

## Teil 2

# Mehrwert oder Marketing? Was bedeutet ESG für die Kapitalanlage?



**Hans-Jörg Naumer**  
Global Head of Capital  
Markets & Thematic Research  
Allianz Global Investors

Nachhaltigkeit, im weitesten Sinne, ist für die Kapitalanlage längst kein neuer Begriff mehr. Nachdem Teil 1 dieser Studie den Bedeutungswandel und Bedeutungszugewinn auf Nachhaltigkeit bezogener Investitionen untersucht hat, gibt der zweite Teil einen Überblick über den Stand der akademischen Debatte.

### Verstehen. Handeln.

CSR und ESG können einen positiven Beitrag für die Investitionen bedeuten. Das legen nicht nur Plausibilitätsüberlegungen nahe (z. B. geringeres Risiko durch höhere Transparenz), sondern das zeigen auch eine Fülle akademischer Studien.

Das Akronym ESG bedeutet „Environmental“ (Umwelt), „Social“ (Gesellschaft), „Governance“ (Unternehmensführung). CSR steht für „Corporate Social Responsibility“.

### Können CSR bzw. ESG einen Mehrwert liefern?

Über die einzelnen Investmentansätze hinausgehend stellt sich die Frage: Rentiert sich CSR für das Unternehmen bzw. erbringt Nachhaltigkeit für den Investoren eine bessere Rendite?

Die im Kontext zur Sinnhaftigkeit von CSR gerne zitierte – und häufig auch kritisierte – Aussage von Milton Friedman, die einzige Aufgabe des Managers sei es, den Wohlstand der Anspruchsberechtigten

zu erhöhen<sup>1</sup>, hilft hier kaum weiter. Denn CSR muss nicht notwendigerweise im Widerspruch zu einer höheren Wohlfahrt der Anspruchsgruppen führen.

Das Einführen von an CSR ausgerichteten Geschäftsabläufen kann zwar höhere Kosten mit sich bringen und damit eine Verringerung der Wohlfahrt für den „Stakeholder“ bedeuten. Diese können jedoch auch zur Senkung von Kosten und von (Kosten verursachenden) Risiken sowie möglicherweise zu einer verbesserten Kapitalbeschaffung auf der Eigen- wie auf der Fremdkapitalseite führen.

<sup>1</sup> Vgl. Milton. Friedman: „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“, in: The New York Times Magazine vom 13.9.1970, <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html> (20.6.2016): „Managers only responsibility is to increase stakeholder's wealth.“

Ausgaben zur Gesunderhaltung der Belegschaft zum Beispiel senken krankheitsbedingte Kosten. Eine höhere Zufriedenheit mit dem Arbeitgeber verringert Fluktuation und senkt die Kosten der Neuanwerbung und Einarbeitung von Mitarbeitern, so die Begründung.<sup>2</sup> Ausgaben für den Umweltschutz vermeiden Klagen gegen Umweltverstöße und reputationsschädliche Umweltrisiken. Investitionen in Energieeffizienz senken den laufenden Energiebedarf und die Beschaffungskosten für CO<sub>2</sub>-Handelsrechte. Eine bessere Produktqualität und Produktsicherheit erhöht die Kundenloyalität und ermöglicht höhere Preise, während gleichzeitig die Kosten von Reklamationen sinken. Wer auf Korruption und Bestechung verzichtet, dem mögen Aufträge entgehen, aber er vermeidet Reputationsschäden, sobald dieses Geschäftsgebaren an die Öffentlichkeit dringt.

Ein weiteres Kriterium ist darüber hinaus das Risiko, dass Vermögenswerte wertlos werden, da sie nicht nachhaltig sind, sogenannte „Stranded Assets“.<sup>3</sup>

Die Plausibilitätsprüfung führt auch dazu, Firmen die Kapitalbeschaffung durch CSR zu erleichtern:

- Sinkende Risiken bei erhöhter Transparenz senken die Risiken für Investoren, wodurch eine geringere Risikoprämie gerechtfertigt wird.
- Durch die Offenlegung und das Einhalten der ESG-Kriterien richtet sich das Management nach dem Willen der Aktionäre, was sich bei den Regeln zur Vergütung besonders deutlich zeigt. Damit wird das sogenannte „Principal-Agent-Problem“ verringert, das zwischen dem Prinzipal (dem Eigner, also Kapitalgeber) und dem Agenten (dem Manager) auftreten kann. Die Kontrollfunktion des Eigentümers wird gestärkt.
- Wer im Wettbewerb um knappes Kapital gute ESG-Ratings aufweisen kann, weiß die „Pressure groups“ auf seiner Seite. Tatsächlich haben sich einige namhafte Interessengruppen organisiert, die Macht mittels Investorengeldern ausüben können. Darunter sind z. B. „Ceres“, das „Carbon Disclosure Project“, die „Global Reporting Initiative“, die „Global Sustainable Investment Alliance“ oder auch die „PRI-Initiative“ der



Vereinten Nationen sowie das „Sustainability Accounting Standards Board“. Nicht, weil sie Gelder direkt investieren, sondern vielmehr, weil sie mittels Standards und Selbstverpflichtungen durch ihre Signatäre Gelder lenken. Allein die PRI-Initiative hat knapp 1.400 Unterzeichner, die über mehr als 45 Billionen US-Dollar an Assets unter Verwaltung verfügen<sup>4</sup>.

- Tatsächlich zeigt bereits eine Studie über 41 Länder aus dem Jahr 2004, dass der Anteil institutioneller Eigner und das Verfolgen von CSR-Praktiken positiv korreliert sind.<sup>5</sup> Das heißt, je stärker institutionelle Eigner vertreten sind, desto besser scheinen diese auf CSR-Praktiken bei den Firmen drängen zu können.

<sup>2</sup> Ein Zusammenhang, den u. a. bestätigt hat, vgl. A. Edmans: „Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices“, in: Journal of Financial Economics, 101. Jg. (2011), H. 3, S. 621–640.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu <http://www.smithschool.ox.ac.uk/research-programmes/stranded-assets/>.

<sup>4</sup> Stand: März 2015.

<sup>5</sup> Vgl. I.J. A. Dyck et al.: „Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility?“, International Evidence, 2015.

## Wie wirkt sich ESG auf die Kapitalanlage aus?

Aber: Wie wirkt sich ESG auf die Kapitalanlage aus? Wenn sich die Kapitalbeschaffungskosten verringern, da mit zunehmender Transparenz das Investitionsrisiko sinkt, könnte dies unter einem reinen Renditeaspekt für die Investoren zunächst eher abträglich sein. Die Investition ist daher risiko-adjustiert zu betrachten. Werden ESG-Kriterien integrativ zum bestehenden Investmentansatz gewählt, können sie zusätzliche Informationen über Investmentrisiken liefern. Diese könnten im Standardprozess der Titelselektion möglicherweise untergehen.

## Was sagt die Kapitalmarktforschung?

Die Fülle der auf CSR/ESG bezogenen Studien lässt sich grob in zwei Ansätze untergliedern: einerseits die Untersuchung der Auswirkungen von CSR-Praktiken auf die Unternehmen und andererseits das Durchleuchten möglicher Performanceauswirkungen für die Investoren.

Bei den auf den Unternehmenserfolg abzielenden Studien geht es um die Frage des finanziellen Erfolges: Führt CSR zu einem besseren Firmenergebnis („Corporate Financial Performance“ – CFP)? Das heißt, widerspricht CSR somit der Vermutung allein Kosten verursachender Maßnahmen, die den Unternehmensgewinn schmälern?

Bei den Portfolio basierten Analysen geht es um die Performance ESG-basierter Investitionen, also um das unmittelbare Ergebnis für den Investor.

## Die Unternehmensperspektive: CSR und CFP

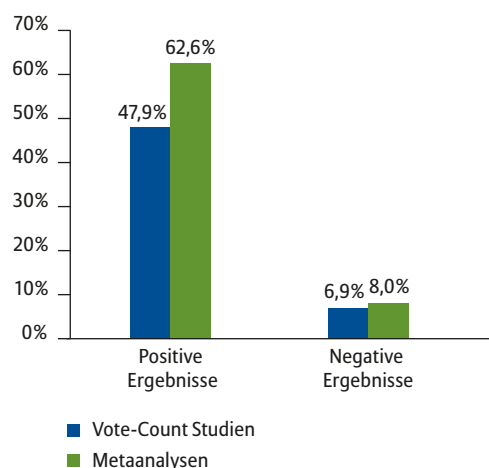
In einer Gesamtschau über 251 empirische Studien aus den Jahren 1972 – 2007 kommen Margolis et al. zu einer zunächst eher defensiven Aussage. Das Ergebnis von Firmen, die sich CSR verschrieben haben, „vernichte keinen Shareholder-Value“, sondern würde, wenn auch gering, so doch statistisch signifikant von CSR positiv beeinflusst<sup>6</sup>. Dabei beobachten die Autoren, dass der positive

Ergebnisbeitrag überwiegend von Studien aus der jüngeren Zeit stammt.

Die vermutlich umfangreichste – und deutlich aktuellere – Studie zum Zusammenspiel von ESG und dem finanzwirtschaftlichen Ergebnis der Unternehmen stammt von Friede et al.<sup>7</sup> Diese Metaanalyse greift auf insgesamt 2.200 Studien zurück, die seit den 1970er Jahren bis heute erstellt wurden. Sie begibt sich auf die Ebene der

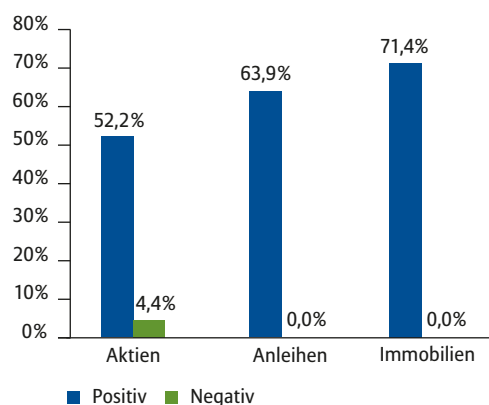
## Schaubild 1: Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Finanzperformance („Corporate Financial Performance“ – CFP)

### Empirische Studien zum ESG-CFP: Verhältnis der Ergebnisse im Überblick



## Schaubild 2: Die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance unterscheiden sich in der Wahl der Hauptanlageklasse

### ESG-CFP: Verhältnis in Hauptanlageklassen (Vote-Count-Stichprobe)



Quelle: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015): „ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies“, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210–233. Stand: Dezember 2015.

<sup>6</sup> „Corporate Social Performance doesn't destroy shareholder value“, vgl. J. D. Margolis, H. A. Elfenbein, J. P. Walsh: „Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance“, in: SSRN Electronic Journal (2009).

<sup>7</sup> Vgl. G. Friede, T. Busch, A. Bassen: „ESG and financial performance. Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies“, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, 5. Jg. (2015), H. 4, S. 210–233.



Primär- und Sekundärdaten dieser Studien und stellt in der überwiegenden Zahl der Fälle (ca. 90% der Studien) einen nicht-negativen Zusammenhang fest. Bei ca. 60% der Studien würde dabei ein klar positiver Zusammenhang zwischen CSR und CSP erhoben, d. h. die Firmenergebnisse werden positiv beeinflusst. In weniger als 10% aller Studien würde ein negativer Zusammenhang festgestellt.<sup>8</sup>

Friede et al. unterscheiden dabei in zwei Varianten: Erstens sogenannte „Vote-Count-Studien“ („Zählstudien“), bei denen Metastudien, auf die sie zurückgreifen, die Ergebnisse von Primärstudien

lediglich zählen („positiv“, „negativ“, „neutral“). Zweitens Metaanalysen, welche auf die den Primärstudien zugrunde liegenden ökonometrischen Schätzungen zurückgreifen und diese zu einer Gesamtanalyse aggregieren. Beide Analyseansätze führen jedoch zu dem gleichen Ergebnis, wobei es zu Abweichungen zwischen den einzelnen Assetklassen kommt.<sup>9</sup> Auf der Grundlage der Zählstudien zeigt sich bei Anleihen und Immobilien gegenüber Aktien ein noch deutlich positiverer Einfluss von ESG-Faktoren auf die Finanzperformance, wobei die Analyse von den Aktien dominiert wird.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Zur Bedeutung von ESG für die Kapitalanlage s. a.: S. Hörter, „ESG in Investment Grade Corporate Bonds“, Allianz Global Investors, 2016; und S. Hörter, „ESG in Equities“, Allianz Global Investors, 2015.

<sup>9</sup> Vgl. auch: G. Friede, T. Busch, A. Bassen: „Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Performance von Finanzanlagen“, in: AbsolutImpact, 01/2016.

<sup>10</sup> Die Analyse umfasst 334 Studien, wovon 291 Aktien-, 36 Anleihen- und 7 Immobilienstudien sind.

<sup>11</sup> Zur Bedeutung unterschiedlicher Investorenschutzrechte im Kontext unterschiedlicher Rechtstraditionen („legal families“) vgl. R. Laporta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer & R. Vishny: „Legal Determinants of External Finance“, in: The Journal of Finance, Vol. LII, No. 3, July 1997.

<sup>12</sup> Zur Bedeutung der Governance und Rentabilität der Unternehmensfinanzierung in den Industriestaaten vs. den aufstrebenden Staaten vgl. K. Gugler, D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu: „Corporate Governance and Globalization“, in: Oxford Review of Economic Policy, 20. Jg. (2004), H. 1, S. 129–156; vgl. „The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries“, in: The Economic Journal, 113. Jg. (2003), H. 491, F511–F539.

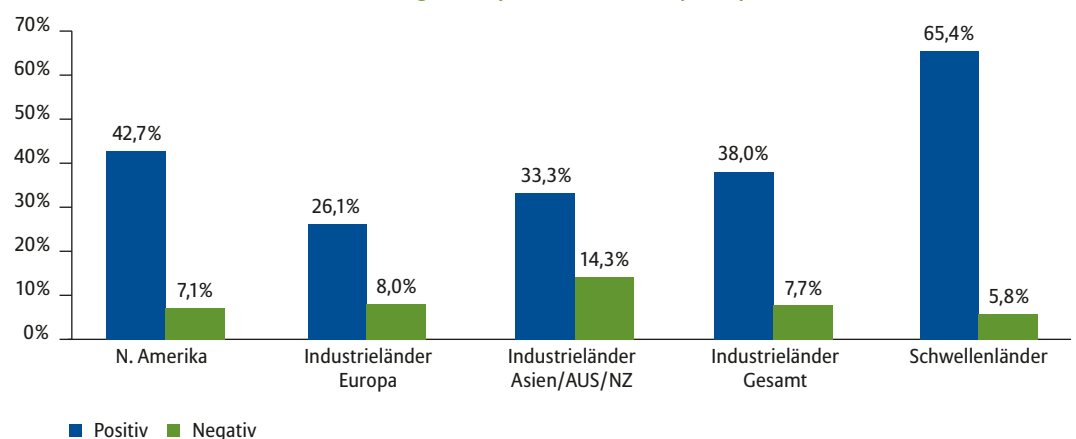
## Je schwächer der Gesetzesrahmen, desto wichtiger wird ESG

Wird nach Ländern unterschieden, zeigt sich für die aufstrebenden Länder das mit Abstand positivste Verhältnis von ESG und CSP (vgl. Schaubild 3). Dies war zu erwarten, da in Schwellenländern die Schutzrechte der Investoren schwächer sind als in den Industriestaaten. Damit tragen freiwillige ESG-Maßnahmen am deutlichsten zur Senkung

des Investorenrisikos bei. Dies unterstreicht auch die Feststellung von Friede et al., den „Governance“-Maßnahmen aus dem Dreiklang „E-S-G“ komme die insgesamt größte Bedeutung zu. Auffällig ist in diesem Kontext zudem, dass die meisten wissenschaftlichen Studien für die Schwellenländer einen positiven Beitrag feststellen.<sup>11, 12</sup>

Schaubild 3: In den Schwellenländern ist das ESG-CFP-Verhältnis am stärksten ausgeprägt

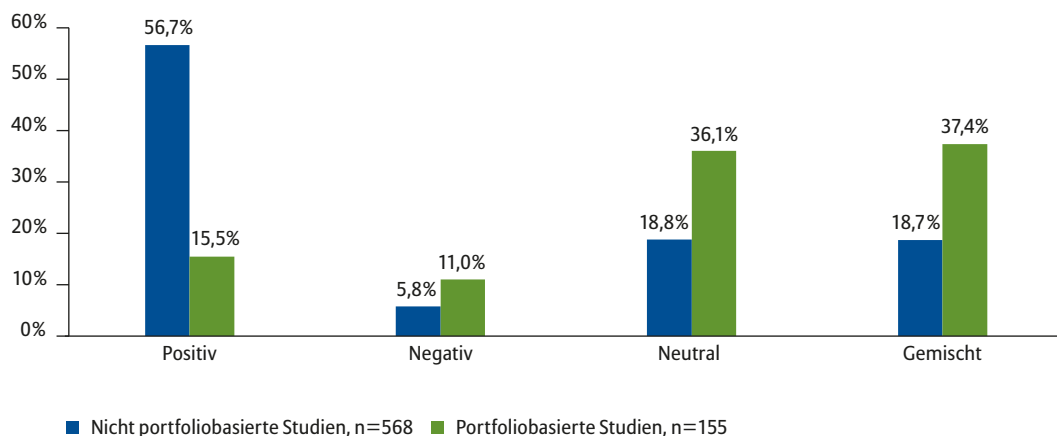
ESG-CFP: Verhältnis in verschiedenen Regionen (Vote-Count-Stichprobe)



Quelle: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015): „ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies“, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210–233. Stand: Dezember 2015.

## Schaubild 4: Haben ESG-Portfolios einen signifikanten Einfluss auf die Rendite der Investoren?

### ESG-CFP: Verhältnis in Abhängigkeit von portfolio- und nicht portfolio-basierten Studien (Vote-Count-Stichprobe)



Quelle: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015): "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210–233. Stand: Dezember 2015.

## Die Investorensicht

Auf Ebene der Investoren kommt die Gesamtsicht der Studie von Friede et al. zu einem etwas weniger beeindruckenden, aber dennoch positiven Ergebnis. Vor der Fragestellung, ob sich ESG-Faktoren auch in einer für die Investoren besseren Performance bei der Kapitalanlage niederschlagen, zeigen sie: Der Anteil der Studien, die zu einem negativen Zusammenhang von CSR und Investment-Performance kommen, liegt bei ca. 10% (vgl. Schaubild 4). Allerdings ist der Anteil der Studien mit einem neutralen oder gemischten Ergebnis höher als im Falle der auf die Unternehmen bezogenen Studien.

Der Anteil von Studien, die zu einem eindeutig positiven Zusammenhang kommen, ist geringer und liegt bei ca. 16% der Portfolio-basierten Studien. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Portfolios nach sehr unterschiedlichen Investmentansätzen allokiert werden, was die Ergebnisse verzerrt.

Insgesamt kommen Friede et al. bei ihrer umfassenden Auswertung der ESG-bezogenen Studien zu dem Ergebnis, langfristig verantwortungsvolles Investieren sei für alle „rationalen Investoren“ zur Erfüllung ihrer fiduziarischen Pflichten von Bedeutung.

## Handeln.

CSR und ESG liefern einen Mehrwert für Investoren. Dieser Mehrwert besteht nicht nur in einem „Mehr“ für die Nachhaltigkeit, sondern auch für die Performance.<sup>13</sup> Der Bedeutungsgewinn von an Nachhaltigkeit orientierten Investitionen ist damit nicht auf Marketing zurückzuführen. Er begründet sich vielmehr in dem materiellen, positiven Beitrag dieser Investitionen für die Kapitalanlage.

Hans-Jörg Naumer

<sup>13</sup> Siehe auch: H.-J. Naumer, „Wachstum – keine Frage des ‚Ob‘, sondern des ‚Wie‘“, in: AbsolutImpact, 01/2017.

## Impressum

### Allianz Global Investors GmbH

Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt am Main

### Global Capital Markets & Thematic Research

Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st)

Weitere Informationen rund um die Kapitalanlage erhalten Sie direkt unter:  
[www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de)

 **Allianz Global Investors**  
[www.twitter.com/AllianzGI\\_DE](https://www.twitter.com/AllianzGI_DE)

Juni 2017



# Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Aktives Management

E–S–G

Niedrigzinsphase

Vermögensaufbau – Risikomanagement – Multi Asset

Anlagestrategie und Investment

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

Alternatives

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, ([www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)) einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42–44, 60323 Frankfurt am Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.