

AUSSCHLUSS- UND NEGATIVKRITERIEN BEI DER GELDANLAGE

B Ausschluss- und Negativkriterien aus ökonomischer Perspektive

Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage – eine Reflexion auf den Beitrag von Henry Schäfer

(Sebastian Utz)

1. Einführung

Nachhaltige Geldanlagen unterscheiden sich in der aktuell gängigen Investmentpraxis durch die Anwendung sogenannter Screening-Methoden von konventionellen Geldanlagen. Bei Screening-Methoden wird in einer gewissen Weise ein Anlageuniversum definiert, welches als Grundlage zur Ermittlung der optimalen Anlageentscheidung dient. Neben einigen innovativen Screening-Methoden stellen Ausschlusskriterien ein sogenanntes Negativscreening dar – Wertpapiere, welche gegen vorab definierte Unterschranken hinsichtlich moralischer Mindestanforderungen, ökologischer Standards oder anderer Aspekte nachhaltiger Dimensionen verstoßen, werden vom Portfoliobildungsprozess ungeachtet ihres Rendite/Risiko-Profiles ausgeschlossen. Damit führt die Anwendung von Negativkriterien zu einer aus optimierungstheoretischen Gesichtspunkten suboptimalen Anlageentscheidung, wenn finanzielle Zielgrößen die ausschlaggebenden für die Entscheidungsfindung der optimalen Portfoliostrategie sind. Auch aus dem Blickwinkel eines nachhaltigen Investors, der als Fernziel eine Erhöhung der nachhaltigen Standards im globalen Wirtschaftssystem verfolgt, kann das Ausschließen der hinsichtlich Nachhaltigkeitskriterien „unterentwickelten“ Unternehmen zu nachteiligen Folgen führen.

Die zu diskutierende Fragestellung der Fachtagung bestand hauptsächlich darin, Erkenntnisgewinne bezüglich der Zielsetzungen nachhaltiger Investoren bei der Anwendung von Ausschlusskriterien zu erreichen. Die erste Zielsetzung, welche auch im weiteren Verlauf dieses Artikels im Vordergrund steht, ist die Frage nach der *Lenkungswirkung nachhaltiger Investments*, der sogenannten *teleologischen Investmentintention*. Konkret soll hier die These untersucht werden, dass durch die Anwendung von Ausschlusskriterien bei Investmententscheidungen eine Wirkung auf Investoren, Unternehmen und andere Interessensgruppen besteht. Eine verwandte Hypothese ist in diesem Kontext die Erwartung, dass Ausschlusskriterien die Wirtschaftspraxis von Unternehmen und Staaten dahingehend beeinflussen, dass sich verbesserte soziale, gesellschaftliche und ökologische Zustände entwickeln. Der zweite Grundsatz besteht im *Einlösen moralischer Verpflichtungen*, was unter dem Begriff *deontologische Investmentintention* zusammengefasst werden kann. Die damit verbundene Frage zielt auf die Pflicht zur Einhaltung moralischer Mindeststandards ab. Allerdings besteht in diesem Kontext die Problematik ein geeignetes Konzept für die geforderten Mindeststandards zu erstellen. Im Grundsatz scheinen sich nachhaltige Investoren einig zu sein, dass beispielsweise die Erzielung von Kapitalerträgen aus Geschäften mit „Sin Stocks“ (Alkohol, Verbrechen, Glücksspiel,...) für inakzeptabel angesehen wird.

Im folgenden Artikel werden verschiedene Wirkungen und Wirkungspotentiale von Ausschlusskriterien bei der Geldanlage diskutiert. Dabei wird zunächst auf direkte Wirkungen eingegangen, welche für Kapitalnachfrager einerseits und Kapitalgeber andererseits bestehen. Anschließend werden indirekte Wirkungspotentiale beschrieben und abschließend die Ergebnisse zusammengefasst.

2. Lenkungswirkung von Ausschlusskriterien

Das Untersuchungsmerkmal „Lenkungswirkung nachhaltiger Investments“ ist keine univariate Variable, sondern ein weitgefächertes Themenbereich mit Auswirkungen auf verschiedene Aspekte. Wirkung und Wirkungspotential, die nun im Folgenden betrachtet werden, lassen sich in *direkte* und *indirekte Wirkung* unterteilen.

2.1 Direkte Wirkung

Direkte Wirkungen sind Folgen von Negativ-Screening, die unmittelbar durch den Ausschluss von Unternehmen aus dem Anlageuniversum entstehen.

2.1.1 Wirkung für die Kapitalnachfrager

Aus ökonomischer Sicht sind direkte Wirkungen der Anwendung von Ausschlusskriterien für den Kapitalnachfrager vorwiegend Einflüsse auf die Kapitalkosten. Die Kapitalkosten – Kosten, welche einem Unternehmen bei der Finanzierung von Investitionen mittels Eigenkapital oder Fremdkapital entstehen – sind insbesondere davon abhängig, wie schwer ein Unternehmen Geldgeber findet. Würden alle Investoren nach nachhaltigen Aspekten ihr Kapital auf die Unternehmen am Kapitalmarkt verteilen, so hätten Ausschlusskriterien eine enorm hohe Wirkung. Unternehmen, die aufgrund einzelner oder mehrerer Verfehlungen bezüglich der Ausschlusskriterien nicht mit dem Attribut „investierbar“ belegt wären, könnten sich nicht oder nur zu sehr hohen Kapitalkosten am Primärmarkt finanzieren. Sie würden somit für ihr unzureichendes Nachhaltigkeitsmanagement bestraft, da sie kein frisches Geld für Investitionen erhalten würden. Am Sekundärmarkt würde das Ausschließen von nicht-nachhaltigen Geldanlagen durch eine Vielzahl von Investoren zu einem Nachfrageeinbruch bzw. einem Überangebot an nicht-nachhaltigen Investitionsmöglichkeiten führen, was die Preise dieser Wertpapiere sinken ließe. Niedrige Wertpapierpreise am Sekundärmarkt, vor allem wenn sie durch künstliche Einflussfaktoren wie Ausschlusskriterien erzeugt werden, führen dazu, dass Unternehmen am Sekundärmarkt unterbewertet gehandelt würden. Unterbewertete Unternehmen laufen Gefahr zu Spekulationszwecken benutzt zu werden oder sich sogar einer „feindlichen“ Übernahmeaktion ausgesetzt zu sehen.

Nachdem die Annahme, dass sich alle Investoren am Kapitalmarkt an nachhaltigen Gesichtspunkten bei ihrer Anlageentscheidung orientieren, eine aktuell noch wenig realistische ist, muss die oben abgeleitete Logik abgeschwächt werden. Gerade aus der Folgerung, dass nicht-nachhaltige Unternehmen durch die sinkende Nachfrage bei nachhaltigen Investoren zu Preisen am Kapitalmarkt (sowohl Primärmarkt als auch Sekundärmarkt) gehandelt werden, die als unterbewertet bezeichnet werden können, stellen diese eine sehr interessante Investitionsmöglichkeit für konventionelle Investoren dar. Gerade Hedge Fonds, welche durch „Long/Short Equity“ oder „Dedicated Short“ Anlagestrategien gezielt unterbewertete Wertpapiere kaufen, werden unabhängig von

moralischen, ökologischen und gesellschaftlichen Bedenken nicht zögern und ihr Anlageportfolio rein an finanziellen Erfolgsgrößen ausrichten. Daraus lässt sich ableiten, dass es die aktuell vorherrschende, pluralistische Struktur an Investoren, in der nachhaltige Investoren nur einen kleinen Anteil einnehmen, nicht zulassen wird, dass Ausschlusskriterien zu einem signifikanten Ansteigen der Kapitalkosten von nicht-nachhaltigen Unternehmen führen können. Beispielsweise zeigen Heinkel et al. (2001), dass mindestens 20% des Aktienanteils am Unternehmen nötig sind um die Eigenkapitalkosten zu hebeln. Von Arx und Ziegler (2008) kommen in ihrer Untersuchung zu der Schlussfolgerung, dass sogar bis zu 40% notwendig sein können um einen signifikanten Einfluss auf die Kapitalkosten zu erzielen. 2012 umfassten die Assets-under-Management im Bereich nachhaltiger Geldanlagen weltweit rund 13,57 Billionen US-Dollar (vgl. GSIA, 2013). In Deutschland sind laut Vigeo Rating (2012) etwa 14% aller Assets-under-Management in nachhaltigen Investments gebunden. Vergleicht man die beiden Größen – einerseits die Höhe des Aktienanteils, bei dem ein Einfluss auf Kapitalkosten entstehen würde, und andererseits das Marktvolumen von etwa 14% des nachhaltig verwalteten Vermögens am Gesamtmarkt – so wird deutlich, dass ein Impact von Ausschlusskriterien aufgrund der aktuell vorherrschenden Marktsituation durch die geringe Anzahl an nachhaltig motivierten Investoren zumindest im Durchschnitt nicht realisiert werden kann.

2.1.2 Wirkung für die Kapitalgeber

Kapitalkosten für die Unternehmen stellen eine direkte Wirkung auf die Kapitalnachfrager dar. Daneben haben Ausschlusskriterien auch einen Einfluss auf das Rendite/Risiko-Profil eines Portfolios aus Anlegersicht. Die grundlegende Frage, ob nachhaltige Investoren den Erfolg ihres Investments überhaupt an den klassischen Rendite-Risiko-Kennzahlen wie der Sharpe Ratio, dem Tracking Error oder dem Capital Asset Pricing Model Alpha messen sollten, wird in diesem Artikel nicht weiter vertieft. Hirschberger et al. (2013) zeigen, dass beispielsweise eine angepasste „reward-to-variability“-Ratio, welche sowohl den Zugewinn in finanzieller also auch in nachhaltiger Dimension ins Verhältnis zum Risiko setzt, den Erfolg eines nachhaltigen Investors passender wiedergibt. Ungeachtet dieser Tatsache und vor allem vor dem Hintergrund, dass in der Praxis eine der Hauptmotivationen für nachhaltige Geldanlagen eine Rendite in mindestens der Höhe der von konventionellen Geldanlagen erwartet wird (Dorfleitner und Utz, 2013), werden in der Folge einige Gedanken zu dem Rendite/Risiko-Profil von nachhaltigen Geldanlagen diskutiert.

Aus der Optimierungstheorie abgeleitet bedeutet das Anwenden von Ausschlusskriterien wie eingangs angesprochen eine Verkleinerung des möglichen Anlageuniversums. Hält man an der Zielfunktion fest und verkleinert nur den Zulässigkeitsbereich, also die Menge der Wertpapiere, in die man zu investieren bereit ist, so führt das im Modell dazu, dass die Lösung für das kleinere Anlageuniversum höchstens so gut sein kann wie die Lösung für das Anlageuniversum vor dem Ausschluss einiger Wertpapiere durch das Negativ-Screening. Anschaulich bedeutet das, dass man sich durch das Ausschließen von nicht-nachhaltigen Investitionsmöglichkeiten die Möglichkeit nimmt, das Geld auf eine große Anzahl von Wertpapieren zu verteilen und somit das Risiko auf viele verschiedene Einzeltitel zu streuen, ohne auf allzu viel Rendite verzichten zu müssen. Adler und Kritzman (2008) diskutieren eben diesen Effekt in ihrer Studie und finden heraus, dass nachhaltige Geldanlagen eine schlechtere Rendite als konventionelle Geldanlagen aufweisen müssten. Die Möglichkeit, das Risiko auf sehr viele Einzeltitel zu aufzuteilen, nennt man Diversifikation. Je kleiner das

Anlageuniversum ist, desto weniger stark tritt der Diversifikationseffekt ein. Gerade Negativkriterien führen nicht nur dazu, das Anlageuniversum einzuschränken, sondern es in einer „einseitigen“ Art und Weise zu tun. Bekanntermaßen herrschen zwischen den Einzeltiteln und deren Wertentwicklung am Kapitalmarkt Abhängigkeiten. Beschließt eine Regierung beispielsweise eine Förderung für erneuerbare Energien, so wird sich das positiv auf alle Unternehmen auswirken, die in irgendeiner Form von dieser Förderung profitieren. Auch (Umwelt-)Katastrophen wie beispielsweise der Tsunami vor der Küste Japans und der anschließenden Nuklearkatastrophe von Fukushima im Jahre 2011 haben in unterschiedlichen Branchen zu unterschiedlichen Wertpapierkursentwicklungen geführt (vgl. Ferstl et al., 2012, Betzer et al., 2013). Durch die Anwendung von Ausschlusskriterien werden vorwiegend gleichartige Unternehmen ausgeschlossen, weil beispielsweise jede Firma der Tabakindustrie einen signifikanten Anteil ihres Umsatzes mit Tabak und angrenzenden Produkten erzielt und somit dem Ausschlusskriterium „Tabak“ zum Opfer fallen würde. Führt man diesen Gedanken fort, erhält man die Erkenntnis, dass durch eine strikte Anwendung der Ausschlusskriterien ganze Branchen oder zumindest Zweige aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass im Anlageuniversum nur noch wenige unterschiedliche Branchen vertreten sind. Die oben beschriebenen Abhängigkeiten zwischen Wertpapierkursentwicklungen sind zumeist innerhalb einer Branche relativ hoch, zwei Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen können dagegen nahezu unabhängig voneinander sein. Um einen möglichst starken Diversifikationseffekt erzielen zu können, ist es wichtig, einerseits viele Einzeltitel zu haben und zweitens möglichst viele, die unabhängig sind oder sogar entgegengesetzte Abhängigkeiten aufweisen, d.h. wenn der Kurs des einen Wertpapiers steigt, fällt der des anderen. Befinden sich nach einem Negativ-Screening allerdings nur noch Unternehmen weniger verschiedener Branchen im Anlageuniversum, so ist eine deutlich geringere Risikostreuung möglich (weniger starker Diversifikationseffekt) als bei Portfolios mit Wertpapieren aus allen möglichen Branchen. Diese Ausführungen implizieren, dass nachhaltige Geldanlagen schlechtere Rendite/Risiko-Profile aufweisen müssten als konventionelle Geldanlagen. Zu dieser Fragestellung gibt es eine große Anzahl an wissenschaftlichen Studien, die zu den unterschiedlichsten Ergebnissen kommen. Eine neuere Methode um verlässliche Aussagen zu dieser Fragestellung treffen zu können, ist das Studiendesign der Meta-Studien. In Meta-Studien werden die Ergebnisse vieler einzelner Studien zusammengefasst, deren Schwächen analysiert und Aussagen aufgrund der vielen Einzelergebnisse getroffen. Orlitzky et al. (2003) finden in ihrer Meta-Studie heraus, dass die Performance von nachhaltigen Geldanlagen nicht signifikant unterschiedlich zur Performance von konventionellen Geldanlagen ist. Dieses Ergebnis basiert zwar nicht ausschließlich auf Studien, die Ausschlusskriterien anwenden, trotzdem spiegelt es den Stand der aktuellen Forschung wider. Die Begründung dafür, dass trotz geringerer Diversifikationsmöglichkeit und eventueller Einschränkung der Rendite durch das Ausschließen nicht-nachhaltiger Investitionsmöglichkeiten die Performance nachhaltiger Geldanlagen nicht von der konventioneller abweicht, liefern andere Arbeiten. Belkaoui (1976), Bragdon und Marlin (1972), Freedman und Stagliano (1991) sowie Godfrey (2005) zeigen, dass durch den Ausschluss von nicht nachhaltigen Firmen gewisse Risiken wie beispielsweise die Verpflichtung zu Strafzahlungen wegen Umweltverstößen minimiert werden können und sich die Anwendung von Ausschlusskriterien daher langfristig positiv auf die Rendite auswirken. Ein vergleichbares Resultat finden Dorfleitner et al. (2013), die zeigen, dass in Europa und den USA Portfolios aus Wertpapieren mit hohen

Nachhaltigkeitsratings langfristig deutlich höhere Renditen erzielen als Portfolios, die aus Wertpapieren mit niedrigen Nachhaltigkeitsratings gebildet werden.

2.2 Indirekte Wirkungen

Indirekte Wirkungen dagegen haben keine Folgen, die sich direkt aus dem Ausschluss eines Unternehmens ableiten, sondern beeinflussen die unternehmerischen und wirtschaftlichen Entscheidungen von Dritten, wenn diese beispielsweise ihre Kaufentscheidungen von Enthüllungen um ein Unternehmen abhängig machen. Wichtige Aspekte sind in diesem Kontext das Image bzw. die Reputation eines Unternehmens, seine Stellung am Markt, die Fähigkeit gut ausgebildete Mitarbeiter zu marktüblichen Konditionen zu rekrutieren sowie die Fähigkeit Produkte und Dienstleistungen am Markt abzusetzen. Für Unternehmen können durch die indirekten Wirkungen vor allem finanziell negative Folgen entstehen, wenn Ausschlusskriterien dazu führen, dass sie nicht als „investierbar“ bezeichnet werden können und deren Verstöße der Öffentlichkeit bekannt sind. Wie etwa das Attribut „Bio“ bei der Kaufentscheidung bezüglich eines Produktes einen Konsumenten positiv beeinflusst, so kann die Situation identisch nach unten gespiegelt werden. Das Wissen, dass ein Textilhersteller seine Produkte unter unmenschlichen Bedingungen in Bangladesch produzieren lässt, veranlasst viele Konsumenten dazu diese nicht einzukaufen. Dieses Konsumentenverhalten könnte zu starken Umsatzeinbußen des Textilherstellers führen, falls die Konsumenten nicht preissensitiv sondern stärker verantwortungsbewusst handeln würden. In gleichem Maße spielt das Wissen von potentiellen Arbeitnehmern über kritisierte Praktiken eines Unternehmens bei der Berufsauswahl eine Rolle. Würden alle Berufstätigen verantwortungsbewusst aus Sicht eines sozial verantwortlichen Menschen mit Nachhaltigkeitsprinzipien handeln, ständen nicht an Nachhaltigkeitsgesichtspunkten ausgerichtete Unternehmen vor dem Problem keine qualifizierten Mitarbeiter zu marktkonformen Konditionen einstellen zu können. Trotzdem finden auch diese Firmen Mitarbeiter, allerdings teilweise nur zu – für die Angestellten – sehr lukrativen Konditionen, was erhöhte Kosten für das Unternehmen darstellt. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Ausschlusskriterien durchaus in großem Maße indirekte Wirkungen auf Unternehmen entfalten können. Diese sind aber stark von den Präferenzen der zugrundeliegenden Gesellschaft abhängig und daher schwer zu verifizieren.

3. Zusammenfassung

Dieser Artikel liefert ausgewählte Argumente, dass die Anwendung von Ausschlusskriterien Wirkungen bzw. Wirkungspotentiale auf die Finanzierungssituation von Unternehmen sowie auf Portfolios aus Investorensicht besitzen. Einige Studien und die Praxis zeigen, dass nachhaltige Aktionärsziele durchaus vom Management eines Unternehmens ernst genommen werden, wenn Verkäufe der Anteile angedroht werden. Allerdings sind 20% der Aktienanteile, welche mindestens benötigt würden um signifikante Auswirkungen auf die Kapitalkosten zu erzielen, ein großer Anteil, wenn man sich vor Augen hält, dass aktuell in Deutschland nur etwa 14% der Assets-under-Management in nachhaltigen Investments gebunden sind. Eine andere Investitionsmöglichkeit, die sogenannten geschlossenen Fonds, welche beispielsweise Fonds sind, die auf Eigenfinanzierungen für Projekte aus dem Bereich erneuerbare Energien basieren, zeigen eine hohe Lenkungswirkung. Dass zweckgebundene Finanzierungen eine starke Wirkung entfalten, zeigt die Stärke dieses Ansatzes. In

unterschiedlichen Performanceanalysen kristallisiert sich heraus, dass Ausschlusskriterien die Rendite/Risiko-Profile von nachhaltigen Geldanlagen weder dahingehend beeinflussen, dass das Risiko mangels Diversifikationsmöglichkeiten zu stark ansteigt noch die Rendite niedriger ausfällt als bei konventionellen Investments.

Für Investoren und Finanzdienstleister sollte hinsichtlich nachhaltiger Geldanlagen die Überzeugung bestehen, nachhaltige Investments als Fortschritt sowie als Gestaltungsmöglichkeit und nicht als Marketinginstrument anzusehen. Das Fernziel könnte daher für nachhaltige Investoren lauten, die ökologischen, gesellschaftlichen und sozialen Zustände zu verbessern. Allerdings ergeben sich gewisse Zweifel, ob Ausschlusskriterien dafür das richtige Instrument darstellen. Ausschlusskriterien führen dazu, dass Investoren den Kontakt zu nicht-nachhaltigen Unternehmen abbrechen und nachhaltige Unternehmen, in die sie ihr Geld investieren und aktiv am Gestaltungsprozess teilnehmen, noch nachhaltiger machen. Im übertragenden Sinne kann man diese Situation auf das Bild eines Kranken, eines Gesunden und eines Arztes projizieren. Hinsichtlich der Gesundheit gibt es keine Zweifel, dass der Kranke den Arzt braucht und nicht der Gesunde. Spiegelt man dieses Bild zurück in den Kontext der Ausschlusskriterien und der nachhaltigen Geldanlagen, so müsste man als ein Investor, der am großen Ganzen interessiert ist und nicht nur aus Gründen eines guten Gewissens sein Geld verantwortlich anlegen, sein Geld entgegen der Ausschlusskriterien gerade in die Unternehmen investieren, welche „Entwicklungshilfe“ benötigen um sich in Nachhaltigkeitsgesichtspunkten zu verbessern. Ein verbreiteter Ansatz wäre das „Engagement“, welches möglicherweise eine größere Wirkung hinsichtlich des großen Ziels erreichen könnte.

Literaturverzeichnis

Adler, T. und M. Kritzman (2008), The cost of socially responsible investing, *Journal of Portfolio Management*, 35, S. 52-56.

Belkaoui, A. (1976), The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market, *Financial Management*, 5, S. 26-31.

Betzer, A., M. Doumet und U. Rinne (2013), How policy changes affect shareholder wealth: The case of the Fukushima Dai-ichi nuclear disaster, *Applied Economics Letters*, 20, S. 799-803.

Bragdon, J. H. J. und J. A. T. Marlin (1972), Is pollution profitable?, *Risk Management*, 19, S. 9-18.

Dorfleitner, G. und S. Utz (2013), Profiling German-speaking socially responsible investors, *Qualitative Research in Financial Markets*, im Druck.

Dorfleitner, G., S. Utz und M. Wimmer (2013), Where and when does it pay to be good? A global long-term analysis of ESG investing, SSRN Working Paper.

Ferstl, R., S. Utz und M. Wimmer (2012), The effect of the Japan 2011 disaster on nuclear and alternative energy stocks worldwide: An event study, *BuR-Business Research*, 5, S. 25-41.

Freedman, M. und A. J. Stagliano (1991), Differences in social-cost disclosures: A market test of investor relations, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 4, S. 68-83.

Godfrey, P. C. (2005), The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective, *Academy of Management Review*, 30, S. 777-798.

GSIA (2013), *Global sustainable investment review 2012*.

Heinkel, R., A. Kraus und J. Zechner (2001), The effect of green investment on corporate behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, S. 431-449.

Hirschberger, M., R. E. Steuer, S. Utz, M. Wimmer und Y. Qi (2013), Computing the nondominated surface in tri-criterion portfolio selection, *Operations Research*, 61, S. 169-183.

Orlitzky, M., F. L. Schmidt und S. L. Rynes (2003), Corporate social and financial performance: A meta-analysis, *Organization Studies*, 24, S. 403-441.

Vigeo Rating (2012), *Green, social and ethical funds in Europe: 2012 review*, <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/les-fonds-verts-sociaux-et-ethiques-en-europe-4> (abgerufen am 15.08.2013).

Von Arx, U. und A. Ziegler (2013), The Effect of CSR on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe, *Quantitative Finance*, im Druck.

Zum Autor: Dr. Sebastian Utz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzierung der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Regensburg.