

# Anlagetechnische Effekte nachhaltigen / ethischen Investments

.....

Mag. Reinhard Friesenbichler  
Oktober 2004

## Einordnung der Ethik in das Zielsystem der Geldanlage

### Fundamentale Aktienanalyse und das Konzept des aktiven Anlagestils

Die fundamentale Aktienanalyse versucht aus externer Sicht die Chancen und Risiken eines börsennotierten Unternehmens zu beurteilen und den zukünftigen Unternehmenserfolg zu prognostizieren. Das verdichtete Ergebnis des Analyseprozesses sind zukunftsbezogene Kennzahlen wie z.B. der Gewinn pro Aktie und der Cash Flow pro Aktie sowie die Unternehmensbewertung. Diese orientiert sich meist am Shareholder Value Modell oder ähnlichen Diskontierungsverfahren, ergänzt um eine Ermittlung des Substanzwertes des Unternehmens. Ein Vergleich mit der aktuellen Bewertung an der Börse signalisiert eventuelle Über- oder Unterbewertungen und führt zu einer Kauf-, Verkaufs- oder Halten-Empfehlung für den Investor.

Diese Vorgehensweise steht in Zusammenhang mit der These, dass die intensive Beschäftigung mit den einzelnen Märkten, Branchen und Unternehmen zu einem Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern führt. Dies ermöglicht richtiges Handeln (Stock Selection) zum richtigen Zeitpunkt (Market Timing) und wird durch einen überdurchschnittlichen Anlageerfolg (Outperformance) belohnt. Konsequenz für die Anlagestrategie ist ein aktiver Investmentstil<sup>1</sup>. Auch Ethik-Analyse und verwandte Konzepte wie z.B. Nachhaltigkeitsanalyse oder Ökoeffizienz stehen, explizit oder implizit, in Zusammenhang mit dem aktiven Stil<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Auf der anderen Seite legen Efficient Markets Hypothesis bzw. Capital Asset Pricing Model einen passiven Stil nahe, der z.B. in Form des Indexfonds seine praktische Anwendung findet und in äusserster Konsequenz auf diskretionäre Management-Massnahmen und damit auch auf fundamentale Aktienanalyse verzichtet. Eine Vielzahl von theoretischen Arbeiten und empirischen Studien befassen sich mit dem Vergleich dieser beiden Managementphilosophien. Ein klares Ergebnis kann daraus jedoch nicht abgeleitet werden die Frage „aktiv oder passiv“ wird wohl auch in der absehbaren Zukunft noch offen bleiben.

<sup>2</sup> Auch ein passives Investment in einen Ethik-Index beinhaltet eine aktive Vorselektion der Indexkomponenten.

## Integration ethischer Ziele

Die Ziele der Geldanlage sind durch die Eckpunkte des „magischen Dreiecks“ dargestellt: Rentabilität, Sicherheit (bzw. Risiko) und Liquidität. Vordergründiges Ziel der Ethik-Analyse ist es, die ethische Qualität einzelner Anlagen bzw. eines Portfolios zu beurteilen und dadurch die diesbezüglichen Vorstellungen des Investors zu erfüllen. Durch diese Dimension wird das Zielsystem zum „magischen Viereck der Geldanlage“ erweitert. Die Bedeutung, die jeder einzelnen Zieldimension beigemessen wird, ist letztlich eine individuelle Entscheidung.

## Das Stakeholder Modell

### Definitionen und Überblick

Das umfassendste und insbesondere für die Zwecke der Ethikanalyse am weitesten verbreitete Konzept ist das Stakeholder-Modell. Wie bereits bei Rappaport dargestellt, basiert der "wahre Wert" eines Unternehmens auf der finanziellen Zufriedenheit seiner Anspruchsgruppen, also nicht nur der Kapitalgeber. Das Stakeholdermodell fasst diese Definition weiter, bezieht auch nicht-monetäre Ansprüche und damit auch einen umfassenderen Kreis an Anspruchsgruppen ein: „We define stakeholders as individuals and entities who may be affected by business, and who may, in turn, bring influence to bear upon it.“<sup>3</sup> Bei erweiterter Betrachtung und in der Praxis der Ethik-Analyse wird auch die Natur als Anspruchsgruppe behandelt.

Eine mögliche Gliederung der Anspruchsgruppen erfolgt anhand der Dimensionen Social bzw. Non-Social (u.a. Natur) sowie Primary (direkte Betroffenheit) und Secondary (indirekte Betroffenheit):

<b>Primary Social Stakeholders</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Mitarbeiter und Management</li><li>• Investoren</li><li>• Kunden</li><li>• Lieferanten und Geschäftspartner</li><li>• Lokale Communities</li></ul>	<b>Secondary Social Stakeholders</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Regierung und Zivilgesellschaft</li><li>• Soziale Interessenvertretungen und Gewerkschaften</li><li>• Medien</li><li>• Wirtschaftsverbände</li><li>• Mitbewerber</li></ul>
<b>Primary Non-Social Stakeholders</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Natürliche Umwelt</li><li>• Tiere und Pflanzen</li><li>• Zukünftige Generationen</li></ul>	<b>Secondary Non-Social Stakeholders</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Umweltschutzorganisationen</li><li>• Tierschutzorganisationen</li></ul>

Tabelle: „Stakeholder-Gliederung“<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Wheeler D., Sillanpää M. (1997) The Stakeholder Corporation

<sup>4</sup> in Anlehnung an Wheeler D., Sillanpää M. (1997) The Stakeholder Corporation, S.5

Vor allem bei den Primary Stakeholders handelt es sich teilweise um Stakeholdergruppen, unter welchen wiederum eine Reihe von Stakeholdern subsumiert sind. Z.B. Mitarbeiter: feste, freie und temporär Beschäftigte; Investoren: Aktionäre, Anleiheehhaber, Eigentümer von abgeleiteten Anlageinstrumenten (Wandelobligationen, Optionen, etc), Kreditgeber; Kunden: weiterverarbeitende Unternehmen, Handel, kommerzielle und private Nutzer; Natürliche Umwelt: Boden, Wasser, Luft, Ökosysteme, Landschaften, Rohstoffe, etc.

So wie Rappaport über die Stakeholder sein Shareholder Value Modell mit der Ethik verbindet, so besitzt das Stakeholder Modell einen Transmissionsmechanismus zur Ökonomie. Ein stakeholderorientiertes Unternehmen versucht die Interessen aller Anspruchsgruppen auszubalancieren. Dauerhafter Unternehmenserfolg beruht auf einer Entwicklung, die von allen Stakeholdern aktiv oder zumindest passiv mitgetragen wird. Letztlich ist diese Zielsetzung auch optimal für den Aktionär, denn auch dessen langfristiger Shareholder Value hängt ab von der Akzeptanz seines Unternehmens bei Mitarbeitern, Kunden, Öffentlichkeit, etc.

### **Zusammenhänge zwischen Stakeholder-Orientierung und Unternehmenserfolg**

Dieser meist positive Zusammenhang zwischen Beziehungsqualität und Unternehmenserfolg wird an folgenden Beispielen deutlich:

- humaner Umgang mit Mitarbeitern äußert sich unmittelbar in einer höheren Zufriedenheit und Motivation - motiviertes Personal ist der Lage, eine hohe Produktivität mit geringer Fehlerquote und wenig Fehlzeiten zu erbringen. Hingegen leistet ein demotivierter Mitarbeiter im Extremfall sogar einen negativen Beitrag zum Unternehmenserfolg. Der Faktor „Mitarbeiterzufriedenheit“ hat somit starke und direkte Wirkung auf die ökonomischen Größen Kontrollkosten, Materialaufwand (wg. Ausschuss), Produkthaftung (wg. Qualität), Nicht-Leistungslöhne (wg. Fehlzeiten), Produktionsmenge (wg. möglicher Streiks) sowie indirekte Wirkung auf das Innovationspotential.
- Gute Kundenbeziehungen, realisiert durch ausgeprägten Produktnutzen, gute Qualität, günstiges Preis-Leistungsverhältnis, Service etc, kommen letztlich auch dem Unternehmen zugute in Form einer hohen Kundentreue (Nachhaltigkeit der Absatzmenge), einer Qualitätsprämie (höherere erzielbare Margen), positiver Imageeffekte etc.
- Proaktives Umweltmanagement erkennt den wirtschaftlichen Nutzen von Ressourcenschonung (geringere Kosten für Inputfaktoren), Emissionsreduktion (Vorwegnahme einer laufende Verschärfung umweltpolitischer Rahmenbedingungen - z.B. Umweltauflagen, Ökosteuer) und ökologischem Risikomanagement (Umwelthaftung, negative Imageeffekte durch Umweltunfälle).

## Anlagetechnische Effekte auf das Risiko

### Einschränkung von Anlageuniversum bzw. Diversifikation

Wie der Begriff „magisch“ im oben dargestellten Zielsystem der Geldanlage bereits signalisiert, stehen die einzelnen Zieldimensionen teilweise konkurrierend zueinander – so z.B. sind Rentabilität und Sicherheit ein Gegensatzpaar. Nicht so eindeutig ist der Effekt des Zieles „ethische Qualität“ auf die drei übrigen Eckpunkte. Eine negative Zielbeziehung ergibt sich jedenfalls bei portfoliotheoretischer Betrachtung, dergemäss jegliches, das Anlageportfolio einschränkende Kriterium den Diversifikationseffekt mindert und damit das unsystematische Risiko<sup>5</sup> erhöht bzw. die risikoadjustierte Performance reduziert.

Im Rahmen der Anwendung von Positivkriterien oder des Best in Class Ansatzes ist diese negative Zielbeziehung ist jedoch nicht unmittelbar der ethischen Ausrichtung eines Portfolios zuzuschreiben, sondern ergibt durch jegliche Diversifikationsminderung aufgrund eines aktiven Anlagestils<sup>6</sup>. Die Selektion der „Besten“ - seien es die wachstumstärksten, jene mit der stärksten Marktposition oder eben die „ethisch Besten“ - klammert alle übrigen Anlagemöglichkeiten aus. Entsprechend kann auch eine Beurteilung dieses Effekts nur in Zusammenhang mit der grundsätzlichen Fragestellung „aktiv versus passiv“ abgegeben werden. Letztlich bleibt aber durch die Anwendung von Positivkriterien oder des (puren) Best in Class Ansatzes jede Branche investierbar.

Hingegen reduzieren Negativkriterien von vorne herein die Anlagemöglichkeiten. Um diesen Effekt differenzierter beurteilen zu können, sollen folgend fünf gängige Ausschlusskriterien betrachtet werden: Kinderarbeit, Nuklearenergie, Tabak, Rüstung und fossile Energie.

Ausschlusskriterien beziehen sich meist auf Technologien (z.B. Stromerzeugung mit Nuklearenergie und fossilen Energieträgern) oder unmittelbar auf die Produkte und Dienstleistungen (z.B. Herstellung von Tabakwaren, Rüstungsgütern und Komponenten für Nuklear- oder Kohle/Öl/Gaskraftwerken, Gewinnung von fossilen Energieträgern). In diesen Fällen kann der „Verlust“ an Anlagemöglichkeiten meist direkt einer Branche zugeordnet werden. Andere Ausschlusskriterien beziehen sich auf Unternehmenspraktiken (z.B. Kinderarbeit). Hierbei können Branchen meist nur unscharf bzw. unvollständig zugeordnet werden.

---

<sup>5</sup> Das Gesamtrisiko einer Veranlagung besteht aus einer systematischen (Marktrisiko) und einer unsystematischen (titelspezifischen) Komponente. Letztere kann durch breite Diversifikation (Investition ins Marktportfolio) eliminiert werden.

<sup>6</sup> Diese kann entweder bereits in der Anlagepolitik festgeschrieben sein (z.B. ein Fonds in Wachstumsunternehmen oder ein Blue Chip Portfolio) oder ergibt sich aus aktuellen anlagetechnischen Überlegungen (z.B. Übergewichtung der Technologiebranche, Untergewichtung der Region Europa)

Die meisten betroffenen Branchen sind durch obige Kriterien nicht vollumfänglich ausgeschlossen. Durch gezielte Auswahl einzelner Unternehmen bleiben diese Branchen grundsätzlich investierbar: z.B. Auswahl von Stromerzeugern auf Basis von Wasserkraft, Textilunternehmen ohne Kinderarbeit, Aerospace- und Industrieunternehmen ohne Rüstungsanteil.

Eine Einschränkung des Anlageuniversums ergibt sich sehr wohl durch das Kriterium Tabak. Orientiert man sich an der Sektoren- bzw. Branchenstrukturierung von STOXX und Dow Jones Global<sup>7</sup> (andere Index- und Daten-Provider haben ähnliche Strukturen entwickelt), ergibt sich hierbei eine vollständige Ausgrenzung der Industry Group Tobacco. Die mit Abstand grösste Tragweite hat das Kriterium fossile Energieträger. Dieses führt, abhängig von der genauen Reichweite-Definition des Kriteriums, im Maximalfall zum Ausschluss eines ganzen Economic Sectors (einer von 10 in der STOXX bzw. Dow Jones Global Struktur) – nämlich Energy, bestehend aus den Sub-Groups Coal, Oil Companies Major and Secondary, Oil Drilling, Equipment & Services, Pipelines.

## **Anlagetechnische Effekte auf den Ertrag**

### **Erweiterung des Datenkranzes**

Innerhalb der Welt des aktiven Anlagestils spricht ein gewichtiges Argument für eine positive Zielbeziehung zwischen Ethik und Anlageerfolg - nämlich die in Zusammenhang mit dem angestrebten Informationsvorsprung durch die Ethikanalyse verbesserte Datenbasis.

Die klassische Aktienanalyse ist sehr stark auf "hard facts" ausgerichtet, auf die Erfassung und Verarbeitung von quantifizierbaren Grössen. In einer Zeit als Aktien noch vorwiegend Beteiligungen an einfach strukturierten Basisindustrien darstellten, war diese Orientierung an den im Rechnungswesen erfassbaren Vermögenswerten eine ausreichend genaue Projektion der Wirklichkeit. In den letzten Jahrzehnten hat sich in den entwickelten Wirtschaftsräumen dieser Welt ein einschneidender Wandel vollzogen. Die Bedeutung des Dienstleistungssektor ist inzwischen wesentlich größer als jene der klassischen Industrie, und innerhalb des industriellen Sektors verläuft der Trend hin zum know how-intensiven Hochtechnologieunternehmen. Die Marktmacht hat sich vom Produzenten hin zum mündigen Konsumenten verschoben, und Politik und Öffentlichkeit machen die Umwelt zu einem Thema für die Wirtschaft. Auch wurden neue Technologien entwickelt, mit noch nie dagewesenen Chancen und Risiken für die Menschheit, wie etwa der Computer, das Internet oder die Biotechnologie.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> STOXX Ltd (2001) STOXX and Dow Jones Global Industry Classification Structure, [www.stoxx.com/indexes/sector\\_classification\\_en.pdf](http://www.stoxx.com/indexes/sector_classification_en.pdf)

<sup>8</sup> Friesenbichler R. in Sallmutter H., Freyschlag F. (2001) Ethische Investments, S.67

Dieser strukturelle Wandel stellt nun auch Anforderungen an die Methodik der Wertpapieranalyse. Die klassische externe Analyse integriert lediglich einen Teil der Segmente des komplexen Datenkranzes, der die Bestimmungsfaktoren des Unternehmenserfolges enthält. Insbesondere die Berücksichtigung sozial- und umweltökonomischer Faktoren<sup>9</sup> wird aufgrund des soft fact-Charakters und der damit verbundenen Schwierigkeiten bei Informationsgewinnung- und -interpretation oft vernachlässigt. Ethik-Analyse kann ein gutes Stück dieser Modell- und Datenlücken füllen.

Ethik-Analyse stellt somit keine Alternative zur konventionellen Fundamentalanalyse dar, sondern erweitert diese um ethische bzw. soziale und ökologische Aspekte. So wird auch bei den meisten ethischen Anlageprodukten verfahren, wo die Ethikanalyse vorgelagert, nachgelagert oder simultan zur Fundamentalanalyse erfolgt oder in diese ansatzweise integriert ist.

### **Ausblick**

Während die klassische Unternehmensbewertung und Aktienanalyse bis in die ersten Jahrzehnte des 20. Jahrhunderts zurückreicht, ist die Ethikanalyse ein noch sehr junger Zweig. Oben beschriebene Defizite konventioneller Ansätze sowie die zunehmende Verbreitung, Professionalisierung und wissenschaftliche Fundierung der ethischen Unternehmensanalyse (und verwandter Konzepte) zeigen immer stärker die Gemeinsamkeiten bzw. die Ergänzungs- und Integrationsmöglichkeiten. These: neben der wachsenden Bedeutung von explizit ethisch bzw. ökologisch und sozial orientierten Portfolios wird Ethik zunehmend als strategisches Element betrachtet mit langfristig positiven Effekten auf den Anlageerfolg. Einzelne Elemente der Ethikanalyse werden Eingang finden in die Standard-Werkzeugkoffer der Finanzanalysten.

---

<sup>9</sup> vgl. auch obige Darstellung des positiven Zusammenhangs zwischen Unternehmenserfolg und der Qualität der Stakeholderbeziehungen