



konzept

Big Data – Frischer Wind im ESG-Investing



Cover story

Big Data – Frischer Wind im ESG-Investing

Anleger versuchen bereits seit Längerem, ESG-Informationen in ihre Anlageentscheidungen einfließen zu lassen. Bislang jedoch haben ESG-Fonds schlechter abgeschnitten als der Markt. In dieser Ausgabe betrachten wir, wie die neuesten Entwicklungen im Bereich künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen den Anlegern in die Hand spielen. Big Data hilft, Greenwashing aufzudecken, und liefert zukunftsgerichtete Marktsignale, die bessere Ergebnisse bieten als der Markt. Anleger, die die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf den Fair Value von Aktien einschätzen wollen, können nur profitieren.

konzept

Editorial

Von den weltweit größten Fondsmanagern behaupten neun von zehn, eine verantwortungsbewusste Anlagestrategie zu verfolgen. Seltsam dabei ist, dass nur zwei Fünftel von ihnen tatsächlich ESG-Kriterien, also die Themenbereiche Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (*environmental, social, governance*) in die Ermittlung des Fair Value einer Aktie einfließen lassen. Offensichtlich fällt es Investment-Analysten schwer, nicht-financebezogene ESG-Informationen als Datengrundlage für Investments zu nutzen. Unterdessen verzeichnet das verwaltete Vermögen mit ESG-Schwerpunkt ein atemberaubendes Wachstum von knapp 20% im Jahr.

Hier können die neuesten Entwicklungen im Bereich künstliche Intelligenz und Big Data helfen. Durch maschinelles Lernen können Algorithmen inzwischen beim Analysieren weniger typischer Finanzinformationen Zusammenhänge herstellen. Auf diese Weise entstehen Kauf- und Verkaufssignale, die nachweislich besser abschneiden als der Markt, im Gegensatz zu herkömmlichen Algorithmen, die schlechter abschneiden, da sie lediglich auf Stichworten basierende Daten sammeln oder die Änderungen in den Unternehmensberichten nachverfolgen.

Auch Staatsfonds und große Pensionsfonds erkennen allmählich die Bedeutung von ESG-Daten. Diese tragen nicht nur dazu bei,

Risiken in Portfolios zu mindern, sondern bieten zudem die Möglichkeit, auf Änderungen der öffentlichen Meinung zu reagieren. Auch der Generationenwechsel spielt eine Rolle, denn jüngere Anleger unterstützen eher verantwortungsbewusste Investments als ältere Generationen. Die makroökonomischen Vorteile von ESG-Faktoren werden ebenfalls zunehmend erkannt, beispielsweise die Förderung der Erwerbsbeteiligung und die Reduzierung der Erwerbsunfähigkeit. Sowohl nach Einschätzung von Experten als auch der breiteren Öffentlichkeit dürfte das Thema ESG daher längerfristig hoch im Kurs stehen.

In dieser vierzehnten Ausgabe unseres Magazins Konzept werfen wir einen wohlwollen, aber kritischen Blick auf die besten neuen Ideen in einem nach Kriterien der Nachhaltigkeit gestalteten Anlageuniversum. Unsere Leitartikel befassen sich mit den Ergebnissen des neuen, auf künstlicher Intelligenz basierenden Systems der Deutschen Bank, α -Dig. Nach Erhebung der Daten von 1.000 Unternehmen kann die maschinelle Lern-Infrastruktur den Kontext eines ESG-Berichts erfassen. Auf diese Weise lässt sich die Textflut auf das Wesentliche beschränken. Werden diese Informationen als Grundlage für Kauf- und Verkaufssignale verwendet, lassen sich damit überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen.

Die Algorithmen von α -Dig werden zudem so geschult, dass sie natürliche Sprache in Medienberichten erfassen und Wendepunkte für

Unternehmen identifizieren können. Beinhaltet ein Nachrichtenartikel beispielsweise die Worte „beschuldigt“ und „Vergleich“, fällt es herkömmlichen Stichwort-Aggregatoren schwer zu bestimmen, auf welchem der beiden Begriffe der Fokus liegt, und somit, ob sich aus dem Artikel positive oder negative Signale für einen Titel ergeben. Dadurch, dass α-Dig Informationen in einen Kontext stellen kann, können innerhalb der nächsten vier Monate um zwei Prozentpunkte bessere Ergebnisse erzielt werden.

Des Weiteren betrachten wir, wie Big Data Anleger dabei unterstützen kann, bei den zahlreichen Unternehmen, die „Grünfärberei“ betreiben, den Durchblick zu behalten. Bei diesem Phänomen werden umfangreiche Berichte über Nachhaltigkeit veröffentlicht, die sich letztlich als intransparent und bedeutungslos erweisen. Herkömmliche ESG-Bewertungssysteme sind in dieser Hinsicht häufig überfordert.

In einem anderen Artikel zu makroökonomischen Aspekten zeigen wir, dass soziale und Governance-Themen kein Luxus sind, den sich nur Industrieländer leisten können. Stattdessen gibt es handfeste Belege dafür, dass solide Richtlinien eine Voraussetzung für Wirtschaftswachstum sind.

Beim Thema Umwelt beschäftigen wir uns damit, dass viele Analysten einen falschen Fokus auf die unmittelbaren CO₂-Emissionen eines Unternehmens legen, ohne dabei die Emissio-

nen der Lieferkette zu berücksichtigen. Dass ein Vergleich der direkten Emissionen nahezu unbedeutend ist, zeigt sich an dem Beispiel, dass die CO₂-Emissionen von Samsung 150-mal höher sind als die von Apple. Betrachtet man jedoch die gesamte Lieferkette, ist die Differenz deutlich geringer. Unterdessen lenkt die zunehmende Beliebtheit von Green Bonds von wichtigen Themen ab, die es zu behandeln gilt. Hierzu zählen beispielsweise die Notwendigkeit international einheitlicher Definitionen und die steigenden Zertifizierungskosten.

Schließlich werfen wir einen Blick auf die derzeit drängendsten Governance-Themen und zeigen fünf unkonventionelle Ideen auf, die die Qualität von Wirtschaftsprüfungen verbessern könnten. Die Debatte über die Förderung von Zwei-Klassen-Aktien wird indes durch vier vernünftige Vorschläge beigelegt, beispielsweise die Beschränkung des Einsatzes von Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit.

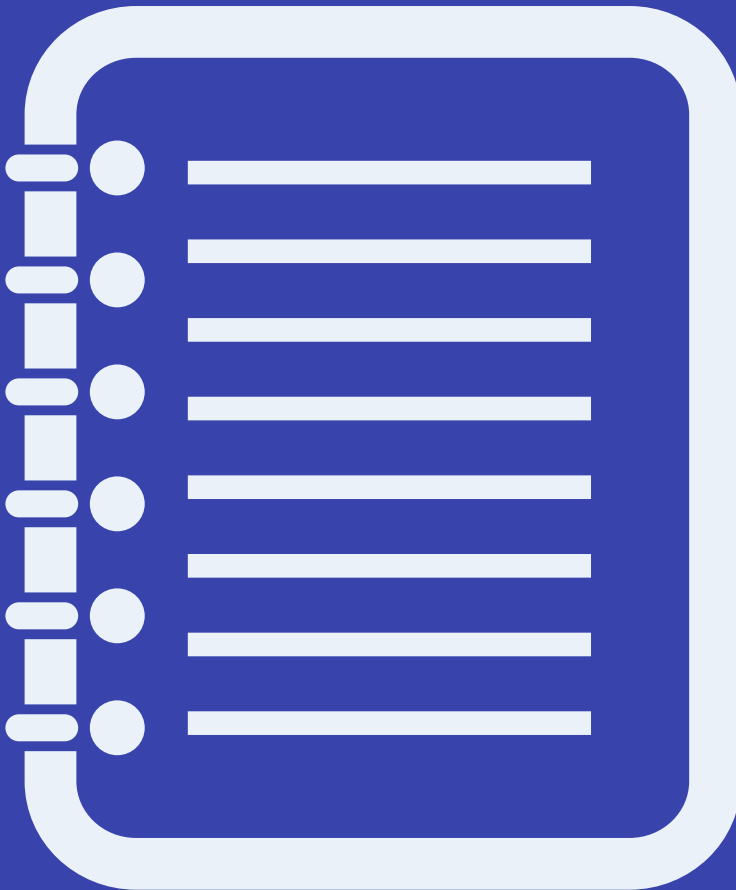
Vorab finden unsere Leser kurze Zusammenfassungen der Artikel, um auf den Geschmack zu kommen. Wir wünschen viel Spaß bei der Lektüre und freuen uns auf Ihre Ideen und Anmerkungen.

Jim Reid

➤ Wenn Sie Feedback geben oder mit den Verfassern in Kontakt treten möchten, wenden Sie sich bitte zunächst an Ihren Kundenberater der Deutschen Bank oder schreiben Sie an luke.templeman@db.com oder sahil.mahtani@db.com.

	Inhalt
06	In Kürze
10	ESG und Big Data – Anlegen mit Alpha-Dig
14	ESG und Big Data – Neue Methoden, um „Grünfärberei“ zu entlarven
18	ESG und Entwicklung auf internationaler Ebene – Kein Luxus, sondern Notwendigkeit
24	Scope 3-Emissionen – Das Kleinvieh und der große Rest
28	Aktien – Wie Fondsmanager ESG-Kriterien zur Ermittlung des Fair Value einsetzen können
34	Governance – Fünf unkonventionelle Ideen, die die Qualität von Wirtschaftsprüfungen verbessern könnten
40	Anleihenmärkte – Die Schattenseite „grüner“ Finanzierungen
44	Aktien – ESG-Anlagen aus makroökonomischer Perspektive
50	Zwei-Klassen-Aktien – Milliardäre und ihre Thronfolger

In Kürze



ESG und Big Data – Anlegen mit Alpha-Dig Andy Moniz, Spyros Mesomeris, Luke Templeman

Kaum, dass moderne Algorithmen begonnen haben, die Medien und Unternehmensberichte auf nicht-finanzielle Informationen (insbesondere mit ESG-Bezug) zu durchkämmen, haben die Unternehmen bereits reagiert und achten auf bewussteren Wortwahl. Daher bedarf es nun ausgeklügelter künstlicher Intelligenz, um entsprechende Lernprozesse durchzuführen und Informationen in einen Kontext zu setzen. Genau diesem Zweck dient das neue α -Dig-System der Deutschen Bank. Ein Portfolio mit Long-Positionen in Unternehmen, die wenige wesentliche (aber subjektive) Änderungen an ihren Berichten vornehmen, und Short-Positionen in Unternehmen, die mehr Änderungen vornehmen, verzeichnet beispielsweise monatlich eine Outperformance von 188 Basispunkten. Diese Art von Big Data-Analysen entwickelt sich rasch zur Zukunft im Investmentbereich.

ESG und Big Data – Neue Methoden, um „Grünfärberei“ zu entlarven

Andy Moniz und Spyros Mesomeris

Der zunehmende Fokus auf ESG-Themen hat dazu geführt, dass einige Unternehmen ihre Berichte zwar umfangreicher, aber gleichzeitig auch undurchsichtiger gestalten. Herkömmliche ESG-Ratingsysteme waren durch eine zunehmende „Grünfärberei“ überfordert. Wir nutzen das neue, auf künstlicher Intelligenz beruhende System der Deutschen Bank, α -Dig, um die ESG-Berichte von 1.000 Unternehmen auszuwerten und in Erfahrung zu bringen, welche Indikatoren auf eine zukünftige über- oder unterdurchschnittliche Kursentwicklung hinweisen. Einige überraschende Ergebnisse zeigen, wie sich ESG-bezogene Ziele, Kennzahlen, Stimmung und lexikalische Vielfalt auf künftige Renditen eines Unternehmens auswirken.

ESG und Entwicklung auf internationaler Ebene – Kein Luxus, sondern Notwendigkeit Jim Reid, Luke Templeman, Sahil Mahtani

Die Förderung von Standards für Soziales und Unternehmensführung ist bei Weitem kein Luxus, den sich nur entwickelte Volkswirtschaften leisten können, sondern kann das Wirtschaftswachstum stärken, selbst in Schwellenländern. Anhand des Zusammenspiels mikro- und makroökonomischer Fakten gehen wir davon aus, dass eine zunehmende Diversität in der Arbeitswelt zu einer höheren Erwerbsbeteiligung führen

kann, dass eine Reduzierung der Arbeitsunfälle die Produktivität um mehrere Prozentpunkte steigern kann und dass moderatere Bonuszahlungen an Führungskräfte die Gesamtkapitalrendite steigern können. Transparenz im Hinblick auf ESG-Faktoren im Unternehmenssektor kann indes zu geringeren Kapitalkosten führen und die Auswirkungen von Konjunkturabschwächungen mindern. ESG ist nicht nur sozialverträglich, sondern auch aus nüchternen, harten wirtschaftlichen Gründen begrüßenswert.

Scope 3-Emissionen – Das Kleinvieh und der große Rest

Caroline Cook

Sollte es für Anleger eine Rolle spielen, dass die „Scope 1-“ und „Scope 2-Emissionen“ von Samsung 150-mal höher sind als die von Apple, obwohl beide Unternehmen ähnliche Umsätze verzeichnen? Nein. Dennoch vergleichen zu viele Anleger, die sich an ESG-Kriterien orientieren, noch immer fälschlicherweise Daten zu Scope 1- und Scope 2-Emissionen aus dem einfachen Grund, dass diese am häufigsten veröffentlicht werden. Das ist jedoch ein Fehler. Stattdessen sollten Anleger Druck im Hinblick auf eine vermehrte Offenlegung der „Scope 3-Emissionen“ ausüben, bei denen die Emissionsdaten zur gesamten Lieferkette eines Unternehmens mitberücksichtigt werden. Das Deutsche Carbon Alignment Framework analysiert die Diskrepanz zwischen der Wertentwicklung und dem Emissionsvolumen in Fällen, in denen Unternehmen ihre Scope 3-Daten nicht offenlegen.

Aktien – Wie Fondsmanager ESG-Kriterien zur Ermittlung des Fair Value einsetzen können

Jan Rabe

Es mutet seltsam an, dass neun von zehn der weltweit größten Fondsmanager behaupten, eine verantwortungsbewusste Anlagestrategie anzuwenden, und trotzdem nur zwei Fünftel von ihnen angeben, ESG-Kriterien systematisch in die Ermittlung des Fair Value einer Aktie einzubeziehen. Ein Problem dabei ist, dass herkömmliche ESG-Bewertungssysteme rückwärtsgerichtet sind. Das neue zukunftsgerichtete Rahmenwerk der Deutschen Bank kann hier Abhilfe schaffen. Auf dieser Grundlage können wir feststellen, dass der Markt die ESG-Risiken und Chancen vieler Titel nicht berücksichtigt und dass unsere im Hinblick auf ESG-Kriterien führenden Unternehmen langfristig besser abschneiden als der Markt, obwohl sie mitunter wie schlechtere Titel bewertet sind.

Governance – Fünf unkonventionelle Ideen, die die Qualität von Wirtschaftsprüfungen verbessern könnten

Luke Templeman

Es scheint, dass eines der wenigen Themen in Bezug auf Wirtschaftsprüfungen, bei dem sich alle Anleger einig sind, der Reformbedarf der Branche ist. Da bereits viele Ansätze im Sande verlaufen sind, stellen wir fünf unkonventionelle Ideen vor, um frischen Wind in die Debatte zu bringen. Wir hinterfragen eine Zusammenlegung von Beratungs- und Wirtschaftsprüfungsabteilungen, überlegen, ob Wirtschaftsprüfer von Aufsichtsbehörden bestellt werden könnten, erwägen neue Offenlegungspflichten für Wirtschaftsprüfer und kürzere Mandate und fragen uns, warum veränderte Anreize für das Management aggressivere Rechnungslegungspraktiken verhindern könnten. All diese Ideen haben auch Nachteile, es könnte jedoch an der Zeit sein, auch ungewöhnliche Vorschläge zu prüfen.

Anleihemärkte – Die Schattenseite „grüner“ Finanzierungen

DB Analysten

Einige Stimmen äußern sich noch immer kritisch gegenüber „Green Bonds“ und bezeichnen diese als bloßen Marketing-Trick, und gewiss stimmt es, dass einige Unternehmen diesen Begriff eher großzügig auslegen. Doch Green Bonds sind groß im Kommen und werden angesichts derzeitiger Wachstumsraten bald mehr als 15% des weltweiten Marktes für Unternehmensanleihen ausmachen. Dennoch gibt es drei wichtige Probleme für Anleger. Erstens existiert derzeit noch keine offizielle Definition davon, was Green Bonds ausmacht, und in dieser Hinsicht bestehen regional deutliche Unterschiede. Zweitens ist „Greenwashing“ ein ernst zu nehmendes Problem. Und drittens steigen mit wachsendem Markt auch die zusätzlichen Kosten im Zusammenhang mit Green Bonds.

Aktien – ESG-Anlagen aus makroökonomischer Perspektive

Andreas Bruckner, Sebastian Raedler

ESG-Anlagen werden womöglich durch eine größere Bandbreite makroökonomischer Variablen beeinflusst, als man auf den ersten

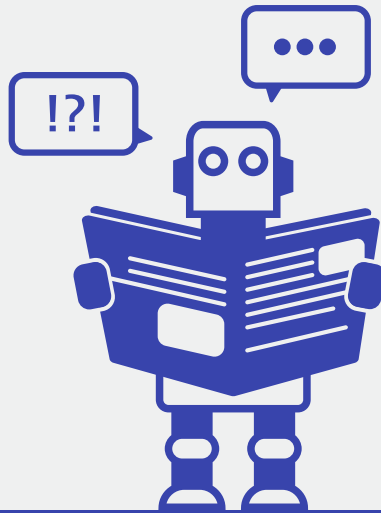
Blick meinen könnte. Zum einen sind die meisten ESG-freundlichen europäischen Titel äußerst zyklusabhängig – mit einer unverhältnismäßig starken Ausrichtung auf Investitionsgüter – und übertreffen den Markt tendenziell in Phasen steigender Anleiherenditen und Aktienkurse. So besteht bei europäischen Investitionsgütern ein zunehmendes Risiko in Bezug auf Schwellenländer, weshalb ihre Wertentwicklung mit den Schwankungen chinesischer Einkaufsmanagerindizes korreliert. Nichtsdestotrotz besitzt der Sektor defensive Eigenschaften und scheint gegenüber den Wellen des technologischen Wandels, die über viele europäische Branchen hereinbrechen, relativ immun zu sein. Im Zusammenspiel mit den hohen ESG-Scores und der Wachstumserholung im Euroraum sollte dies dafür sorgen, dass der Sektor für die nahe Zukunft gut aufgestellt ist.

Zwei-Klassen-Aktien – Milliardäre und ihre Thronfolger

Sahil Mahtani

Zwei-Klassen-Aktien sind zwar umstritten, scheinen jedoch unvermeidbar. Einerseits beweisen Unternehmen wie Viacom, dass differenzierte Stimmrechtsstrukturen zum Problem werden können. Andererseits demonstrieren Unternehmen wie Google und Facebook, wie Unternehmen von ihnen profitieren können. Hierfür gibt es drei vernünftige Lösungsvorschläge. Ein erster Vorschlag wäre ein Verbot von Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit. Es besteht kein triftiger Grund dafür, die Befugnisse von Führungspersonen über Generationen hinweg noch weiter zu stärken und sie so für alle Zeit den Disziplinierungsmechanismen des Marktes zu entziehen. Des Weiteren sollte bei allen Aktivitäten der Grundsatz der Einfachheit im Vordergrund stehen, weshalb Zwei-Klassen-Aktien für bestimmte schnell wachsende Unternehmen zwar erlaubt, jedoch nicht für alle Unternehmen vorgesehen sein sollten. Ferner könnte eine Verringerung der in Bezug auf Stimmrechte bestehenden Diskrepanz zwischen den Aktienklassen dazu beitragen, eine übermäßige Machtkonzentration zu verhindern.

ESG und Big Data – Anlegen mit Alpha-Dig



Dass Algorithmen an den Finanzmärkten manchmal voll danebenliegen können, zeigt der sogenannte „Hathaway-Effekt“. Im Jahr 2012 stellte ein amerikanischer Forscher fest, dass die Aktien von Warren Buffetts Berkshire Hathaway jedes Mal einen deutlichen Kursanstieg verzeichneten, wenn ein Film mit der Schauspielerin Anne Hathaway in die Kinos kam. Ebenso verblüffend war, dass der Kurs der Berkshire-Aktie auch auf Medienberichte reagierte, in denen der Name „Hathaway“ auftauchte (die sich häufig auf die Hollywood-Schauspielerin bezogen).

Der Grund für diese sonderbare Korrelation sind wahrscheinlich algorithmische Handelssysteme, die Transaktionen auf Basis von Stichwortsuchen in Medienberichten durchführen. Dieses Beispiel macht deutlich, welche Probleme sich aus der Verwendung herkömmlicher Handelsalgorithmen zum Durchsuchen unstrukturierter Datenquellen ergeben.

Ein noch treffenderes Beispiel liefert der folgende Ausschnitt aus einem Medienbericht von Anfang 2017. Es geht darin um ein Problem in der Unternehmensführung bei Rolls Royce.

Laut Staatsanwaltschaft und der richterlichen Entscheidung im Zuge eines Vergleichs in einem Korruptionsverfahren mit weltweitem Ausmaß gehen die Bestechungsfälle bei Rolls Royce bis ins Jahr 1989 zurück, dabei hatte die Unternehmensleitung bereits 2010 Kenntnis darüber, informierte jedoch nicht die Behörden... In dem Vergleich vereinbarte das Unternehmen eine Zahlung von über USD 800 Mio., um die Bestechungsvorwürfe beizulegen.

Schon seit einiger Zeit wird versucht, Medienberichte wie diese als Datengrundlage für Investments zu nutzen. Datenanbieter verwenden üblicherweise eine automatisierte Suchmaschine, die Millionen von Datenquellen auf vorab festgelegte Stichworte untersucht, die in den Themenbereich Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) fallen. Daraufhin werden die identifizierten Stichworte hinsichtlich ihrer Häufigkeit analysiert und so ein Bild des Unternehmens gezeichnet. Eine Suche nach den Stichworten „Bestechung“, „informierte nicht“ oder „Staatsanwaltschaft“ würde in dem zuvor genannten Fall nahelegen, dass dieser Artikel im Hinblick auf ESG ein Negativindikator ist. Dabei wird jedoch

Andy Moniz, Spyros Mesomeris, Luke Templeman

der Kontext des Artikels außer Acht gelassen, aus dem sich ergibt, dass die Angelegenheit beigelegt wurde.

Ein weiteres Beispiel aus dem englischen Sprachraum betrifft zwei Sätze aus unterschiedlichen Medienberichten:

... *the drug assisted hard-of-hearing patients*
... *a high-court hearing on Friday will determine damages* ...

Einem Menschen, der die englische Sprache beherrscht, fällt es natürlich leicht, den jeweiligen Kontext des Begriffs „*hearing*“ in den beiden Texten zu verstehen. Im ersten Satz bezieht sich „*hearing*“ auf schwerhörige Patienten und es handelt sich eindeutig um einen positiven Kontext, während „*hearing*“ im zweiten Satz eine Gerichtsverhandlung bezeichnet und damit in einem negativen Kontext steht. Ein Mensch kann außerdem Zusammenhänge zwischen Medienberichten erkennen. Was ein Mensch jedoch nicht kann, ist Millionen von Medienberichten zu lesen. Der einzige Weg, den Kontext bei der Analyse einer großen Menge nichtfinanzieller Daten zu verstehen, besteht darin, hoch entwickelte künstliche Intelligenz zu nutzen und trainierte Machine-Learning-Algorithmen zum Einsatz zu bringen.

Hier setzt das neue α -Dig-System der Deutschen Bank an. Diese intelligente Software hat gelernt, Medienberichte zu analysieren, und kann im vorstehenden Rolls Royce-Fall sogar erkennen, dass in diesem speziellen Zusammenhang der Schwerpunkt auf den Worten „Vergleich“, „vereinbaren“ und „beilegen“ liegt. Der Medienartikel wird somit als positiver ESG-Indikator gewertet. In diesem speziellen Fall hatte sich die Aktie von Rolls Royce sechs Monate nach Erscheinen des Artikels um ein Viertel besser entwickelt als der breiter gefasste europäische Index und die unterdurchschnittliche Entwicklung der vorangegangenen sechs Monate mehr als wettgemacht.

Eine solche Entwicklung eines von einem Gerichtsverfahren betroffenen Titels ist nicht ungewöhnlich, der Zeitpunkt der Reaktion an den Märkten kann jedoch überraschen. Und genau hier liegt die große Chance für Big Data und maschinelles Lernen. Unsere Modelle zeigen, dass Unternehmen nach der Bekanntgabe eines Vergleichs in einem Rechtsstreit im Durchschnitt eine um zwei Prozentpunkte bessere Wertentwicklung verzeichnen als ihre Wettbewerber. Dieser Effekt tritt jedoch nicht unmittelbar ein. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass Anleger bei der Verarbeitung von ESG-Informationen recht ineffizient sind und sich Gewinne oder Verluste infolge dieser Informationen erst mit der Zeit manifestieren. Zwischen dem Tag vor und dem Tag nach der Bekanntgabe eines Vergleichs zeigt der Aktienkurs im Durchschnitt kaum einen positiven Ausschlag. Selbst zwei Monate nach

der Bekanntgabe verzeichnet ein Titel im Durchschnitt eine den Markt nicht einmal um einen Prozentpunkt übertreffende Wertentwicklung. Bis sich die überdurchschnittliche Entwicklung von zwei Prozentpunkten einstellt, dauert es volle vier Monate.

Das Problem der Anleger besteht darin, dass bei den meisten ESG-bezogenen Ereignissen – genau wie bei Rechtsstreitigkeiten – eine quantitative und zeitliche Einschätzung sehr schwierig ist. Das vorstehende Beispiel von Rolls Royce zeigt jedoch, dass Anleger überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen können, wenn sie ESG-bezogene Ereignisse identifizieren und quantifizieren können.

Die Wertentwicklung eines Portfolios hängt jedoch von deutlich mehr ab als nur Rechtsstreitigkeiten. So verzeichnet ein Portfolio mit Long-Positionen in Unternehmen, die über die Berichtszeiträume hinweg nur relativ wenige Veränderungen in ihren Berichten ausweisen, und Short-Positionen in Titeln, die viele Veränderungen vorweisen, monatlich eine deutliche Outperformance um 188 Basispunkte. Amerikanische Anleger sollten sich daher freuen, dass börsennotierte Unternehmen weiterhin ausführliche Quartalsberichte veröffentlichen müssen, während die Aufsichtsbehörden in Europa diese Pflicht 2013 abgeschafft haben.

Das folgende Beispiel soll verdeutlichen, wie sich aus dem Verständnis des Kontextes Investmentsignale ergeben. Eine Analyse der Quartalsberichte amerikanischer Unternehmen aus den letzten zwei Jahrzehnten zeigt, dass bei Berücksichtigung der Größe, Bewertung und finanziellen Lage eines Unternehmens bei ansonsten gleichen Ausgangsbedingungen das Hinzufügen des Wortes „Defizit“ im Zusammenhang mit ESG die Wahrscheinlichkeit um ein Prozent erhöht, dass ein Titel in den darauffolgenden drei Monaten eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichnet. Wird das Wort „Widersprüche“ eingefügt, verdoppelt sich diese Wahrscheinlichkeit, während sich bei dem Wort „Hindernisse“ die Wahrscheinlichkeit einer Underperformance des Titels nahezu erneut verdoppelt.

Da die Unternehmen sich dieser Tatsache bewusst werden, können sie die Wortwahl in ihren Berichten natürlich entsprechend anpassen. Unsere Analyse hat ergeben, dass Datenanbieter, die ESG-Bewertungen zu Unternehmen bereitstellen, diese tendenziell besser bewerten, wenn die Unternehmen positiv konnotierte Begriffe verwenden. Zudem scheinen die Bewertungen tendenziell besser auszufallen, je länger der Nachhaltigkeitsbericht ist.

Viele Unternehmen werden daher der „Grünfärberei“ („Greenwashing“) ihrer Nachhaltigkeitsberichte bezichtigt (eine ausführliche Beleuchtung

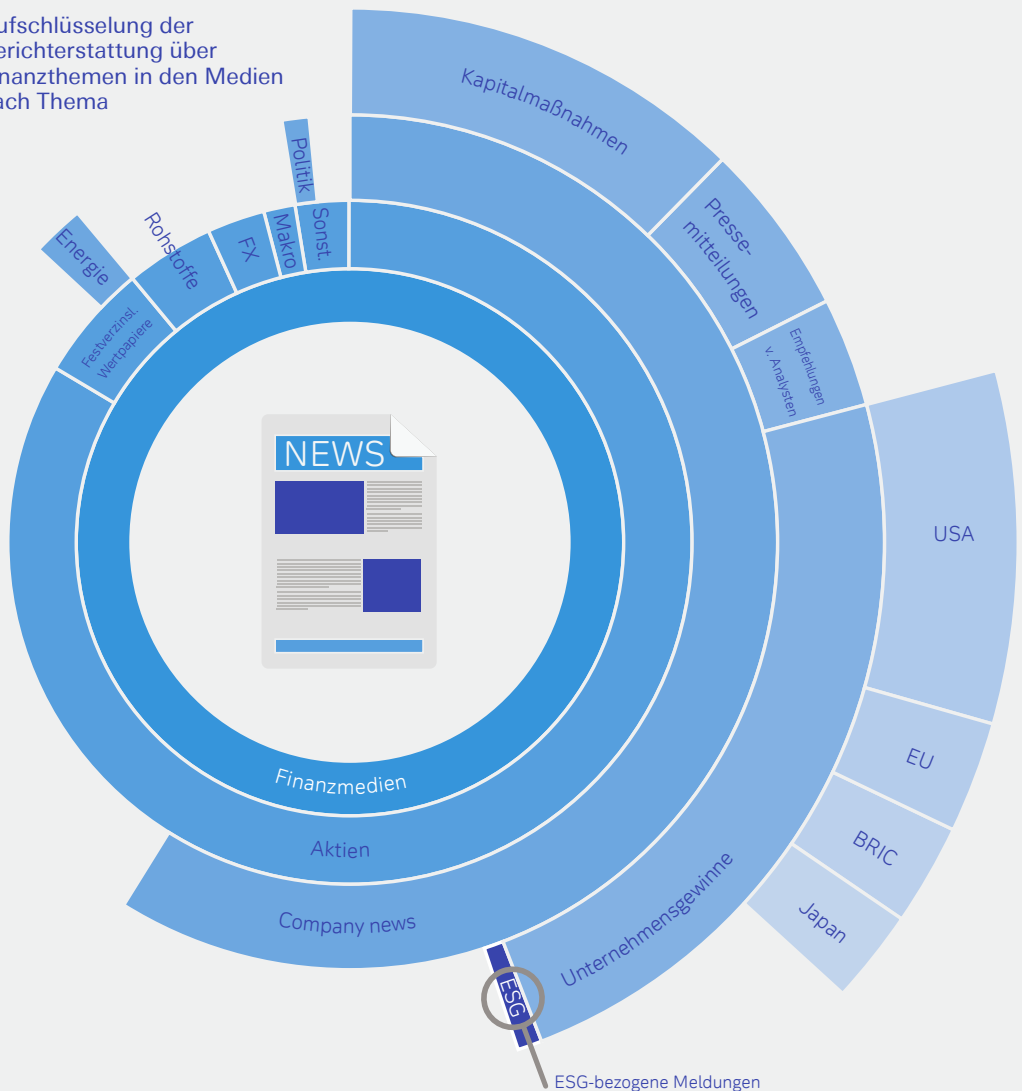
Nachrichtenwert von ESG-Themen

In den heutigen Zeiten von Big Data kann man davon ausgehen, dass Anleger nicht über alle verfügbaren Daten informiert sind.

Wir haben eine Stichprobe von 100.000 Medienberichten aus der Finanzwelt analysiert und festgestellt, dass es in den meisten dieser Artikel um „harte“ Finanzzahlen geht. Nur zwei Prozent der Artikel befassen sich mit ESG-Themen.

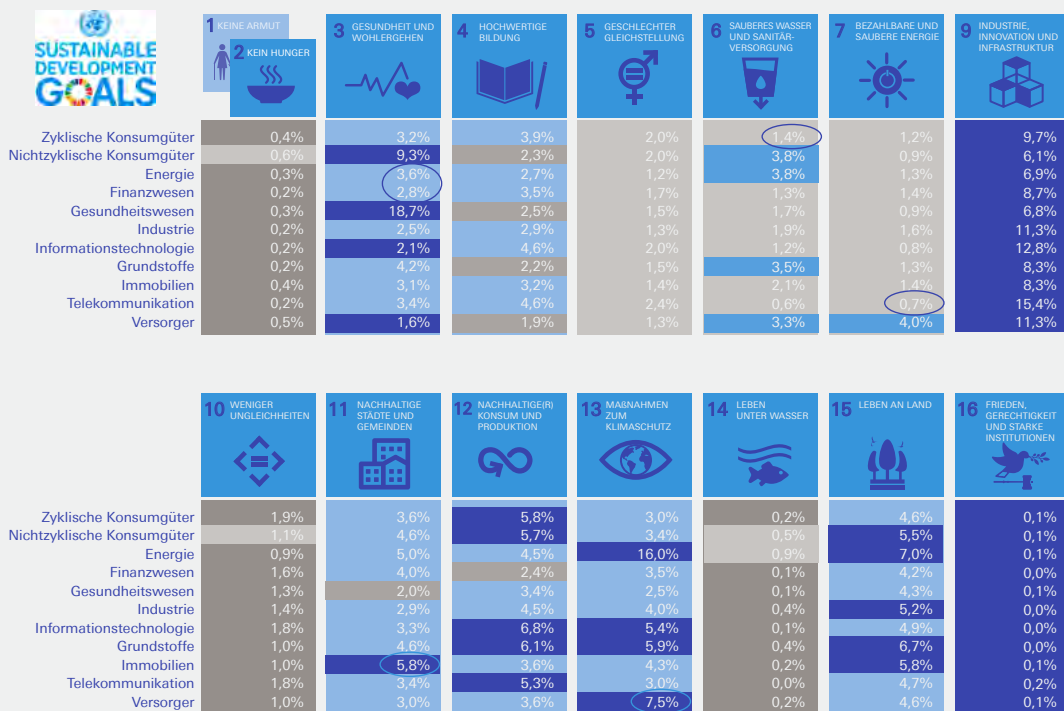
Schlussfolgerung:
Anleger können weniger greifbare Informationen leicht übersehen

Aufschlüsselung der Berichterstattung über Finanzthemen in den Medien nach Thema



Berichte zur unternehmerischen Nachhaltigkeit enthalten durchaus interessante, nicht finanzbezogene Informationen, diese sind jedoch mitunter schwer auszumachen

Textanteil zum Thema Nachhaltigkeit und Entwicklungsziele in Nachhaltigkeitsberichten von Unternehmen

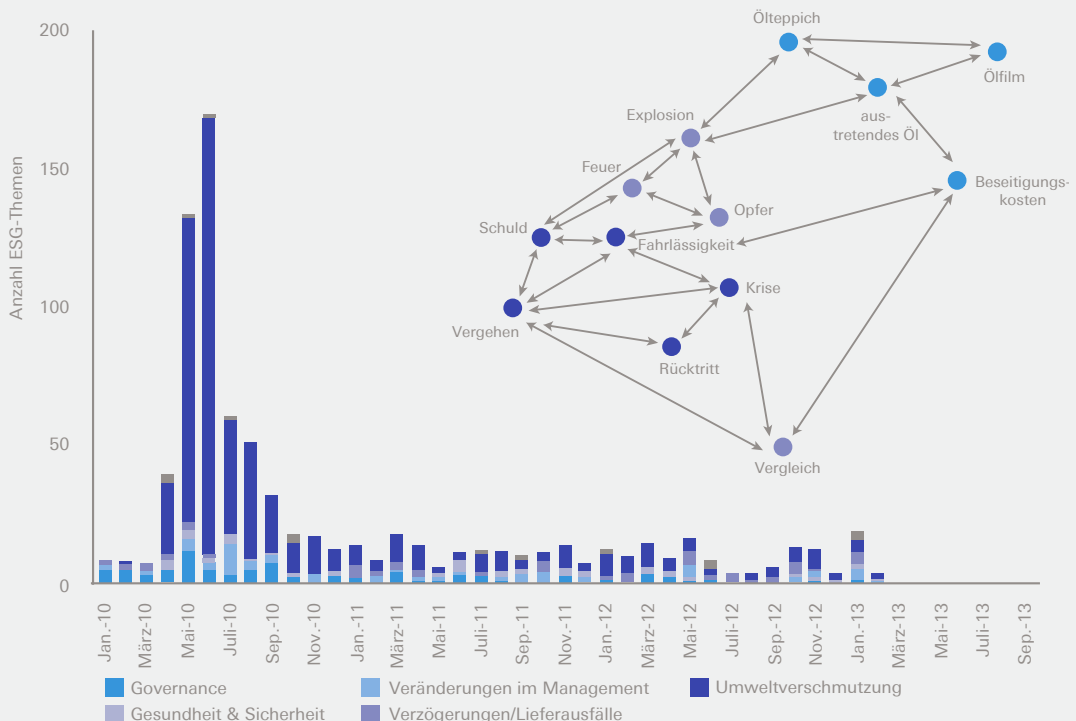


Künstliche Intelligenz lernt, die Zusammenhänge zwischen ESG-bezogenen Medienberichten zu beurteilen, um eine Über- oder Unterbewertung eines Ereignisses zu vermeiden

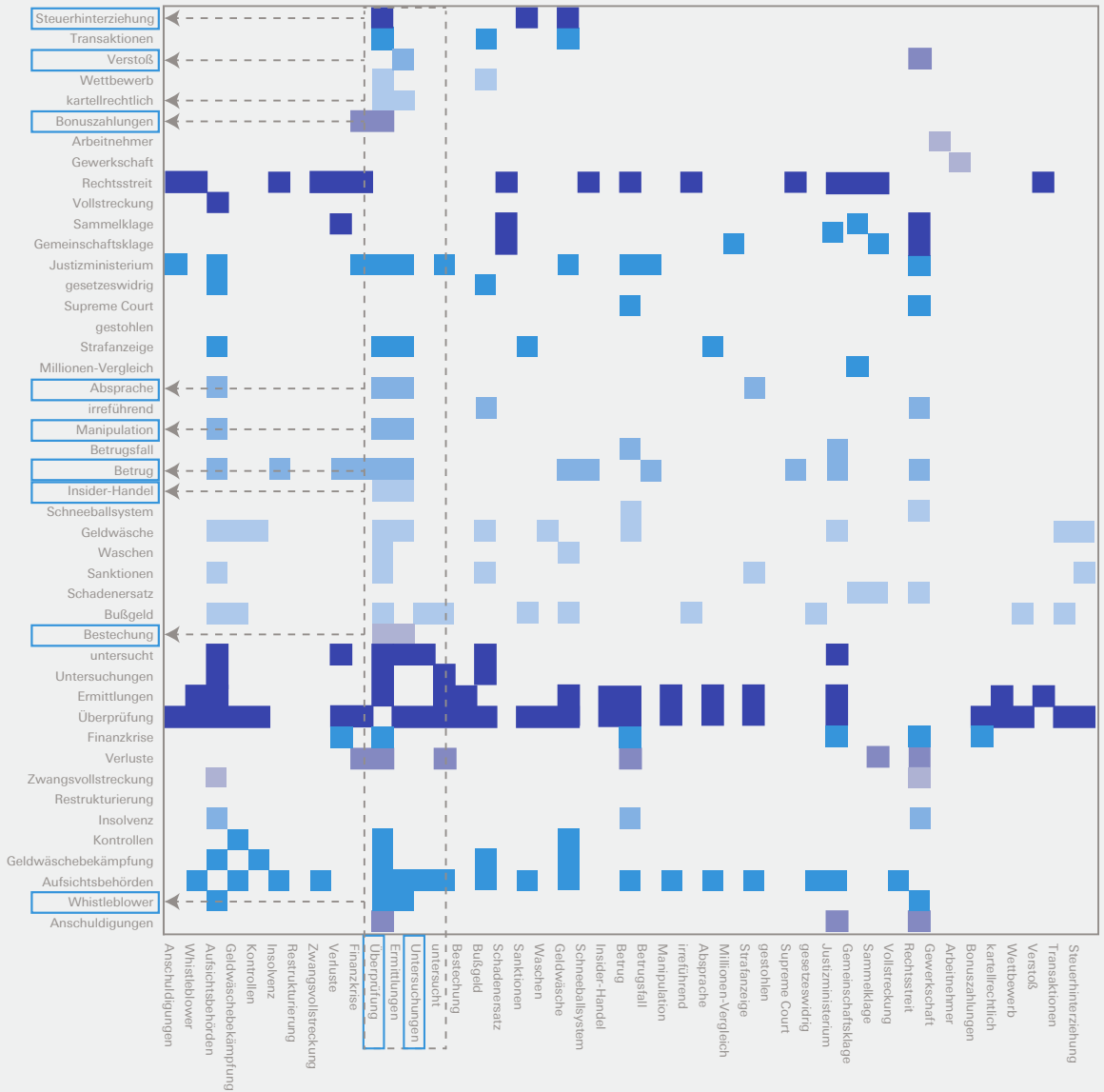
Auswahl ESG-bezogener Pressemeldungen zur Deepwater Horizon-Ölkatastrophe 2010

Datum	Schlagzeile
21.04.2010	Explosion auf für BP betriebener Transocean-Bohrplattform vor US-Golfküste
26.04.2010	US-Regierung: Ölteppich im Golf 36 Meilen vor der Küste
27.04.2010	Hochrangige Demokraten im US-Repräsentantenhaus stellen Notfallplan von BP und Plattformbetreiber Transocean infrage
05.05.2010	Stahl-dom soll größtes Öl-Leck vor US-Golfküste abdichten
31.05.2010	Weißes Haus will hart durchgreifen
07.06.2010	Erfolg der BP-Abdichtungsmaßnahmen nicht bestätigt
23.06.2010	Pensionsfonds des Bundesstaates New York verklagt BP wegen erlittener Anlageverluste
15.07.2010	Zunehmende Besorgnis, dass Fonds nicht alle Schäden abdeckt
20.07.2010	Quellen berichten, BP-CEO Hayward bereitet Rücktritt vor
16.09.2010	US-Umweltbehörde leitet Untersuchung gegen BP Texas City Refinery ein
03.12.2010	BP erklärt: Weniger Öl ausgetreten als von USA geschätzt
17.08.2011	Ölfilm vor BP-Plattform Thunderhorse im Golf von Mexiko gesichtet
18.08.2011	BP meldet Ölfilm im Golf von Mexiko
18.08.2011	BP stellt verschiedene Pressemeldungen richtig
31.08.2011	Russische Beamte führen Razzia in Moskauer Niederlassung durch
08.06.2012	BP will Vergleich unter USD 15 Mrd. in Sachen Ölkatastrophe 2010

Quellen: Dow Jones Newswires, Deutsche Bank



Durch maschinelles Lernen werden datenbasierte Wesentlichkeits-Matrizen generiert, mit denen bessere Ergebnisse erzielt werden als mit herkömmlichen Stichwort-Suchen



dieses Themas findet sich in dem Artikel „Neue Methoden, um „Grünfärberei“ zu entlarven“). Das α -Dig-System setzt daher auf Natural Language Processing, also die maschinelle Verarbeitung natürlicher Sprache, um zu lernen, den Kontext zu erfassen. Auf diese Weise kann das System verschiedene Arten von Texten in Unternehmensberichten unterscheiden und den entsprechenden ESG-Kategorien zuordnen, auf die Anleger bei der Suche nach oder Bewertung von Titeln für ihr Portfolio zurückgreifen können. Das Tool identifiziert zudem neuen Text und erkennt dessen Kontext, um so Rückschlüsse auf dessen Bedeutung zu ziehen.

Auch Anleger, die sich selbst für gut informiert halten, können hiervon profitieren. Dies liegt zum Teil daran, dass die Medien dem Thema ESG noch keine besondere Bedeutung beimessen. Unsere Analyse von 100.000 Medienberichten aus der Finanzwelt hat ergeben, dass sich gerade einmal zwei Prozent davon mit ESG-Themen befassen. Im Gegensatz dazu bezieht sich mehr als die Hälfte der Artikel auf Unternehmensgewinne, rund ein Fünftel befasst sich mit Kapitalmaßnahmen wie Übernahmen und Zusammenschlüssen und in den übrigen Artikeln geht es um Pressemitteilungen der Unternehmen und Empfehlungen von Analysten. Ohne die Medien als Anhaltspunkt müssen die Anleger die Veröffentlichungen der Unternehmen also selbst durchforsten.

Jeder, der schon einmal eine offizielle Veröffentlichung eines Unternehmens gelesen hat, beispielsweise einen Geschäftsbericht oder einen Form 10-K-Bericht, weiß, wie schwierig es ist, nützliche Informationen aus dem „Marketing-Sprech“ herauszufiltern. Daher ist es nur verständlich, dass viele Anleger die von den Unternehmen veröffentlichten ESG-Informationen entweder nicht beachten, oder schlicht nicht in der Lage sind, sie zum richtigen Zeitpunkt in ein Handelsgeschäft umzusetzen.

Verstärkt wird dieses Problem durch die rasante Zunahme der verfügbaren Informationen. Der Grund für diese Informationsflut liegt nicht nur in der steigenden Zahl der Informationsquellen, sondern auch in den Unternehmensberichten selbst. Immerhin veröffentlichen inzwischen vier Fünftel der amerikanischen Unternehmen Berichte zum Thema unternehmerische Verantwortung. Das sind viermal so viele wie noch vor sieben Jahren. Eine Analyse der an die Securities and Exchange Commission gemeldeten Datenmengen zeigt zudem, dass diese sich seit der Finanzkrise vervielfacht haben.

Doch nicht nur die Anzahl der Berichte hat zugenommen, sondern auch deren Umfang. Ein Quartalsbericht an die SEC enthält heute durchschnittlich 20.000 Wörter und damit mehr als doppelt so viele wie noch vor zwanzig Jahren.

Jahresberichte sind auf durchschnittlich 50.000 Worte angewachsen und haben damit im Verhältnis fast genauso stark zugelegt wie die Quartalsberichte. In dieser Informationsflut den Überblick zu behalten, ist nicht einfach. Berichte über Rechtsstreitigkeiten sind dabei nur ein Beispiel. Wie unsere Daten zeigen, zählen Rechtsstreitigkeiten und Regulierung zwar zu den größten Risiken für ein Unternehmen, ein Anleger muss sich jedoch im Durchschnitt durch drei Viertel des Risikoberichts eines Unternehmens durcharbeiten, bevor diese überhaupt Erwähnung finden.

Bei der Vorstellung, all diese neuen Informationen filtern zu müssen, kann es einem Anleger schwindelig werden, besonders da die meisten automatischen Filtersysteme nicht weit genug entwickelt sind, um zuverlässig Kontexte zu erfassen. Und da die Menge der verfügbaren ESG-Daten ständig zunimmt, steigt die Gefahr, dass sich Anleger irgendwann abgehängt sehen. Bereits jetzt werden ESG-Daten oft deutlich später veröffentlicht als „harte“ Finanzzahlen. Studien haben zudem ergeben, dass Anleger auf nach und nach veröffentlichte „weiche“ negative Nachrichten weniger stark reagieren, was das Problem zusätzlich verschärft. Und wenn sie schließlich doch reagieren, kann die entstehende Volatilität noch mehr Unsicherheit nach sich ziehen. Als beispielsweise BP 2010 von der Ölkatastrophe der Deepwater Horizon betroffen war, reagierten die Anleger zwar sehr schnell auf diese Meldung, sie konnten jedoch offenbar nicht deren Auswirkungen auf den Aktienkurs von BP abschätzen. In den darauffolgenden 200 Tagen lag der Aktienkurs zwischen 303 und 648 Pence.

Ein aktuelles Beispiel für den Mehrwert von α -Dig ist die Analyse des im Februar 2018 von Facebook eingereichten Berichts. Von all den im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Berichts behandelten Themen erhielten Rechnungslegungsthemen eine besonders negative Einschätzung, dicht gefolgt von der negativen Einschätzung in Bezug auf Produkte. Wichtig ist anzumerken, dass das System zu dem Schluss kam, dass die schlechte Einschätzung in Bezug auf die Produkte nicht vom Marktanteil herrührte, denn dieser wurde positiv beurteilt. Die nur wenige Monate später veröffentlichten Facebook-Ergebnisse für das zweite Quartal enthielten dann Warnungen zu Margen und produktbezogenem Wachstum. Der Aktienkurs brach daraufhin um ein Fünftel ein und verzeichnete damit den stärksten Wertverlust, den ein amerikanischer Titel je an einem einzigen Tag hinnehmen musste.

Backtesting anhand Machine-Learning-Algorithmen hat ergeben, dass Unternehmen, die neue Probleme veröffentlichen, üblicherweise im Laufe des folgenden Quartals negative Gewinnüberraschungen sehen. Dies ist auch nach

Das Problem der Anleger besteht darin, dass bei den meisten ESG-bezogenen Ereignissen – genau wie bei Rechtsstreitigkeiten – eine quantitative und zeitliche Einschätzung sehr schwierig ist.

Berücksichtigung von Analystenprognosen und vorherigen Ereignissen der Fall. Besonders spürbar sind diese Auswirkungen bei Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung, die von den Sell-Side-Analysten weniger stark berücksichtigt werden.

Anleger neigen dazu, sich an bestimmten nicht finanzbezogenen Informationen in den Unternehmensberichten festzuklammern. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf potenzielle Rechtsstreitigkeiten. So hat unsere Analyse ergeben, dass Aktienkurse auf neue Risiken reagieren, bei denen die Begriffe „Streitigkeiten“, „Schlichtung“ und „Kläger“ fallen. Dennoch gibt es ein deutlich größeres Begriffsfeld, das die Anleger selbst im richtigen Kontext zu übersehen scheinen. Dazu zählen beispielsweise die Wörter „verstoßen“, „Unstimmigkeiten“ und „falsch einschätzen“. Unsere Regressionsanalyse zeigt, dass diese Wörter auf einen bevorstehenden Wertverlust einer Aktie hindeuten, Anleger jedoch offenbar nicht in der Lage sind, deren Bedeutung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung klar herauszulesen.

Obwohl künstliche Intelligenz hier zunehmend Klarheit schafft, fällt es den Unternehmen selbst schwer, das sie betreffende ESG-Umfeld zu verstehen. Eine von uns durchgeführte Umfrage unter 400 internationalen Unternehmen zeigt, dass nur sieben Prozent der Befragten ihr Umsatz-Exposure in Bezug auf die Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen genau beziffern konnten. Vier Fünftel der Unternehmen konnten nicht einmal eine qualitative Einschätzung äußern. Die große Mehrheit der befragten Unternehmen gab schlicht an, ihnen mangle es in dieser Hinsicht an Transparenz.

Ein Grund hierfür könnte sein, dass Unternehmen nur eigenen Informationen über sich

preisgeben. Betrachten wir beispielsweise den Gesundheitssektor: Unsere Analyse hat ergeben, dass sich im Durchschnitt nur ein Fünftel des Nachhaltigkeitsberichts eines Unternehmens in der Gesundheitsbranche mit den Themen Gesundheit und Wohlbefinden befasst. Ebenso beziehen sich durchschnittlich nur acht Prozent des Berichts eines Versorgungsunternehmens auf Klimaschutz und nur sechs Prozent des Berichts einer Immobiliengesellschaft sind Themen im Zusammenhang mit nachhaltigen Städten gewidmet. Kein Wunder also, dass Anleger keine Lust haben, seitenweise irrelevante Daten nach den wenigen wertvollen Informationen zu durchforsten.

Und schließlich erscheint es auch wenig verwunderlich, dass auch die sprachliche Komplexität der Unternehmensberichte eine Rolle spielt. Entsprechende Titel schneiden üblicherweise schlechter ab, die Anleger brauchen jedoch Zeit, um den vollen Informationsgehalt der Berichte zu verstehen. Ob Anleger dies bereits wissen, spielt keine Rolle. Wenn ja, verstehen sie, wie wichtig fortschrittliche künstliche Intelligenz ist, um die Fülle an verfügbaren Informationen zu verarbeiten. Anleger, die bislang vor schwer verständlichen Berichten zurückgeschreckt sind, sollten sich die Ergebnisse vor Augen führen, die die neuen Technologien erbracht haben. Die Ergebnisse von α -Dig zeigen, dass es ein großer Fehler ist, qualitative Informationen zu ignorieren. Man braucht jedoch maschinelles Lernen und künstliche Intelligenz, um sich diese Informationen zunutze zu machen. ●

Andy Moniz ist Chief Data Scientist und Spyros Mesomeris ist Global Head of Quantitative Strategy bei Deutsche Bank Research. Luke Templeman ist Analyst im Thematic Research-Team.

ESG und Big Data – Neue Methoden, um „Grünfärberei“ zu entlarven

The term corporate social responsibility is a brilliant one: it means something, but not always the same thing, to everybody. (Der Begriff ‚Corporate Social Responsibility‘ oder unternehmerische Gesellschaftsverantwortung ist brilliant: Er bedeutet schon etwas, doch nicht jedermann verbindet dasselbe damit.)

Votaw and Sethi (1973)

Fünfundvierzig Jahre nach dieser Aussage tun Anleger sich noch immer schwer mit der Definition von Begriffen wie Corporate Social Responsibility oder Nachhaltigkeit. Ärgerlicherweise können Datenanbieter die ESG-Kennzahlen von Unternehmen genau deshalb nur schwer bewerten. Kein Wunder also, dass die bestehenden Kennzahlen oftmals wegen ihrer vermeintlich fehlenden Aussagekraft und erheblicher Messfehler in der Kritik stehen – Ganzheitlichkeit liegt ja bekanntlich im Auge des Betrachters.

Diese Unklarheit wirkt sich negativ auf die Glaubwürdigkeit aus: Viele Anleger stellen die Beweggründe der Unternehmen für die Veröffentlichung von Nachhaltigkeitsberichten infrage. Sie fürchten „Greenwashing“, also „Grünfärberei“, in ESG-Berichten – dass die Berichte von Marketing- oder PR-Abteilungen des Unternehmens verfasst werden und pauschale Aussagen enthalten, die dem Unternehmen ein besseres Image verleihen sollen, ohne dass dadurch jedoch die Verantwortung gegenüber den Anlegern steigt.

Greenwashing ist indes kein eindeutig abgrenzbares Phänomen, sondern existiert in vielen verschiedenen Ausprägungen – manche zweifellos schlimmer als andere. Wie sollen Anleger nun darauf reagieren? Eine Möglichkeit wäre, alternative Datenquellen zu erschließen, die über Bewertungen der Unternehmenspolitik hinausgehen und Rückschlüsse auf das Verhalten des Unternehmens zulassen. Hierbei lautet die Prämisse: Die Handlungen eines Unternehmens sagen mehr als Worte.

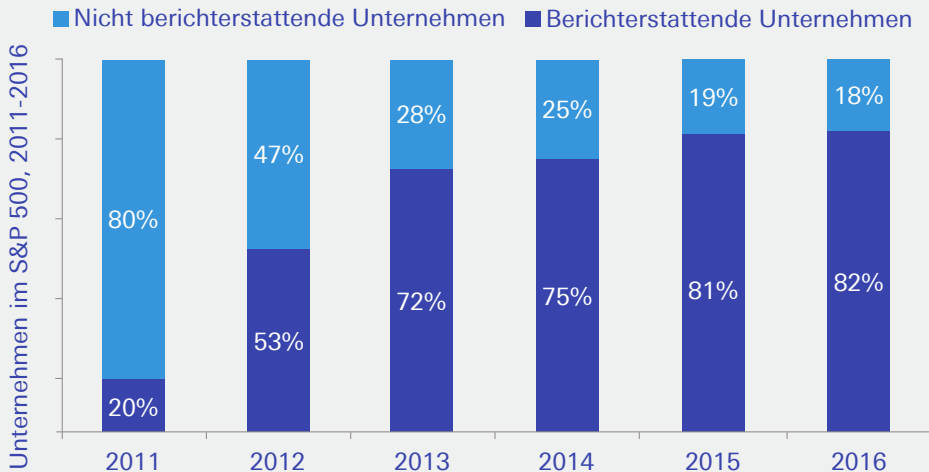


Angesichts der stetig wachsenden Menge an verfügbaren nichtfinanziellen Daten und Informationen kann eine entsprechende Analyse nur mit Hilfe künstlicher Intelligenz zuverlässig durchgeführt werden. Hier setzt das α -Dig-System der Deutschen Bank an. Es nutzt Machine-Learning-Algorithmen und Natural Language Processing-Technologien, um Unternehmensinformationen, die in zunehmendem Maße dem Greenwashing unterliegen, in einen Kontext zu setzen und Rückschlüsse daraus zu ziehen (unser Artikel „Anlegen mit Alpha-Dig“ enthält eine ausführliche Darstellung der Leistung der dem α -Dig-System zugrunde liegenden künstlichen Intelligenz).

Will man die Auswirkungen auf den Marktwert einer Aktie aus der keineswegs zuverlässigen Aussage eines „grün gefärbten“ Berichts ableiten, muss man zunächst verstehen, wie veraltet traditionelle ESG-Bewertungssysteme inzwischen sind. Noch vor zehn Jahren basierten die von Datenanbietern bereitgestellten ESG-Werte im Wesentlichen auf einem simplen Ja oder Nein auf die Fragen, ob Unternehmen über bestimmte Systeme, Kontrollen und Richtlinien – beispielsweise zur Verhinderung von Streubomben, Bestechung

Andy Moniz, Spyros Mesomeris

Prozentualer Anteil der S&P 500-Unternehmen, die Nachhaltigkeitsberichte veröffentlichten (2011-2016)



Quelle: Governance & Accountability Institute, Inc. 2017 Research.

und Korruption oder Kinderarbeit – verfügen. Anhand dieser Werte konnten Anleger die von ihren Kunden gewünschten Ausschlusslisten erstellen. In einer Zeit, in der die Berichterstattung über unternehmerische Nachhaltigkeit lediglich auf freiwilliger Basis erfolgte, stützten sich die Datenanbieter aber verständlicherweise auf die begrenzte Menge verfügbarer Daten in Unternehmensberichten. Alternativen gab es kaum.

Die vorstehende Grafik zeigt, dass die Berichterstattung zur unternehmerischen Nachhaltigkeit seit der Finanzkrise sprunghaft angestiegen ist. Dank dieser neuen Informationen konnten Datenanbieter ihre Datensatzdefinitionen präzisieren und viele weitere ESG-Werte anbieten.

Viele traditionelle ESG-Bewertungssysteme waren mit dieser Flut an neuen Informationen überfordert. Tatsächlich sind mehr als 300 ESG-Datenpunkte für ein einziges Unternehmen möglich, und es besteht wenig Einigkeit unter den verschiedenen Datenanbietern, was die Definition von Nachhaltigkeit oder Wesentlichkeit anbelangt. Schlimmer noch: Einige Unternehmen können aufgrund der zunehmenden Menge an Informationen in gewisser Weise das Bewertungssystem manipulieren, indem sie eine größere Anzahl an Kennzahlen – ohne Rücksicht auf deren Qualität – veröffentlichen. Dadurch soll die Wahrnehmung der Anleger in Bezug auf die Unternehmenstransparenz beeinflusst werden – dies nennt man Greenwashing.

Um potenzielle Schwachstellen traditioneller ESG-Datensätze aufzuzeigen, haben wir eine Reihe von Tests mit dem α -Dig-System durchgeführt. Der erste dieser Tests befasste sich mit dem sogenannten „Agenda Setting“ bzw. der gezielten Behandlung bestimmter Themen in den Nachhaltigkeitsberichten der Unternehmen. Dem liegt die Auffassung zugrunde, dass in der Unternehmenskommunikation üblicherweise Informationen nach dem Framing-Ansatz selektiert und in eine bestimmte Perspektive gesetzt werden, um Einfluss auf die Themen zu nehmen, über die die Anleger nachdenken.

Nach dem Einlernen analysierte unser Machine-Learning-Algorithmus Berichte von über 1.000 Unternehmen und ordnete Sätze verschiedenen Themenbereichen zu: allgemeiner Überblick, ertragsbezogen, nachhaltigkeitsbezogen usw. Unser Algorithmus ermittelte für jeden Bericht den prozentualen Textanteil, der sich auf verschiedene Nachhaltigkeitsthemen gemäß den von den Vereinten Nationen festgelegten 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung bezieht. Zu diesen Zielen zählen die Bekämpfung des Klimawandels und der Schutz der Ozeane und Wälder, eine nachhaltigere Gestaltung der Städte, die Verbesserung der Gesundheitsversorgung und des Zugangs zu Bildung sowie ein Ende von Armut und Hungersnot.

Die Tabelle auf den ausfaltbaren Seiten zeigt für verschiedene Sektoren den durchschnittlichen

prozentualen Textanteil für jedes Nachhaltigkeits-thema.

Dabei sticht als Erstes ins Auge, dass die Prozentsätze in der Tabelle alle sehr niedrig sind und in der Summe deutlich unter 100 Prozent liegen. Dies zeigt, wie groß der Anteil des in Unternehmensberichten enthaltenen Texts ist, der nicht eindeutig einem bestimmten Thema zugeordnet werden kann. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um überflüssige Marketinginformationen oder Greenwashing. Unsere zweite Beobachtung ist, dass Unternehmen üblicherweise hauptsächlich darstellen, für wie innovativ sie sich selbst halten, statt sich tatsächlich mit Nachhaltigkeits-themen auseinanderzusetzen.

Angesichts dieser klaren Tendenzen sind die übrigen Erkenntnisse eher intuitiver Natur. Versorger befassen sich hauptsächlich mit Klimaschutz und sauberer Energie, Unternehmen aus dem Gesundheitswesen mit Gesundheit und Wohlbefinden und Immobiliengesellschaften vorwiegend mit nachhaltigem Städtebau.

Als Nächstes haben wir einen Test durchgeführt, der direkter auf das Thema Greenwashing bei Unternehmen abzielt. Dabei wurde geprüft, inwieweit die von einem führenden Datenanbieter bereitgestellten ESG-Bewertungen ausschließlich mit Hilfe der in dem Nachhaltigkeitsbericht eines Unternehmens veröffentlichten Informationen nachvollzogen werden können. Anders ausgedrückt: Wurde der Datenanbieter durch die Informationen in dem Bericht beeinflusst?

Dafür mussten unsere Algorithmen entsprechend angelernt werden, um verschiedene gängige linguistische Merkmale zu verstehen, deren Unterscheidung für Menschen keinerlei Problem darstellt, für traditionelle Systeme jedoch unmöglich ist. Dieser Test lieferte einige unerwartete Ergebnisse und machte deutlich, dass Unternehmen ihre ESG-Bewertung durch Green-

washing ihres Nachhaltigkeitsberichts beeinflussen können. Im Folgenden befassen wir uns mit den spezifischen Auswirkungen in bestimmten Greenwashing-Kategorien.

Finanzkennzahlen – Unternehmen mit höherer Kapitalisierung erzielten in der Regel ein besseres ESG-Rating. Konkret heißt das: Je USD 1 Mrd. an Marktkapitalisierung lag das durchschnittliche ESG-Rating eines Unternehmens um 3,5 Punkte höher. Eine Erklärung hierfür ist, dass große Unternehmen über umfangreichere Mittel für eigene Nachhaltigkeitsabteilungen und die Erstellung langer Berichte verfügen.

Länge der Dokumente – Bis zu einem bestimmten Punkt deutet ein umfangreicheres Dokument auf ein größeres Maß an Transparenz hin, ab einem schwer definierbaren Punkt indes eher auf Geschwafel. Unseren Ergebnissen zufolge lag die Bewertung eines Unternehmens durch Datenanbieter mit jeder weiteren Seite an Text im Durchschnitt um 0,25 Punkte höher. Mit anderen Worten: Unternehmen scheinen für Geschwafel belohnt zu werden.

Lexikalische Vielfalt – Die Zahl der im Text verwendeten unterschiedlichen Wörter steht für die Qualität des sprachlichen Ausdrucks. Der Grundgedanke hierbei ist, dass eine größere Wortschatzvielfalt auf kreatives Marketing und Greenwashing hindeutet.

Stimmung – Diese Kategorie beschreibt den Anteil positiver Schlüsselbegriffe im Text und soll übertriebenen Optimismus erfassen. Wir haben festgestellt, dass dieses Kriterium von großer Bedeutung ist. Anders ausgedrückt: Unternehmen, die optimistische Formulierungen wie Erwähnungen von „Auszeichnungen“ und „erreichten Zielen“ verwenden, erhalten in der Regel die höchsten ESG-Ratings.

Ziele – Dies bezieht sich darauf, wie häufig die Worte „Ziele“ und „Vorgaben“ in dem Text

Fußabdruck	Minderung	Anpassung	Überwachung	Risiken
Emissionen	Prozesse	Systeme	Überwachung	Risiken
Auswirkungen	Reaktionen	Anpassung	Nutzung	Aufsichtsrecht
Ozean	Pläne	Ziel	Volumen	Berichterstattung
Klima	Anforderungen	Grenzwerte	Perzentil	Politische Entscheidungsträger
Ökosysteme	gemeldet	Technologie	stabilisierend	Trends
Gesellschaft	Schätzungen	einsatzfähig	Vorgabe	wirtschaftlich
Riff	Maßnahmen	Erreichen	Verbrauch	Verschiebungen
Gletscher	Minderung	Verbesserungen	Prozent	Auswirkungen
Wald	Forschung	Vorgabe	Kapazität	sich verändernd

verwendet werden. Dahinter steht der Gedanke, quantitative Informationen und Hinweise auf nachhaltiges Verhalten zu erfassen. Für jede Erwähnung von Zielen ergab sich ein um 1 Punkt höheres durchschnittliches ESG-Rating für ein Unternehmen.

Am wichtigsten ist jedoch die Untersuchung der Divergenz zwischen den Aussagen, die die Unternehmen in ihren Nachhaltigkeitsberichten treffen, und ihren später tatsächlich erreichten Nachhaltigkeitszielen. Insbesondere haben wir untersucht, ob auf die Zusagen der Unternehmen hinsichtlich der Reduzierung des CO₂-Ausstoßes tatsächlich geringere direkte Scope 1-Emissionen folgten (siehe Artikel „Das Kleinvieh und der große Rest“, der sich eingehender mit Scope 1-, Scope 2- und Scope 3-Emissionen befasst).

Wir haben den NLP-Algorithmus des α -Dig-Systems so trainiert, dass dieser Unternehmenszusagen bestimmen und auf CO₂-Emissionen bezogene Darstellungen in Nachhaltigkeitsberichten erkennen kann. Dabei wurden fünf verschiedene Themen identifiziert.

Die nebenstehende Tabelle enthält die wichtigsten Schlüsselbegriffe zu jedem Thema.

Einige Unternehmen äußerten sich zu ihrem CO₂-Fußabdruck (indem sie Angaben zu ihren Emissionen oder deren Wirkung machten), während andere erörterten, wie sie dem Klimawandel entgegenwirken oder sich an diesen anpassen wollen.

Anschließend haben wir ein Bewertungssystem entwickelt, um diejenigen Unternehmen zu ermitteln, die am stärksten dem Klimawandel entgegenwirken bzw. sich diesem anpassen wollen. Diese Bewertungen wurden dann mit anderen linguistischen Merkmalen aus Nachhaltigkeitsberichten zusammengefasst. Um quantitative Informationen zu erfassen, haben wir beispielsweise die Anzahl arabischer Zahlen und quantitativer Wörter wie „erstens“, „zweitens“ und „die Hälfte“ berechnet und aus diesem Wert anschließend das Verhältnis zu der Gesamtanzahl der Wörter ermittelt. Hintergedanke dabei war, dass Zahlenangaben mit größerer Wahrscheinlichkeit auf einen Fokus auf Dekarbonisierung hindeuten. Zudem haben wir ein Maß für in den Berichten verwendete aktive und passive Formulierungen einbezogen. Dabei haben wir uns an den sprachlichen Leitlinien der SEC orientiert, wonach die Unternehmenskommunikation im Wesentlichen den folgenden Grundsätzen der englischen Sprache entsprechen muss: kurze Sätze, eindeutige, konkrete allgemeinsprachliche Wortwahl, aktive Formulierung, tabellarische Darstellung komplexer Informationen, kein juristischer Fachjargon und keine mehrfache Negation.

Und schließlich haben wir diese linguistischen Merkmale um von einem ESG-Datenanbieter veröffentlichte umweltbezogene Score-Werte ergänzt. Der Datenanbieter unterscheidet zwischen den Zusagen, Zielen und Vorgaben eines Unternehmens im Bereich Energieeinsparung und den Initiativen zur Verbesserung seines ökologischen Fußabdrucks.

Auf dieser Grundlage konnten wir dann ausgehend von den im Nachhaltigkeitsbericht des Vorjahres enthaltenen Angaben zur Unternehmenspolitik, zu den Zielen und zu den Initiativen die Wahrscheinlichkeit vorhersagen, dass ein Unternehmen im Folgejahr seine Treibhausgasemissionen reduzieren wird.

Die Ergebnisse waren eindeutig. Die von traditionellen Datenanbietern ermittelten ESG-Werte waren statistisch gesehen allesamt nicht signifikant. Mit anderen Worten: Die Tatsache allein, dass ein Unternehmen seine Umweltpolitik, -ziele und -initiativen erörtert, führt nicht zu einer Reduzierung seiner künftigen Scope 1-Emissionen.

Die gute Nachricht: Unsere linguistischen Kriterien sind dagegen statistisch signifikant. Das heißt, dass Unternehmen, die in hohem Maße aktive Formulierungen und Zahlenangaben verwenden, im Durchschnitt mit einer Wahrscheinlichkeit von 74 Prozent ihre künftigen Emissionen reduzieren. Bei Unternehmen, die sich regelmäßig damit befassen, dem Klimawandel entgegenzuwirken oder sich an diesen anzupassen, liegt die Wahrscheinlichkeit dagegen bei 65 Prozent.

Die wahrscheinlich wichtigste Erkenntnis aus dem auf künstlicher Intelligenz basierenden α -Dig-System besteht wohl darin, dass die Datenlandschaft im ESG-Bereich bereits seit einiger Zeit reif für einen Umbruch ist. Jetzt, da die Technologie hinreichend ausgereift ist, kann Greenwashing bei Unternehmen aufgedeckt werden und Big Data-Techniken können dazu eingesetzt werden, das Verhalten der Unternehmen vorherzusagen sowie Unternehmensziele besser zu analysieren.

Es ist eine Schande, dass viele Unternehmen ihre Kommunikation grün färben, besonders da sich dies auf die von traditionellen Datenanbietern errechneten ESG-Werte auswirkt. Doch die ESG-Anleger können dank der neuen Technologie fortan aufdecken, ob ein Unternehmen tatsächlich die ESG-Kriterien erfüllt. Sie kommen mit dieser Technologie ihrem ultimativen Ziel näher: Der Vorhersage des Risikos eines Unternehmens aus dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und dessen künftigen CO₂-Fußabdrucks. ●

Andy Moniz ist Chief Data Scientist und Spyros Mesomeris ist Global Head of Quantitative Strategy bei Deutsche Bank Research.

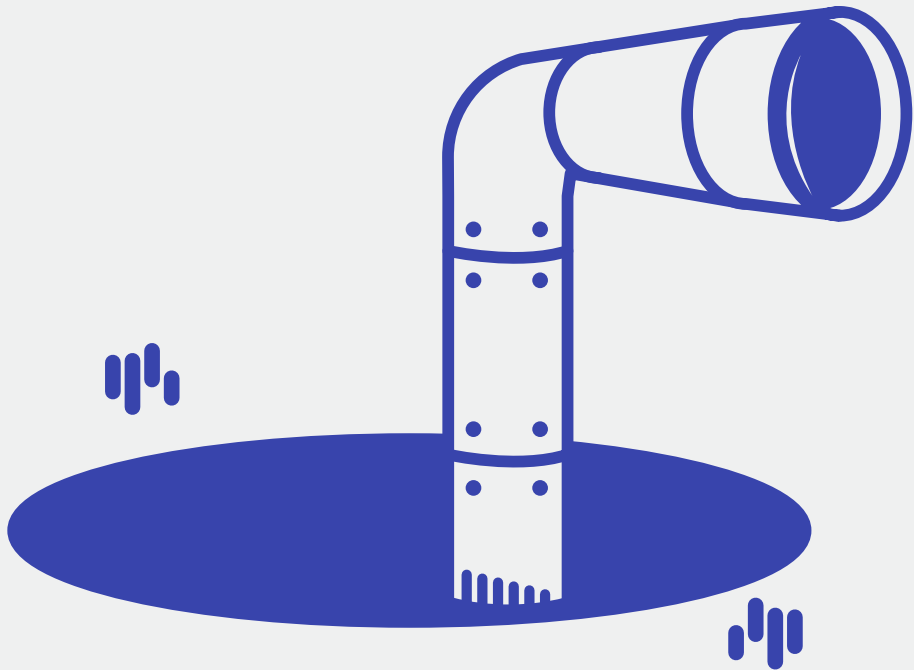
ESG und Entwicklung auf internationaler Ebene – Kein Luxus, sondern Notwendigkeit

In den letzten drei Jahrzehnten, die generell von multilateralen Wirtschaftsbeziehungen und Globalisierung geprägt waren, wurde der Ruf nach Standards für nachhaltiges Investieren immer lauter. Aber selbst in dieser scheinbar erfreulichen Zeit ließen es sich einige Kritiker nicht nehmen, die Entwicklung von Standards für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (*Environmental, Social and Governance* – ESG) als einen Luxus zu betrachten, den sich nur entwickelte Volkswirtschaften leisten können. Als Argument wird dabei angeführt, eine Volkswirtschaft müsse erst eine längere Periode wirtschaftlicher Entwicklung durchlaufen haben, bevor sie ESG-Themen als „nice-to-have“ berücksichtigen könne.

In gewisser Hinsicht ist dieses Argument nicht von der Hand zu weisen. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt zahlreiche Beispiele von Ländern, die für die Erzielung wirtschaftlichen Fortschritts ihre natürlichen Ressourcen ausbeuteten, die Umwelt verschmutzten und sich erst nach Erreichen eines gewissen Wohlstandsniveaus an die Beseitigung der damit verbundenen Schäden machten. Der berühmte „Londoner Nebel“, verursacht durch Rauchschwaden aus

den Schornsteinen von Fabriken und Haushalten, wurde als Folge des damaligen Policy Mix toleriert, der Großbritannien mit der industriellen Revolution bis weit in das 20. Jahrhundert hinein reich machte. Offensichtlich wollten die Briten erst die Früchte dieser wirtschaftlichen Entwicklung ernten, bevor sie sich entschlossen, ans Aufräumen zu gehen.

Heute gibt es zahlreiche Studien, die die mit der Ausbeutung der Umwelt einhergehenden langfristigen wirtschaftlichen Folgen aufzeigen. Die Weltgesundheitsorganisation hat jüngst Berechnungen vorgelegt, denen zufolge die mit vorzeitigen Todesfällen und Invalidität durch Luftverschmutzung einhergehenden ökonomischen Kosten in Europa bei fast USD 1,6 Bio. bzw. etwas weniger als einem Zehntel der Wirtschaftsleistung der gesamten Europäischen Union liegen.¹ Auch eine in der Fachzeitschrift „The Lancet“ veröffentlichte Studie kommt zu der Einschätzung, dass jährlich weltweit neun Millionen bzw. etwa ein Sechstel aller Todesfälle auf Luft-, Wasser- und arbeitsplatzbezogene Verschmutzung zurückzuführen sind.² Der Anthropologe Jared Diamond hat im Rahmen einer historischen



Betrachtung beschrieben, wie eine die Umwelt außer Acht lassende Politik zum Zusammenbruch ganzer Zivilisationen geführt hat.

Bei ESG geht es indes um weit mehr als die Umwelt. Wir möchten uns in diesem Artikel mit den Themen *Soziales* und *Unternehmensführung* befassen, die oft weniger im Vordergrund stehen. Dabei vertreten wir die Ansicht, dass solide Standards in diesen beiden Bereichen kein Luxus sind, den sich eine Volkswirtschaft erst ab einem bestimmten Entwicklungsstand leisten sollte. Sie sind vielmehr eine Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum, und zwar sowohl kurz- als auch langfristig.

Wenn wir kurz die Unternehmensebene beleuchten, so scheint es, dass Anleger bereits seit geraumer Zeit Titel mit guten ESG-Bewertungen bevorzugen. Laut unserer Analyse haben die großen europäischen Unternehmen mit den besten ESG-Bewertungen (siehe die Studie „ESG: a guide for fund managers“) seit mindestens 2005 – für diesen Zeitraum stehen die brauchbarsten Daten zur Verfügung – besser abgeschnitten als der Gesamtmarkt. Tatsächlich wurden in den oberen beiden Quintilen auf Basis der ESG-Bewertungen Durchschnittsrenditen von 75% generiert – mehr als das Dreifache der Rendite in den beiden unteren Quintilen.

Nimmt man diese Zahlen genauer unter die Lupe, wird klar, dass die Outperformance vorwiegend in Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs stattfindet, während die Korrelation während eines Konjunkturabschwungs weniger klar ist. Anders ausgedrückt: In konjunkturellen Abwärtsphasen stoßen Anleger Titel unabhängig von ihrem ESG-Status ab, während sie bei Aufwärtstrends Titel mit guter ESG-Bewertung bevorzugen.

Auch wenn sich dieses Argument nicht direkt von der Unternehmensebene auf die Länderebene übertragen lässt, so ist doch klar, dass es eine Verbindung gibt. Das Gegenteil zu behaupten – nämlich dass sich die Förderung von Rechtsstaatlichkeit verbunden mit der Schaffung einer Kultur zur Bekämpfung von Korruption und Bestechung sowie zum Schutz des geistigen Eigentums ohne Beteiligung der Unternehmen erreichen lasse – scheint vielmehr weltfremd.

Eine kürzlich erschienene, viel beachtete Studie von Acemoglu und Robinson scheint diese Sichtweise zu bestätigen.³ Darin wird unterschieden zwischen inklusiven (alle Teile der Gesellschaft einbeziehenden) staatlichen Institutionen – die für die Durchsetzung des Rechtsstaatsprinzips und privaten Verfügungsrechten sorgen und gleichzeitig gleiche Wettbewerbsbedingungen für

die Bereitstellung von Dienstleistungen schaffen – und extraktiven (ausschließenden) Institutionen, bei denen die wirtschaftliche Struktur dazu dient, die Eliten mit Ressourcen aus dem Rest der Gesellschaft zu versorgen. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass extraktive politische Institutionen langfristig nicht haltbar sind.

Dies ist nur einer der Gründe, warum sich Entwicklungsökonominnen verstärkt mit Unternehmen und der Frage, wie ihr ESG-Status die Entwicklung von Ländern beeinflusst, befassen sollten. Neben den langfristigen Zusammenhängen sollte sich dabei das Augenmerk auch darauf richten, wie sich politische Good Governance in einer Volkswirtschaft auf deren Fähigkeit auswirkt, die Produktion von Gütern und Dienstleistungen – der entscheidende Treiber kurzfristigen Wirtschaftswachstums – zu steigern. Mit Bezug darauf werden wir in aller Kürze drei soziale bzw. gesellschaftspolitische Themen und drei Governance-Themen erörtern, denen Ökonomen größere Aufmerksamkeit widmen sollten, da diese unmittelbare Auswirkungen auf das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft haben.

Soziale Fragen

Das erste Thema hier befasst sich mit Diversität in der Arbeitswelt, denn es besteht eindeutig ein Zusammenhang zwischen der Förderung der Teilhabe von Frauen und Minderheiten am Arbeitsleben und der Qualität des wirtschaftlichen Wachstums, das ein Land aufrechterhalten kann.

Grundsätzlich sind einer Volkswirtschaft durch die Anzahl der ihr zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte Grenzen gesetzt, d.h. viele hochqualifizierte Arbeitnehmer sind besser als wenige. In Entwicklungsländern stehen jedoch häufig die politischen Rahmenbedingungen einer Ausdehnung der Erwerbsbevölkerung entgegen. Die Wahrscheinlichkeit, dass junge Frauen im Gegensatz zu ihren männlichen Pendanten weder am Erwerbsleben noch an der Bildung beteiligt sind, ist in vielen Ländern mit geringem Einkommensniveau höher⁴ – was erhebliche Konsequenzen nach sich zieht. Einem Bericht der Weltbank zufolge büßen Länder weltweit aufgrund von Unterschieden im Lebensinkommen zwischen Männern und Frauen USD 160 Bio. an Wohlstand ein.⁵ Und da Frauen weniger verdienen als Männer, ist das Humankapitalvermögen weltweit etwa 20 Prozent geringer als es sein könnte. Eine

hohe Diversität der Belegschaften in Unternehmen ist bei Weitem kein schicker Luxus, sondern trägt ganz entscheidend zu einer positiven Feedback-Schleife bei, die ein hohes Bildungsniveau bei allen Absolventen befördert.

Nicht nur Entwicklungsländer sollten dies zur Kenntnis nehmen. Viele Industrieländer werden in naher Zukunft mit einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung zu kämpfen haben. So ist die Durchschnittsgröße von Familien in den USA von 3,7 in den 1960er Jahren auf nunmehr 3,1 zurückgegangen. Eine Studie kommt zu dem Schluss, dass bis zu ein Fünftel des US-Wirtschaftswachstums im Zeitraum von 1960 bis zur Finanzkrise mit einem verstärkten Wachstum bei in der Arbeitswelt zuvor unterrepräsentierten Gruppen, insbesondere Frauen, zusammenhängt.⁶ Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund einer zunehmenden Beteiligung von Frauen (Anstieg der Quote von 35% in den 1950er Jahren auf 60% im Jahr 2000) zu sehen. Seither hat sich der Trend jedoch umgekehrt, ist die Beteiligungsquote auf 57% gesunken. Bei Männern beläuft sich diese Quote auf 68%, was ohnehin niedriger ist als in den meisten vergleichbaren OECD-Ländern. Hier kann auf jeden Fall mehr getan werden.

In Japan beispielsweise wurde in den letzten Jahren viel getan, um das Humankapital des Landes optimal auszuschöpfen, was angesichts des dort herrschenden enormen demografischen Drucks wenig überrascht. Seit dem Amtsantritt von Premierminister Abe ist etwa die Beschäftigungsquote bei Frauen von nur 64% auf fast 70% gestiegen. Vermögensverwalter hätten den Bemühungen der Regierung durch die Berücksichtigung von ESG-Kriterien jedoch zuvorkommen oder diese unterstützen können – denn Politik und Wirtschaft verfolgen letztlich dieselben Ziele.

Bildung steht in engem Zusammenhang mit der Beteiligung am Erwerbsleben. Nach Schätzungen der UN war die Hälfte des in der OECD in den vergangenen fünfzig Jahren verzeichneten Wirtschaftswachstums dem Anstieg des Bildungsniveaus geschuldet⁷ und dieser Anstieg zu mehr als 50% darauf zurückzuführen, dass mehr Mädchen höhere Bildungsabschlüsse erworben haben und sich die Zahl der Bildungsjahre von Frauen und Männern immer weiter angeglichen hat. Die OECD fand heraus, dass ein zusätzliches Bildungsjahr einem Anstieg des Humankapitals um 11% entspricht und zu einem durchschnittlichen Anstieg des BIP pro Kopf um 9% führt.⁸

Ein weiteres soziales Thema mit direktem Einfluss auf sowohl Umfang als auch Qualität der Erwerbsbevölkerung ist die Gesundheit. Unser Fokus liegt dabei auf dem Bereich Gesundheitsschutz und Sicherheit am Arbeitsplatz. Einige Beobachter argumentieren, dass Entwicklungsländer nur dann Wohlstand erlangen können, wenn sie zunächst ihre billigen, weniger Regulierungen unterliegenden Arbeitskräfte nutzen. Jedoch gibt es zahlreiche Belege dafür, dass diese Sichtweise zu kurz greift.

Einem EU-Bericht zufolge kosten Arbeitsunfälle den Kontinent fast EUR 500 Mrd. pro Jahr. Weltweit führen arbeitsbedingte Unfälle und Erkrankungen zu einer Verringerung der Wirtschaftsleistung um 3,9% bzw. jährlichen Kosten von EUR 2,7 Bio.⁹

Der Ansicht, die Kosten für die Umsetzung von Gesundheits- und Sicherheitsvorschriften würden die Wirtschaftsleistung mindern, widerspricht nun ein Bericht der britischen Regierung: Eine strengere Umsetzung solcher Vorschriften habe zwar kurzfristig eine geringere Wirtschaftsleistung zur Folge, langfristig steige jedoch die Produktivität.¹⁰ Die logische Schlussfolgerung daraus ist, dass Rechtsvorschriften für Gesundheitsschutz und Sicherheit nicht nur Umfang und Qualität der verfügbaren Arbeitskräfte einer Volkswirtschaft steigern, sondern auch dazu führen, dass weniger Menschen Familienangehörige pflegen müssen und die Ausgaben für medizinische Versorgung sinken.

Ähnlich verhält es sich auf kurze und lange Sicht bei Bestechung und Korruption. Diese sind häufiger in Ländern mit niedrigem Einkommen anzutreffen. Mitunter wird die Meinung vertreten, dass sich viele Gesellschaften in solchen Ländern an die Umstände angepasst und Bestechung als Teil des täglichen Lebens oder als Geschäftskosten akzeptiert haben. Zudem wird argumentiert, dass Korruption eine Folge von Armut und nicht deren Ursache ist, und Bestechung erst dann aufhört, wenn ein Land mehr Wohlstand erlangt.

Solche Argumente hinken jedoch. In einem Wirtschaftssystem zementiert Bestechung die Position jener etablierten Akteure, die sich die Zahlung solcher Gelder leisten können. Dadurch fehlen den Menschen Anreize für die Gründung neuer Unternehmen. Zudem werden Ressourcen vergeudet, da sie nicht optimal eingesetzt werden. Nach Schätzungen des Weltwirtschaftsforums erhöhen sich Geschäftskosten durch Kor-

ruption um durchschnittlich bis zu 10%. Im Jahr 2002 schätzte die Afrikanische Union, dass den afrikanischen Staaten durch Korruption jährlich ein Viertel ihrer Wirtschaftsleistung (etwa USD 150 Mrd.) entgeht.¹¹ Es ist wenig überraschend, dass das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen in den zehn Ländern mit der geringsten wahrgenommenen Korruption bei USD 62.000 liegt und damit zehnmal höher ist als das Durchschnittseinkommen in den zehn Ländern mit der höchsten Korruption. Wenn man den Sonderfall Äquatorialguinea nicht berücksichtigt, sind die Länder mit der geringsten Korruption sogar zwanzigmal reicher als jene mit der höchsten Korruption.

Corporate Governance

Wir möchten uns nun mit drei Themen zur Unternehmensführung befassen, die starke kurzfristige Auswirkungen auf Volkswirtschaften haben. Ihnen allen ist gemein, dass sie nützliche Anreize für Unternehmen bieten.

Das erste Thema betrifft Governance-Strukturen. Es stimmt, dass die Unternehmensführung betreffende Regelungen sehr spezifisch sind und von Rechtsvorschriften in den einzelnen Ländern abhängen. Da die einzelnen Unterschiede zwischen diesen Rechtsvorschriften den Rahmen dieses Artikels sprengen würden, werden wir uns auf eine ältere, aber viel zitierte Studie der Wharton School stützen. Diese Studie betrachtet aus einem allgemeineren Blickwinkel Unternehmen mit einer „schwächeren“ Governance-Struktur, die größere Agency-Probleme (Auftraggeber/Auftragnehmer) nach sich zieht. Sie kam zu dem Ergebnis, dass die Chefs solcher Unternehmen ein höheres Gehalt beziehen als jene in Unternehmen mit „besserer“ Governance-Struktur.¹² Zudem ergab die Studie, dass Unternehmen mit hoch bezahlten Chefs und schwachen Governance-Strukturen schlechte Ergebnisse für ihre Anleger erzielen. De facto geht mit einem Anstieg der Übervergütung (*excess compensation*) des Firmenchefs um 40% ein Rückgang der Gesamtkapitalrendite um einen Prozentpunkt einher. Bei einem Unternehmen mit einer Gesamtkapitalrendite von 10% beträgt dieser Rückgang also ein Zehntel.

Daher ist ein System der „Checks and Balances“ von zentraler, unmittelbarer Bedeutung. Eine Beobachtung ist, dass die Vergütung des Unternehmenschefs geringer ausfällt, wenn

neben diesem eine Person im Führungsgremium vertreten ist, die mindestens 5% der Anteile an dem Unternehmen hält.

Das nächste Thema ist ESG-Transparenz. Ein kurzer Blick in den Geschäftsbericht eines Unternehmens offenbart durchschnittlich Dutzende von Seiten mit ESG-bezogenen Angaben. Darin finden sich in der Regel jede Menge Schlagwörter, und Anleger sind oft skeptisch, was deren Nutzen angeht (in unserem Leitartikel „Anlegen mit Alpha-Dig“ wird erörtert, wie nützlich solche Berichte sein können). Eine weltweite Studie der University of London, Birkbeck, ergab, dass die Vorzüge einer ESG-bezogenen Offenlegung die Kosten für ein börsennotiertes Unternehmen im Durchschnitt mehr als aufwiegen. Eine umfangreiche ESG-Offenlegung wirkt sich positiv auf die Bewertung eines Unternehmens aus – insbesondere auf den Tobinschen Quotienten, bei dem der Marktwert eines Unternehmens durch die Wiederbeschaffungskosten der Vermögenswerte des Unternehmens dividiert wird –, da sich die Anleger damit ein Bild des immateriellen Vermögens des Unternehmens machen können. Weitere Untersuchungen kamen zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit einer besseren ESG-Transparenz ihre Kapitalkosten senken können, da geringere operative und reputationsbezogene Risiken bestehen.

Wichtig dabei ist, dass dies sowohl für Industrie- als auch für Entwicklungsländer gilt. Eine Studie mit Schwerpunkt auf chinesischen Unternehmen hat gezeigt, dass jene mit einer besseren Bewertung ihrer Corporate Social Responsibility deutlich geringere Eigenkapitalkosten hatten und dieser Effekt in Phasen einer konjunkturellen Abkühlung noch deutlicher zutage trat als bei Konjunkturaufschwüngen.¹³

Ein wenig beachtetes Governance-Thema ist die Einhaltung weltweit anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze in einem Land. Nach Angaben des International Accounting Standards Board haben 144 Länder internationale Standards eingeführt. Zwölf weitere Länder haben sich verpflichtet, eine einheitliche Rechnungslegung einzuhalten. Zehn weitere Länder weisen Besonderheiten auf, durch die internationale Normen nicht auf sie anwendbar sind. Dazu zählen beispielsweise die Schweiz und Bermuda, die sich für eine strenge lokale Kontrolle ihrer Finanzinstitute entschieden haben. Betrachten wir die rund 45 verbleibenden Länder, so stellt sich heraus, dass diese Gruppe

gerade einmal 1,2% der weltweiten Wirtschaftsleistung generiert, obwohl die Gruppe fast ein Viertel aller Länder umfasst.

Wir haben aufgezeigt, dass sich die Betrachtung der Auswirkungen von ESG-Faktoren auf eine Volkswirtschaft nicht auf Umweltthemen beschränken sollte. Auch soziale Belange und Fragen der Unternehmensführung, wie sie sich in den Aktivitäten von Unternehmen widerspiegeln, können erhebliche kurzfristige Auswirkungen auf eine Volkswirtschaft haben. Das Interesse an diesen Themen wird vermutlich zunehmen, da auf lokaler Ebene der Ruf nach stärkerer Berücksichtigung von ESG-Fragen in der Politik stetig lauter wird – und dies trotz des jüngst zu beobachtenden Erstarkens populistischer Politik in einigen Industrieländern. Diese Entwicklung ist nicht nur aus sozialen und gesellschaftspolitischen Überlegungen zu begrüßen, sondern auch aus nüchternen, harten wirtschaftlichen Gründen. ●

Jim Reid ist Global Head of Fundamental Credit Strategy and Thematic Research. Luke Templeman ist Analyst im Thematic Research-Team. Sahil Mahtani ist Analyst im Thematic Research-Team.

1 World Health Organization, „Economic cost of the health impact of air pollution in Europe“, April 2015

2 Europäische Kommission, „Global pollution kills 9 million people a year“, International Cooperation and Development, 15. Januar 2018

3 Acemoglu, D., und Robinson, J., „Why Nations Fail“, Penguin Random House, März 2012

4 Organisation for Economic Co-operation and Development, „Closing the gender gap“, Dezember 2012

5 Wodon, Q., De la Briere, B., „Unrealized potential: The high cost of gender inequality in earnings“, World Bank, Mai 2018

6 Hsieh et al. (2013), aus Adema et al., „Enhancing Women's Economic Empowerment through Entrepreneurship and Business Leadership in OECD countries“, OECD 2014

7 Organisation for Economic Co-operation and Development, Gender Equality in Education, Employment and Entrepreneurship: „Final Report to the MCM“, 2012

8 Organisation for Economic Co-operation and Development, Gender Equality in Education, Employment and Entrepreneurship: „Final Report to the MCM“, 2012

9 Europäische Agentur für Sicherheit und Gesundheitsschutz am Arbeitsplatz, Pressemitteilung, 4. September 2017

10 Health and Safety Executive, „Health and safety management and business economic performance“, erstellt von Cambridge Econometrics, 2006

11 Organisation for Economic Co-operation and Development, „The rationale for fighting corruption“, CleanGov Biz, 2014

12 Core, J., Holthausen, R., und Larcker, D., „Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance“, Juli 1998

13 Xu, S., Liu, D., und Huang, J., „Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms“, März 2014

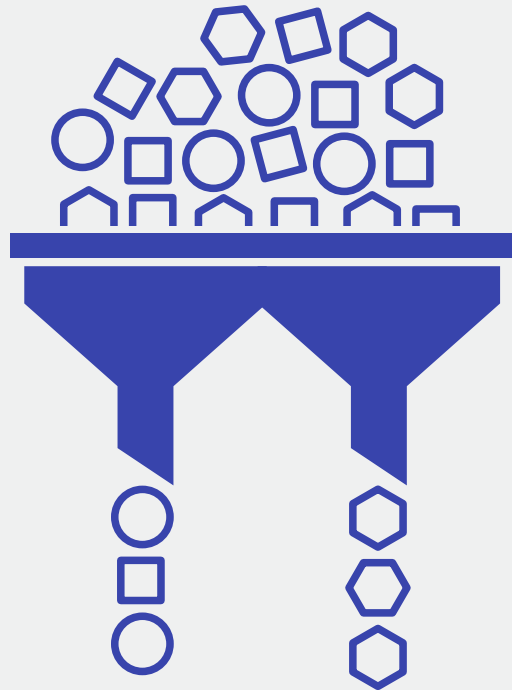
Personelle Diversität in Unternehmen ist bei Weitem kein schicker Luxus, sondern trägt ganz entscheidend zu einer positiven Feedback-Schleife bei, die ein hohes Bildungsniveau bei allen Absolventen fördert.

Scope 3-Emissionen – Das Kleinvieh und der große Rest

Als gebürtiger Schottin ist mir die Redewendung „Kleinvieh macht auch Mist“ seit jeher geläufig. Diese lässt sich auch auf die Bemühungen anwenden, Unternehmen zur Offenlegung ihrer Emissionswerte zu drängen, was eines der wichtigsten Unterfangen im Zuge der Energiewende darstellt.

Das „Kleinvieh“ sind in diesem Fall Emissionen der Kategorien „Scope 1“ und „Scope 2“. Scope 1-Emissionen stammen ausschließlich aus unternehmenseigenen oder vom Unternehmen kontrollierten Emissionsquellen: LKW, die in einer Kupfermine fahren, Emissionen eines in direktem Eigentum befindlichen Kraftwerks oder ein Methan-Leck bei der Gasförderung oder in einer Pipeline. Scope 2 bezieht sich auf Abgase, die bei der Erzeugung von Elektrizität oder Dampf sowie Wärme- oder Kühlenergie entstehen, die ein Unternehmen erwirbt und bei der Produktion seiner Waren verbraucht. Die eigenen Emissionen eines Stromerzeugers fallen also in die Scope 1-Kategorie, während die Emissionen eines externen Erzeugers der Scope 2-Kategorie zugeordnet werden.

Scope 1- und Scope 2-Emissionen werden gemeinhin als die Kategorien angesehen, die die Unternehmensführung am ehesten beeinflussen kann, und von denen erwartet wird, dass sie reduziert werden. Optimalerweise sollte dies zu den Performance-Kriterien für die Führungsspitze zählen. Unseren Beobachtungen zufolge gehen viele Unternehmen diese Herausforderung mit einer Mischung aus spezifischen Zielen, der Festsetzung interner Preise für Treibhausgasemissionen (*Carbon Pricing*) und dem direkten Beziehen erneuerbarer Energien an.



Was ist nun aber mit dem großen Rest: den Scope 3-Emissionen? Hierzu zählen alle Emissionen, die sich aus der gesamten Geschäftstätigkeit eines Unternehmens ergeben, sprich: die eigentliche CO₂-Wertschöpfungskette. Diese Emissionen lassen sich in vorgelagerte Emissionen (üblicherweise in erster Linie aus erworbenen Waren und Dienstleistungen) sowie nachgelagerte Emissionen (schwerpunktmäßig Emissionen, die mit der Verwendung verkaufter Produkte zusammenhängen) unterteilen.

Der Vergleich umfangreicher Daten zu Scope 3-Emissionen wird unter Anlegern, die sich an ESG-Kriterien orientieren, fieberhaft gesucht. Da jedoch nicht alle Unternehmen diese Informationen offenlegen, müssen Anleger der Versuchung widerstehen, Daten zu Scope 1- und Scope 2-Emissionen falsch anzuwenden. Dies lässt sich vielleicht am besten anhand eines Beispiels verdeutlichen:

Wie hoch sind wohl die CO₂-Emissionen von Apple, dem weltgrößten börsennotierten Unternehmen? Zwar ist Apple bei der Veröffentlichung seiner CO₂-Bilanz ganz weit vorne mit dabei, dennoch ist diese Frage nicht so einfach zu beantworten. Aus dem Geschäftsbericht von Apple geht zunächst einmal hervor, dass das Unternehmen 2017 für den Ausstoß von gerade einmal 89.000 Tonnen CO₂-Äquivalenten verantwortlich war. Ge-

messen an der Größe des Unternehmens ist das ein erstaunlich geringer Wert. Rivale Samsung, der etwa gleiche Umsatzzahlen wie Apple verbucht, verzeichnet hingegen einen Emissionswert von 13 Mio. Tonnen. Das entspricht etwa dem 150-fachen des Konkurrenten aus Kalifornien. Die logische Schlussfolgerung wäre, dass Apple deutlich umweltfreundlicher agiert als Samsung.

Das ist natürlich nicht die ganze Wahrheit. Bei den genannten Emissionen handelt es sich um Scope 1- und Scope 2-Emissionen. Um die Scope 3-Emissionen zu berechnen, hat Apple seine Zulieferkette analysiert. Das Ergebnis zeigt eindeutig, dass die Werte der Scope 1- und Scope 2-Emissionen nur begrenzte Aussagekraft haben. So fiel die Scope 3-Bilanz von Apple im vergangenen Jahr über 300-mal höher aus als die Scope 1- und Scope 2-Emissionen.

Welchen Nutzen können Anleger also aus dem Vergleich der Scope 1- und Scope 2-Emissionen von Samsung und Apple ziehen? Ganz einfach: fast gar keinen.

Der Grund für die enorme Differenz zwischen den Emissionen in der Zulieferkette von Apple und dem direkten Geschäftsbetrieb des Unternehmens lässt sich darauf zurückführen, dass ein Großteil der Produktion nach China ausgelagert wurde. Bei Samsung hingegen findet ein deutlich höherer Teil der Produktion intern statt, weshalb die Differenz gegenüber den Scope 3-Emissionswerten deutlich kleiner ausfällt als bei Apple.

Um seine Scope 3-Emissionen zu reduzieren, fordert Apple von seinen Zulieferern unter anderem, in neue Technologien zur Verringerung des CO₂-Ausstoßes zu investieren. Zudem fördert das Unternehmen Start-ups, die sich mit Forschung und Entwicklung in diesem Bereich befassen. Diese unternehmerische Ausrichtung trägt Früchte. Der Druck von außen, wie ihn Apple und andere Unternehmen aufbauen, ist einer der Faktoren des strategischen Imperativs, der hinter der sogenannten „Blue Sky“-Strategie der chinesischen Regierung steht: Es geht nicht nur um saubere Luft, sondern auch darum, sich einen langfristigen Wettbewerbsvorteil zu sichern.

Trotz der offensichtlichen Schwierigkeiten im Hinblick auf Scope 1- und Scope 2-Emissionsdaten verlassen sich immer noch zu viele ESG-Anleger bei ihren Investmententscheidungen auf diese Angaben. Die Verwendung dieses nur grobe Anhaltspunkte liefernden Analyse-kriteriums kann unbeabsichtigte Folgen haben, besonders wenn Unternehmen anhand ihrer gemeldeten CO₂-Emissionen je Verkaufseinheit oder Marktwert bewertet oder Portfolios anhand solcher Daten verglichen werden. Diese Werte haben im Hinblick auf potenzielle Wertentwicklung, Risiken und Chancen eines Titels in einer

emissionsärmeren Welt wenig Aussagekraft. Noch dazu besteht kaum ein Zusammenhang zur vollständigen CO₂-Bilanz eines Produkts oder einer Dienstleistung, und die Angabe der Werte lässt ebenso wenig Schlüsse auf die möglichen Auswirkungen auf entsprechende Preise, Nachfrageentwicklung und Margen zu. Schlimmstenfalls kann es zu einer Fehlallokation von Kapital kommen, wenn Unternehmen, die echte Lösungen für die Energiewende zu bieten haben, am falschen Ende der Benchmarks landen.

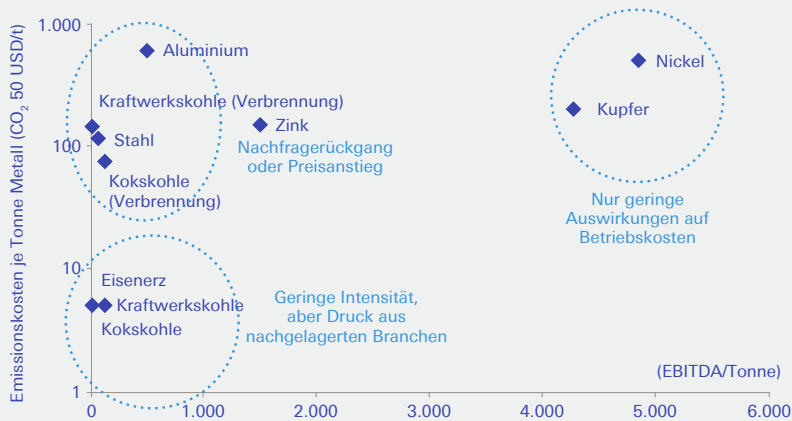
Selbst wenn Daten zu Scope 1- und Scope 2-Emissionen zur Verfügung stehen, sind diese jedoch nicht immer miteinander vergleichbar, was die Angelegenheit nicht einfacher macht. In einigen Fällen melden Unternehmen nur Emissionen der direkt von ihnen betriebenen Anlagen und lassen gemeinschaftlich betriebene Anlagen außen vor – selbst wenn diese Unterscheidung in ihren Abschlüssen nicht getroffen wird.

Das Problem für Anleger in Aktien besteht letztlich darin, dass die Wertentwicklung eines Titels und das Emissionsvolumen in den seltensten Fällen korrelieren. Diese beiden Faktoren miteinander in Einklang zu bringen, das ist das Ziel von DeCAF, dem Deutsche Carbon Alignment Framework. Hierbei handelt es sich um ein strukturiertes Rahmenwerk, das das Zusammenspiel von Politik, Technologie und Aktienbewertung in den umweltfreundlichen und den herkömmlichen Sektoren untersucht und die Auswirkungen auf den Fair Value beurteilt. Die Analyse betrachtet den Kreislauf von CO₂-Emissionen, bringt ein Verständnis für mögliche Alternativlösungen mit und beurteilt die Auswirkungen auf Gewinnspannen und Renditen.

Die Diskrepanz zwischen Wertentwicklung und Emissionsvolumen kollidiert mitunter mit den politischen Bemühungen zur Eindämmung der globalen Erwärmung. Diese legen den Schwerpunkt natürlich auf das Volumen: Ziel ist die Reduzierung von CO₂-Emissionen, die Abschaffung von Kohlekraftwerken und Verbrennungsmotoren, der verstärkte Einsatz von Solaranlagen und Elektrofahrzeugen und der Schutz der Regenwälder.

Branchen wie Stromerzeugung, Eisen und Stahl oder Zement, bei denen Scope 1- und Scope 2-Emissionen mindestens drei Viertel der Gesamtemissionen ausmachen, sind jedoch eher die Ausnahme denn die Regel. In den übrigen Branchen, von Öl und Gas über die Pharmaindustrie bis hin zum Lebensmitteleinzelhandel ist das Verhältnis mindestens umgekehrt. Um die Marktauswirkungen und -chancen dieser Branchen bewerten zu können, müssen Anleger die größten CO₂-Emittenten in der Zulieferkette identifizieren und mögliche Alternativen für CO₂-intensive Technologien beurteilen. Zudem muss die voraus-

Diskrepanz zwischen Rentabilität und Emissionsvolumen



Quelle: Deutsche Bank

sichtliche Nachfrageelastizität berücksichtigt werden, da die Kosten für CO₂-Emissionen durch Preise und Volumina auf neue Margenstrukturen hinwirken.

Wir befinden uns noch im Anfangsstadium der Unternehmensberichterstattung zu Scope 3-Emissionen und bislang geben nur einige führende Unternehmen in verschiedenen Branchen entsprechende Werte an. Vor allem sind zeitintensive Gespräche mit Lieferanten und Vertriebern erforderlich, doch wenn die zugrunde liegende Annahme einer Energiewende korrekt ist, ist dies die einzige Möglichkeit, um die zu erwartenden Auswirkungen auf Kosten und Preise – und damit auf Aktienrenditen – beurteilen zu können.

Emissionsanalyse in der Praxis: Beispiel 1 – Metalle und Bergbau

Im April haben wir einen ausführlichen Artikel über die potenziellen Auswirkungen steigender Emissionskosten für die Metall- und Bergbaubranche veröffentlicht, mit besonderem Schwerpunkt auf Aluminium, Kupfer und Stahl (Mining DeCAF: Green winners from black costs in a decarbonising world). Je nachdem, wo man die Grenze zieht, entfallen auf diesen Sektor 2% (Förderung), 11% (einschließlich Raffination) oder 37% (einschließlich Verbrennung) der weltweiten Treibhausgasemissionen. Die breite Palette an Energiequellen (erneuerbare Energien versus Kohle und Gas), Margen je Einheit und Nachfrageprognosen sorgt dafür, dass für die verschiedenen Erzeuger sehr unterschiedliche Ergebnisse herauskommen.

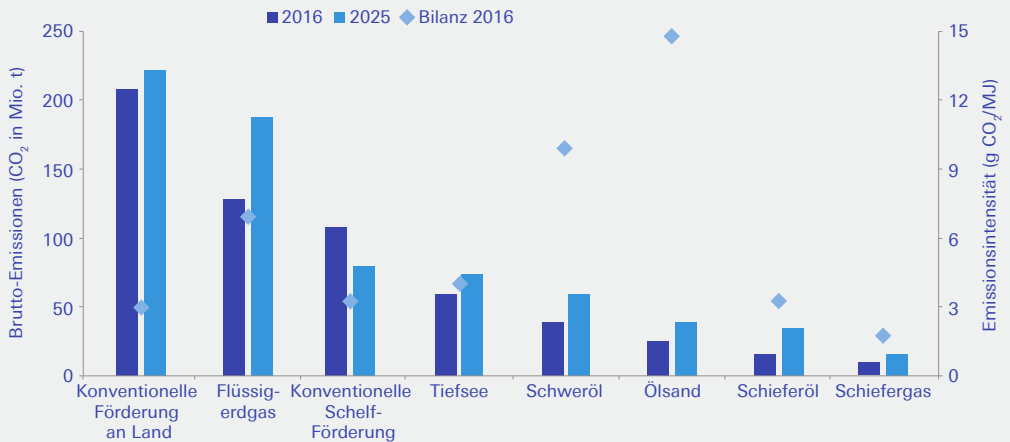
In der vorstehenden Grafik sind drei mögliche Ergebnisse zusammengefasst: erfolgreiche Preiserhöhung, Nachfragerückgang oder begrenzter Druck auf die betrieblichen Aufwendungen.

Mit der Energiewende ergeben sich vier mögliche Betrachtungsweisen. Erstens: der Nachfrageausblick. Die Menschen werden beispielsweise weiterhin Aluminium benötigen, nicht aber Kohle. Zweitens besteht ein relativer Zusammenhang zwischen CO₂-Intensität und Gewinnspannen – hohe Emissionskosten und geringe Margen sind ein Warnsignal. Drittens müssen die Möglichkeiten der Unternehmen zur Reduzierung ihrer CO₂-Intensität berücksichtigt werden. Angesichts des Energieaufwands dürfte sich dies bei Aluminium leichter gestalten als bei Eisenerz. Und viertens ist die Wahrscheinlichkeit, dass in naher Zukunft höhere Preise erzielt werden können, da die Verbraucher vermehrt auf umweltfreundliche Produkte setzen. Folgt man der Logik dieser vier Analyse Kriterien, ist es einfacher, die Unterschiede zwischen Aluminium- und Kupferproduzenten auszumachen.

Emissionsanalyse in der Praxis: Beispiel 2 – Öl und Gas

Die Emissionen in der Öl- und Gasindustrie lassen sich in zwei Kategorien einteilen: Rund 15% ergeben sich aus Aktivitäten im Zusammenhang mit der Produktion (Scope 1 und Scope 2) und 85% entfallen auf die Verbrennung durch Endnutzer (Scope 3). Die größten Unternehmen legen ihre Emissionswerte weitestgehend offen und etliche veröffentlichen sogar ihre

Öl- und Gas-Produktion: CO₂-Bilanz nach Förderungsart



Quelle: Deutsche Bank

Scope 3-Emissionen. Bei denjenigen, die dies nicht tun, kann sich ein Außenstehender jedoch auch leicht selbst ein Bild machen.

Im Hinblick auf Scope 1 und Scope 2 zeigt sich immer mehr, dass sich die Förderanlagen und Raffinerien der verschiedenen Öl- und Gaskonzerne in ihren CO₂-Bilanzen deutlich unterscheiden. Anleger und Verbraucher können somit entscheiden, ob sie ihre Kraftstoffe aus Quellen mit höherer oder geringerer CO₂-Intensität beziehen. Auch wenn es nicht so scheint: Was den CO₂-Ausstoß betrifft, gibt es bei Öl und Gas durchaus Unterschiede. Wie die obige Grafik zeigt, wird von der Förderung eines Barrels Ölsand bis zur Raffinerie fast fünfmal mehr CO₂ freigesetzt als bei Gewinnung aus einer konventionelleren Quelle. Ähnliche Unterschiede gibt es zwischen Flüssigerdgas und konventionellem Gas (doppelter bis fünffacher Ausstoß). Auch bei Refinement und Verteilung bestehen Unterschiede, die Daten hierzu sind jedoch immer noch unter Verschluss.

Dass deutliche Abweichungen zwischen den einzelnen weltweiten Produktionsfeldern bestehen, macht die Sache nicht einfacher. Vorteil dieser komplexen Zusammenhänge ist, dass sich dadurch die erheblichen Möglichkeiten für Unternehmen aufzeigen lassen, ihre betrieblichen Verfahren zu straffen und CO₂-intensive Vorkommen abzuwickeln. Wenn ESG-Anlegern aussagekräftigere Daten zur Verfügung gestellt werden, werden sie mehr Druck auf die Unternehmen ausüben, von diesen Möglichkeiten Gebrauch zu machen.

Zahlreiche Unternehmen setzen inzwischen auf die Festsetzung interner Preise für Treibhaus-

gasemissionen, um interne betriebliche Abläufe und Produkte auf den Prüfstand zu stellen. Bislang hat jedoch kein Unternehmen eine Analyse der Auswirkungen steigender Emissionspreise auf die Gesamtnachfrage vorgelegt. Hierfür dürften zwar Einschätzungen zu den langfristigen Strategien staatlicher Produzenten (OPEC-Staaten in Bezug auf Öl, Katar und Russland bei Gas) erforderlich sein, doch wer könnte ein besseres Bild der Lage zeichnen als diejenigen, die Teil des Marktes sind?

Sicher werden weitere Daten folgen. Ganz oben auf dem Wunschzettel von Anlegern in der Ölbranche steht die Analyse der Sensitivität von Anlagewerten (statt Unternehmensgewinnen) im Hinblick auf den Preis sowie Hinweise zur Rückflusssdauer bei neuen Investments.

Solange nicht alle Unternehmen Informationen zu Scope 3-Emissionen offenlegen, müssen Anleger also der Versuchung widerstehen, Daten zu Scope 1- oder Scope 2-Emissionen falsch zu verwenden. Sie zeichnen kein vollständiges Bild des Risikos im Hinblick auf den Kohlenstoffpreis und ihre Verwendung im Investmentprozess führt letztlich zu schlechteren Anlageentscheidungen. Vielmehr sollten Anleger die Unternehmen dazu drängen, ihre Scope 3-Emissionen und ihre vollständigen CO₂-Bilanzen offenzulegen. Diese Zahlen sind zwar deutlich komplexer, aber auch deutlich nützlicher. ●

Caroline Cook ist Strategin und spezialisiert auf das Deutsche Carbon Alignment Framework.

Aktien – Wie Fondsmanager ESG-Kriterien zur Ermittlung des Fair Value einsetzen können

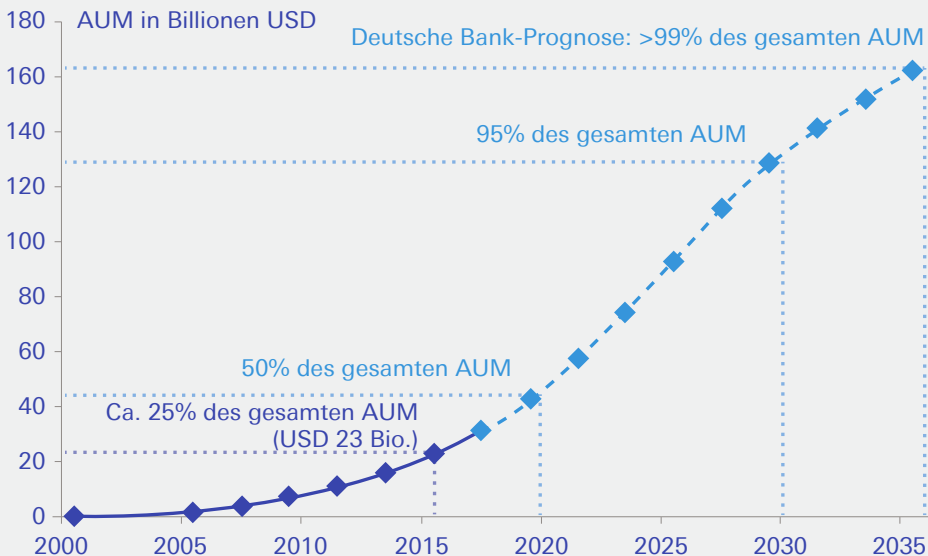
Es mutet seltsam an, dass neun von zehn der weltweit größten Fondsmanager sich den United Nations' Principles for Responsible Investment verschrieben haben und trotzdem nur zwei Fünftel von ihnen angeben, ESG-Kriterien, also die Themenbereiche Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, systematisch in die Ermittlung des Fair Value einer Aktie einzubeziehen.

Doch diese Lücke wird sich ganz sicher schließen. Schon jetzt entfällt rund ein Viertel des weltweit verwalteten Anlagevermögens auf Mandate mit ESG-Ansatz. Ausgehend von den aktuel-

len Zuwachsraten in diesem Bereich werden bis 2030 95% des verwalteten Vermögens bzw. USD 130 Bio. auf diese Anlagekategorie entfallen.

Angesichts des explosionsartigen Wachstums bei ESG-Anlagen dürften Anleger sehr viel wählerischer werden, sollten sich ESG-konforme Fonds anhaltend schlecht entwickeln. In diesem Fall besteht das Risiko, dass die unterdurchschnittliche Wertentwicklung einzelner Fonds mit ESG-Bezug auf andere Mandate übergreift. Tatsächlich schneidet der durchschnittliche aktiv verwaltete europäische ESG-Fonds seit dem Jahr

Verwaltetes Vermögen (AUM) im Rahmen von ESG-Mandaten



Quellen: Deutsche Bank-Schätzungen, Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)



2000 um 1,2 Prozentpunkte schlechter ab als die jeweilige Benchmark. Lediglich 15% übertreffen ihre Benchmark um mehr als einen Prozentpunkt p.a. – und das ohne Berücksichtigung von Gebühren und sonstigen Kosten, die die Performance noch deutlicher schmälern würden.

Es ist kein Geheimnis, dass Fondsmanager vor allem damit zu kämpfen haben einzuschätzen, wie sich ESG-Themen auf den Fair Value der betreffenden Aktien auswirken. Das am häufigsten eingesetzte Tool ist ein sogenanntes Exclusionary Screening, bei dem zum Beispiel Aktien von Tabakunternehmen oder Waffenherstellern ausgeschlossen werden können. Diese Formen des Screenings sind jedoch sehr starr und beschränken die Allokationsmöglichkeiten des Fondsmanagers in einem Anlagezyklus. Zudem stützen sich diese Screenings im Allgemeinen auf rückwärtsgerichtete Indikatoren von Datenanbietern. Des Weiteren liegt der Fokus hierbei verstärkt auf Large Cap-Unternehmen, da kleinere Unternehmen nicht über die nötigen Mittel für eine ESG-Berichterstattung nach dem Best Practice-Ansatz verfügen.

Insbesondere Anleger in europäische Titel brauchen einen besseren ESG-Rahmen. Auf Europa entfällt mehr als die Hälfte des weltweit verwalteten Vermögens ESG-konformer Fonds, und doch geben nur 16% der europäischen

Fondsmanager an, „gelegentlich“ ESG-Faktoren zu berücksichtigen.

Für einen zukunftsorientierten Umgang mit ESG-Themen hat die Deutsche Bank einen neuen Ansatz entwickelt, nach dem ESG-Kriterien in den Anlageprozess einbezogen werden sollen, indem der Fair Value-Effekt der wichtigsten, Einzeltitel betreffenden ESG-Kriterien ermittelt wird. Für diese Zwecke erstellen wir für jede Aktie ein Profil, in das für jede Kategorie (E, S und G) fünf Punkte zu fünf Diskussionspunkten einfließen – insgesamt also 75 Punkte. Wir konzentrieren uns für jede Aktie auf bis zu drei wesentliche Diskussions-themen innerhalb der E-, S- und G-Kategorie, die sich auf Risiken und Chancen beziehen. Daraus ergeben sich maximal 18 Diskussionsthemen je Unternehmen.

Obwohl die Begriffe Risiken und Chancen zuweilen synonym verwendet werden, ist es unseres Erachtens sehr wichtig, zwischen den beiden Begriffen zu unterscheiden. Ein Risiko ist ein strukturelles Problem, das sich nur schwer innerhalb eines Zeithorizonts von drei Jahren mindern lässt. Eine Chance beschreibt im Gegensatz dazu eine Situation, in der ein Defizit besteht, das jedoch relativ schnell behoben werden kann und kurzfristiges Aufwärtspotenzial für den Fair Value bietet.

Entscheidend ist, was dann folgt. Jeder einzelne Aktienanalyst bei der Deutschen Bank gibt

eine zukunftsgerichtete Einschätzung zu den für das Unternehmen relevanten Diskussionsthemen ab und bewertet die Wahrscheinlichkeit eines Fair Value-Effekts sowohl auf kurze Sicht (in einem Zeitraum von weniger als drei Jahren) als auch auf längere Sicht.

Dieser Bottom-up-Ansatz macht es möglich, Risiken und Chancen Punkte zuzuweisen und auf dieser Basis ein Gesamtprofil für jedes Unternehmen zu erstellen. Die logische Schlussfolgerung besteht darin, dass Unternehmen mit einem hohen Anteil an Chancen im Vergleich zu den Gesamtrisiken plus Chancen ein hohes Potenzial für eine Steigerung ihres Fair Value aufweisen. Unternehmen mit einer großen Anzahl von Risiken im Verhältnis zu den Gesamtrisiken plus Chancen sollten dagegen vor einer Anlage genau unter die Lupe genommen werden.

Dieser Ansatz kann auf jeden Titel angewandt werden, wobei wir speziell bei Anwendung auf den Eurostoxx 50 Index zu einigen unerwarteten Ergebnissen gekommen sind. Zunächst können wir davon ausgehen, dass unser ESG-Ansatz durchaus sinnvoll ist, wenn wir einen Blick darauf werfen, wie die Märkte Aktien bewerten. Zudem zeigt sich, dass Konsensempfehlungen durchaus widersprüchliche Indikatoren enthalten können, was Chancen für Anleger birgt.

Als Grundregel gilt, dass bei Titeln mit einer geringeren Anzahl an ESG-bezogenen Risiken und Chancen die Wahrscheinlichkeit höher ist, mit einem Aufschlag gehandelt zu werden. Tatsächlich werden die Titel im untersten Quintil mit dem 19-fachen des geschätzten Gewinns und fast dem 4-fachen des Buchwerts gehandelt. Im Vergleich dazu werden die Aktien mit der höchsten Anzahl an Risiken und Chancen lediglich mit dem 11-fachen des Gewinns und nur geringfügig über ihrem Buchwert gehandelt. Analog hierzu bieten die Titel am unteren Ende eine Dividendenrendite von nur 2,8%, während die Aktien am oberen Ende mit einer Dividendenrendite von 4,8% aufwarten.

Trotz der erheblichen Diskrepanzen bei den Bewertungen von Aktien in Abhängigkeit davon, ob sich die Titel im oberen oder unteren

Bereich der ESG-bezogenen Risiko- und Chancenskala bewegen, zeigt sich doch, dass die Konsensempfehlungen für die Titel an jedem Ende der Skala relativ ähnlich aussehen. So werden die Titel mit der höchsten, der geringsten und einer durchschnittlichen Anzahl von Risiken und Chancen allesamt irgendwo im Bereich zwischen ‚Buy‘ und ‚Neutral‘ eingestuft. Zudem liegt der Anteil der mit ‚Strong Buy‘ bewerteten Titel auf der gesamten Skala konstant zwischen 20% und 30%.

Bei näherer Betrachtung wird deutlich, dass es sich bei Titeln mit einer geringen Anzahl an ESG-Risiken und -Chancen tendenziell um Growth-Titel (hohe und stabile Umsätze und Gewinne) handelt. Bei Titeln mit einer hohen Anzahl an ESG-Risiken und Chancen zeigt sich indes eine Tendenz zu Value-Titeln (Titel, die mit einer niedrigen Gewinnkennzahl gehandelt werden und eine hohe Dividendenrendite bieten). Dies erklärt, warum die Bewertungen von Unternehmen mit einer geringen Anzahl an Punkten höher sind als die von Unternehmen mit einer großen Punktzahl.

Doch auch wenn es logisch erscheint, dass Aktien im gesamten ESG-Spektrum ähnlich bewertet sind, offenbart sich hier, dass der Markt die bestehenden Risiken und Chancen nicht in vollem Umfang berücksichtigt. Wäre dies der Fall, so würden wir ein größeres Maß an Unsicherheit in den Empfehlungen für Titel mit einer hohen Punktzahl erwarten. Dies wäre der Tatsache geschuldet, dass bei Titeln mit einer hohen Anzahl an Risiken und Chancen auf kurze Sicht eine, im Vergleich zu Titeln mit einer geringeren Anzahl an Risiken und Chancen, höhere Wahrscheinlichkeit für eine deutliche Veränderung des Fair Value besteht. Stattdessen ist die Unsicherheit (Variationskoeffizient) im gesamten ESG-Spektrum sehr ähnlich. Dies lässt darauf schließen, dass der Markt die Auffassung vertritt, dass sich der Fair Value unabhängig von ESG-Risiken und -Chancen bei allen Aktien ähnlich entwickeln wird. An dieser Diskrepanz zwischen Bottom-up-Fundamentaldaten und Marktpreisen kann eine ausgeklügelte ESG-Analyse anknüpfen und erheblichen Mehrwert bieten.

Außerdem erhalten wir auf diese Weise einen Anhaltspunkt, wie sich diese Titel angesichts des anhaltenden Booms bei ESG-Anlagen in den nächsten zehn Jahren entwickeln könnten. Ein gutes Beispiel hierfür sind europäische Growth-Titel aus dem Large Cap-Segment, die sich in den letzten zehn Jahren im Vergleich zu ihren Value-Pendants gut entwickelt haben. Wenn mehr Anlageverwalter lernen, wie man ESG-Analysen in den Anlageprozess einbindet, und die Fonds in diesem Segment wie vorstehend erörtert weiter wachsen, könnten diese beiden Faktoren dazu führen, dass sich die Performanceunterschiede zwischen diesen beiden Arten von Titeln vergrößern.

Der Blick auf die verschiedenen Sektoren zeigt, dass der Automobil- und der Bankensektor angesichts deutlich über ihren Fair Value-Bewertungen liegenden Risikobeiträgen im ESG-Bereich negativ hervorstechen. Deutsche und spanische Aktien sind damit auf unsere negative Beobachtungsliste gerutscht. Französische Titel schneiden vergleichsweise besser ab, was nicht allein auf die zusätzlichen Bemühungen in Bezug auf die Offenlegung von Nichtfinanzinformationen in dem Land, sondern auch auf die Ausrichtung französischer ESG-Anleger auf deren Heimatmarkt zurückzuführen ist. Letzteres liegt darin begründet, dass der Löwenanteil des in ESG-Anlagen gebundenen Vermögens in Europa von in Frankreich ansässigen Fonds verwaltet wird. Zudem wird der französische Aktienmarkt durch eine hohe Anzahl von Growth-Titeln im Verhältnis zu ihren Value-basierten Pendants beherrscht. Dies spielt ESG-gebundenen Mandaten in die Hände.

Ein letzter Punkt zu den französischen Aktien stellt eine gute Überleitung zu dem Fazit dieses neuen ESG-Ansatzes dar, das für manch einen eine Überraschung sein könnte. Auf den ersten Blick mag es scheinen, als seien französische Aktien – ebenso wie die Aktien anderer Unternehmen, die umfassende Angaben zu ESG-Faktoren machen – aus ESG-Sicht besser für eine Anlage geeignet. Dies ist jedoch nicht unbedingt der Fall. Denn je mehr Informationen ein Unternehmen

offenlegt, desto mehr können Anleger diese in ihre Überlegungen einbeziehen. Mit anderen Worten: Je strenger die aufsichtsrechtlichen Standards bezüglich der Offenlegung von ESG-Informationen, desto geringer das mögliche Alpha. Die größten Gewinne können daher in Schwellenländern erzielt werden. Wenn wir ein Portfolio aus im Hinblick auf in ESG-Kriterien führenden Unternehmen aus verschiedenen Regionen, basierend auf den Bewertungen externer Anbieter, analysieren und die Entwicklung dieser Unternehmen mit ihrer lokalen Benchmark vergleichen, stellen wir in der Tat fest, dass Aktien aus den Schwellenländern Europas, dem Nahen Osten und Afrika ihre Benchmark in den letzten zehn Jahren auf Quartalsbasis um durchschnittlich 1,8 Prozentpunkte übertroffen haben. Am stärker auf ESG-Faktoren ausgerichteten US-Markt gestaltet sich die Suche nach Alpha dagegen schwerer. Allein ausgehend von den unverblühten Bewertungen externer Experten haben führende amerikanische ESG-Titel in den letzten zehn Jahren grundsätzlich etwas schlechter abgeschnitten als ihre Benchmark.

Diese unterdurchschnittliche Wertentwicklung an den am weitesten entwickelten Märkten der Welt sorgt für zunehmende Frustration bei den Fondsmanagern. Falls diese schlechte Performance anhält, werden sich passive ESG-Fonds größerer Beliebtheit erfreuen. Bislang gilt lediglich 1% der börsengehandelten Fonds (gemessen am verwalteten Vermögen) als ESG-konform, doch die Zahl dieser Fonds hat sich in den letzten zwei Jahren jeweils verdoppelt und könnte bis 2025 auf ganze 10% ansteigen. In Anbetracht der aktuellen Wachstumsraten am ESG-Markt ist es nur eine Frage der Zeit, bis Anleger wählerischer werden und aktiv verwalteten Fonds zugunsten kostengünstiger passiver Alternativen den Rücken kehren. Der einzige Weg für Fondsmanager, ESG-Anleger von ihrem Potenzial zu überzeugen, besteht darin, eine bessere Performance zu erzielen. Die neue ESG-Plattform der Deutschen Bank bietet sich hier als eine Option an. ●

Jan Rabe ist Stratege im Bereich Fundamental ESG Research (EMEA).

Wo liegen die Chancen und Risiken?

Obwohl nur 29% der ESG-Risiken und -Chancen in der Kategorie Unternehmensführung (Governance) anzusiedeln sind, sollten sich Anleger unserer Ansicht nach dennoch auf Governance-Kriterien konzentrieren, bevor sie sich sozialen (Social) und umweltbezogenen (Environment) Themen widmen. Die Tragweite der letztgenannten Themen kann, vor allem in negativer Hinsicht, zwar wesentlich größer sein, doch wenn von vornherein Best Practice-Standards im Governance-Bereich bestehen, lassen sich solche Probleme effektiver bewältigen. Die beste Möglichkeit für Fondsmanager und Anleger dies voranzutreiben, ist die Einbeziehung von ESG-Kriterien in ihren Anlageprozess.

Mit Hilfe der neuen Deutsche Bank-Struktur für ESG-Investments können wir die gängigsten ESG-Themen identifizieren. Wir sind uns natürlich darüber im Klaren, dass das wichtigste Thema für ein bestimmtes Unternehmen möglicherweise nicht in den hier aufgeführten Punkten enthalten ist, doch haben wir hier Risiken zusammengetragen, mit denen sich wahrscheinlich viele Unternehmen gleichermaßen konfrontiert sehen.

Unternehmensführung

Auf die Führungsstruktur bezogene Themen lassen sich nach drei Kriterien unterscheiden. Das erste besteht darin, dass für viele Unternehmen die Vorgabe gilt, dass mindestens drei Viertel des Führungsgremiums aus unabhängigen Mitgliedern bestehen sollten. Zweitens sollte die Amtszeit eines Mitglieds des Führungsorgans unter zehn Jahren liegen, um Selbstgefälligkeit vorzubeugen. Und schließlich sollten die Mitglieder des Führungsorgans höchstens in drei Führungsgremien Mitglied sein, um eine fokussierte Herangehensweise an ihre jeweiligen Aufgaben sicherzustellen.

Erheblicher Mehrwert ergibt sich zudem aus der Beseitigung von Übernahmehürden. Hierzu zählen „Giftpillen“ oder Übernahmebeschränkungen wie eine vorgeschriebene Mehrheit von 75% für die Genehmigung des Verkaufs eines Geschäfts. Andere Chancen bieten sich, indem sichergestellt wird, dass das Unternehmen sich an das „Eine Aktie – Eine Stimme-Prinzip“ hält (weitere Ausführungen hierzu in unserem Beitrag „Zwei-Klassen-Aktien – Milliardäre und ihre Thronfolger“), und indem Clawback-Regelungen zur Rückforderung von Bonuszahlungen an Führungskräfte eingeführt werden. Die bei Weitem beste Möglichkeit für Aktionäre für gute Unternehmensführung zu sorgen, ist jedoch die Forderung einer engen Kopplung der Managementgehälter an eine Reihe greifbarer ESG-Ziele.

Soziales

Die Komplexität der Lieferketten erhöht das Risiko eines negativen Ergebnisses, das zu negativen Presseberichten führt oder das ein Unternehmen in den Fokus von Nicht-regierungsorganisationen rückt, was sich letztlich auf den Fair Value auswirkt. Ein einfaches Beispiel hierfür sind von sozialen Medien initiierte Boykotts, eine immer häufiger auftretende Ursache für Wertvernichtung.

Die meisten sozialen Themen mit Fair Value-Effekt beziehen sich auf Rechtsstreitigkeiten. Solche Verfahren sind nicht nur potenziell mit finanziellen Ausgleichszahlungen verbunden, sondern schädigen auch die Marke und Reputation des Unternehmens. Zu den wichtigsten Themen dieser Kategorie gehören wettbewerbswidriges Verhalten, Bestechung und Korruption. Die beiden anderen großen Schwerpunktbereiche sind Produktqualität und Sozial- und Vorsorgeleistungen für Mitarbeiter.

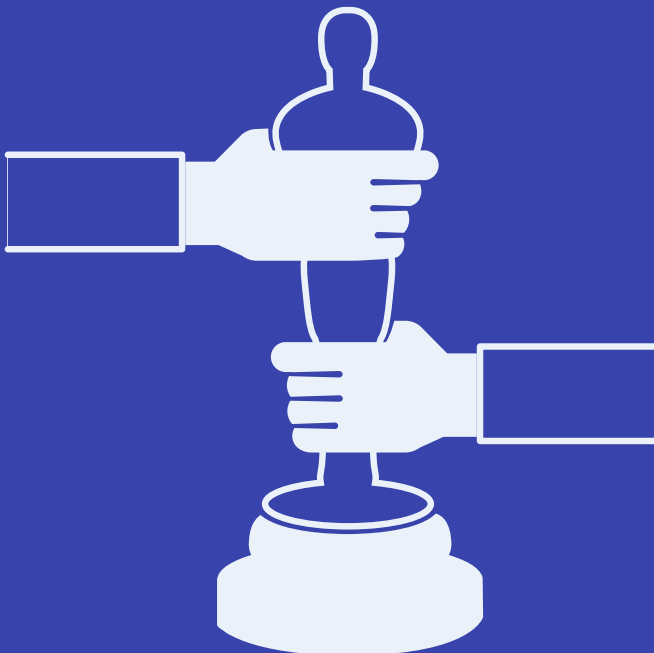
Umwelt

Sofern keine weiteren großen Fortschritte erzielt werden, wird die EU ihr Ziel verfehlen, die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 40% gegenüber dem Stand von 1990 zu senken. Somit besteht das größte Risiko für den Fair Value eines Unternehmens aus ökologischer Sicht in strengerem Vorschriften.

Die Risiken in diesem Bereich ergeben sich hauptsächlich aus höheren oder volatileren Energiepreisen, Angebotsengpässen und einer strengeren Regulierung. Etwa die Hälfte der Punkte unserer Analyse stehen in Zusammenhang mit Kohlenstoff- und Energieintensität. Die Automobilindustrie ist aufgrund der immer strikteren Vorschriften für Dieselmotoren besonders stark von diesen Risiken betroffen. Weitere Sektoren mit einem besonderen umweltbezogenen Risiko sind u.a. Rohstoffe, Versorger, Öl und Gas sowie Chemie.

Französische Aktien schneiden vergleichsweise besser ab, was nicht allein auf die zusätzlichen Bemühungen in Bezug auf die Offenlegung von Nichtfinanzinformationen in dem Land zurückzuführen ist, sondern auch auf die Ausrichtung französischer ESG-Anleger auf deren Heimatmarkt. Letzteres liegt darin begründet, dass der Löwenanteil des in ESG-Anlagen gebundenen Vermögens in Europa von französischen Fonds verwaltet wird.

Governance – Fünf unkonventionelle Ideen, die die Qualität von Wirt- schaftsprüfungen verbessern könnten



Luke Templeman

Bereits wenige Minuten nachdem *La La Land* im vergangenen Jahr den Oscar für den besten Film erhielt, dürfte den Mitarbeitern bei PricewaterhouseCoopers wenig feierlich zumute gewesen sein. Denn eigentlich hatte *Moonlight* gewonnen und PwC jede Menge Ärger auf sich gezogen. Das Unternehmen wertet seit 83 Jahren die Stimmvergabe bei den Academy Awards aus. War der Fehler also das ultimative Signal für eine obligatorische Rotation der Prüfungsgesellschaft? ➤

Zwar haben Anleger durch das Oskar-Fiasko keine Verluste erlitten, doch Filmfans sind nicht die einzigen, die sich über die Arbeit von Prüfungsgesellschaften Gedanken machen. Recherchen der Deutschen Bank haben ergeben, dass die Analysten in 40 Prozent der größten europäischen Unternehmen der Ansicht sind, dass die Prüfungsfunktion in ihrem Unternehmen mit Risiken und Chancen verbunden ist. Wie lassen sich Prüfungen in Unternehmen verbessern? Da jeder dazu eine eigene Meinung hat, präsentieren wir in diesem Artikel fünf besonders unkonventionelle Ideen. Wie alle Vorschläge unterliegen natürlich auch diese Problemen, vielleicht tragen sie aber dazu bei, frischen Wind in die laufende Debatte zu bringen.

- 1) Die Aufsichtsbehörde des Unternehmens sollte den Wirtschaftsprüfer ernennen und bezahlen

Ein großer Kritikpunkt bei der Wirtschaftsprüfung besteht darin, dass der Kunde den Wirtschaftsprüfer bezahlt und somit ein Interessenkonflikt besteht. In den meisten Fällen ergeben sich daraus keine Probleme. Manchmal kann diese Regelung jedoch das Risiko aggressiver Rechnungslegungspraktiken verstärken. Das Unternehmen wäre aufgrund der Bezahlung durch die Regulierungsbehörde nicht etwa finanziell fein raus. Es würde eine Gebühr an die Aufsichtsbehörde zahlen, die daraufhin mit den potenziellen Wirtschaftsprüfern über deren Arbeit verhandelt.

Und die Wirtschaftsprüfer würden auf diese Weise auch nicht verstaatlicht werden. Vielmehr würde dieses Verfahren den Fokus der Wirtschaftsprüfer schärfen und eine direktere Rechenschaftspflicht gegenüber Stakeholdern außerhalb der Unternehmensführung zur Folge haben, was dazu beitragen würde, den derzeit im Raum stehenden Interessenkonflikt zu beseitigen.

Spinnt man diese Idee fort, könnten die Aufsichtsbehörden der Unternehmen eigene Aufsichtspersonen für Wirtschaftsprüfungen in den Unternehmen haben. Diese würden allerdings nicht mit den Prüfern vor Ort zusammenarbeiten, sondern könnten wie ein unabhängiges Mitglied im Leitungsgremium des Unternehmens fungieren. Sie könnten an Sitzungen des Prüfungsausschusses teilnehmen oder Treffen auf Gesellschafterebene beiwohnen, bevor die Abschlüsse offiziell genehmigt werden.

- 2) Einführung von Offenlegungspflichten der Prüfungsgesellschaften

Der Prüfungsbericht sieht für fast jedes Unternehmen gleich aus und ist sehr allgemein formuliert. Man kann also kaum erkennen, welches Unternehmen die Abschlussprüfung mit Bravour gemeistert und welches nur mit knapper Not bestanden hat. Was die Offenlegung angeht, so wird zwar angegeben, was das Unternehmen für die Prüfung und andere Dienstleistungen an seine Wirtschaftsprüfer gezahlt hat, darüber hinaus wird jedoch wenig preisgegeben.

Wie kann ein Anleger also die Qualität der Prüfung beurteilen? Wirtschaftsprüfungsgesellschaften könnten beispielsweise angeben, wie viele Jahre an Erfahrung die mit der Prüfung beauftragten Mitarbeiter durchschnittlich besitzen oder wie viele Stunden Experten mit der Prüfung befasst sind – im Vergleich zu weniger qualifizierten Junior-Mitarbeitern, die üblicherweise die Routinearbeiten erledigen müssen.

Darauf aufbauend könnten Anleger es zudem nützlich finden, die gewichtete durchschnittliche Anzahl der Stunden zu erfahren, die pro Person und Tag für die Prüfung aufgewendet wurden. Wenn junge Wirtschaftsprüfer viele Überstunden in den Geschäftsräumen des Kunden schieben, was durchaus der Fall sein kann, ist es wahrscheinlich, dass sie weniger effizient sind, als sie sein sollten. Bei einer entsprechenden Offenlegungspflicht könnten die Arbeitszeiten der Wirtschaftsprüfer in ähnlicher Weise begrenzt werden, wie die Flugstunden von Piloten. Immerhin besteht sowohl die Aufgabe eines Prüfers als auch die eines Piloten darin, das Risiko einer Katastrophe zu minimieren.

Weitere Offenlegungen könnten die Nennung der von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in der letzten Zeit geprüften Konkurrenzunternehmen sowie Angaben zu früheren Positionen der leitenden Prüfer und des zuständigen Partners sowie zu etwaigen Positionen dieser in Leitungsgremien anderer Unternehmen beinhalten.

3) Warum nicht Beratungsabteilungen mit der Wirtschaftsprüfung zusammenlegen, statt diese abzuspalten?

In politischen Kreisen ist permanent die Rede davon, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zu zwingen, ihre Beratungszweige abzustoßen und sich rein auf die Wirtschaftsprüfung zu konzentrieren. Nach dem Zusammenbruch von Enron und der Einführung des Sarbanes-Oxley-Act wurden bereits einige entsprechende Änderungen vorgenommen. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften dazu zu zwingen, ihre nicht mit Wirtschaftsprüfung befassten Unternehmensteile abzuspalten, ist jedoch gar nicht notwendig, um die Qualität der Wirtschaftsprüfung zu verbessern.

Zudem können sich daraus gravierende Nachteile ergeben.

Das erste Problem besteht darin, dass eine Aufspaltung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften nur mit internationaler Zustimmung möglich wäre. Angesichts der unterschiedlichen und festgefahrenen Interessen ist ein solches Vorhaben kaum umsetzbar. Zweitens dürfte rein auf die Wirtschaftsprüfung spezialisierten Firmen das Anwerben junger Mitarbeiter schwerer fallen, da diese oftmals Stellen als Abschlussprüfer mit dem Hintergedanken antreten, interessantere Positionen im Unternehmen einzunehmen, sobald sie sich als Wirtschaftsprüfer qualifiziert haben. Ohne einen entsprechenden Anreiz müssten sehr wahrscheinlich die Gehälter angehoben werden und würden diese Kosten direkt an Kunden und Anleger weitergereicht.

Wenn Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ihre Beratungsdienstleistungen aber weiterhin anbieten, wird sich an der Wahrnehmung eines bestehenden Interessenkonflikts nichts ändern. Warum also nicht einfach die Abteilungen zusammenlegen, statt Informationsbarrieren zu errichten? Dies könnte einige Vorteile bringen. Zum einen könnte es zur Beseitigung des Problems beitragen, dass Prüfer die Unternehmensmodelle, die sich auf die Fair Value-Berechnungen auswirken, zwar prüfen, aber keine Verantwortung für diese tragen. Nehmen wir als Beispiel eine Immobilien-gesellschaft, die auf Grundlage einer externen Bewertung (für die sie selbst gezahlt hat) eine Wertzuschreibung auf eine Immobilie vornimmt. Derzeit prüft der Wirtschaftsprüfer, ob die Bewertung angemessen ist, die Verantwortung für die Bewertung liegt jedoch weiter bei dem Bewertenden und der Geschäftsführung des Unternehmens. Stattdessen könnte die Beratungsabteilung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft die Bewertung selbst vornehmen. Die Prüfer hätten dann mehr Gewissheit, dass diese korrekt ist, und ein potenzieller Interessenkonflikt wäre ausgeschlossen. Natürlich müsste eine entsprechende Regelung durch Androhung schwerwiegender Strafen für Fehlverhalten, wie sie im Bankwesen üblich sind, gestützt werden.

4) Anreize für das Management. Stärkerer Fokus auf die Gesamtkapitalrendite

Kaum ein Thema wurde infolge der Finanzkrise so kontrovers diskutiert wie die vorgegebene Bewertung von Vermögenswerten zum beizulegenden Zeitwert. Nach heftigen Wertschwankungen üben Anleger oft lautstark Kritik am Management des Unternehmens, wenn sie der Ansicht sind, das Management habe die Vermögenswerte des Unternehmens zu hoch bewertet und die Wirtschaftsprüfer dann gedrängt, die dieser Bewertung zugrunde liegenden Modelle abzusegnen. Dies ist jedoch nur eine Seite der Medaille. Steigt der Wert der Vermögenswerte, dann sinkt zugleich auch

die damit erzielte Rendite. Ein Blick auf US-Unternehmen zeigt, dass sich diese Entwicklung bereits seit einer ganzen Weile vollzieht. Kurz vor der Finanzkrise wiesen fast 30 Prozent der Unternehmen im S&P 500 eine Gesamtkapitalrendite von mehr als 10 Prozent auf. Mittlerweile ist diese Zahl auf nur noch 21 Prozent der Unternehmen gesunken.

Würden die Anleger verlangen, die Anreizpakete für das Management stärker auf die Gesamtkapitalrendite auszurichten, wäre der Anreiz für eine Erhöhung des beizulegenden Zeitwerts von Vermögenswerten automatisch geringer.

5) Beschränkung des Prüfungsmandats auf fünf Jahre

Die Kritiker einer obligatorischen Rotation der Wirtschaftsprüfer nach kurzer Zeit führen als Argumente üblicherweise steigende Kosten und eine steile Lernkurve bei den neuen Wirtschaftsprüfern an. Aber genau so sollte es sein. Wenn neue Wirtschaftsprüfer sich von Grund auf in ein Unternehmen einarbeiten, fällt es ihnen leichter, einfache Fragen zu stellen (die häufig den Kern der Sache betreffen), ohne dadurch belastet zu sein, bereits die Vorjahresprüfung durchgeführt zu haben. Verfahren, die „schon immer so gehandhabt“ wurden, werden plötzlich wieder hinterfragt.

Zu diesem Thema gibt es bereits zahlreiche Studien. Eine ergab, dass es in Italien, Südkorea und Brasilien, wo es bereits eine obligatorische Wirtschaftsprüfer-Rotation gibt, deutlich weniger Fälle von Gewinnglättung gibt und Verluste rascher erfasst werden. Die Qualität der Prüfung mag im letzten Jahr zwar nachlassen, doch das Management weiß, dass es kaum Spielraum für eine Manipulation der Zahlen ohne nachteilige Konsequenzen gibt, da im folgenden Jahr ein neuer Wirtschaftsprüfer die Bücher von Grund auf prüfen wird. So überrascht es kaum, dass die Studie auch zu dem Ergebnis kam, dass der sich ergebende Vorteil in Form einer besseren Qualität der Prüfung mindestens doppelt so groß war wie der Nachteil in Form höherer Kosten.

Auch das Argument, dass ein verbindlicher Wechsel alle fünf Jahre dazu führen könnte, dass sich Unternehmen jeweils die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft herauspicken, die die aggressivsten Rechnungslegungspraktiken gutheißt, zieht nicht: Vor drei Jahrzehnten gab es acht große Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und von einer entsprechenden Vorgehensweise war kaum die Rede. Das bedeutendste Risiko, das heute diskutiert wird, besteht darin, dass die Auswahl an internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften für die Unternehmen nicht etwa zu groß, sondern zu gering ist.

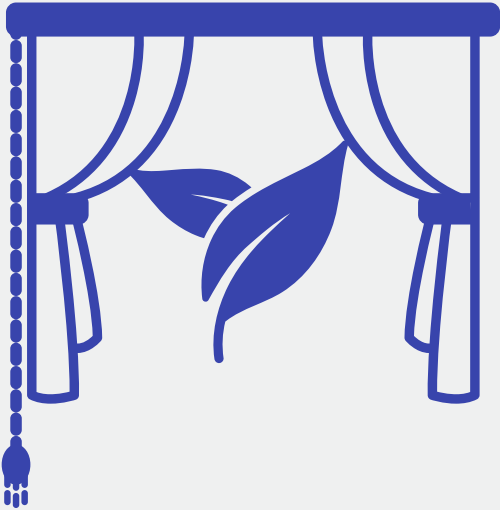
Durch eine vorgeschriebene Rotation alle fünf Jahre könnten auch die kleineren Gesellschaften ermutigt werden, die großen Vier – die Platzhirsche der Wirtschaftsprüfungsbranche – herauszufordern. Die großen Vier dominieren die Wirtschaftsprüfung bei Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung, da nur sie über die dafür notwendigen internationalen Kapazitäten verfügen. Wenn zu selten Ausschreibungsverfahren stattfinden, haben kleinere Gesellschaften kaum einen Anreiz, ihre Kapazitäten auszubauen, um mithalten zu können. Zusätzliche Ausschreibungsverfahren könnten hier Abhilfe schaffen.

Wenngleich kein Konzept zur Verbesserung von Prüfungen jeden Kritiker überzeugen kann, dürfte in einem Punkt Einigkeit herrschen: Die Prüfungen müssen verbessert werden. Da die am weitesten verbreiteten Ideen von einer allgemeinen Zustimmung weit entfernt sind, ist es vielleicht an der Zeit, auch einige unkonventionelle Lösungen in Erwägung zu ziehen. Sie dürften zumindest interessanten Gesprächsstoff liefern. ●

Luke Templeman ist Analyst im Thematic Research-Team.

Die Kritiker einer obligatorischen Rotation der Wirtschaftsprüfer nach kurzer Zeit führen als Argumente üblicherweise steigende Kosten und eine steile Lernkurve bei den neuen Wirtschaftsprüfern an. Aber genau so sollte es sein.

Anleihemärkte – Die Schattenseite „grüner“ Finanzierungen



Mit seinem prächtigen neuen Firmengelände Apple Park hat Apple mehr als nur ein architektonisches Wahrzeichen geschaffen. Das Gebäude wird zu 100 Prozent mit erneuerbaren Energien betrieben und ist unter anderem mit Biogas-Brennstoffzellen und Solarpanelen ausgestattet. An den Wochenenden wird die überschüssige Energie in das öffentliche Stromnetz eingespeist. Laut Apple werden weltweit 96 Prozent der Geschäftsräume des Unternehmens mit erneuerbaren Energien versorgt.

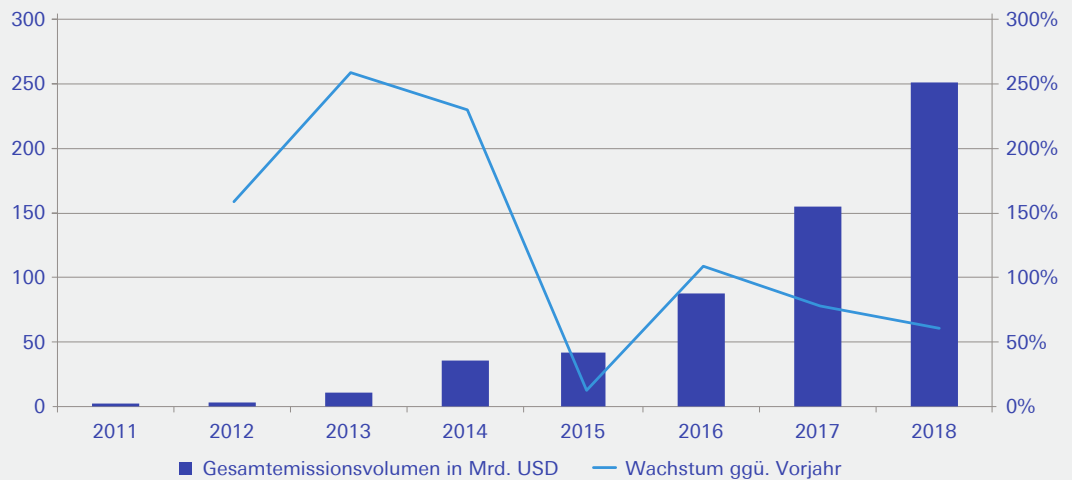
Dass Konzerne zunehmend auf Umweltbewusstsein setzen, ist nichts Neues. Neu ist jedoch die Art, wie sie ihre umweltbewussten Projekte finanzieren. Apple beispielsweise hat sein neues Firmengelände teilweise mithilfe von Mitteln aus einem USD 1,5 Mrd. schweren Green Bond finanziert, den das Unternehmen vor zwei Jahren ausgegeben hatte. Auf diese Mittelbeschaffung folgte im vergangenen Jahr die Ausgabe eines Green Bonds in Höhe von USD 1 Mrd. Ein Großteil der so aufgenommenen Mittel wurde zur Finanzierung umweltfreundlicher und energieeffizienter Gebäude verwendet.

Neben Apple legt auch der weltweit größte Emittent von Green Bonds einen Schwerpunkt auf den vermehrten Bau nachhaltiger Immobilien. Im vergangenen Jahr gab das US-Staatsunternehmen Fannie Mae, das einen Sekundärmarkt für Hypotheken auf Wohnimmobilien bietet, Green Bonds in Höhe von USD 25 Mrd. aus. Bei den meisten dieser „grünen“ Anleihen handelte es sich um Mortgage Backed Securities, die entweder durch als umweltfreundlich zertifizierte Immobilien oder durch Mehrfamilienhäuser, die zu einer Reduzierung des Energie- oder Wasserverbrauchs beitragen sollen, besichert waren. Weltweit dient ein Drittel der Green Bonds der Finanzierung von Projekten für erneuerbare Energien, ein weiteres Viertel der Finanzierung energieeffizienter Gebäude und der Rest in erster Linie der Finanzierung sauberer Transportlösungen und nachhaltiger Lösungen für die Wasserwirtschaft.

Obwohl diese Beispiele von zweien der namhaftesten US-Unternehmen stammen, sind diese Projekte nicht typisch. Der größte Markt für Green Bonds ist nämlich nach wie vor Europa. Von den gut USD 150 Mrd. an Green Bonds, die im vergangenen Jahr weltweit ausgegeben wurden, entfiel nur etwa ein Viertel auf die USA. Lässt man Fannie Mae außen vor, beläuft sich diese Zahl auf nur etwa 10%. Europäische Länder hingegen zeichneten im letzten Jahr für mehr als ein Drittel der weltweiten Aktivitäten verantwortlich, wobei der größte Anteil auf nur fünf Länder (Frankreich, Deutschland, Spanien, Schweden und die Niederlande) entfiel.

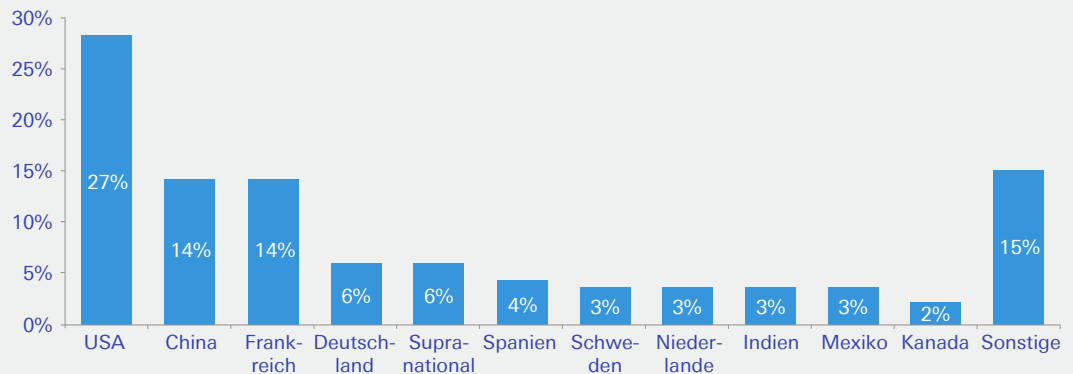
Es gibt verschiedene Gründe, warum US-Unternehmen bislang nicht auf den Trend grüner Anleihen aufgesprungen sind. Hierzu zählen unter anderem Bedenken in Hinblick auf die Definitionen der Kontrollen und die Verwendung der Mittel in den USA. Die Emittenten von Green Bonds müssen den Erlös zur Finanzierung von Projekten mit positiver Wirkung für Klima oder Umweltschutz einsetzen. Einige potenzielle Emittenten haben jedoch Bedenken hinsichtlich künftiger Rechtsstreitigkeiten, da die strengen rechtlichen Definitionen bestimmter Nutzungsrichtlinien bislang nicht gründlich getestet wurden.

Größe des internationalen Markts für Green Bonds



Quellen: Climate Bonds Initiative, International Finance Corporation, Deutsche Bank

Größe des internationalen Markts für Green Bonds



Quellen: Climate Bonds Initiative, International Finance Corporation, Deutsche Bank

Obwohl man dem Thema mancherorts noch mit Misstrauen begegnet, boomt der Markt für Green Bonds. Wie die vorstehende Grafik zeigt, hat sich das Emissionsvolumen in den letzten beiden Jahren verdreifacht und wird voraussichtlich 2018 die Marke von USD 250 Mrd. knacken. Noch stellt dies jedoch lediglich 2,2% des Gesamtemissionsvolumens dar. Selbst in Europa entfallen gerade einmal gut 3% des Gesamtmarkts auf die Emission von Green Bonds.

Auch China entwickelt sich zu einem wichtigen Akteur am Markt für grüne Anleihen. Im vergangenen Jahr hatte das Land einen Anteil von 14% am weltweiten Emissionsvolumen von Green Bonds und lag damit vor den USA, sofern man Fannie Mae außen vor lässt. Ziel ist die Bewältigung von Umweltproblemen, die infolge der raschen Industrialisierung des Landes entstanden sind.

Auch die steigende Nachfrage seitens der Anleger trägt zu diesem Trend bei. In unserer Stichprobe, die etwa die Hälfte des zwischen April und Dezember 2017 begebenen Gesamtvolumens umfasst, liegt die Überzeichnungsquote (die Gesamtzahl der Zeichnungsangebote für die Anleihen im Verhältnis zum Emissionsvolumen) im Median beim 2,6-fachen für auf Euro lautende Anleihen und beim 2,5-fachen für Emissionen in US-Dollar. In beiden Fällen lag dieser Wert über dem für herkömmliche Unternehmensanleihen, die um ein 2,5- bzw. 2,1-faches überzeichnet waren.

Einige Stimmen äußern sich noch immer kritisch über Green Bonds und bezeichnen diese

als bloßen Marketing-Trick. Gewiss legen einige Unternehmen den Begriff „Green Bonds“ eher großzügig aus, doch das tut der Sache keinen Abbruch. Letztendlich lebt der Markt von der Nachfrage und dem Urteil der Anleger.

Lassen wir einen Moment lang außer Acht, dass viele Anleger Green Bonds attraktiv finden, weil sie hoffen, eine positive Wirkung zu erzielen, so ist der wichtigste Faktor für die steigende Anlegernachfrage, dass Green Bonds eine geringfügig höhere aber ähnliche Rendite bieten wie gleichwertige herkömmliche Unternehmensanleihen. Wie die Tabelle zeigt, bieten hochverzinsliche Green Bonds im Vergleich zu Unternehmensanleihen einen höheren Aufschlag als Anleihen mit Investment Grade-Rating. Das geringe Emissionsvolumen hochverzinslicher Green Bonds verzerrt in dieser Hinsicht jedoch die Ergebnisse.

Die Schattenseite

Wächst der Markt für grüne Anleihen mit der derzeitigen Geschwindigkeit weiter, wird er sich bald zu einem Massenmarkt entwickeln. So könnte der Markt für Green Bonds bereits in fünf Jahren 15% des weltweiten Marktes für Unternehmensanleihen ausmachen. Daraus werden sich zwangsläufig Probleme ergeben, die derzeit sowohl von Anlegern als auch Emittenten unterschätzt werden.

Zum einen existiert noch keine offizielle internationale Definition davon, was genau Green Bonds ausmacht. Dies könnte das Marktwachstum verlangsamen und einige Anleger abschrecken. Angesichts dieses Mangels haben einige Organisationen mit der Entwicklung eigener Leitlinien begonnen. Die gemeinnützige Vereinigung Climate Bond Initiative ist in ihrer Entwicklung bereits weiter als die meisten anderen Gruppen und eine steigende Zahl internationaler Emittenten richtet sich nach ihren Standards. Dennoch weichen die Regelungen weltweit stark voneinander ab. Diese Abweichungen sind nicht unbedingt gut oder schlecht. Sie zeigen lediglich, dass Anleger in verschiedenen Regionen von unterschiedlichen Annahmen ausgehen. China beispielsweise hat eigene Normen für Green Bonds, die sich stark von den europäischen unterscheiden. Die chinesische Aufsichtsbehörde gestattet es Emittenten, die Hälfte der Erlöse für allgemeine Unternehmenszwecke zu

Renditedifferenz zwischen Green Bonds und vergleichbaren Anleihen (in Prozentpunkten)

	Mit Investment Grade	Ohne Investment Grade
EUR	+0,16	+0,5
USD	+0,05	+1,3

verwenden, beispielsweise die Rückzahlung von Darlehen oder Investitionen in Betriebsmittel. Gemäß europäischen Richtlinien hingegen müssen 95% der Erlöse aus der Emission von Green Bonds in umweltfreundliche Projekte fließen. Dabei lassen sich unterschiedliche Perspektiven einnehmen: Manch internationalem Anleger mögen die chinesischen Anleihen nicht unbedingt „grün“ erscheinen. Chinesische Anleger hingegen könnten die europäischen Richtlinien für unnötig streng halten. Auch die Regelungen zur Art der Nutzung unterscheiden sich. So gilt beispielsweise ein Investment in Kohlekraftwerke, die ihre Effizienz steigern, in China als „grün“, während dies in Europa nicht der Fall ist.

Auch „Greenwashing“, also „Grünfärberei“, stellt ein potenzielles Problem dar. Greenwashing ist ein Marketingbegriff, der die Praxis beschreibt, ein Unternehmen mithilfe irreführender Angaben zur Umweltfreundlichkeit eines Projekts in der Öffentlichkeit besser dastehen zu lassen. Beispiele hierfür gibt es viele. So kann man beispielsweise darüber streiten, ob ein Unternehmen, das Mäntel aus Naturpelz herstellt, seine Produkte als „umweltfreundlich“ bewerben sollte.

Da ein Nachweis über die Verwendung der Emissionserlöse von Green Bonds nicht vorgeschrieben ist, können Unternehmen ihre Anleger in die Irre führen und zusätzliche Nachfrage erzeugen, die üblicherweise mit der Emission von Green Bonds einhergeht. Umweltaktivisten kritisieren Polen dafür, dass das Land die erste „grüne“ Staatsanleihe auf den Markt gebracht hat, sich jedoch gleichzeitig für seine Kohleindustrie stark macht und sein Veto gegen Umweltgesetze einlegt. Eine internationale Einigung über eine Nachweispflicht könnte dazu beitragen, in Situationen wie dieser Klarheit zu schaffen.

Schließlich werden angesichts eines wachsenden Marktes und mit dem Inkrafttreten neuer Vorschriften auch die zusätzlichen Kosten im Zusammenhang mit Green Bonds steigen. Diese zusätzlichen Kosten fallen üblicherweise auf Seiten des Emittenten an und können unter anderem Zertifizierungskosten und Kosten für externe Überprüfungen umfassen. Da Green Bonds zu einem ähnlichen Preis ausgegeben werden wie vergleichbare herkömmliche Anleihen, könnte ein liquiderer Markt sie für gut bewertete

Emittenten, die sich leicht anderweitig Mittel beschaffen können, weniger attraktiv machen.

Ausblick

Solange es im Hinblick auf Nachfrage und Angebot weiterhin rosig aussieht, wird der Markt für Green Bonds sein Wachstum kurzfristig sicherlich fortsetzen. Auf der Nachfrageseite erfreuen sich verantwortungsvolle Investments zunehmender Beliebtheit: 2016 entfiel ein Viertel des weltweit verwalteten Vermögens auf entsprechende Anlagen. Bis 2020 wird sich dieser Anteil voraussichtlich verdoppeln. Anlageverwalter freuen sich über die Mittelzuflüsse und bringen stetig neue nachhaltige Anlagestrategien auf den Markt.

Die steigende Nachfrage lässt auch das Angebot steigen und ermuntert Unternehmen zu umweltfreundlichen und nachhaltigen Projekten. Die Finanzierung solcher Projekte durch Green Bonds kann auch für die Anleger der Unternehmen Vorteile mit sich bringen. Analysten der Deutschen Bank haben die ESG-Risiken und Chancen der 50 größten europäischen Titel aufgeschlüsselt und festgestellt, dass Umweltthemen den wichtigsten Aspekt darstellen, der bei jedem Unternehmen Verbesserungspotenzial bereithält. Das Aufwärtspotenzial, das sowohl in finanzieller Hinsicht als auch durch Risikominimierung mit diesen Chancen einhergeht, ist ebenfalls beträchtlich. Die Chancenquote von 54% übersteigt die Chancen von 48% bzw. 42%, die sich im Hinblick auf soziale und Governance-Aspekte ergeben.

Womit wir wieder bei Apples Betriebsgelände Apple Park wären. Zwar frotzeln viele Beobachter, nur ein Unternehmen mit dem Cashflow von Apple könne sich einen nachhaltig gestalteten Unternehmenssitz leisten. Tatsächlich jedoch könnte die Kausalität genau entgegengesetzt sein. Wenn mehr und mehr Unternehmen Green Bonds nutzen, wird auch die Regulierung bald aufholen. Wenn dies der Fall ist, dürfte auch die Anlegernachfrage weiter wachsen. Dies dürfte sowohl Anleger als auch Umweltschützer freuen. ●

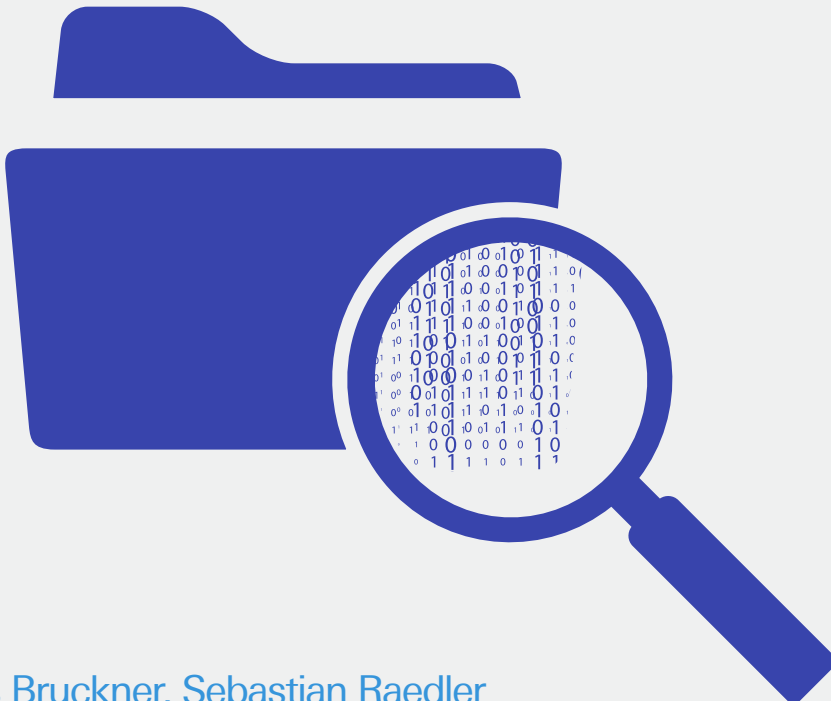
Wir danken Nikita Mitrokhin für seinen Beitrag zu diesem Artikel.

Aktien – ESG-Anlagen aus makroökonomischer Perspektive

Die Einhaltung von ESG-Kriterien mag für einen entsprechend orientierten Anleger oberste Priorität bei der Auswahl seiner Investments haben. Andere anlagerelevante Aspekte wie die Sensitivität auf makroökonomische Faktoren und Bewertungsniveaus sollten dabei jedoch nicht außer Acht gelassen werden. In der Methode, die die Deutsche Bank für das Ranking ESG-konformer Titel verwendet, wird dieser Punkt besonders berücksichtigt (weitere Erläuterungen dazu finden sich in unserem Artikel „Wie Fondsmanager ESG-Kriterien zur Ermittlung des Fair Value einsetzen können“). Tatsache ist jedoch, dass ESG-Fonds in der Regel hinter der Marktentwicklung zurückbleiben. Der durchschnittliche europäische ESG-Fonds hat seit 2000 um 1,2% p.a. schlechter abgeschnitten als seine Benchmark.

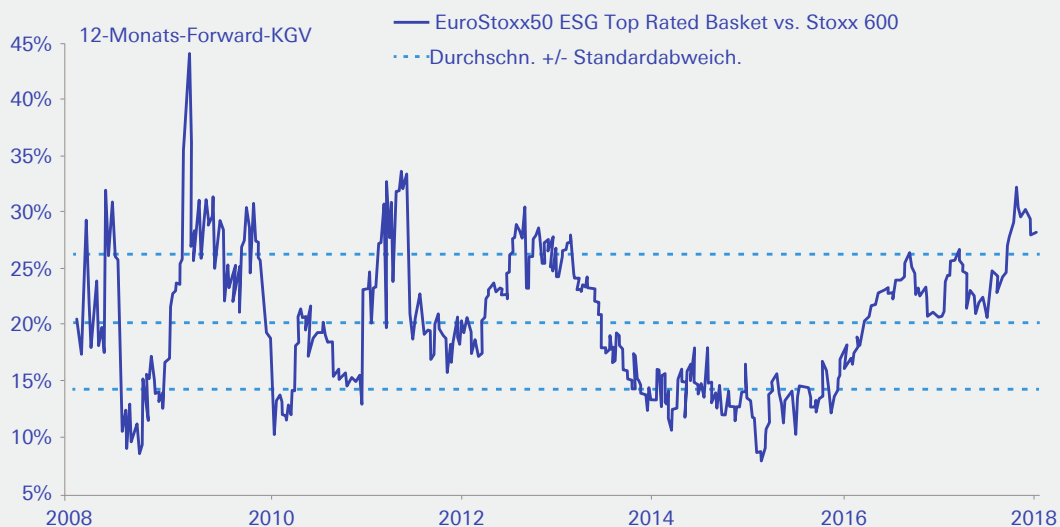
Man sollte sich daher unbedingt im Klaren sein über jene makroökonomischen Treiber, die die Wertentwicklung von ESG-Titeln prägen. Erst dann lässt sich der derzeitigen Underperformance von ESG-Investments entgegenwirken. Dazu betrachten wir die zehn europäischen Aktien mit der besten Bewertung im ESG-Ranking der Deutschen Bank.

Eine erste interessante Erkenntnis ist, dass die relative Entwicklung der zehn besten Aktien eine starke positive Korrelation mit Anleiherenditen aufweist und sich darüber hinaus im Gleichklang mit dem Aktienmarkt selbst bewegt. Das bedeutet, dass der ESG-Basket äußerst zyklusabhängig ist und den Markt tendenziell in Phasen steigender Anleiherenditen und Aktienkurse übertrifft.



Andreas Bruckner, Sebastian Raedler

ESG-Aktien bereits teuer bewertet



Quelle: Deutsche Bank

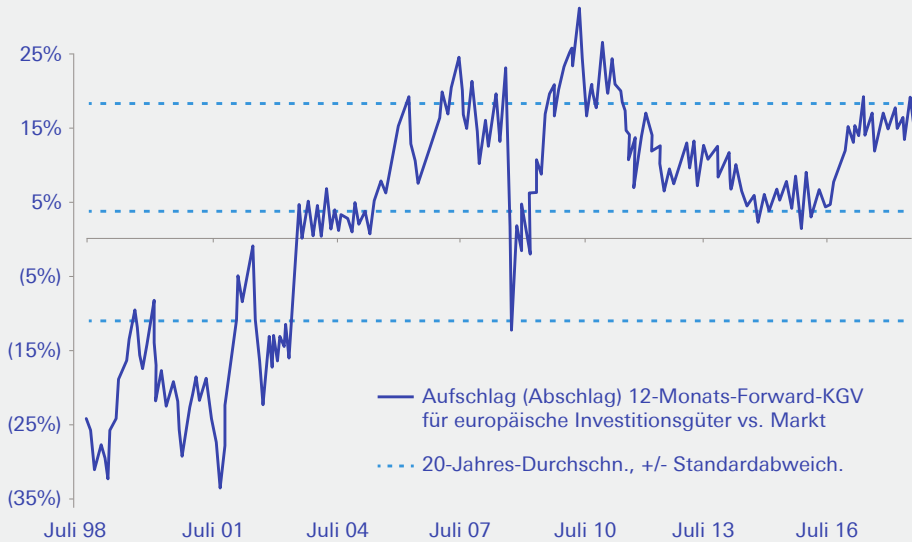
Ein Blick auf die Bewertungen zeigt, dass unser Basket mit ESG-Titeln bereits teuer gehandelt wird. In Relation zu den Unternehmensgewinnen liegen die Aktienkurse mehr als eine Standardabweichung über ihrem langfristigen Durchschnitt. In den letzten zehn Jahren wurde ein solcher Spitzenwert nur viermal erreicht und konnte jeweils nur für einen kurzen Zeitraum gehalten werden.

Grund sowohl für die Zyklizität als auch die hohen Bewertungen in unserem Basket der zehn am besten bewerteten ESG-Aktien ist die Zusammensetzung der Branchen. Vier der zehn besten Titel gehören zur Investitionsgüterbranche. Diese Branche unterliegt traditionell starken zyklischen Schwankungen, gehört aber zugleich auch zu den wenigen in Europa, die keinen offenkundigen Ri-

siken bezüglich der (Zer-)Störung des Geschäftsmodells (Business Model Disruption) ausgesetzt ist. Zwar wird die Investitionsgüterbranche in den nächsten Jahren einige Umwälzungen durchlaufen, es deutet sich jedoch größtenteils ein brancheninterner Wandel an. In dieser Branche tätige Unternehmen investieren stark in Automation und Robotik, Energieeffizienz und Batteriespeicher (weitere Ausführungen zu Automation in der Investitionsgüterbranche und anderen Themen siehe Konzept Nr. 13 von Juli 2018). Es scheint nur wenige Wettbewerber außerhalb dieses Bereichs zu geben, die sich einen Vorsprung erarbeitet haben und solche Unternehmen vereinnahmen könnten.

Für andere europäische Branchen sieht es hingegen nicht so rosig aus. Banken sehen

Investitionsgüter werden im oberen Bereich der Bewertungsskala gehandelt



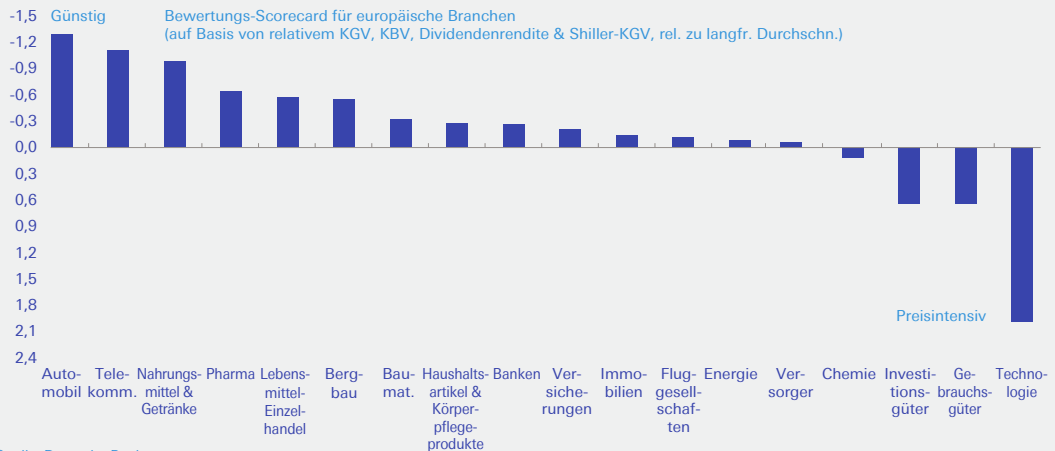
Quelle: Deutsche Bank

sich zunehmenden Herausforderungen durch PayTech- und FinTech-Startups gegenüber, und Autohersteller kämpfen um die Vorherrschaft in der Fahrzeugelektrifizierung und bei Technologien für autonomes Fahren. Gleichzeitig befassen sich Energieunternehmen mit der Frage, welche Bedeutung neuen Dekarbonisierungsvorschriften für die Branche zukommt, und selbst Titel aus der Lebensmittel- und Getränkebranche müssen sich

mit der Craft Beer-Konkurrenz messen und sich Änderungen in der Regulierung anpassen. Den alteingesessenen Unternehmen in diesen Branchen droht Gefahr von außerhalb ihrer direkten Märkte, was sie bestenfalls die Marktführerschaft kosten oder aber vollständig neue Märkte mit neuen Akteuren schaffen könnte.

Bis zu einem gewissen Grad scheinen Aktienanalysten diese Entwicklungen bereits

Bewertungs-Scorecard für europäische Aktien nach Branche



Quelle: Deutsche Bank

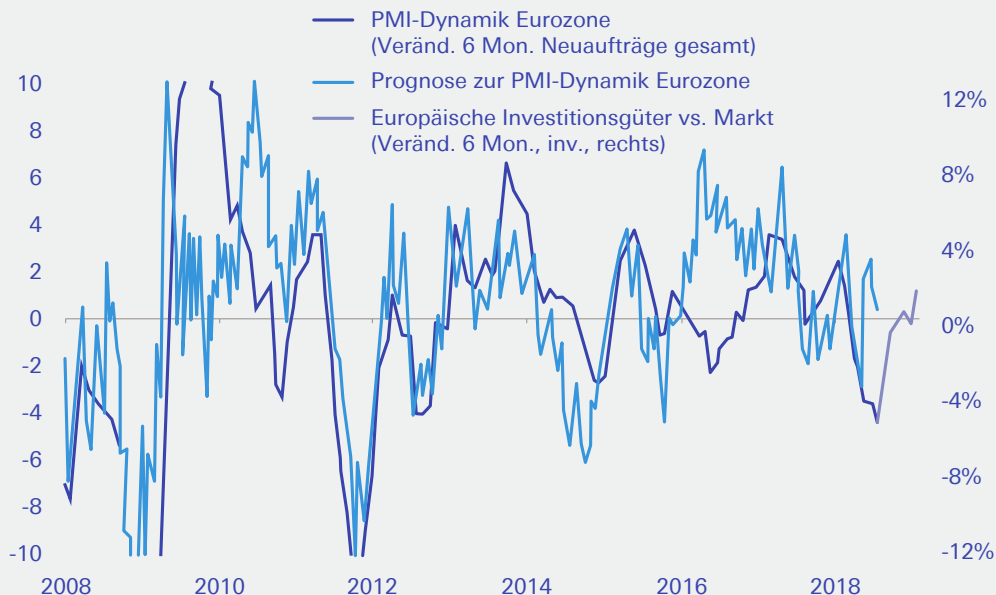
zu berücksichtigen. In den letzten zehn Jahren nahm die Lebensmittel- und Getränkebranche die Spitzenposition in der MSCI-Klassifizierung europäischer Wachstumstitel ein, die sie aber jüngst aufgrund zunehmender Risiken für ihr Geschäftsmodell abgeben musste. An ihre Stelle ist nun die Investitionsgüterbranche getreten. Seit Oktober 2015 liegt die Wertentwicklung in der Investitionsgüterbranche 25% über dem breiter gefassten europäischen Aktienmarkt.

Infolgedessen gehört die Branche inzwischen zu den drei teuersten auf unserer Scorecard für europäische Branchen. Bei den beiden anderen Branchen handelt es sich um Technologie und Luxusgüter – bei denen auch kaum das ernsthafte Risiko einer Geschäftsmodell-Disruption zu bestehen scheint. Im Gegensatz dazu haben die beiden günstigsten Branchen, Automobilhersteller und Telekommunikation, durchaus mit ernst zu nehmenden strukturellen Schwierigkei-

ten zu kämpfen, was auf Anleger abschreckend gewirkt hat.

Die Zyklichkeit unseres ESG-Basket erklärt sich aus der Tatsache, dass die Wertentwicklung in der Investitionsgüterbranche in Relation zum Markt normalerweise mit den Bewegungen der Einkaufsmanagerindizes in der Eurozone gleichläuft. Hinzu kommt, dass die Branche ihre Umsatzquellen in den letzten zehn Jahren zunehmend von Europa in Schwellenländer verlagert hat. Daher korreliert die Branche auch immer stärker mit der Entwicklung chinesischer Einkaufsmanagerindizes. Anders ausgedrückt: Die Aktienkurse von Unternehmen aus der Investitionsgüterbranche werden in der Regel dann eine überdurchschnittliche Wertentwicklung aufweisen, wenn die Wachstumsdynamik sowohl in Europa als auch China zunimmt. Bei schlechteren Werten in den Einkaufsmanagerindizes hingegen wird häufig eine Underperformance zu beobachten sein.

Parallele Entwicklung von Investitionsgütern und Einkaufsmanagerindizes (PMI)



Quelle: Deutsche Bank

Es ist genau diese Korrelation zwischen zyklischen Aktien und Einkaufsmanagerindizes, die uns das aktuelle Bewertungsniveau mit Sorge betrachten lässt. Wenn wir die Investitionsgüterbranche weiter als Richtwert heranziehen, so zeigt die Abbildung, dass die Branche über ihre historische Wachstumsrelation hinausgelaufen ist. Für die Einkaufsmanagerindizes wird zwar ein Anstieg prognostiziert, auf Basis historischer Beobachtungen müssten Investitionsgüter jedoch zuerst die wirtschaftliche Abschwächung über die letzten sechs Monate einpreisen und gegenüber dem Markt an Wert verlieren.

Für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zyklischer Titel gibt es verschiedene Gründe, von denen zwei von besonderer Bedeutung sind. Der erste Grund bezieht sich auf die bereits ausgeführten strukturellen Vorzüge von Titeln aus solchen Branchen, die sich insbesondere im Vergleich zu anderen europäischen Wirtschaftszweigen offenbaren. Ein zweiter Grund für das immer stärkere Auseinanderklaffen zwischen den Fundamentaldaten der Branche und ihrem Fair Value liegt darin, dass hier starke, nicht finanzbezogene Indikatoren vorliegen, was sich in unserem hohen ESG-Wert für die Branche widerspiegelt.

Anlegern wird also allmählich die positive ESG-Bewertung solcher Titel bewusst (siehe Leitartikel „Anlegen mit Alpha-Dig“, der sich mit der zeitlichen Fehleinschätzung von Anlegern im Hinblick auf die Auswirkungen von ESG-Ereignissen beschäftigt). Viele haben sich daher in dieses Segment vorgewagt.

Mancher mag zwar argumentieren, es sei reiner Zufall, dass eine Branche mit hohen Standards in Bezug auf Umweltschutz und Soziales sowie geringem Disruptionsrisiko gleichzeitig zyklisch ist. Aber das Beispiel anhand der Investi-

tionsgüter zeigt, dass makroökonomische Sensitivität und Bewertungsfaktoren bei einer Anlage in Titel mit hoher ESG-Konformität erheblichen Einfluss auf die Rendite haben können.

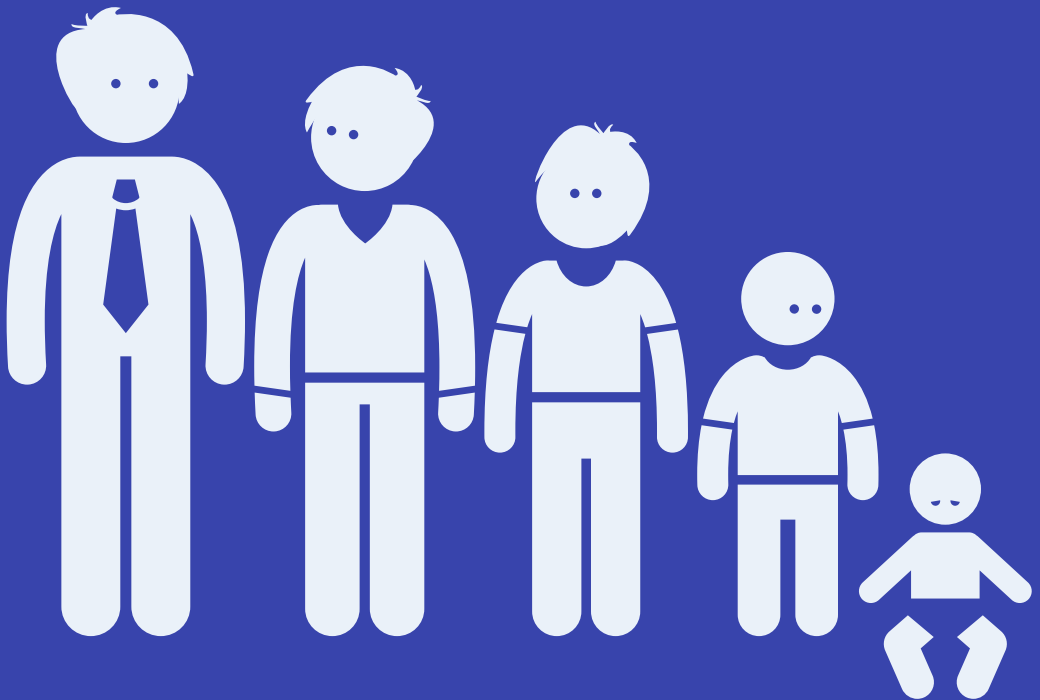
Es lassen sich makroökonomische Faktoren ausmachen, die in Zukunft den derzeitigen hohen Bewertungen von ESG-Titeln entgegenwirken könnten. Wie bereits erläutert besteht ein Zusammenhang zwischen der Wertentwicklung unserer zehn besten ESG-Titel und der Renditeentwicklung bei Bundesanleihen. Die aktuelle Kombination aus Erholung der Einkaufsmanagerindizes, Verringerung der Bilanzsummen bei den Zentralbanken und steigender Kerninflation deutet darauf hin, dass die Anleiherenditen weiter steigen werden. In diesem Fall dürften solche Titel weiterhin eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zeigen.

Darüber hinaus könnten die besten ESG-Titel von einer Belebung der Wachstumsdynamik im Euroraum profitieren, die Anfang nächsten Jahres von verschiedenen Faktoren getragen werden dürfte, unter anderem einem schwächeren Euro, einer Lockerung der Kreditvergabebedingungen, einem günstigeren Lagerzyklus und der Wachstumsdynamik in China aufgrund der jüngsten geldpolitischen Lockerung. Zugleich machen diese Zusammenhänge solche Titel auf die längere Frist anfällig, nämlich dann, wenn der Konjunkturzyklus sein Ende erreicht. Um es auf den Punkt zu bringen: Die Faktoren, die die Entwicklung der besten ESG-Titel bestimmen, werden durch eine größere Bandbreite makroökonomischer Variablen beeinflusst, als man auf den ersten Blick meinen könnte. ●

Andreas Bruckner ist Mitglied im European Equity Strategy-Team und Sebastian Raedler ist Leiter des Bereichs European Equity Strategy.

In den letzten zehn Jahren nahm die Lebensmittel- und Getränkebranche die Spitzenposition in der MSCI-Klassifizierung europäischer Wachstumstitel ein, die sie aber jüngst aufgrund zunehmender Risiken für ihr Geschäftsmodell abgeben musste. An ihre Stelle ist nun die Investitionsgüterbranche getreten.

Zwei-Klassen-Aktien – Milliardäre und ihre Thronfolger



Sahil Mahtani

Als Viacom 1990 seine Struktur mit Zwei-Klassen-Aktien beschloss, befand sich Sumner Redstone gerade auf gutem Weg, zu einem der großen Hollywood-Mogule aufzusteigen. Nach einer feindlichen Übernahme drei Jahre zuvor machte er Viacom zu einem Branchengiganten, der – auf seinem Höhepunkt – mit einem Vermögen von USD 40 Mrd. CBS, MTV, Showtime und Paramount Pictures verschlang. Die Aktionäre stimmten daher einer Struktur des Unternehmens zu, die es Redstone ermöglichte, 80% der Stimmrechte des Unternehmens auf sich zu vereinen, obwohl er nur knapp 10% des Aktienkapitals hielt. ➤

Achtundzwanzig Jahre später hat dieser Aufstieg ein Ende. Viacom leidet unter einem Machtvakuum, während die Medienbranche einen rasanten Wandel durchläuft. Das Unternehmen liefert sich erbitterte Kämpfe mit seinem Ableger CBS. Eines ist jedoch ganz klar: Die öffentlichen Anleger, die rund 90% der Viacom-Aktien halten, haben kaum Kontrolle über die Geschehnisse.

Viacom ist ein Beispiel desaströsen Ausmaßes dafür, was bei Zwei-Klassen-Aktien schiefgehen kann, und zeigt deutlich die größten Probleme solcher Strukturen auf. Was in den Anfangstagen eines Unternehmens sinnvoll erscheint, kann sich in den kommenden Jahren als Klotz am Bein herausstellen. Um es mit den Worten von SEC Commissioner Robert J. Jackson Jr. auszudrücken: Zwei-Klassen-Aktien verlangen nicht nur den festen Glauben der Anleger an die Vision des Firmengründers, sondern auch das Vertrauen in die Kinder dieses Firmengründers. Und die Kinder seiner Kinder. Und die Enkel seiner Kinder. (Von denen der eine oder andere womöglich kein Visionär ist.)¹

Führt man sich das Risiko vor Augen, das eine Situation wie im Fall Viacom birgt, so stellt sich die Frage, weshalb Mehrklassen-Aktien überhaupt existieren. Schließlich ist es doch selbstverständlich und nur fair, dass Anteilsinhaber, die Kapital in ein Unternehmen einbringen, auch ein gleichberechtigtes Mitspracherecht bei Angelegenheiten erhalten, die dieses Kapital betreffen.

Und doch wird das Prinzip „eine Aktie – eine Stimme“ auf der ganzen Welt infrage gestellt. In Europa sieht das 2014 in Frankreich eingeführte Florange-Gesetz eine Verdopplung der Stimmrechte für Aktionäre vor, die ihre Anteile über zwei Jahre halten, und schafft auf diese Weise sogenannte „Treueaktien“. In Italien ermöglicht es die Gesetzgebung Unternehmen wie Campari und Amplifon, bestimmten Anteilsinhabern Treueaktien anzubieten. Die Hongkonger Börse, die noch damit hadert, dass es ihr nicht gelungen ist, die Tech-Riesen Alibaba, Baidu und andere chinesische Technologieunternehmen für eine Kotierung in dem Stadtstaat zu begeistern, hat schließlich in diesem Jahr entschieden, als „innovativ“ geltende Unternehmen mit Zwei-Klassen-Aktien-Struktur am Börsenplatz Hongkong zuzulassen.

Im schlimmsten Fall können derartige Novationen zu einem „Race to the bottom“, einer Abwärtsspirale mit immer niedrigeren Führungsstandards der Unternehmen, führen. Doch Befürworter von Zwei-Klassen-Aktien bringen im Wesentlichen zwei Argumente vor. So argumentieren Risikokapitalgeber, dass Zwei-Klassen-Strukturen für Start-ups aufgrund ihrer Abhängigkeit von Human- und Finanzkapital in frühen Stadien ihrer Entwicklung sinnvoll sein könnten. Eine Zwei-Klassen-Struktur ermöglicht es dem Unternehmen, zu wachsen und gleichzeitig ein kontinuierliches Management sicherzustellen. Die Alternative wäre eine weitere Verwässerung, die jedoch möglicherweise nicht im Interesse der Aktionäre ist, da dadurch die Verbindung des Unternehmers zum Unternehmen geschwächt wird. Und wenn erfahrene Anleger bereit sind, dem Unternehmer unter diesen Bedingungen Kapital zur Verfügung zu stellen, fragt man sich, wo das Problem liegt.

Das zweite Argument kommt von Corporate Governance-Experten, denen die kurzfristige Ausrichtung des Aktienmarktes Sorgen bereitet. Sie unterstellen, dass Anleger im Falle von Meinungsverschiedenheiten eher dazu neigen, ihre Aktien zu verkaufen, als mit dem Unternehmen zusammenzuarbeiten. Dies schafft einen Anreiz für Geschäftsführungsverantwortliche, ihren Fokus auf kurzfristige Gewinne zu legen, die Investitionsausgaben zu senken, verstärkt auf Gewinnmargen zu setzen und Kapital durch Rückkäufe und Dividenden zurückzuführen. Wenn Anleger für ihr Engagement mit Treueaktien belohnt werden, könnte dies Anreiz für größeres Engagement bieten. Verschiedene prominente Personen haben sich für Treueaktien ausgesprochen: Vanguard-Gründer John Bogle, Dominic Barton, vormals Managing Director von McKinsey, und der ehemalige US-Vizepräsident Al Gore.

Beide Argumente sind nicht ganz abzutun. Was die kurzfristige Ausrichtung anbelangt, so gibt es Belege dafür, dass die Abschirmung von Unternehmen gegen den Druck des öffentlichen Marktes innovations- und investitionsfördernd wirken kann. Eine Studie hat gezeigt, dass die Investitionsrate bei privaten Unternehmen fast doppelt so hoch ist wie bei börsennotierten Unternehmen (jährlich 6,8% ggü. 3,7% des Gesamtvermögens).² Ferner wurde deutlich, dass Unternehmen nach ihrer Notierung an öffentlichen Aktienmärkten im Vergleich zu Unternehmen, die ihren IPO-Antrag zurückgezogen und auf eine Börsennotierung verzichtet haben, auf weniger riskante Innovationen setzen.³

Was das Argument bezüglich Start-ups anbelangt, so lässt der Erfolg vieler Technologiefirmen darauf schließen, dass Zwei-Klassen-Aktien Start-up-Unternehmen zumindest nicht systematisch schaden. Hierfür gibt es auch Beispiele außerhalb des Silicon Valley. So haben in Schweden, wo nahezu die Hälfte der börsennotierten Unternehmen Doppelstimmrechte eingeführt hat, Aktionäre wie Industrivärden und Investor AB unverhältnismäßig mehr Rechte zur Ernennung nicht-exekutiver Verwaltungsratsmitglieder und Mitspracherecht bei schwacher Leistung der Geschäftsführungsverantwortlichen. In Anbetracht der Tatsache, dass der schwedische Aktienmarkt regelmäßig zu den Rendite-Spitzenreitern unter den Aktienmärkten weltweit zählt, scheint dies den Unternehmen auch nicht systematisch geschadet zu haben.

Und doch darf man nicht außer Acht lassen, dass Erfolgsbeispielen für eine gut funktionierende Zwei-Klassen-Struktur wie Square und Workday immer auch Gegenbeispiele wie GoPro oder Snap entgegenstehen, bei denen unfähige Manager, denen es nicht gelingen mag, positive Renditen zu erzielen, mit enormen Befugnissen ausgestattet wurden. Beispielsweise verzeichnete Snap Inc. seit seiner Börsennotierung im Jahr 2017, im Zuge derer den neuen Anteilseignern des Unternehmens keinerlei Stimmrechte eingeräumt wurden, einen Kursrutsch um 30%. Zudem haben die Chefs von Snap offenbar strategische Fehlentscheidungen getroffen, und die öffentlichen Anteilseigner des Unternehmens sind außerstande, diese Entscheidungen umzustößen.

Die pragmatische Frage, die sich hier stellt, lautet: Was sagen empirische Studien über die Auswirkung von Zwei-Klassen-Aktien auf die Gesamtentwicklung? Eine umfassende Analyse empirischer Studien zu Zwei-Klassen-Aktien ergab ein uneinheitliches Bild.⁴ So zeigen einige Studien, dass Unternehmen mit Zwei-Klassen-Aktien eine etwas schlechtere Wertentwicklung, eine höhere Vergütung der Unternehmensführung und einen weniger effizienten Einsatz von liquiden Mitteln aufweisen. Andere Studien, die die Performance derselben Unternehmen nach der Umstellung der Aktienstruktur untersuchen, belegen indes, dass eine Zwei-Klassen-Struktur keine Auswirkungen auf die Entwicklung hat.

Folglich ist die Frage, ob Zwei-Klassen-Aktien in der Gesamt- und Einzelfallbetrachtung positiv für die Aktienentwicklung sind oder nicht, noch nicht endgültig geklärt. Allerdings ist der Blick auf die Entwicklung womöglich nicht der richtige Ansatzpunkt. In einer Zeit, in der der Fokus verstärkt auf Unternehmensführung liegt, lautet die entscheidende Frage vielmehr, ob Mehrklassen-Aktien zulässig sein sollten und falls ja, welcher Form der Regulierung sie unterliegen sollten.

Hierfür gibt es drei vernünftige Lösungsvorschläge. Vor allem sollten Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit in der Form, in der es sie bei Viacom gab, verboten sein. Es besteht kein triftiger Grund dafür, die Befugnisse von Führungspersonen gleich welcher Ebene noch weiter zu stärken. SEC Commissioner Jackson hat es treffend formuliert: „Ein Problem von Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit liegt darin, dass fest auf ihrem Stuhl sitzende Führungskräfte – und deren Kinder sowie die Kinder ihrer Kinder – auf diese Weise für alle Zeit den Disziplinierungsmechanismen des Marktes entzogen werden. Einfach ausgedrückt: Von Anlegern zu verlangen, auf ewig auf die wohlwollenden Absichten der Unternehmensführung zu vertrauen, widerspricht unseren Wertvorstellungen als Amerikanern.“⁵ Andere Länder werden diese Auffassung möglicherweise teilen.

Dieses Argument spricht gegen eine allzu nüchterne, technokratische Herangehensweise an Beteiligungsverhältnisse betreffende Themen. In einer Welt, in der die wachsende wirtschaftliche Ungleichheit dazu geführt hat, dass die Bürger sich rund um den Globus zunehmend von etablierten Parteien abwenden, lautet die Frage, die man sich vor Einführung von Zwei-Klassen-Aktien wirklich stellen sollte, womöglich nicht, ob dadurch etwas höhere Aktienkurse erzielt werden, sondern vielmehr, ob die Schaffung von Unternehmen mit einer in keiner Weise rechen-schaftspflichtigen Führung mit den Gleichheitsprinzipien eines auf umfassende Mitspracherechte ausgelegten liberalen demokratischen Systems vereinbar ist. Die Antwort lautet ganz klar Nein.

Doch um noch einmal auf die vorgenannte eng gefasste, technokratische Herangehensweise zurückzukommen: Es gibt durchaus auch berechtigte betriebliche Gründe für eine Ablehnung von Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit. Um es mit den Worten von Lucian Bebchuk und Kobe Kastiel auszudrücken: Je weiter wir uns vom Zeitpunkt des Börsengangs entfernen, desto größer ist das mit diesen Strukturen verbundene Risiko.⁶ Es gibt Belege dafür, dass die Aktien von Unternehmen mit Zwei-Klassen-Struktur unmittelbar nach dem Börsengang mit einem Aufschlag gehandelt werden, dieser jedoch mit längerem Bestehen des Unternehmens schließlich verschwindet.⁷

Gleichsam deutet einiges darauf hin, dass jüngere Unternehmen mehr von Zwei-Klassen-Aktien profitieren als etablierte Unternehmen. Eine Studie der Columbia University hat gezeigt, dass bei Konzernen mit Zwei-Klassen-Aktien-Struktur mit längerem Bestehen ein um 7% bis 9% höherer Rückgang von Tobins Quotienten (Verhältnis zwischen dem Marktwert der Vermögenswerte eines Unternehmens und deren geschätzten Wiederbeschaffungskosten) und gleichzeitig eine um 6% bis 7% höhere Bewertung als zum Zeitpunkt ihres Einstiegs am Aktienmarkt verzeichnet wird.⁸

Aus technischer Sicht gibt es viele Möglichkeiten, den Einsatz von Zwei-Klassen-Aktien mit unbegrenzter Laufzeit zu beschränken. Beispielsweise könnten die dem Firmengründer vorbehaltenen Aktien nach einer bestimmten Zeit (wie bei Yelp.com⁹) oder bei Rücktritt, Geschäftsunfähigkeit oder Ableben des Gründers (wie im Fall des chinesischen e-Commerce-Unternehmens JD.com) in reguläre Stimmrechtsaktien umgewandelt werden. Zudem könnte die Übertragung dieser Aktien mit Beschränkungen belegt werden. Eventuell sollten Aktien mit Mehrfachstimmrechten in Papiere mit einem Stimmrecht pro Aktie umgewandelt werden, wenn die Titel auf Personen übergehen, die nicht mit den ursprünglichen Inhabern verbunden bzw. verwandt sind (u.a. bei LinkedIn und Zynga).

Zudem sollte bei allen Aktivitäten der Grundsatz der Einfachheit im Vordergrund stehen. Ein schwerwiegendes Argument gegen Strukturen mit Mehrklassen-Aktien ist ihre Komplexität. Komplexität führt zu Intransparenz, was wiederum für einen Vertrauensverlust sorgt und denen zugutekommt, die die Gesetze geschaffen haben. Bei Letzteren handelt es sich häufig um Insider. Diese Argumentation lässt den Schluss zu, dass Strukturen mit Zwei-Klassen-Aktien für bestimmte schnell wachsende Unternehmen zwar erlaubt, jedoch nicht als Standardregelung vorgesehen sein sollten. In den Ländern, in denen diese Strukturen zulässig sind, sollten sie transparent und einfach gestaltet sein.

Ferner könnte es sinnvoll sein, die Diskrepanz zwischen den Aktienklassen zu verringern, um eine übermäßige Machtkonzentration zu verhindern. Beispielsweise darf in Singapur und Schweden keine Aktie Stimmrechte beinhalten, die mehr als dem Zehnfachen der Stimmrechte anderer Aktien entsprechen. Damit sollen Situationen wie in den 1920er Jahren in Deutschland vermieden werden, wo es bei einigen Unternehmen Aktionäre mit über 1.000 oder gar 10.000 Stimmen je Anteil gab. Der Dodge Brothers-Prozess im Jahr 1925 deckte zudem auf, dass die Investmentbank Dillon, Read & Co. trotz eines Kapitalanteils von weniger als 2% sämtliche Stimmrechte von Dodge hielt.

Der Dodge Brothers-Prozess sollte daran erinnern, dass sich eine solche Geschichte in heutiger Zeit durchaus wiederholen könnte. In den 1920er Jahren sind viele US-Unternehmen mit Zwei-Klassen-Aktien-Strukturen an die Börse gegangen. Nach der Großen Depression führte die NYSE den „eine Aktie – eine Stimme“-Grundsatz ein, der jahrzehntelang als goldene Regel an den Wertpapiermärkten galt. Nur mit Beginn der Übernahmewelle im Jahr 1984 setzte die NYSE die Durchsetzung ihrer „eine Aktie – eine Stimme“-Vorschrift aus. Die zunehmende Skepsis gegenüber Strukturen mit Zwei-Klassen-Aktien seit der letzten Finanzkrise lässt darauf schließen, dass wir erneut vor einem grundlegenden Wandel des regulatorischen Umfelds stehen. ●

Sahil Mahtani ist Analyst im Thematic Research-Team.

1 Jackson Jr., R.J., „Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty“, U.S. Securities and Exchange Commission, 15. Februar 2018

2 Asker, J., Farre-Mensa, J. und Ljungqvist, A., „Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?“, Review of Financial Studies 28(2), Februar 2015, S.342-390

3 Bernstein, S., „Does going public affect innovation?“, Journal of Finance, Volume 70, Issue 4, August 2015, S.1365-1403

4 Adams, R. und Ferreira, D., „One Share-One Vote: The Empirical Evidence“, Review of Finance, Dezember 2007, ECGI – Finance Working Paper No. 177/2007

5 Jackson Jr., R.J., „Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty“, U.S. Securities and Exchange Commission, 15. Februar 2018

6 Bebchuk, L. und Kastiel, K., „The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock“, Virginia Law Review, Volume 103, Issue 4., Juni 2017

7 Jackson Jr., R.J., „Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty“, U.S. Securities and Exchange Commission, 15. Februar 2018

8 Kim, H. und Michaely, R., „Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class structures?“, Columbia Law School Blue Sky Blog, April 2018

9 „Yelp announces conversion of Class A and Class B Common Stock into a Single Class of Common Stock“, Pressemitteilung, Yelp, 23. September 2016

10 Institutional Shareholder Services, Shearman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute, „Report on the Proportionality Principle in the European Union“, 2007.

IRRC Institute and Institutional Shareholder Services, „Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review“, 2012.

Institutional Shareholder Services, „Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe“, Governance Insights, Februar 2015

11 Dyck, A. und Zingales, L., „Private Benefits of Control: An International Comparison“, Journal of Finance, Vol. LIX, No. 2, April 2004, S.537-600

Die Frage, ob Mehrklassen-Aktien für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung sorgen oder doch zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung führen, lässt sich aus drei Gründen vermutlich nicht abschließend beantworten. Erstens weisen alle empirischen Studien inhärente Endogenitätsprobleme auf. Dabei handelt es sich um die Befürchtung, dass eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung Unternehmen dazu veranlassen könnte, Zwei-Klassen-Strukturen einzuführen und diese Entwicklung nicht aus der Einführung einer entsprechenden Struktur resultiert. Oder anders ausgedrückt: Führen Zwei-Klassen-Strukturen zu einer Underperformance oder führen Geschäftsführungsverantwortliche, die nicht die gewünschten Ergebnisse erzielen, Zwei-Klassen-Strukturen ein, um sich selbst vor feindlichen Übernahmen zu schützen? Die Antwort auf diese Frage ist in erheblichem Maße abhängig von der subjektiven Einschätzung und führt unweigerlich zu weiteren Diskussionen.

Zweitens ist die Unternehmensstruktur immer nur einer von vielen Faktoren, die bei der Ermittlung der Gründe für Erfolg und Misserfolg eines Unternehmens eine Rolle spielen. Im Fall des bereits erwähnten Unternehmens Snap stellt sich die Frage, ob die holprige Performance seit dem Börsengang darauf zurückzuführen war, dass die unfähigen Entscheidungsträger des Unternehmens aufgrund der Unternehmensstruktur nicht zur Verantwortung gezogen wurden, oder ob dies einfach dem härteren Wettbewerb geschuldet war. Und auch bei Nike kann die größere Ertragskraft, im Vergleich zu Adidas, ebenso darauf zurückzuführen sein, dass das Unternehmen ein besseres Produkt verkauft und in geographischer Hinsicht besser aufgestellt ist, als auf die Tatsache, dass Nike über eine Zwei-Klassen-Struktur verfügt, die dem Management mehr Befugnisse einräumt. Die wirkliche Kausalität in Bezug auf Unternehmensergebnisse zu ermitteln, ist vielmehr eine Kunst als eine Wissenschaft.

Abschließend ist festzustellen, dass eine Zwei-Klassen-Struktur nicht isoliert von bestimmten regulatorischen und rechtlichen Zusammenhängen betrachtet werden kann. So sind Zwei-Klassen-Strukturen in den USA zwar zulässig, gleichzeitig wird es Aktionären dort aber auch ermöglicht, Einzelklagen auf Schadenersatz einzureichen. In Hongkong oder Singapur wird größerer Wert auf Vorschriften gelegt, die einen Kontrollmissbrauch schon im Vorfeld verhindern sollen; die Geltendmachung von Ansprüchen erfolgt in erster Linie über die Aufsichtsbehörden und Sammelklagen sind nicht erlaubt. Demnach ist nicht ohne Weiteres feststellbar, ob eine überdurchschnittliche Wertentwicklung in den USA oder in Hongkong auf das Bestehen einer Zwei-Klassen-Struktur, die rechtlichen Rahmenbedingungen in dem Land oder auf ein Zusammenspiel zwischen beidem zurückzuführen ist.

Dies zeigt sich darin, dass Kontrollprämien, die als Indikatoren für die mit der Kontrolle des Unternehmens einhergehenden persönlichen Vorteile gelten (und die in Ländern mit stärkerem Anlegerschutz und besserem Steuervollzug sehr viel niedriger ausfallen), in Frankreich und in den USA niedrig sind, und das, obwohl es in Frankreich deutlich mehr Unternehmen mit Zwei-Klassen-Struktur gibt als in den USA (54% ggü. 0% bis 10%).^{10,11} Daraus schließen wir, dass für die Qualität der Unternehmensführung weniger die Aktienstruktur ausschlaggebend ist, sondern es viel eher darauf ankommt, dass allgemeine rechtliche Rahmenbedingungen vorherrschen, in denen Unternehmen florieren können und Minderheitsaktionäre fair behandelt werden. Diesem Gedankengang folgend liegt der Schluss nahe, dass die gute Entwicklung schwedischer Unternehmen nicht in erster Linie ihrer Zwei-Klassen-Struktur zu verdanken ist, sondern der Tatsache, dass sie der Kontrolle und Aufsicht von Schweden unterliegen, die für Fair Play bekannt sind und von vernunftgesteuerter Regulierung profitieren.

Disclaimer

Originalveröffentlichung in englischer Sprache: 4. Oktober 2018.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Die Deutsche Bank kann geschäftliche Transaktionen in Wertpapieren, als Eigenhandelsgeschäft oder für Kunden, durchführen, die nicht mit der in diesem Researchbericht dargestellten Sichtweise übereinstimmen.

Das Risiko von Verlusten bei Termin- und Optionsgeschäften kann weitgehend sein. Wegen des hohen Ausmaßes einer Fremdmittelfinanzierung der Termin- und Optionsgeschäfte können die auflaufenden Verluste höher sein als die ursprünglich in die Geschäfte investierten Beträge.

Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In den Vereinigten Staaten von Amerika wird dieser Researchbericht verantwortet und verbreitet von der Deutschen Bank Securities Inc., Mitglied der FINRA. In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jéglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Dieser Researchbericht darf nicht ohne vorherige Erlaubnis der Deutsche Bank AG vervielfältigt, verbreitet und/oder veröffentlicht werden. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Bestens informiert über aktuelle Themen #PositiverBeitrag

Konzept befasst sich mit Themen, die die Finanzwelt und die Gesellschaft bewegen und Auswirkungen auf die Umwelt haben. In dieser Ausgabe untersuchen wir, wie Big Data Anleger dabei unterstützt, Informationen zu den Themen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung besser für sich zu nutzen. Wir besprechen, wie nicht-finanzbezogene Informationen durch künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen erfasst werden und eine zukunftsgerichtete Analyse der ESG-Position eines Unternehmens ermöglichen. Zudem betrachten wir die Entwicklungen und neuen Herausforderungen am Markt für Green Bonds, beleuchten, wie Wirtschaftsprüfungen verbessert werden könnten, und befassen uns mit den Governance-Problemen im Zusammenhang mit Zwei-Klassen-Aktien. Und schließlich hoffen wir, dass diese Ausgabe von Konzept die Grenzen herkömmlichen ESG-Investings erweitern wird.



FSC
www.fsc.org

MIX

Paper from
responsible sources

FSC® C005739