorge und Gesundheitskosten).

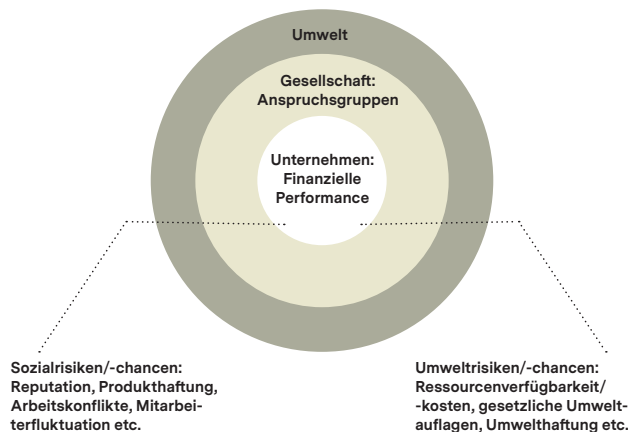
Ein anderer Teilaspekt des wirtschaftlichen Aufholprozesses der Entwicklungs- und Schwellenländer ist die Intensivierung der internationalen Arbeitsteilung. Diese hat zusammen mit den Fortschritten in der Informations- und Kommunikationstechnik dazu geführt, dass in den Industrieländern immaterielle Vermögenswerte an relativer Bedeutung gewinnen, die unter dem Begriff der Wissensgesellschaft zusammengefasst werden. Es ist daher erforderlich, die Daten- und Informationsverarbeitungskapazitäten auszubauen und in die Aus- und Weiterbildung der Bevölkerung zu investieren, um den Arbeitskräftebedarf der Know-how-intensiven Wachstumssektoren zu decken.

Diese und noch weitere Entwicklungen werden langfristig die Rahmenbedingungen für Wirtschaft und Gesellschaft und damit auch das Umfeld für Kapitalanleger bestimmen. Wandel ist in der Geschichte beileibe nichts Neues, doch Breite und Geschwindigkeit haben ein bisher unbekanntes Ausmass erreicht.

Nachhaltiges Investment

Inwiefern ist eine nachhaltige Entwicklung für Anleger relevant? Unternehmen und andere Emittenten von Wertpapieren bewegen sich nicht im luftleeren Raum, sondern sind Teil der Gesellschaft und der Umwelt. Sie werden daher von den genannten ökonomischen, sozialen und ökologischen Veränderungen beeinflusst. Daraus ergeben sich Chancen und Risiken, die den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen beeinflussen (Abb. 3).

Abb. 3: Ökologische und soziale Risiken beeinflussen den wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmen



Quelle: Vontobel Asset Management

Einige Beispiele verdeutlichen dies:

- **Angleichung der globalen Lebensverhältnisse:** Wegen stark wachsender Absatzmärkte und günstiger Produktionsbedingungen ist die Positionierung in Entwicklungs- und Schwellenländern für global operierende Unternehmen zu einem wichtigen Erfolgsfaktor geworden. Die Verlagerung der Fertigung in diese Länder beinhaltet aber auch soziale Risiken. Prekäre Arbeitsbedingungen in Fabriken für Elektronikprodukte und Textilien waren in den letzten Jahren immer wieder Thema von Medienberichten. Hierzu gehören die starke Zunahme von Arbeitskonflikten in den chinesischen Produktionsstätten der grossen Elektronikmarken oder verheerende Brände mit vielen Todesopfern in Textilfabriken in Bangladesch, die für internationale Kleidermarken produzieren. Solche negativen Presseberichte führen speziell bei Konsumgüterunternehmen zu erheblichen Reputationsrisiken: Ein negatives Image verhängelt Umsätze und Gewinn.

Umgekehrt ergeben sich Marktchancen für Unternehmen, die sich glaubhaft für soziale Mindeststandards bei ihren Lieferanten einsetzen und dadurch ein positives Image erhalten.

- **Ressourceneffizienz und Klimaschutz:** Energie- und CO₂-intensive Branchen wie Energieversorger, Grundstoffindustrien, Transport oder Automobilindustrie sehen sich sowohl mit dem Risiko steigender Energiepreise als auch dem Risiko regulatorischer Auflagen konfrontiert. Diese können ihre Erfolgsrechnung negativ beeinflussen. Beispielsweise hat die sogenannte Energiewende und staatliche Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland die Wirtschaftlichkeit fossiler Kraftwerke stark beeinträchtigt, was u.a. zur Aufspaltung der beiden führenden Energieversorger E.on und RWE geführt hat. Autohersteller müssen in vielen Ländern in Zukunft schärfere Grenzwerte für den CO₂-Ausstoss oder den Treibstoffverbrauch einhalten, was kostenträchtige Entwicklungsarbeiten zur Effizienzsteigerung der Fahrzeugantriebe erforderlich macht. Daher können sich Unternehmen, die rechtzeitig auf CO₂-arme Energieträger und energieeffiziente Lösungen setzen, Vorteile gegenüber der Konkurrenz schaffen.

Wie ein bestimmtes Unternehmen mit den diversen Chancen und Risiken, die sich aus den verschiedenen Teilaspekten der nachhaltigen Entwicklung ergeben, umgeht, beeinflusst mittel- bis langfristig dessen wirtschaftlichen Erfolg. Zentral ist daher ein gutes Management der verschiedenen ökologischen und sozialen Herausforderungen:

Unter nachhaltigem Management verstehen wir die Fähigkeit und das Bestreben eines Unternehmens, ökologische und soziale Chancen sowie Risiken seiner Prozesse, Produkte und Dienstleistungen bewusst zum eigenen Vorteil zu steuern.

Der nachhaltige Anlageprozess identifiziert diejenigen Unternehmen, die in dieser Beziehung am besten positioniert sind.

Warum nachhaltig investieren?

Es gibt im Wesentlichen zwei Motive für nachhaltiges Investment:

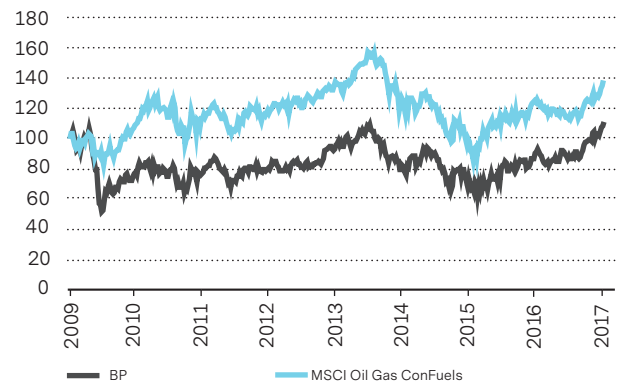
- **ideelle: Berücksichtigung ethischer, sozialer oder ökologischer Ziele.**
- **finanzielle: Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses von Portfolios.**

Die Berücksichtigung ethischer, sozialer oder ökologischer Ziele ist neben Privatpersonen für zahlreiche institutionelle Anleger wie Kirchen oder Stiftungen von besonderer Bedeutung. Die Kapitalanlage sollte hier mit deren Kernüberzeugungen übereinstimmen oder diesen zumindest nicht zuwiderlaufen. Beispielsweise wird eine Umweltstiftung Investitionen in Unternehmen mit umweltbelastenden Aktivitäten vermeiden. Für eine Friedensstiftung sind Investitionen in Rüstungsunternehmen mehr als problematisch. Dies auch aufgrund von Reputationsproblemen.

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien im Anlageprozess kann finanzielle Risiken verringern und zusätzliche Renditechancen eröffnen. Zwar beeinflussen nicht alle ökologischen und sozialen Faktoren den wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmen unmittelbar, je nach Branche gibt es aber einige mit grosser Wirkung, die den Investor negativ oder positiv überraschen können. Eine Branche mit besonders hohen Risiken ist beispielsweise die Öl-, Gas- und Kohleproduktion. Diese Unternehmen sind stark von potentiellen politischen Massnahmen zur Reduktion von CO₂-Emissionen betroffen, da diese die energetische Nutzung fossiler Brennstoffe einschränken (Regulierungsrisiken). Das hat zur Folge, dass ein Teil der von den Energieunternehmen verbuchten Reserven zwar vorhanden ist, aber nicht genutzt werden kann und somit zu wertlosem Vermögen («stranded assets») mutiert. Nach Schätzungen der britischen Nichtregierungsorganisation Carbontracker trifft dies 60 bis 80 Prozent der Reserven börsenkotierter Energieunternehmen, wenn die Erderwärmung einen von Klimaforschern empfohlenen Wert von 2 °C nicht übersteigen soll. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine solche Begrenzung politisch beschlossen wird, war in den Aktienkursen lange Zeit als sehr gering eingepreist. Erst in den letzten Jahren, mit zunehmendem Bewusstsein für die Relevanz des Themas und politischen Entscheidungen wie dem Pariser Klimaabkommen von 2015, hat sich dies geändert. In der Folge mussten Aktionäre von Kohlefirmen oder Energieversorgern, die den Trend Richtung erneuerbare Energien verpasst hatten, Verluste hinnehmen.

Die sehr riskanten Produktionsprozesse in der Energiebranche bergen das Risiko weiterer negativer Überraschungen. Das wohl präsenteste Beispiel ist der Unfall der Ölplattform Deepwater Horizon im Golf von Mexiko im Jahre 2010, mit der Folge von 11 Toten und der Verschmutzung des Meeres mit fast 5 Mio. Fass Rohöl. Für den Plattformbetreiber, das britische Ölunternehmen BP, zog der Vorfall immense Kosten für die Beseitigung der Umweltschäden sowie Straf- und Schadensersatzzahlungen nach sich. Das Unternehmen musste hierfür rund USD 54 Mrd. zurückstellen, ein Vielfaches des durchschnittlichen Nettogewinns der Jahre 2012-2014 (rund USD 13 Mrd.). Die Aktionäre hatten einen Kursverlust von mehr als 40% hinzunehmen, von dem sich die Aktie seitdem nicht wieder vollständig erholt hat (Abb. 4). Damit einher geht ein nicht zu quantifizierender immaterieller Schaden durch den Imageverlust.

Abb. 4: Aktienkursentwicklung von BP im Vergleich zum Öl-, Gas- und Kohlesektor (indexiert, in USD)



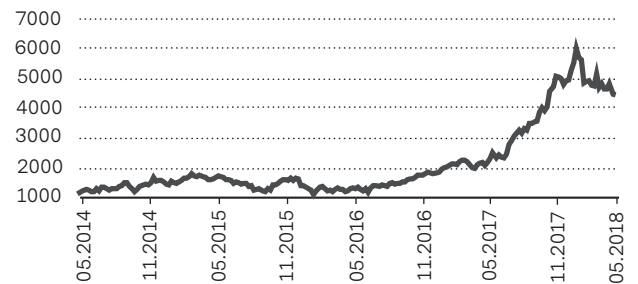
Return-Indizes von BP und MSCI World Oil, Gas & Consumable Fuels
Quelle: Thomson-Reuters Datastream

Der finanzielle Mehrwert der Nachhaltigkeitsanalyse beruht darauf, dass sie Informationen über finanziell relevante ökologische und soziale Risiken und Chancen liefert, die vom Aktienmarkt nicht oder zu spät erkannt werden. Da der Einfluss von ökologischen und sozialen Faktoren auf den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens vielfach nur schwer oder gar nicht quantifizierbar ist, werden sie in den Gewinnerwartungen der Analysten und der Marktteilnehmer und daher auch im Aktienkurs üblicherweise nicht angemessen berücksichtigt. Beispielsweise kann aus der Vergangenheit nicht die Wahr-

scheinlichkeit eines Atomunfalls oder eines grösseren Chemiestörfalls sowie deren direkte und indirekte Folgen hergeleitet werden, da keine ausreichenden Erfahrungswerte vorliegen. Ein anderes Beispiel ist der Einfluss einer steigenden Motivation der Mitarbeiter auf den Unternehmensgewinn. Ein solcher Einfluss besteht unbestrittenermassen, ist aber praktisch nicht quantifizierbar. Indem die Nachhaltigkeitsanalyse Unternehmen mit besonders negativen ökologischen und sozialen Auswirkungen aussondert, bietet sie die Möglichkeit, die damit verbundenen finanziellen Risiken zu vermeiden und dadurch das Rendite-Risiko-Verhältnis eines Portfolios zu verbessern.

Die Nachhaltigkeitsanalyse identifiziert aber nicht nur Risiken, sondern kann auch Chancen bzw. Geschäftsmöglichkeiten erkennen, die ein Potential für positive Überraschungen bieten. So können Unternehmen, die Technologien zur Verbesserung der Ressourcen- oder Energieeffizienz anbieten, im Laufe der Zeit oft neue Absatzmärkte und Ertragsquellen erschliessen. Häufig widerspiegelt der Aktienkurs die Realisierung eines solchen Potentials nicht allmählich, sondern eher schlagartig, z.B. wenn klar wird, dass sich eine Technologie oder ein Produkt kommerziell durchsetzen kann. Dies zeigt das Beispiel des japanischen Automatisierungsspezialisten Yaskawa Electric. Das Unternehmen produziert elektrische Antriebe für industrielle Anwendungen, Industrieroboter und Instrumente für die Fabrikautomatisierung. Es profitiert vom Trend zur Automatisierung, der generell zu Effizienzsteigerungen von Industrieprozessen führt, aber gleichzeitig auch eine effizientere Nutzung von Energie und Materialien sowie die Optimierung von Logistikprozessen ermöglicht. Der Trend zur Automatisierung besteht schon länger, wurde aber erst in letzter Zeit mehr und mehr von einer breiteren Öffentlichkeit wahrgenommen und diskutiert (unter anderem in Deutschland unter dem Schlagwort „Industrie 4.0“ und im Zusammenhang mit Prognosen zur Zukunft der Arbeit). Mit der grösseren Aufmerksamkeit für das Thema hat sich Yaskawas Aktienkurs innerhalb eines Jahres mehr als verdoppelt. Diese Entwicklung zeigt das Potential zukunftsfähiger Technologien für positive Kursüberraschungen auf, die ein aktiver Anleger nicht verpassen möchte. Die Nachhaltigkeitsanalyse bewertet die Aussichten von neuen Technologien und identifiziert die Unternehmen, die in den zukunftsreichen Technologien positioniert sind.

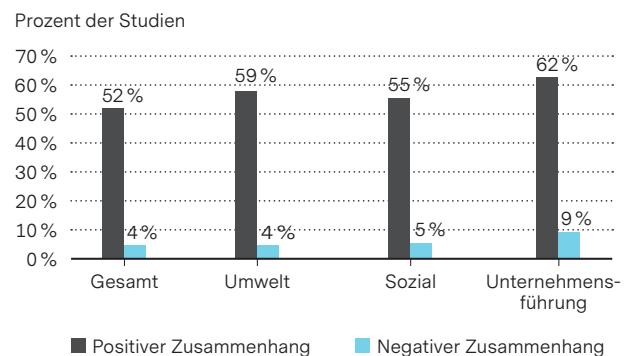
Abb. 5: Entwicklung des Aktienkurses von Yaskawa Electric (in JPY) seit Juni 2014



Quelle: Thomson-Reuters Datastream

Man könnte argumentieren, dass diese Beispiele nur extreme Einzelfälle darstellen und noch nichts darüber aussagen, ob ökologische und soziale Chancen und Risiken die Wertentwicklung von Aktien oder Anleihen systematisch beeinflussen. Zu dieser Frage wurde in den letzten Jahren eine Vielzahl von ökonometrischen Studien veröffentlicht. Die Mehrzahl bestätigt einen positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitsrating und finanziellem Erfolg (Abb. 6).¹

Abb. 6: Übersicht von Studienergebnissen zum Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitsratings und finanziellem Erfolg



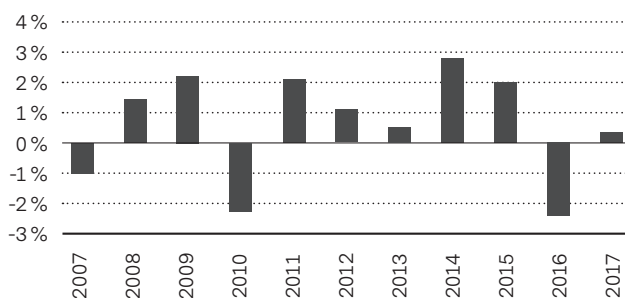
Quelle: Friede, Busch, Bassen 2015



Eine einfache Performanceanalyse («Backtracking») unseres nachhaltigen Aktienuniversums kommt zu analogen Ergebnissen: Ein kapitalisierungsgewichteter Index aus allen Titeln, die ein «nachhaltiges» Rating (siehe unten) haben, hat in den letzten zehn Jahren eine etwas höhere Rendite erreicht als der weltweite Aktienmarkt (gemessen durch den Aktienindex MSCI World). Die jährliche risikoadjustierte Mehrrendite über den gesamten Zeitraum betrug 0,6 Prozent, und zwar bereits korrigiert um systematische Verzerrungen aufgrund der Unternehmensgrösse («Large Cap Bias») und des sogenannten «Survivorship Bias». Interessanterweise wurde eine hohe Überrendite gerade in den Krisenjahren 2008/9 und 2011 erzielt. Dies ist ein Indiz dafür, dass der nachhaltige Investmentansatz, wie er in unserem Hause angewendet wird, insbesondere Verlustrisiken verkleinern kann.

Die Tatsache, dass ökologische und soziale Risiken und Chancen die Wertentwicklung von Kapitalanlagen beeinflussen, führt zur Schlussfolgerung, dass deren Berücksichtigung zu den treuhänderischen Pflichten von institutionellen Anlegern gehören müsste. So drängt sich im Falle von Ereignissen wie dem genannten BP-Unglück den Treuhandgebern (bspw. in Form von Destinatären einer Pensionskasse) naturgemäss die Frage auf, ob die erlittenen Vermögensverluste durch eine umfassendere Analyse und einen frühzeitigen Verkauf der Titel hätten vermieden werden können. Die Nachhaltigkeitsanalyse zielt in der Tat genau darauf ab.²

Abb. 7: Jährliche Mehrrendite des nachhaltigen Universums gegenüber dem globalen Aktienmarkt



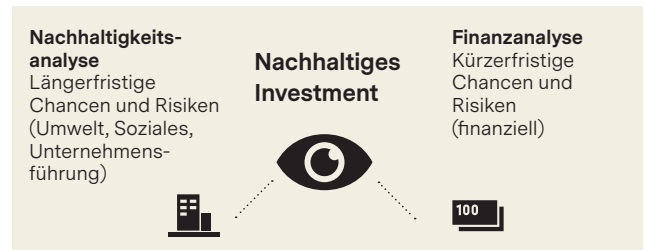
Differenz der um «Survivorship-Bias» und «Large Cap Bias» adjustierten Performance der als nachhaltig bewerteten Titel im Aktienindex MSCI World und des gesamten Aktienindex MSCI World (marktkapitalisierungsgewichtete Return Indizes in lokaler Wahrung);
Quellen: FactSet, Vontobel

Der Nachhaltigkeits-Anlageprozess

Grundsätzlich besteht der Anlageprozess aus zwei wesentlichen Schritten: erst der Nachhaltigkeitsanalyse, dann der Finanzanalyse. Die Nachhaltigkeitsanalyse behandelt eher längerfristige Aspekte der Dimensionen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Diese werden in der Regel von den «konventionellen» Marktteilnehmern nicht oder nur unzureichend berücksichtigt. Das bedeutet, sie spiegeln sich nicht oder nur unzureichend im Aktienkurs wider. Die Nachhaltigkeitsanalyse ergänzt somit die klassische Finanzanalyse, die einen vergleichsweise kurzfristigen Zeithorizont und die (relative) Beurteilung der aktuellen Börsenbewertung im Auge hat.

Diese kommt dann auch erst in einem zweiten Schritt zum Zuge. Die Finanzanalyse identifiziert die finanziell attraktivsten Aktien aus dem von der Nachhaltigkeitsanalyse festgelegten nachhaltigen Universum oder Nachhaltigkeitspool, bzw. aus der Summe aller als nachhaltig und damit investierbar eingestuften Unternehmen. Für ein nachhaltiges Investment kommen somit letztlich nur Titel in Frage, die beide Anforderungen erfüllen, einerseits Begrenzung von ökologischen und sozialen Risiken sowie Nutzung entsprechender Chancen, andererseits finanzielle Attraktivität (Abb. 8).

Abb. 8: Nachhaltigkeitsanalyse ergänzt Finanzanalyse



Quelle: Vontobel

In einem dritten und letzten Schritt werden auf Basis von Anlagerestriktionen und Risiko-Rendite-Überlegungen im Portfoliokontext die für ein konkretes Portfolio interessanten Titel ermittelt.

Die folgenden Abschnitte beschränken sich auf unsere Vorgehensweise bei der Nachhaltigkeitsanalyse.

Das Vontobel Nachhaltigkeitsrating

Die Auswirkungen eines Unternehmens auf Gesellschaft und Umwelt und damit auch die Risiken und Chancen für seine Geschäftstätigkeit hängen zum einen von seinen Produkten und Dienstleistungen, d.h. seiner Branchenzugehörigkeit ab. Zum andern ist für die Beurteilung der Nachhaltigkeitswirkung eines Unternehmens entscheidend, wie es mit diesen branchenspezifischen Risiken und Chancen umgeht. Vontobel verwendet deshalb ein zweidimensionales Bewertungssystem:

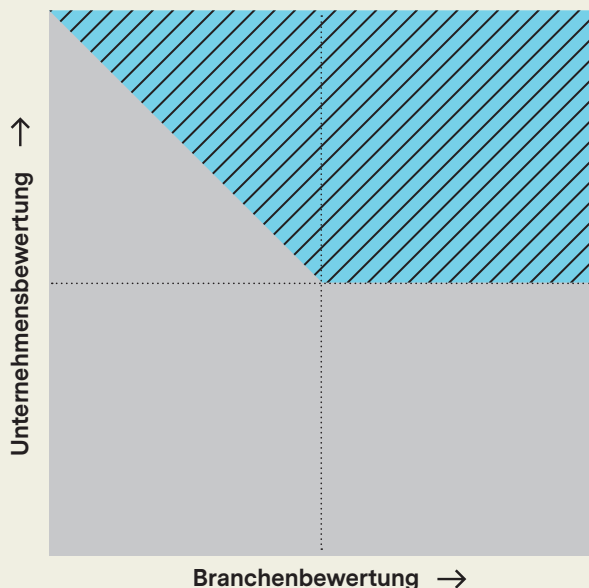
- **Branchenbewertung**
Beurteilung der ökologischen und sozialen Risiken einer Branche im Vergleich zu anderen Wirtschaftszweigen
- **Unternehmensbewertung**
Beurteilung der Art und Weise, wie das Unternehmen mit den branchenspezifischen ökologischen und sozialen Risiken und auch mit den sich bietenden Chancen umgeht

Das kombinierte Rating entscheidet darüber, ob sich ein Unternehmen als «nachhaltig» und damit für unsere nachhaltigen Anlageprodukte und -strategien für Aktien und Anleihen qualifiziert. Der Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor illustriert das Zusammenwirken der beiden Bewertungsdimensionen (Abb. 9)

Die Branchenbewertung bestimmt die Mindestanforderungen an die Nachhaltigkeit eines Unternehmens, damit es investierbar ist. Ist die Branche durchschnittlich oder gar höher eingestuft, muss die Unternehmensbewertung ebenfalls mindestens durchschnittlich sein. Liegt die Branchenbewertung tiefer, ist eine höhere Unternehmensbewertung gefordert, damit das Unternehmen noch zum nachhaltigen Anlageuniversum (Nachhaltigkeitspool in Abb. 9) gehört. Je tiefer die Branchenbewertung, desto höher das notwendige Nachhaltigkeitsrating des Unternehmens. Je grösser also die branchenspezifischen Sozial- und Umweltrisiken sind, desto höhere Anforderungen werden an den Umgang eines Unternehmens mit diesen Risiken – und auch Chancen – gestellt.

Die folgenden beiden Abschnitte geben einen Überblick über die Vorgehensweise bei der Branchen- und Unternehmensbewertung.

Abb. 9: Der Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor



Nachhaltigkeitspool

d.h. diejenigen Unternehmen, die als nachhaltig eingestuft und damit grundsätzlich investierbar sind.

Die Branchenbewertung

Das Nachhaltigkeitsrating einer Branche vergleicht deren Umwelt- und Sozialrisiken mit denen anderer Branchen. Dabei wird jeweils der ganze Lebenszyklus der Produkte (bzw. der Dienstleistungen) berücksichtigt. Das bedeutet, dass nicht nur der Produktionsprozess innerhalb einer Branche, sondern auch die Umwelt- und Gesellschaftswirkungen in den vorgelagerten Lieferketten sowie bei der Weiterverwendung der Produkte bis hin zum Endkonsum abgeschätzt werden. Die folgenden Beispiele illustrieren das Vorgehen:

- Die Energiebilanz der Automobilindustrie ist vergleichsweise gross. Dabei spielt die Produktion bei den Herstellern (Volkswagen, Toyota usw.) selbst nur eine relativ geringe Rolle. Etwas grösser ist der Beitrag von Strom und Brennstoffen, die in die Fertigung der verbauten Einzelteile fliessen, bis zurück zur Stahlverhüttung und zum Abbau von Eisenerz (Lieferkette). Am weitaus bedeutendsten ist hingegen die Nutzung der Fahrzeuge: Auf den Kraftstoff, der im Betrieb während der ganzen Lebensdauer verbraucht wird, entfällt mit Abstand der grösste Beitrag zur Energiebilanz der Branche. Ähnliche Verhältnisse bestehen bei der Bilanz des Schadstoffausstosses.³
- Auch bei der Einstufung der Bankenbranche sind weniger die direkten sozialen und ökologischen Einflüsse der Geschäftstätigkeit, wie etwa Arbeitsbedingungen, Energiebilanz der Betriebsgebäude usw., von

Bedeutung, sondern primär die indirekten. Hierzu gehören unter anderem die Risiken von Projekt- und Unternehmensfinanzierungen mit Konfliktpotential, beispielsweise Staudämmen, Pipelines, Bergbauprojekten oder Rüstungskonzernen. Besonders relevant ist auch die Bedeutung der Branche für die Stabilität des gesamten Finanzsystems, wie durch die Finanzkrise 2008 demonstriert wurde.

- Demgegenüber sind die vergleichsweise grossen ökologischen und sozialen Risiken der Energieversorgungsbranche primär «hausgemacht». Besonders relevant sind hier der Verbrauch von Brennstoffen und der Ausstoss von CO₂ und anderen Schadstoffen beim Betrieb der Kraftwerke.

Das Vontobel Nachhaltigkeitsresearch beurteilt die ökologischen und sozialen Auswirkungen der rund 50 Wirtschaftszweige weitgehend⁴ nach demselben Kriterienraster und schafft so vergleichbare Branchenratings. Im Umweltbereich kommen die Kriterien «Ressourcenverbrauch», «Emissionen» und «Abfälle» zur Anwendung, im Gesellschaftsbereich die Kriterien «Arbeitsbedingungen» und «soziale Konfliktpotentiale». Diese Kriterien unterteilen sich wiederum in Unterkriterien, für die dann ausgewählte messbare und aussagekräftige Indikatoren erhoben, gewichtet und bewertet werden (Abb. 10).

Abb. 10: Kriterien für die Branchenbewertung

<p>Ökologischer Fussabdruck</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ressourcenverbrauch (Energie, Wasser) – Emissionen – Abfälle 	<p>Sozialer Fussabdruck</p> <p>Arbeitsbedingungen</p> <ul style="list-style-type: none"> – Arbeitssicherheitsrisiken – Beschäftigungsrisiken – Lohnniveau – Kinder- und Zwangsarbeit <p>Soziale Konfliktpotentiale</p> <ul style="list-style-type: none"> – Unternehmenskonzentration – Korruptionsintensität – Produktion in Ländern mit Menschenrechtsproblemen
--	---

Unternehmensspezifische Korrekturfaktoren (zur Berücksichtigung von speziellem Produktmix bzw. Unterbranchen)

Quelle: Vontobel Asset Management

Die Beurteilung der (Unter-)Kriterien erfolgt in zwei Stufen:

- Die Basisdaten zu den einzelnen Bewertungskriterien werden aus als zuverlässig geltenden Quellen wie der Internationalen Arbeitsorganisation, Eurostat oder Transparency International bezogen. Die ausschliesslich quantitativen Angaben werden zur Berechnung der Belastungen entlang des Produktlebenszyklus in ein fundiertes Input-Output-Modell eingespeist, das von der Beratungsfirma PwC entwickelt und auf die Fragestellung des Nachhaltigkeitsresearch von Vontobel angepasst und ergänzt wurde. Dieses Modell ermöglicht es, für jede einzelne Branche die Umwelt- und Sozialwirkungen der vor- und nachgelagerten Etappen im Produktlebenszyklus anhand der monetären Input-Output-Beziehungen zwischen den Branchen abzuschätzen.

- Die Nachhaltigkeitsanalysten von Vontobel bringen danach ihr auf langjähriger Erfahrung basierendes Branchenwissen ein, um die Ergebnisse der Modellrechnungen zu kalibrieren und diejenigen Aspekte zu ergänzen, die mit dem rein quantitativen Modell und den verfügbaren Daten nicht befriedigend erfasst werden können.

Abbildung 11 zeigt exemplarisch das resultierende Rating von vier Branchen im Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor. Die relativ hohe Bewertung der Halbleiter- und der Medienbranche ist gleichbedeutend mit relativ geringen ökologischen und sozialen Risiken. Die Pharmabranche wird im Vergleich mit den anderen Wirtschaftszweigen leicht unterdurchschnittlich eingestuft. Risiken bestehen hier vor allem im Bereich der sozialen Konfliktpotentiale, namentlich geschäftsethische Kontroversen bezüglich Marketingverhalten, der Preis- und Patentpolitik in Entwicklungs- und Schwellenländermärkten sowie ethischer Fragen im Zusammenhang mit der Pharmaforschung (z.B. Stammzellenforschung). Die Energiebranche ist eine der kritischsten Branchen, vor allem aufgrund der erwähnten umweltbezogenen Risiken im Zusammenhang mit dem Klimaschutz (CO₂-Emissionen). Weitere Risiken bestehen im Zusammenhang mit Explorations- und Förderaktivitäten in Ländern mit schwachen politischen Institutionen und Menschenrechtsproblemen, unter anderem Kontroversen über Arbeitnehmerrechte und Arbeitssicherheit sowie Korruption oder intransparente Zahlungen.

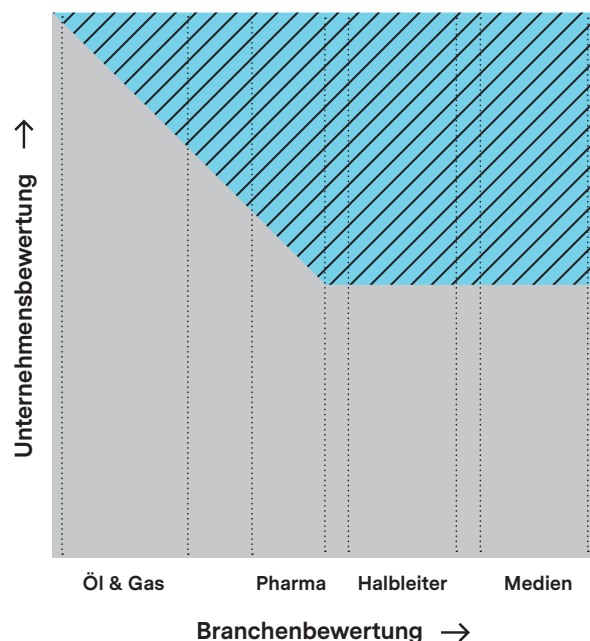
Die Branchenratings werden je nach Unternehmen weiter differenziert, um Unterschieden im Geschäftsmodell oder im Produktmix Rechnung zu tragen. Die Branchenratings der Unternehmen desselben Wirtschaftszweiges weisen also je nach Geschäftsmodell oder Produktmix eine gewisse Bandbreite auf (Abb. 11). Folgende Beispiele verdeutlichen dieses Vorgehen:

- Innerhalb der Bankenbranche sind Kleinkundengeschäft, Investment Banking, Vermögensverwaltung, Kreditvergabe oder die Finanzierung von Grossprojekten mit recht unterschiedlichen Risiken für Gesellschaft und Umwelt verknüpft. Es geht hier z.B. um Themen wie Geldwäscherei, Betrug, missbräuchliche

Preisgestaltung, Überschuldung, Zinsabsprachen und Massenentlassungen. Zudem ist von entscheidender Bedeutung, ob eine Bank als systemrelevant erachtet wird. Die Bandbreite der Branchenratings spiegelt dieses Spektrum der Geschäftsmodelle wider.

- Analoge Überlegungen gelten für die Energiebranche. Im Erdgasbereich engagierte Unternehmen sind wegen der geringeren CO₂-Intensität von Erdgas im Vergleich zum Öl mit geringeren Umweltrisiken behaftet als reine Ölproduzenten, weshalb sie ein höheres (aber immer noch unterdurchschnittliches) Branchenrating erhalten. Die Bandbreite der Branchenratings ist in der Energiebranche vergleichsweise gross, da hier die Umwelteinflüsse der Unternehmen besonders stark variieren.

Abb. 11: Positionierung von vier exemplarischen Branchen im Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor



Quelle: Vontobel Asset Management

Die Unternehmensbewertung

Die Erkenntnisse aus der Branchenanalyse dienen nicht nur zur Erstellung einer Rangordnung der Branchen entsprechend ihren Umwelt- und Sozialrisiken, sondern auch zur Bestimmung der (branchenspezifischen) sozialen und ökologischen Herausforderungen und Chancen für die Beurteilung der Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen. Die Unternehmensbewertung drückt aus, wie gut das Unternehmen mit diesen Risiken und Chancen im Vergleich zu seinen Konkurrenten umgeht.

Für die Unternehmensbewertung verwendet Vontobel für alle Wirtschaftszweige ein einheitliches Kriterienraster (Abb. 12). Auf der obersten Ebene gliedern sich diese Kriterien in die Bereiche Umwelt, Soziales und Unternehmensführung⁵.

Die Umweltbewertung analysiert Umweltschutzmassnahmen und -leistungen des Unternehmens über den gesamten Produktlebenszyklus (Lieferkette, Produktion, Produktentwicklung bzw. -nutzung, Recycling oder Entsorgung). Hierzu gehören z.B. Massnahmen zur Reduktion des Energieverbrauchs in der Produktion und die damit effektiv erreichten Energieeinsparungen oder Verbesserungen in der Energieeffizienz der Produkte.

Die Sozialbewertung gibt an, inwiefern das jeweilige Unternehmen die Interessen der Anspruchsgruppen Lieferanten, Mitarbeiter, Gesellschaft sowie Kunden austariert und dadurch Konfliktpotentiale begrenzt. Beispielsweise gehören zum Bereich Mitarbeiter Aspekte wie Arbeitsschutz (z.B. Häufigkeit von Arbeitsunfällen), betriebliche Mitbestimmung und Mitwirkung, Gleichstellung von Frauen und Minderheiten, Arbeitsplatzabbau, Arbeitsplatzqualität sowie Aus- und Weiterbildung.

Im dritten Bereich Unternehmensführung wird beurteilt, inwieweit Unternehmensstrategie und interne Organisation (Management) des jeweiligen Unternehmens die relevanten Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen angemessen berücksichtigen. Zur Kriteriengruppe Management gehört der gesamte Komplex der Corporate Governance im engeren Sinne, das Nachhaltigkeitsmanagement mit seinen Teilaspekten (Umweltschutz, Arbeitsschutz, Personalmanagement, Lieferkettenmanagement u.a.) sowie Geschäftsethik und Kommunikation nach innen und aussen.

Die drei übergeordneten Kriterien und die zugehörigen neun Hauptkriterien werden im Sinne eines Grundrasters bei allen Wirtschaftszweigen angewendet, aber je nach Branche unterschiedlich gewichtet. Die einzelnen Hauptkriterien werden durch Detailkriterien konkretisiert, die

sich je nach Branche unterscheiden. Alle Kriterien werden vom Analysten anhand einer Skala von 0 bis 100 Punkten bewertet. Das Unternehmensrating ergibt sich dann aus der gewichteten Aggregation der Punktzahlen der verschiedenen Kriterien und Unterkriterien. Ausschlaggebend für dieses Rating ist dabei der Vergleich innerhalb der Branche, d.h. ein Chemieunternehmen wird z.B. mit den anderen Chemieunternehmen bzw. deren Durchschnitt verglichen. Man spricht deshalb auch vom Best-in-Class-Ansatz.

Auswahl und Gewichtung der branchenspezifischen Kriterien und Detailkriterien für das Unternehmensrating spiegeln die im Rahmen der Branchenanalyse identifizierte Bedeutung von sozialen und umweltbezogenen Chancen sowie Risiken wider. Zur Beurteilung der Nachhaltigkeitsleistung des Unternehmens werden für jedes Detailkriterium möglichst spezifische und messbare Indikatoren erhoben und von unseren Branchenanalysten bewertet.

Abb. 12: Kriterienraster für die Unternehmensbewertung



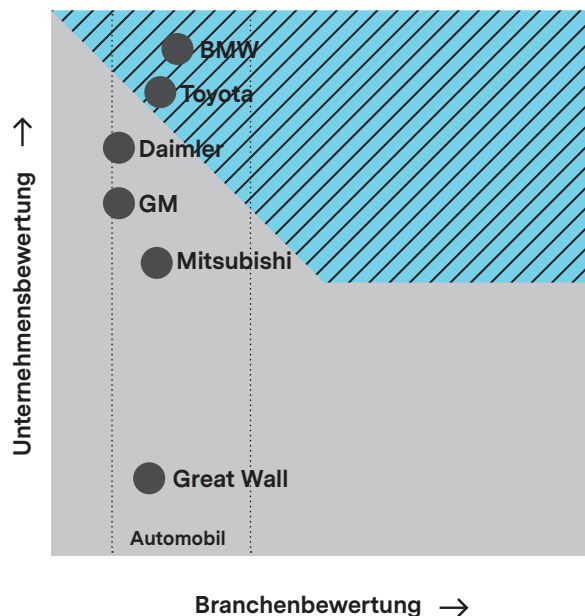
Quelle: Vontobel Asset Management

Einige Beispiele:

- Wie dargelegt besteht der relativ grosse Umwelteinfluss der Automobilindustrie vor allem aus Treibstoffverbrauch und Emissionen während der Nutzung der Fahrzeuge (Kriterium «Produkte» in Abb. 12). Wichtige Kriterien für die Nachhaltigkeitsbewertung von Automobilunternehmen sind daher der CO₂-Ausstoss der abgesetzten Fahrzeugflotte und die Positionierung des Unternehmens hinsichtlich neuer Technologien, sei es im Bereich der Effizienzsteigerung des Verbrennungsmotors oder im Bereich alternativer Antriebsformen wie Hybrid- und Elektromotor. Steigende Treibstoffpreise und strengere Umweltauflagen stellen Risiken für die Profitabilität der Automobilhersteller dar. Die Nachfrage vor allem nach grösseren, verbrauchsstarken Modellen kann dadurch zurückgehen und staatlich verordnete Emissionsgrenzwerte erfordern Zusatzausgaben für Forschung und Entwicklung. Unternehmen, die ihre Flotte frühzeitig an die neuen Rahmenbedingungen anpassen, verbessern ihre Wettbewerbsposition gegenüber den Nachzählern. Solche Unternehmen erhalten eine gute Nachhaltigkeitsbewertung im Sinne eines hohen Unternehmensratings. Damit ein Automobilunternehmen aber Eingang ins nachhaltige Vontobel Anlageuniversum findet, muss seine Unternehmensbewertung einen vergleichsweise hohen Wert erreichen, da die Branchenbewertung relativ niedrig ist (siehe einige Beispiele in Abb. 13).

- Um sinngemäss den Umgang einer Bank mit den branchenspezifischen Umweltrisiken und -chancen zu beurteilen, wird erfasst, wie stark sich das Unternehmen in den Bereichen nachhaltige Kapitalanlagen und Finanzierung erneuerbarer Energien engagiert (Kriterium «Produkte»). Zudem wird geprüft, inwiefern die Bank bei der Bearbeitung von Kreditbegehren auch Umweltaspekte einbezieht oder ob sie an der Finanzierung von ausgesprochen umweltschädlichen Grossprojekten wie Staudämmen oder Pipelines beteiligt ist.
- In der Textil- und Bekleidungsbranche ist die Lieferkette die grösste Quelle von Nachhaltigkeitsrisiken (Hauptkriterien «Lieferkette» im Umweltbereich und «Lieferanten» im Sozialbereich). Denn viele Unternehmen lassen ihre Produkte in Auftragsfertigung in Asien produzieren, wobei meist lokal produzierte Rohstoffe und Vorprodukte verwendet werden. Fälle wie die gehäuften Brände in Textilfabriken in Bangladesch im Jahr 2013 weisen auf die teilweise prekären Arbeitsbedingungen in den Lieferketten der Branche hin. Bei der Nachhaltigkeitsbewertung ist deshalb ein wichtiges Kriterium, inwiefern ein Unternehmen zu einer Verbesserung dieser Bedingungen beiträgt. Hierzu wird einerseits geprüft, ob Richtlinien und Vorgaben für Lieferanten in Bezug auf Arbeitsschutz, Entlohnung, Einhaltung grundlegender Arbeitnehmer-

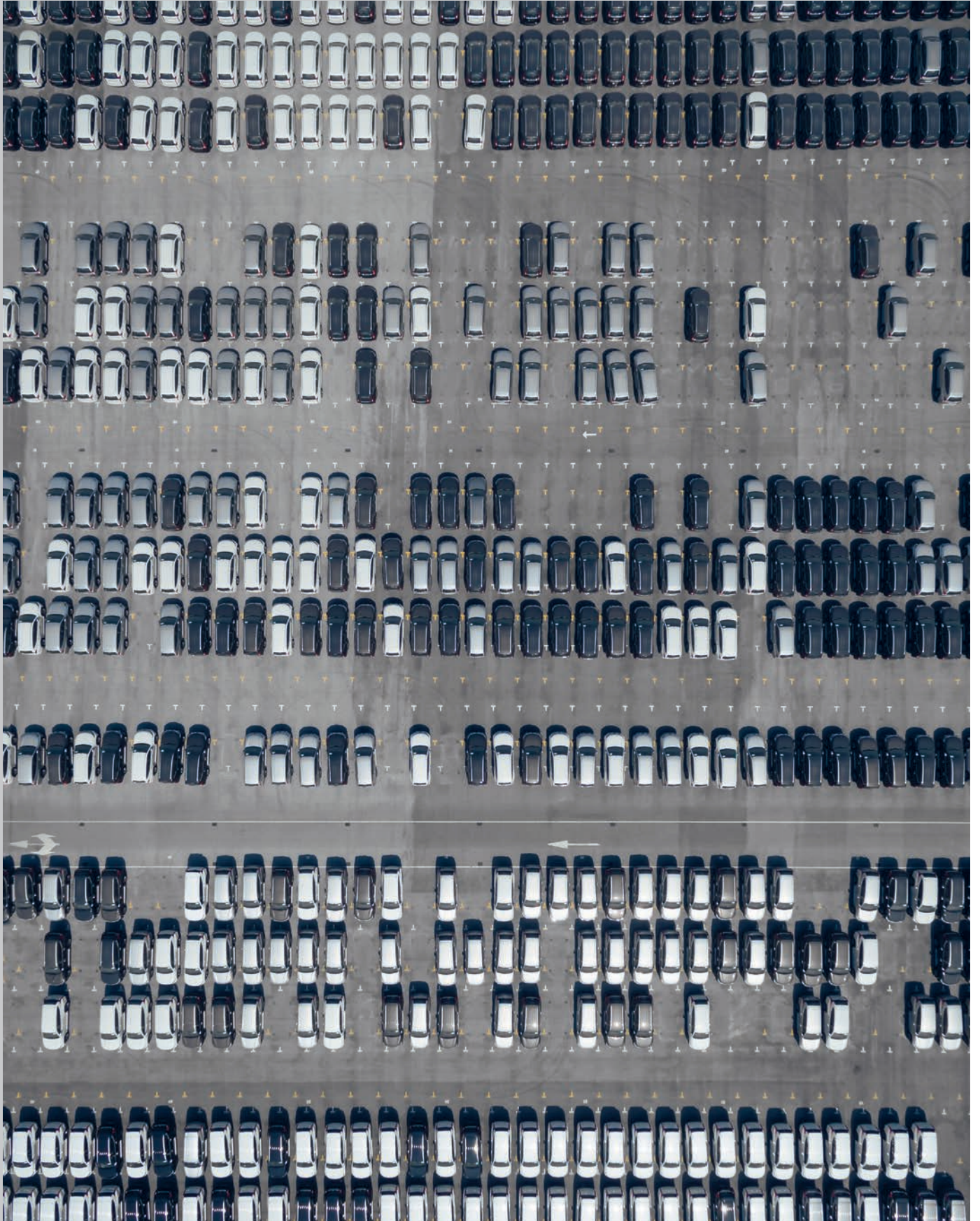
Abb. 13: Positionierung ausgewählter Automobilhersteller im Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor



Quelle: Vontobel Asset Management

rechte und Umweltschutz bestehen. Andererseits wird geprüft, ob das Unternehmen die Einhaltung dieser Vorgaben auch überwacht, vor allem durch regelmässige Betriebsbesuche. In der Praxis hat sich allerdings gezeigt, dass ein solcher «Kontrollansatz» langfristig nur begrenzt wirksam ist. Proaktive Unternehmen setzen daher zunehmend auf sogenannte kapazitätsbildende Massnahmen, d.h. die aktive Unterstützung der Lieferanten bei der Verbesserung der sozialen und ökologischen Bedingungen durch Ausbildung oder Beratung. Unternehmen, die hinsichtlich dieser Kriterien positiv bewertet werden, sind besser gerüstet, um medienwirksame Skandale im Zusammenhang mit ungenügenden Arbeitsbedingungen bei Lieferanten zu vermeiden. Dies zahlt sich langfristig finanziell aus, da der Unternehmenserfolg in der Modebranche stark von der Reputation der Produktmarken abhängt.

Die Vontobel Nachhaltigkeitsanalyse umfasst zahlreiche Kriterien, lässt aber je nach Branche nur die wichtigen in das Unternehmensrating einfließen. Dabei verwendet sie möglichst viele objektiv beobachtbare, messbare Indikatoren, also harte Fakten. Diese Informationen haben den Nachteil, dass sie eher den Status quo und die Vergangenheit betreffen und nur begrenzt, im Sinne einer Extrapolation, Aussagen über die Zukunft zulassen.



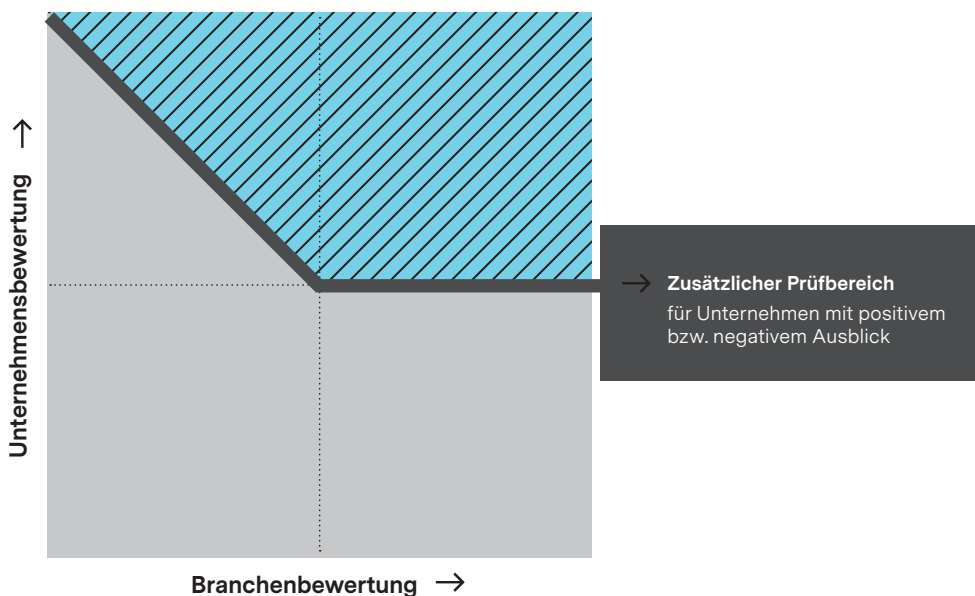
Um die Entwicklungsrichtung eines Unternehmens zu beurteilen, prüfen die Nachhaltigkeitsanalysten daher alle für die Nachhaltigkeitsbewertung relevanten zukunftsgerichteten Informationen – Strategie, Richtlinien, Zielvorgaben, Massnahmenpläne, Verhaltenskodex, Unternehmenskultur usw. Diese grossteils qualitativen Grössen haben ihren festen Platz an zahlreichen Stellen des Kriterienrasters und werden wie die quantitativ messbaren Indikatoren systematisch beurteilt, bewertet, gewichtet und fliessen so in die integrierte Unternehmensbewertung ein. Der Komplex «Unternehmensführung» befasst sich im Rahmen der Analyse von Management und Strategie sogar schwergewichtig mit solchen Aspekten.

Um zukünftige Chancen und Risiken rechtzeitig zu erkennen, ergänzen wir das eigentliche Nachhaltigkeitsrating eines Unternehmens zusätzlich durch einen Ausblick – entwickelt sich das Unternehmen absehbar in Richtung eines besseren oder schlechteren Nachhaltigkeitsratings? Unternehmen mit einem positiven Ausblick können sich für unsere nachhaltigen Portfolios qualifizieren, auch wenn sich ihr Nachhaltigkeitsrating knapp (d.h. höchstens zwei Prozentpunkte) unter der Grenze für die Investierbarkeit befindet. Die Portfolio Manager können so bereits im Frühstadium erkennen, wenn sich bei Rating und Investierbarkeit der Wertpapiere eines Emittenten eine Änderung abzeichnet und gegebenenfalls Aktien oder Anleihen frühzeitig zukaufen. Umgekehrt fallen Unternehmen mit negativem Ausblick bereits aus dem investierbaren Universum heraus, auch wenn sich ihr Nachhaltigkeitsrating noch knapp (maximal zwei Prozentpunkte) über der Investierbarkeitsgrenze befindet (siehe Abb. 14).

Die Beurteilung des Ausblicks beruht auf einer Einschätzung absehbarer zukünftiger Chancen und Risiken, die sich aus Änderungen im Umfeld des Unternehmens (z.B. Marktentwicklungen und –trends, politische Entscheidungen) oder strategischen Weichenstellungen des Managements ergeben. Ein konkretes Beispiel ist die Bewertung des spanischen Baukonzerns und Infrastrukturbetreibers Ferrovial. Das Unternehmen kündigte Ende Dezember 2015 die Übernahme des australischen Infrastrukturbetreibers Broadspectrum an. Broadspectrum betrieb im Auftrag der australischen Regierung Flüchtlingslager auf Inseln ausserhalb Australiens. Sowohl die Praxis der Internierung von Flüchtlingen wie auch die Behandlung der Flüchtlinge wurden in den Medien wegen Gesetzes- und Menschenrechtsverletzungen stark kritisiert. Nach Analyse der Fakten haben wir den Ausblick des Unternehmens daraufhin auf negativ heruntergestuft. Da sich das Nachhaltigkeitsrating des Unternehmens bereits knapp an der Investierbarkeitsgrenze befand, führte dies dazu, dass das Unternehmen aus dem nachhaltigen Anlageuniversum herausfiel. Ferrovial musste die Lager aus vertraglichen Gründen noch bis Ende 2017 betreiben, mit entsprechender negativer Presse und Anklagen von NGOs wie Amnesty International und den damit verbundenen Unsicherheiten für die weitere Geschäftsentwicklung. Dies ist sicherlich ein Grund für die unterdurchschnittliche Entwicklung des Aktienkurses des Unternehmens seit 2016.

Zusammenfassend kombiniert der beschriebene Anlageprozess somit auf strukturierte Art und Weise die theoretischen und praktischen Erkenntnisse aus Finanzanalyse und Portfolio Management mit einer gründlichen Nachhaltigkeitsanalyse. Nur eine derart umfassende Berücksichtigung sozialer und ökologischer Chancen und Risiken führt unserer Überzeugung nach zu einer Wertpapierauswahl, die den angestrebten doppelten Mehrwert generiert: eine höhere Rendite bei weniger Schwankungsrisiko und einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung.

Abb. 14: Einfluss des Ausblicks im Vontobel Nachhaltigkeitsmonitor



Quelle: Vontobel Asset Management

Endnoten

1. Ein positiver Einfluss liegt vor, wenn nachhaltig bewertete Unternehmen eine bessere Aktienkursentwicklung als nicht nachhaltige Unternehmen oder der Gesamtmarkt aufweisen. Hierbei wurden sowohl die gesamte Nachhaltigkeitsbewertung, als auch die Teilbewertungen in den Dimensionen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung zugrunde gelegt.
2. Die Rechtslage zu den treuhänderischen Pflichten ist nicht eindeutig. Eine Diskussion zur Interpretation der einschlägigen rechtlichen Vorgaben und der Rechtsprechung findet z.B. in Grossbritannien und im Rahmen der EU statt. Ein Konsens besteht darüber, dass der Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Aspekten und Zielen in der Vermögensverwaltung nichts entgegensteht. Dies widerspricht der häufig geäußerten Meinung von Treuhändern, dass sie allein dem Renditeziel verpflichtet wären und sich nicht um ökologische und soziale Aspekte kümmern dürften.
3. Beim Volkswagen Golf entfallen rund 80% der Energiebilanz und der NOx-Emissionen auf die Fahrzeugnutzung (Fahrmissionen und Kraftstoffbereitstellung; Quelle: Volkswagen AG, 2008).
4. Das allgemeine Kriterienraster wird in einigen wenigen Branchen durch Spezialkriterien ergänzt, um branchenspezifische Umwelt- und Sozialauswirkungen zu berücksichtigen, z.B. im Falle der Bankenbranche deren Einfluss auf die Stabilität des Finanz- und Wirtschaftssystems.
5. Im Fachjargon werden diese drei Hauptkriterienblöcke der Nachhaltigkeitsanalyse oft mit der englischen Bezeichnung «Environment, Social, Governance» oder der Abkürzung «ESG» umschrieben.

Übersicht der Kriterien des Branchenratings

HAUPTKRITERIEN	
Ökologischer Fussabdruck	Ressourcenverbrauch
	Schadstoffemissionen
	Abfälle
Sozialer Fussabdruck	Humankapital
	Sozialkapital

Übersicht der Kriterien des Unternehmenratings

Umwelt	Lieferkette
	Produktion
	Produkte
Sozial	Lieferanten
	Mitarbeiter
	Gesellschaft
	Kunden
Unternehmensführung	Management
	Strategie

UNTERKRITERIEN	ASPEKTE UND DATENQUELLEN
<ul style="list-style-type: none"> - CO₂-Emissionen - Wasserverbrauch (in Gebieten mit Wasserknappheit) 	<ul style="list-style-type: none"> - PWC-Datenbank, Eurostat - PWC-Datenbank
<ul style="list-style-type: none"> - Luftschadstoffe - Toxische Emissionen 	<ul style="list-style-type: none"> - NOx- und VOC-Emissionen (PWC-Datenbank, Eurostat) - Toxic Releases (TRI Datenbank, US EPA)
<ul style="list-style-type: none"> - Abfallaufkommen 	<ul style="list-style-type: none"> - Eurostat
<ul style="list-style-type: none"> - Arbeitsplätze und Löhne - Sicherheit und Gesundheit - Arbeitnehmerrechte 	<ul style="list-style-type: none"> - Durchschnittsentgelte (US Bureau of Economic Analysis) - Beschäftigungsschwankungen (Eurostat) - Häufigkeit Arbeitsunfälle (US Bureau of Labor Statistics) - Vorkommen von Kinder- und Zwangsarbeit (US Department of Labor)
<ul style="list-style-type: none"> - Konzentration - Geschäftsethik - Menschenrechtskontroversen - Gesundheit 	<ul style="list-style-type: none"> - Anteil der 3 grössten Unternehmen an der Marktkapitalisierung der Branche (MSCI) - Lobbyingausgaben (opensecrets.com) - Korruptionsindex (Transparency International) - Ethisch kontroverse Produkte (Vontobel Einschätzung) - Produktion in Ländern mit Menschenrechtsproblemen (PWC, Vontobel-Einschätzung) - Produktion von Rüstungsgütern (Vontobel-Einschätzung) - Gesundheitsgefährdende Produkte (Vontobel-Einschätzung)
<ul style="list-style-type: none"> - Umweltanforderungen für Lieferanten - Umweltstandards im Einkauf 	<ul style="list-style-type: none"> - Richtlinien, Umsetzung, Leistungsausweis - Umweltbewertungen und -standards für Materialien
<ul style="list-style-type: none"> - Ressourcenverbrauch - Energie und Klima - Emissionen - Abfall - Biodiversität 	<ul style="list-style-type: none"> - Material- und Wasserverbrauch - Energieverbrauch, CO₂-Emissionen, Transportintensität - Luftschadstoff- und Abwasseremissionen - Gesamtabfall- und Sonderabfallaufkommen - Landnutzung
<ul style="list-style-type: none"> - Umweltziele in der Produktentwicklung - Umweltauswirkungen der Produkte 	<ul style="list-style-type: none"> - Ziele und Programme für Entwicklung umweltfreundlicher Produkte - Umweltfreundliche und umweltschädliche Produkte
<ul style="list-style-type: none"> - Arbeitsschutz - Löhne und Sozialleistungen - Arbeitnehmerrechte - Kooperation und Unterstützung 	<ul style="list-style-type: none"> - Richtlinien, Umsetzungs- und Kontrollmassnahmen, Leistungsausweis (Arbeitssicherheit, Mindestlohn, Arbeitnehmervertretungen, Kinder- und Zwangsarbeit, usw.) - Programme zur Unterstützung der Lieferanten bei der Verbesserung der Sozialstandards
<ul style="list-style-type: none"> - Arbeitsschutz - Mitwirkung - Vergütung und Arbeitsplatzsicherheit - Aus- und Weiterbildung - Arbeitsbedingungen 	<ul style="list-style-type: none"> - Massnahmen, Leistungsausweis (Unfallhäufigkeit) - Betriebliche Mitbestimmung, Mitwirkungsmöglichkeiten, Mitarbeiterbefragungen, Gleichbehandlungsprogramme, Kontroversen bez. grundlegender Arbeitnehmerrechte - Löhne und Sozialleistungen, Personalabbau - Massnahmen, Leistungsausweis (Ausbildungsstunden) - Mitarbeiterzufriedenheit, Fluktuation, Arbeitskonflikte
<ul style="list-style-type: none"> - Einfluss auf Gesundheit und Sicherheit - Menschenrechte und Mitwirkung - Monetäre Leistungen für die Gesellschaft - Forschung, Entwicklung und Innovation - Kontroverse Geschäftsaktivitäten 	<ul style="list-style-type: none"> - Massnahmen zur Verhinderung von Unfällen; Leistungsausweis (Störfallhäufigkeit) - Aktivitäten in kritischen Ländern, Schutz der Menschenrechte, Kontroversen - Steuerzahlungen, Steuerkontroversen, Wohltätigkeitsprogramme - FuE-Ausgaben, FuE-Programme von gesellschaftlicher Bedeutung - z.B. Rüstung, Kernenergie, Gentechnik, kontroverse Grossprojekte
<ul style="list-style-type: none"> - Produktsicherheit - Produktqualität - Wettbewerb - Mitwirkung und Information 	<ul style="list-style-type: none"> - Massnahmen, Leistungsausweis (Auszeichnungen, Produktrückrufe, Kontroversen) - Massnahmen, Leistungsausweis (Auszeichnungen, Produktrückrufe, Kontroversen) - Wettbewerbsverstösse (z.B. Preisabsprachen) - Produktzugang (z.B. Erreichbarkeit); Transparenz über Produkteigenschaften
<ul style="list-style-type: none"> - Unternehmensführung (i.e.S.) - Managementsysteme - Kommunikation 	<ul style="list-style-type: none"> - Kontrolle (Unabhängigkeit, Kompetenz des Verwaltungsrates); Aktionärsrechte (Stimmrechte, dominante Aktionäre, Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Transparenz); Vergütung der Organe (Offenlegung, Umfang und Struktur); Rechnungslegung - Nachhaltigkeitsmanagement (Umwelt, Arbeitsschutz, Risiko-, Qualität); Geschäftsethik (Verhaltenskodex, Ziele und Programme, Kontroversen) - Nachhaltigkeitsberichterstattung, Dialog mit Anspruchsgruppen
<ul style="list-style-type: none"> - Integration von Nachhaltigkeit in die Geschäftsstrategie - Entwicklung des Geschäftsmodells - Entwicklung des Produktangebots 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausrichtung des Geschäftsmodells bez. Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen - Ausrichtung des Produktangebots bez. Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen

Ihre Ansprechpartner



Andreas Knörzer
Vice-Chairman
Vontobel Asset Management
andreas.knoerzer@vontobel.com
T +41 58 283 21 55



Dr. Eckhard Plinke
Head ESG Center
Sustainable & Thematic Boutique
eckhard.plinke@vontobel.com
T +41 58 283 21 64



Patrick Sege
Global Head Distribution
Sustainable & Thematic Boutique
patrick.sege@vontobel.com
T +41 58 283 56 91



Daniel Signer
Head of Sales Multi-Asset
daniel.signer@vontobel.com
T +41 58 283 70 41

Wichtige rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie. MSCI Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit einer Offerte von Securities, Finanzprodukten oder Indices gebraucht werden. Weder MSCI noch irgendwelche Drittparteien, welche beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten (die «MSCI-Parteien») beteiligt waren, leisten ausdrückliche oder implizierte Gewähr betreffend solchen Daten (oder betreffend das durch den Gebrauch solcher Daten erhaltene Resultat). Weiter lehnen die MSCI- Parteien hiermit, was solche Daten anbelangt, ausdrücklich alle Gewähr betreffend Echtheit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck, ab. Ohne Vorangehendes zu beschränken, haften sämtliche MSCI-Parteien in keinem Fall für direkte, indirekte, Straf- oder Folgeschäden oder jegliche andere Schäden (inkl. entgangener Gewinn) selbst wenn die Möglichkeit solcher Schäden angekündigt wurde. Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse, weswegen die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf dieses Dokument nicht anwendbar ist. Vontobel Asset Management AG, ihre Konzerngesellschaften und/oder ihre Verwaltungsräte, ihr Management und ihre Angestellten halten oder hielten unter Umständen Effekten von beurteilten Unternehmen, handeln oder handelten diese Effekten der betreffenden Unternehmen oder waren als Market Maker tätig. Zudem können die vorgehend erwähnten juristischen und natürlichen Personen für Kunden diese Effekten gehandelt haben, Corporate Finance Services oder andere Dienstleistungen erbracht haben. Obwohl Vontobel Asset Management AG («Vontobel») der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, veröffentlicht aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel entbindet sich soweit gemäss dem geltenden Recht möglich von jeglicher Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen uns infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns gelten gemacht werden könnten, beschränken sich nach unserem Ermessen und soweit gesetzlich zulässig auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt, überreicht oder in den USA verbreitet werden.

Vontobel Asset Management AG
Gotthardstrasse 43, 8022 Zürich
Schweiz

vontobel.com

