



Performance / Rendite – Risiko Nachhaltiger Geldanlagen

Eine häufige, meist auch kontrovers diskutierte Debatte ist das Thema von Rendite und Risiko in Zusammenhang mit Nachhaltigen Geldanlagen.

Die oft emotional geführte Debatte hat viel mit dem Vorurteil zu tun, nachhaltige Bemühungen dienen hauptsächlich einem philanthropischen und gemeinnützigen Zweck ohne direkten betriebswirtschaftlichen Bezug¹.

Durch die lange Zeit oftmals organisatorische Anordnung der Nachhaltigkeitsabteilung im Bereich Marketing/Kommunikation haben viele Unternehmen diesem Vorurteil Nahrung gegeben.

Auch sind nachhaltige Produkte, wie z.B. Bio-Lebensmittel oder Fair-trade-Produkte, teurer als konventionelle Produkte. Sprich, für Nachhaltigkeit muss der Verbraucher tiefer in die Tasche greifen, was im Umkehrschluss umgangssprachlich heißt, dass man zwar mit Nachhaltigen Geldanlagen etwas Gutes tut, aber in Form von Renditeeinbußen dafür zahlt; quasi wie eine Spende.

Basierend auf der Finanzmarkttheorie leuchtet es darüber hinaus ein, dass bei einem eingeschränkten Investmentuniversum, welches sich durch die Anwendung verschiedener Filter zwangsläufig ergibt, weniger Möglichkeiten zur Portfoliodiversifikation zur Verfügung stehen, ergo mit höherem Risiko einhergeht.

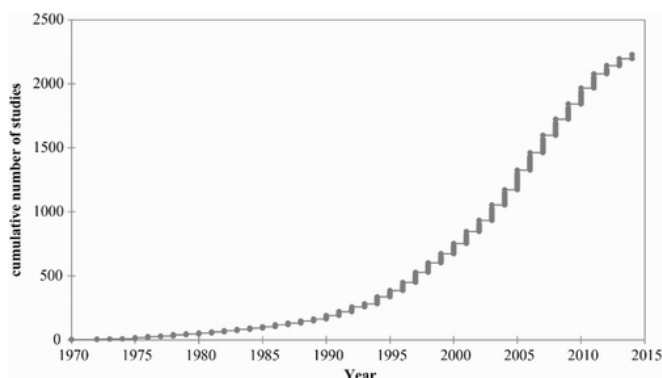
Diese Erfahrung und teilweise aus der Finanzmarkttheorie stammende Argumente wurden lange Zeit und werden heute immer noch oft auf Nachhaltige Geldanlagen projiziert.

Aufklärung schafft der Rückgriff auf die Wissenschaft und dort hauptsächlich auf Daten der Vergangenheit und die Erfahrung der in der Praxis angewandten Finanzmarkttheorie; sozusagen ein Faktencheck. In einem zweiten Schritt ist es aber auch die argumentative Logik der Internalisierung externer Kosten, die betriebswirtschaftlich die ökonomische Sinnhaftigkeit der Nachhaltigkeit offenkundig macht.

(I)

Zunächst zur Empirie:

Viele empirische Studien untersuchten seit den 1970er Jahren den Bezug von Nachhaltigkeit auf die Unternehmensleistung und auch den Bezug auf die Kursentwicklung von Aktien und Anleihen.



Mittlerweile gibt es sogar drei bekannte Metastudien², die alle zum gleichen Gesamturteil kommen. Auch die UNO (UNEP-FI) veröffentlichte 2007 ihre Erkenntnisse unter dem Titel „Demystifying Responsible Investment Performance“³.

¹ 2005 hieß es auf Bloomberg dazu: „Socially Responsible Investment. An investment that may carry a lower rate of return, but provides many benefits to society.“

² Margolis/Walsh (2001), Orlitzky/Schmidt/Rynes (2004) und Friede/Busch/Bassen (2015)

³ https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf



Orlitzky/Schimdt/Rynes kommen 2003 mit Ihrer Studie „Corporate social performance and financial performance, a meta-analysis“⁴, die übrigens den Moskowitz-Preis gewann, zu folgendem Ergebnis: Aus 52 Studien (aus den Jahren 1972-1997) mit knapp 34.000 Beobachtungen gibt es

- eine positive und wesentliche Verbindung zwischen sozialer Verantwortung und finanzieller Entwicklung
- einen stärkeren Einfluss von sozialem Verhalten verglichen mit ökologischem Verhalten
- der Zusammenhang tritt nicht vor- oder nachgelagert, sondern zeitgleich ein
- Die Reputation hat einen stärkeren Einfluß auf die finanzielle Entwicklung als die einzelnen Managementqualitäten
- stärkerer Einfluss auf kennzahlenorientierte Performance (internes bzw. externes Rechnungswesen als aufmarktorientierten Renditen; sprich die Auswirkungen sind stärker bilanzieller denn börsentechnischer Natur.

Hier wird wohlgermerkt der direkte Bezug von Nachhaltigkeit auf die Unternehmen selbst hergestellt.

Margolis/Walsh haben 2003 in einer weiteren Metastudie⁵ die Kriterien der finanziellen Entwicklung der Unternehmen, nach denen untersucht wurde, präzisiert und granularer gestaltet. So stellen sie auf die Faktoren Risikomanagement, Kostenreduzierung, Corporate Governance, Reputation, Innovation und Managementqualität ab. Knapp 130 analysierte Studien ergeben in etwa der Hälfte der Fälle einen positiven Zusammenhang, ~20% ein gemischtes Bild, ~5% einen negativen Zusammenhang und wiederum ~25% keinerlei Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit und Unternehmensperformance.

In der im Markt sehr bekannten bis vor Kurzem aktuellsten und umfangreichsten Metastudie der Universität Hamburg, hatten Busch/Bassen/Frieden mit ca. 2.200 Studien gleichzeitig alle bis dato publizierten akademischen Studien zu diesem Thema integriert.⁶ Ergebnis ist, dass bei 90% der Studien kein negativer Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Unternehmensperformance auftritt. Die Mehrheit der Studien finden sogar einen positiven Zusammenhang.

Nun ist dies aber auch schon wieder fünf Jahre her (mit einem 2018er [Revisit](#)).

Kürzlich hat das [NYU Stern Center for Sustainable Business](#) (mit Rockefeller AM) die [Resultate](#) einer neuen [Meta-Studie](#) veröffentlicht, die die Ergebnisse von über 1.100 Studien und 27 Meta-Studien (wiederum basierend auf ca. 1.400 Einzelstudien), die zwischen 2015 und 2020 veröffentlicht wurden (wobei wohl auch Studien von vor 2015 integriert wurden), aggregiert hat. Drei der sechs Kernbotschaften: 86% ± 6% der Studien mit Investoren-Fokus kommen zum Ergebnis, dass Nachhaltige Geldanlagen im Vergleich zu konventionellen Anlagen gleich gut oder besser abschneiden (ca. 1/3 der Studien ergeben Outperformance). Darüber hinaus bietet SRI sog. “Downside protection”, insbesondere in gesellschaftlichen oder wirtschaftlichen Krisen und Dekarbonisierungs-Strategien bieten Geschäftsmöglichkeiten. Hier geht’s zum [Paper-Draft](#) vom November: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3708495

⁴ <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0170840603024003910>

⁵ Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business <https://journals.sagepub.com/doi/10.2307/3556659>

⁶ <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>



Es lässt sich aus der Empirie also eindeutig ableiten, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren im Durchschnitt und langfristig keine ökonomische Nachteile mit sich führt(e), sondern eher im Gegenteil, tendenziell finanziell von Vorteil ist bzw. zumindest war. Das ist natürlich kein Beleg, dass dies in Zukunft weiterhin der Fall sein muß und auch modelltheoretische Gleichgewichtsannahmen und Überlegungen zu Kapitalkosten, die u.a. auf Modellen wie dem CAPM beruhen, stehen dem unhinterfragten Fortschreiben dieser empirischen Erkenntnisse und nicht selten damit einhergehender aggressiv-werblicher Outperformance-Versprechen entgegen.

Was allerdings auch gesagt werden muß, ist dass es innerhalb der verschiedenen Anlagestile bei Nachhaltigen Geldanlagen (Ausschlüsse, Best-in-Class, Themeninvestments, Impact-Investments u.a.) sehr wohl Unterschiede in Bezug zu Rendite und Risiko gibt.

So scheinen erste Erkenntnisse darauf hinzudeuten, dass der vermehrte Rückgriff auf Ausschlußkriterien mit Performanceeinbußen⁷ bzw. höherem (relativen) Risiko⁸ einhergeht. Auch gezielte Themeninvestments (meist „deep bzw. dark green“) haben in der Vergangenheit zu erratischen Schwankungen geführt. Und gerade bei Impact-Investments gelingt es marktkonforme Renditen zu erzielen, die Regel war dies aber tendenziell nicht. Das ist aber auch lange gar kein Ziel von Impact-Investments gewesen.

Vor diesem Hintergrund muss ein Anleger bzw. ein Produkthanbieter sich immer bewusst machen, welche Ziele mit einer Anlage erreicht werden sollen.

In Bezug auf die Ausgestaltung von Produkten Nachhaltiger Geldanlagen ist diese Berücksichtigung ein zentrales Element, um im Sinne des magischen Dreiecks bzw. Vierecks in puncto Produktklarheit und Produktwahrheit die verschiedenen Kundeninteressen sachgerecht abzuwägen.

(II)

Was den Praxistest der Finanzmarkttheorie anbelangt, so lässt sich sagen, dass das o.a. Problem der niedrigeren Diversifikationsmöglichkeiten rein theoretischer Natur ist und in der Praxis irrelevant. Risiko wird in der Welt des Portfoliomanagements meist als relatives Risiko gesehen, da ein Investment meist ggü. einem Referenzwert, z.B. einem Index, einer sog. Benchmark gemessen wird. Hier ist der Tracking Error, ein Konzept der annualisierten Standardabweichung, die maßgebliche Kennzahl. Die Anwendung mathematischer Optimierung ist heute Standard im Portfoliomanagement. So ist es ohne große Schwierigkeiten möglich, selbst bei Investmentuniversen die um die Hälfte oder sogar mehr eingeschränkt werden, unter Berücksichtigung einer grundsätzlichen Streuung über Länder und Sektoren, Portfolios zu erhalten, die zu einem Tracking-Error von Null, also keinem höheren Risiko, tendieren.⁹ Diese gelebte Praxis wird zusätzlich empirisch durch Forschung im Rahmen der Theorie zu effizienten Portfolios (efficient frontier) untermauert¹⁰.

Im Gegenteil, in einer anderen Studie kommt sogar zum Ausdruck, dass der Rückgriff auf (mehr) Nachhaltigkeit sogar positive Effekte hat. Dort heißt es: „Our findings are that the industry has substantial leeway to increase the sustainability quotients of its portfolios at even no cost to risk and return, thus implying that the funds are unnecessarily falling short on the reasons why investors are investing in these funds in the first place.“¹¹

⁷ <https://www.nbim.no/contentassets/db0b28dc13934aa6a56596d81d47a33a/return-and-risk-2017---government-pension-fund-global.pdf> und <https://expertinvestoreurope.com/ethical-exclusions-lower-norways-sovereign-fund-returns/>

⁸ <http://research-center.amundi.com/page/Publications/Discussion-Paper/2014/SRI-and-performance-impact-of-ESG-criteria-in-equity-and-bond-management-processes?search=true>

⁹ <http://research-center.amundi.com/page/Publications/Discussion-Paper/2014/SRI-and-performance-impact-of-ESG-criteria-in-equity-and-bond-management-processes?search=true>

¹⁰ <https://www.alexandria.unisg.ch/254539/>

¹¹ <https://www.alexandria.unisg.ch/252084/>



(III)

Mit dem vorher Erläuterten wird nun auch die argumentative Logik der Sinnhaftigkeit von (mehr) Nachhaltigkeit verständlich.

Argumentativ wird von Verfechtern der Nachhaltigkeit hauptsächlich ins Feld geführt, dass eine langfristige und nachhaltige Wirtschaftsweise, durch z.B. die Berücksichtigung verschiedener Anspruchs- und Interessengruppen – also der Abkehr vom Shareholder- zum Stakeholdermodell – und vor allem durch die Bepreisung von externen Effekten, die dann internalisiert werden können (CO2-Steuer, Nuklearabfälle, stranded Assets, also Abschreibungen durch den Kohleausstieg, etc.) – Kosten, die ein Unternehmen verursacht, aber von der Allgemeinheit finanziell und gesundheitlich getragen wird – dazu gehören beispielsweise die Wasseraufbereitung (Nitrat der Landwirtschaft, Einleitung durch Pharma, Chemie und Versorger), Folgekosten der Erderwärmung, Sozialversicherungskosten wie Arbeitslosigkeit, Gesundheit und Frühverrentung bei schlecht geführten Unternehmen – zu einer ausgewogeneren Steuerung des Unternehmens im volkswirtschaftlichen und gesamtgesellschaftlichen Kontext führt, mit weniger Exzessen und sogenannten Korrektur-Draw Downs (Rückschlägen), also letztendlich „harmonischer“ und vor allem realistischer ist, da es den kompletten Produktlebenszyklus mit seinen entsprechenden Verantwortlichkeiten berücksichtigt.

Auch hierfür gibt es wiederum wissenschaftliche Erkenntnisse, die dies untermauern, indem sie die Reduzierung der Wahrscheinlichkeit von sog. Stock Crashes durch die Integration von Nachhaltigkeitszielen nachweisen kann.¹²

Allgemein werden zukünftig Begriffe wie „doppelte Wesentlichkeit“ („Inside-Out“ bzw. „Outside-In“), Non-Financial bzw. Extra-Financial Reporting, was die EU nun im Rahmen einer integrativen Berichterstattung im Rahmen der CSRD aufgleist, eine bedeutende Rolle spielen.

¹² <https://www.vpbank.com/de/news/2018/nachhaltiges-investieren-im-gespraech-mit-den-gewinnern-des-vp-bank-best-paper-awards>