

## Weniger ist oft mehr...

Ein neuer Ansatz im SRI-Research



# Inhalt

VORWORT	1
VON PHILIPPE SPICHER, CEO VON CENTRE INFO UND GESCHÄFTSFÜHRENDER VORSTAND DER SIRI COMPANY	1
EINFÜHRUNG	2
1. WAS LÄUFT FALSCH IM HEUTIGEN SRI-RESEARCH?	3
RESEARCH FÜR WEN?	3
ERFORDERLICHE AUS- UND WEITERBILDUNG	3
INFLATION DER KRITERIEN	4
SUBSTANZ STATT VERPACKUNG	6
2. EIN NEUER ANSATZ IM SRI-RESEARCH	7
ABSOLUTE UND RELATIVE NACHHALTIGKEITSRATINGS	7
ETABLIERTE BEWERTUNGSANSÄTZE	7
NACHHALTIGE SCHLÜSSELFAKTOREN	8
AUTOMOBILINDUSTRIE	10
LUFTFAHRTINDUSTRIE	14
SCHLÜSSELFAKTOREN AUCH IM SOZIALEN BEREICH?	17
ZUSAMMENFASSUNG & SCHLUSSFOLGERUNG	23

<b>Autor:</b>	<b>Kontaktadresse:</b>
Christoph Butz Sustainable Investment Team Pictet Quants +41 (0) 58 323 1853 cbutz@pictet.com	Pictet & Cie Bd Georges-Favon 29 CH-1204 -Genf +41 (0)58 323 23 23 +41(0)58 323 23 24 www.pictet.com

# Vorwort

Von Philippe  
Spicher, CEO von  
Centre Info und  
geschäftsführender  
Vorstand der SiRi  
Company

*Es ist mir gleichzeitig Ehre und Herausforderung, von einem geschätzten Kunden um ein kurzes Vorwort zu einer solch Gedanken anregenden Studie gebeten zu werden, umso mehr es sich hier um einen Kunden handelt, der das Nachhaltigkeitsresearch für seine Produkte seit dem Jahr 2000 in unsere Hände gelegt hat!*

*'Weniger ist oft mehr' ist in der Tat eine interessante Arbeit. Die darin ausgedrückte Kritik ist ungewohnt offen, die gemachten Vorschläge teils radikal. Im ersten Teil werden die grössten Mängel des heutigen Nachhaltigkeitsresearchs angesprochen. Es ist offensichtlich, dass der Autor hier aus dem Vollen schöpfen kann, hat er doch jahrelang selbst als Sustainability-Analyst gearbeitet und er kennt daher die Probleme, die er beschreibt, aus erster Hand. Auch wir müssen uns in einigen Punkten Fragen gefallen lassen. Auch wir wurden in diesen verzweifelten Wettlauf um die höchste Anzahl Researchkriterien ‚hineingezogen‘ und in unserer täglichen Arbeit mit Firmen sind wir in der Tat zunehmend mit der geschilderten „Fragebogen-Müdigkeit“ konfrontiert. Doch das Problem ist erkannt und wir haben bereits erste Schritte unternommen, um unser Research zu trimmen, zu fokussieren und es so für unsere Kunden relevanter zu machen.*

*Im zweiten Teil des Papiers wird eine geradlinige – beinahe schon ‘physiokratische’ – Sicht der Nachhaltigkeit verfochten. Während ich die meisten Gedanken zu den umweltbezogenen Schlüsselfaktoren unterschreiben würde, so teile ich die Ansicht nur teilweise, dass ein so komplexes Konzept wie die “soziale Nachhaltigkeit” jemals auf eine so einfache Kennzahl wie die ‘Kopfzahl’ der Angestellten herunter gebrochen werden könnte. Ich würde dafür halten, dass auch weitere Einflussfaktoren wie Produktsicherheit, Arbeitsschutz und der Einfluss auf die lokale Bevölkerung Berücksichtigung finden müssten. Die drastische Reduktion der Anzahl Kriterien und die Konzentration auf sektorspezifische Schlüsselfaktoren ist zwar logisch überzeugend, insbesondere für einen quantitativen SRI-Manager wie Pictet; doch sollte diese Reduktion m.E. nicht bis zur Abschaffung der sogenannten 'weichen Faktoren' gehen wie Kommunikation, Berichterstattung, Werte, Prinzipien und Managementsysteme. Diese Faktoren werden stets eine wichtige Rolle im SRI-Research spielen, auch wenn ich zugebe, dass ihre Bedeutung in der Vergangenheit vielleicht überschätzt wurde. Diese Einwände vermögen allerdings den Wert dieses innovativen Ansatzes nicht zu schmälern, schliesslich wird die vorläufige Natur der gemachten Vorschläge vom Autor selbst offen angesprochen.*

*Alles in allem kann ich nur wiederholen, dass das vorliegende Papier in der Tat lesenswert ist und obwohl ich – im Sinne der geäusserten Kritik – nicht mit allem vorbehaltlos überein stimme, so teile ich doch die wichtigsten Ideen und die generelle Stossrichtung. Ich kann die Lektüre daher jedem empfehlen, der aufrichtig am Stand und an der Verbesserung des gegenwärtigen Nachhaltigkeitsresearchs interessiert ist.*

# Einführung

Das heutige Nachhaltigkeitsresearch ist an einem Scheideweg angelangt. Firmen beklagen sich zunehmend über 'Fragebogen-Müdigkeit' sowie die wachsenden Ressourcen, die sie bereitstellen müssen, um die immer gleichen Fragen zu beantworten. Eine offensichtliche Lösung wäre es, die nachhaltigkeitsbezogenen Informationen zu standardisieren und sie Analysten und Portfolio Managern proaktiv zugänglich zu machen. Einige breit angelegte Initiativen wie bspw. Die Global Reporting Initiative (GRI), aber auch die Entscheidung einzelner Firmen, einen separaten ‚Nachhaltigkeitsbericht‘ zu drucken, weisen klar in diese Richtung. Leider vermag jedoch Standardisierung allein das Dilemma nicht zu lösen. Es ist nicht einfach, einen Konsens zu finden in der Frage, welche Standardinformationen in so einen globalen Berichtsrahmen hineingehören angesichts der herrschenden wirtschaftlichen Vielfalt der Unternehmen und Sektoren. Zudem werden spezialisierte Researchinstitute immer versuchen, sich im Markt zu differenzieren, indem sie neue Methoden und immer mehr (vermeintlich) aussagekräftige Kriterien entwickeln. Diese gegenläufigen Trends, das Streben der Analysten um Differenzierung und die Bemühungen der Unternehmen, sich auf ein allgemein verbindliches Set von Standardkriterien zu einigen, hat zu einer unüberschaubaren Inflation der Methoden und der Anzahl Kriterien geführt, was für das nachhaltige Investment im besten Fall verwirrend und im schlimmsten Fall kontraproduktiv ist.

Wir möchten im folgenden vorschlagen, diesen Trend umzukehren. Wir machen uns dafür stark, einmal zwei Schritte zurückzutreten und sich auf das zu fokussieren, was wirklich wichtig und relevant ist für eine nachhaltige Entwicklung. Wir möchten anregen, nur noch einige wenige relevante Indikatoren zu behalten und den ganzen Ballast über Bord zu werfen, der sich über die Jahre angesammelt hat und vielleicht heute zum grössten Hindernis geworden ist für einen echten Fortschritt im Bereich der nachhaltigen Geldanlage. Wir behaupten nicht, den heiligen Gral gefunden zu haben oder zum jetzigen Zeitpunkt fähig zu sein, eine komplett ausgestaffierte Researchmethodik vorzulegen zu können, welche alle Probleme löst. Was wir vorstellen möchten ist ein erster Entwurf für einen relevanteren und geradlinigeren Researchansatz. Die Kritik an der gegenwärtigen SRI-Researchpraxis, welche in einer solchen Untersuchung zwangsläufig zum Ausdruck kommt, ist mitnichten gegen irgend einen spezifischen Wettbewerber gerichtet. Vielmehr glauben wir, dass die methodologischen Schwächen, welche wir identifiziert haben, weit verbreitet sind und sie sind die unsrigen so gut wie die der anderen. Wenn wir uns erdreisten, 'den ersten Stein zu werfen', dann tun wir das in ehrlichem und kontinuierlichem Bemühen, dem zugrunde liegenden Konzept der Nachhaltigkeit gerechter zu werden, und wir möchten andere Marktteilnehmer dazu ermuntern, uns auf diesem Weg zu folgen. Im ersten Teil weisen wir auf die unserer Meinung nach grössten Schwachpunkte im gegenwärtigen Nachhaltigkeitsresearchs hin und wollen dann, in einem zweiten Teil, unsere Ideen ausführlicher darlegen und auch deren finanzielle Umsetzbarkeit untersuchen, indem wir verschiedene nachhaltige Investmentstrategien über die letzten zehn Jahre zurückrechnen.

# 1. Was läuft falsch im heutigen SRI-Research?

## Research für wen?

Anbieter von Nachhaltigkeitsresearch, seien es nun spezialisierte Teams innerhalb von Banken oder unabhängige Institute, die ihre Beurteilungen an Investoren oder Kreditgeber liefern, operieren in einem Marktumfeld. Sie wollen ihr Research verkaufen und um das zu tun, müssen sie den Käufer überzeugen, dass es auch wirklich wert ist, was es kostet – oder doch zumindest mehr wert als das ihrer Konkurrenten. Mehr ‚wert‘ kann sich in diesem Zusammenhang nur auf das Verhältnis von Informationsqualität und Kosten beziehen. Man würde erwarten, dass in effizienten Märkten die Qualität des Nachhaltigkeitsresearch den Kosten in etwa proportional ist. Auch eine tiefere Researchqualität kann für gewisse Käufer aufgrund ihrer Investitionsziele und ihrer Budgetrestriktionen angemessen sein. Für andere wiederum dürfte sich eine sehr detaillierte Analyse aufdrängen, gegebenenfalls auch auszahlen. Denken wir nur etwa an die Entscheidung eines Kreditgebers, ob er ein grösseres Infrastrukturprojekt mit potentiell sehr grossen Einwirkungen auf Umwelt und die lokale Bevölkerung finanzieren soll: er wird wahrscheinlich so viele Informationen zusammentragen wie es nur geht, um zu einer möglichst gut informierten Entscheidung zu gelangen. Ein “one-size-fits-all” – Ansatz wird daher kaum je die Norm sein und wir möchten uns auch nicht für einen solchen stark machen.

Was wir hingegen zeigen möchten ist, dass die häufigsten Entscheidungsträger im SRI-Umfeld, d.h. die Portfoliomanager von nachhaltigen Anlagefonds, nachhaltigkeitsmässig oft besser bedient wären durch eine einfachere und direktere Ratingmethode, anstatt sich mit einem ständig wachsenden Wust von Indikatoren und Kriterien herumschlagen zu müssen, deren Mehrwert nicht immer auf der Hand liegt, um es einmal höflich auszudrücken.

## Erforderliche Aus- und Weiterbildung

SRI-Analysten müssen über die notwendige Ausbildung verfügen. Professionalismus ist ganz zentral, wenn das heutige SRI-Research verbessert werden soll. Bei der nachhaltigen Entwicklung geht es nicht nur, aber vor allem, auch um das effiziente und physikalisch nachhaltige Niveau der Ressourcennutzung und die Tragfähigkeit von natürlichen Ökosystemen sowie um die sozialen Kosten und Nutzen wirtschaftlicher Aktivitäten. Es ist eine extrem breites, komplexes und interdisziplinäres Feld und obwohl die meisten Menschen irgend eine diffuse Idee davon haben, was “Nachhaltigkeit” sein soll, so ist es doch optimistisch anzunehmen, dass nur weil ein jeder betroffen ist, auch jeder (researchmässig) einen bedeutenden Beitrag zur Lösung des Problems leisten könne. Was das unverbindliche Konzept der “Corporate Responsibility” von der nachhaltigen Entwicklung trennt ist gerade, dass es bei der Nachhaltigkeit nicht einfach nur darum geht, zu seinen Angestellten und Lieferanten “nett zu sein”, die Steuern rechtzeitig zu bezahlen oder weniger E-mails auf Papier auszudrucken als bisher. Es geht vielmehr darum, die gesamte Geschäftsaktivität eines Unternehmens in Einklang zu bringen mit einer nachhaltigen Nutzung der Umwelt- und sozialen Ressourcen. Es bedarf eines glaubhaften, wissenschaftlichen Ansatzes und interdisziplinärer SRI-Researchteams, um dieser Aufgabe gewachsen zu sein. Eine solide Fundierung in Natur- und Ingenieurwissenschaften ist beispielsweise Voraussetzung, um die vielfachen Umwelteinwirkungen eines Unternehmens glaubhaft analysieren zu können.

Die soziale Sphäre ist nur auf den ersten Blick ‚pflegeleichter‘. Schliesslich sind wir alle soziale Wesen und von jedem kann daher – zumindest auf intuitivem Niveau - ein sinnvoller Beitrag erwartet werden. Allerdings erweist sich auch hier eine solide Ausbildung und Erfahrung im sozialwissenschaftlichen Fach bald als

unabdingbar, wenn man sich auf dem komplexen Feld der sozialen Interaktionen zwischen Firmen und Stakeholdern einigermaßen zurecht finden möchte.

Die Ansprüche an Vermögensverwalter steigen beständig und das ist auch gut so. Schliesslich steht viel auf dem Spiel. Nur, weil es im Bereich von SRI primär um nichtfinanzielle Aspekte geht, sollte nicht heissen, dass nicht auch an die Lieferanten der nichtfinanziellen Information die gleich strengen Massstäbe zu stellen wären. Deshalb darf neben einer geeigneten Grundausbildung auch eine angemessene, regelmässige und nachhaltigkeitspezifische Weiterbildung von den Nachhaltigkeitsanalysten erwartet werden. Es ist uns bewusst, dass sich entsprechende Aus- und Weiterbildungsgänge erst allmählich öffnen. Allerdings darf dies keine Entschuldigung sein, um nicht nach innovativen Lösungen zu suchen. Denn obwohl die Lektüre von Nachhaltigkeitsberichten der Analysten täglich Brot ist, so kann sie doch die eingehende Beschäftigung mit der wissenschaftlichen Fachliteratur nicht ersetzen.

Langjährige Erfahrung und analytische Hartnäckigkeit gehören ebenfalls zu den Trumpfkarten in diesem Bereich und man sollte – wenn die oben genannten Anforderungen erfüllt sind – auch wieder vermehrt darauf vertrauen, dass gute Nachhaltigkeitsanalysten tatsächlich in der Lage sind, wohlbegründete, umfassende und doch konzise Beurteilungen bezüglich der Nachhaltigkeit einzelner Firmen abzugeben. Wenn hingeben – ein Trend der leider zunehmend zu beobachten ist – die qualifizierten Mitarbeiter nur noch dazu eingesetzt werden, um Standardkästchen abzuhaken, dann ist es vielleicht in der Tat besser – und mit Sicherheit billiger – diese Arbeit durch Studenten oder Praktikanten erledigen zu lassen oder gleich durch eine ausgefeilte Maschine.

### Inflation der Kriterien

Je mehr Informationen einem zur Verfügung stehen, umso genauer wird theoretisch das Bild sein, das man sich von der Nachhaltigkeit eines Unternehmens machen kann. Aber ‚theoretisch‘ ist ein wichtiger Vorbehalt in diesem Zusammenhang. Ist die zusätzliche Information von keiner oder nur noch geringer Relevanz, dann tendiert der Grenznutzen einer zusätzlichen Informationseinheit gegen null. Zudem gibt es einen offensichtlichen „Trade-off“ zwischen dem prinzipiell wünschbaren Präzisionsniveau und den steigenden Kosten der Informationsbeschaffung (s. Abb. 1). Was für die meisten Anwender von nachhaltigkeitsrelevanter Information zählt, ist daher nicht ein maximales Informationsniveau, sondern ein optimales Kosten-Informations-Verhältnis.

Aber Kosten sind nicht der einzige Grund, weshalb eine ausufernde Anzahl Indikatoren wenig Sinn macht. Die meisten heutigen nachhaltigen Investmentansätze arbeiten auf Stufe „Gesamtnachhaltigkeit“. Die gesammelten Informationen müssen also in irgend einer Form zu einer einzigen Zahl aggregiert werden, die dann im Portfoliomanagement implementiert werden kann. Eine Ausweitung der Anzahl Indikatoren wird also unweigerlich dazu führen, dass das Gewicht, welches einem einzelnen Indikator zugesprochen werden kann, sinkt. Man könnte nun argumentieren, dass es ja immer möglich sei, einen zusätzlichen Indikator mit nur geringem Gewicht einzuführen, um die Bedeutung der bestehenden Indikatoren nicht zu schmälern. Allerdings muss man sich dann auch die Frage gefallen lassen, ob es denn wirklich nötig ist, diesen Indikator einzuführen. Vom Standpunkt einer vernünftigen Aggregation aus macht es also nur Sinn, einen neuen Indikator einzuführen, wenn er auch mit einem vernünftigen Gewicht versehen wird oder wenn er einen bestehenden Indikator überflüssig macht.

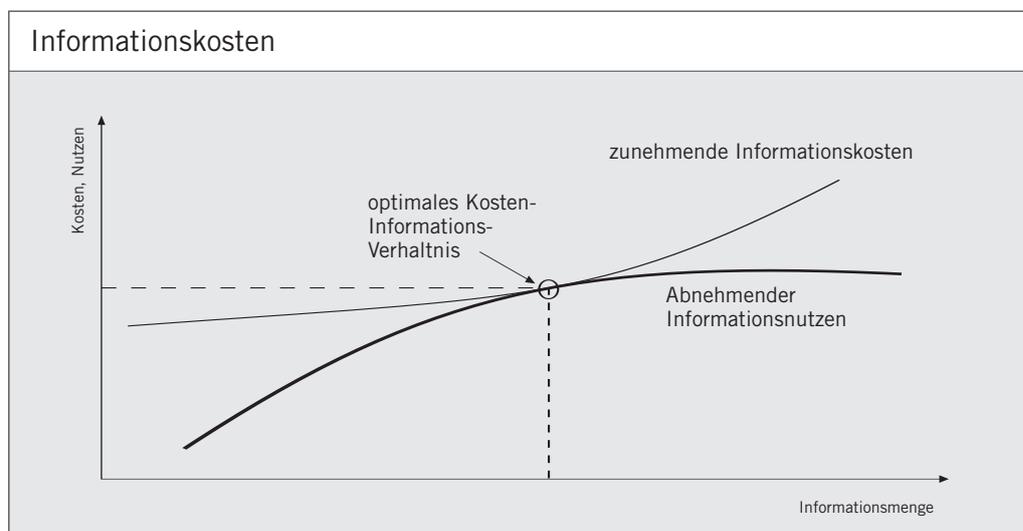


Abb. 1. Optimales Kosten-Informations-Verhältnis

Ein weiterer Grund, der gegen eine ständige Erhöhung der Kriterienzahl spricht, ist die Gefahr der Selbsttäuschung und damit auch der Täuschung der Anleger. Oft ist es nämlich einfacher, viele irrelevante Fragen zu beantworten, als Antworten zu finden auf die wenigen relevanten Fragen. Allerdings ist eine Evaluation, welche sich auf viele irrelevanten Indikatoren gründet mit Sicherheit weniger treffend als eine Schätzung, welche nur auf einen einzigen, dafür aussagekräftigen Indikator abstellt. Daher sollte man nicht davor zurückschrecken, den einen oder die zwei wirklich relevanten Kriterien zu identifizieren und im Researchprozess umzusetzen, auch wenn es vielleicht bequemer wäre, einfach auf dem eingeschlagenen Pfad weiterzugehen, z.B. weil die irrelevanten Informationen leichter erhältlich sind als die relevanten.

Und noch ein dritter wichtiger Grund spricht für eine diesbezügliche Mässigung: die zunehmende ‚Fragebogen-Müdigkeit‘ der Unternehmen, welcher bereits eingangs angesprochen wurde. Es gibt nämlich definitiv eine Grenze hinsichtlich dessen, was Firmen legitimerweise an Offenlegung und Berichterstattung zugemutet werden kann. Oft sind hingegen die Fragen dermassen detailliert, manchmal auch jenseits des gesunden Menschenverstands<sup>1</sup>, dass es nicht erstaunen kann, wenn manche Firmen sich gar nicht die Mühe machen wollen, darauf zu antworten. Manchmal sind die Urheber der Fragebögen oder die Analysten, die sie anwenden, nicht in der Lage zu erklären, welche Überlegung genau hinter einer speziellen Frage steht, welches ihr Gewicht im Aggregationsprozess ist oder – und dies gilt insbesondere für Researchansätze, welche ‚verborgenen finanziellen Mehrwert‘ zutage fördern wollen – welcher Zusammenhang mit der finanziellen Performance des Unternehmens postuliert wird. Sich auf ein paar wenige zentrale Kriterien zu konzentrieren, welche aus Sicht einer nachhaltigen Entwicklung in der Tat relevant sind, würde daher gleichermassen das Leben der Umweltverantwortlichen der Unternehmen erleichtern wie dasjenige der Analysten.

<sup>1</sup> Oder die Unternehmen empfinden dies zumindest so, mit der Folge, dass solche ‚unverständlichen‘ Fragen oft als Vorwand benutzt werden, um den gesamten Researchprozess zu diskreditieren und derartige Fragebögen überhaupt nicht mehr zu beantworten.

## Substanz statt Verpackung

Eine weitere Falle, vor dem sich das heutige Nachhaltigkeitsresearch hüten muss, ist die Überbetonung der Form gegenüber dem Inhalt, während doch eher das Gegenteil angestrebt werden sollte, wie es ja auch ein bekannter Grundsatz der finanziellen Rechnungslegung (*substance over form*) fordert. Die Form im Nachhaltigkeitsresearch bezieht sich etwa auf die übliche Darstellung der Resultate in Gestalt eines Nachhaltigkeitsprofils mit erklärendem Text und Grafiken, kann sich aber bisweilen auch auf ausgefeilte IT-Werkzeuge beziehen, welche eingesetzt werden um Daten zu speichern, zu verarbeiten und zu präsentieren. Wenige dieser „Wunderwerkzeuge“ – insofern diese „Black Boxes“ überhaupt jemals geöffnet werden – halten einer genaueren Überprüfung stand. Meist führen sie bloss sehr einfache, gewichtete Aggregationsschritte aus, welche ebensogut mit einer Standardsoftware wie beispielsweise einer Excel-Tabelle erledigt werden könnten. Wir möchten uns gleich beeilen anzufügen, dass wir selbstverständlich sämtliche Anstrengungen begrüßen, die Resultate der Analysen den Kunden besser zu erschliessen und eine hübsche Darstellung von Researchresultaten ist für sich genommen sicher keine schlechte Sache. Allerdings muss der Erfolg einer nachhaltigen Investmentstrategie letzten Endes daran gemessen werden, wie gut die Nachhaltigkeit im Portfolio tatsächlich umgesetzt wird und nicht an den journalistischen Leistungen des Nachhaltigkeitsanalysten.

Was die zunehmende Raffinesse der IT-Werkzeuge anbelangt, so ist selbstverständlich die Speicherung und Verarbeitung von Daten wie bei jeder anderen Analyse zentral und ein geeignetes System, welches einem bei dieser Aufgabe unterstützt, erscheint unabdingbar. Aber dieses System sollte immer nur als Werkzeug gesehen werden und nie als Zweck an sich oder gar als magischer schwarzer Zylinder aus dem beliebig Nachhaltigkeitsbeurteilungen wie weisse Kaninchen hervorgezaubert werden können.

## 2. Ein neuer Ansatz im SRI-Research

### Absolute und relative Nachhaltigkeitsratings

Bevor wir daran gehen können, einen neuen Bewertungsansatz zu entwickeln, sollten wir uns im klaren darüber sein, was wir **nicht** wollen. Wir streben keine 100%ige Genauigkeit an. Man könnte sogar mit Recht zweifeln, dass letztere überhaupt erreichbar sei. Was wir hingegen suchen, ist ein möglichst robuster und pragmatischer Näherungswert (Proxy) der uns sagt, ob Firma A nachhaltiger ist als Firma B und um wieviel. ‚Dunkelgrüne‘ Investoren werden womöglich einwenden, dass eine solch relative Sicht nicht genüge und dass es gelte, auch die ‘absolute’ Nachhaltigkeit einer Firma zu berücksichtigen. Und in der Tat, auf den ersten Blick erscheint es ja auch richtig, dass der Ölsektor grössere Umweltauswirkungen verursacht als bspw. der Finanzsektor. Weshalb sollten wir also Ölfirmen nicht generell durch Nichtinvestieren dafür bestrafen? Auf den zweiten Blick ist die Sache leider weit weniger simpel. Wir erkennen nämlich meist sehr rasch, wie eng verwoben das Netz der intrasektorellen Abhängigkeiten ist, die unsere Wirtschaft prägen.

Denn die Nachhaltigkeitsrelevanz eines Sektors hängt ja ganz entscheidend davon ab, wo wir genau die Systemgrenzen ziehen. Zum Beispiel ist es sehr wohl möglich, dass ein (vermeintlich ‚sauberer‘) Finanzdienstleister eine problematische industrielle Aktivität durch seine Kreditvergabe erst ermöglicht. In so einem Fall ist es offensichtlich, dass die durch die Finanzierungstätigkeit ausgelösten Umweltwirkungen viel relevanter sind als die direkten Effekte, welche die Bank kraft ihrer Verwaltungstätigkeit (Büros, Computer) ausübt. Infolge dieser wirtschaftlichen Verflechtung denken wir, dass es legitim und wohl auch ehrlicher ist, sich auf die relative Nachhaltigkeitsperformance innerhalb ein und desselben Sektors zu konzentrieren. Diese relative Betrachtungsweise wird oft auch als «Best-in-Class»-Ansatz bezeichnet.

### Etablierte Bewertungsansätze

Es existiert ein breiter Konsens im SRI-Markt, dass Umweltauswirkungen von Firmen wenn immer möglich gemäss dem Prinzip «von der Wiege bis zur Bahre» zu beurteilen sind, d.h. indem man sämtliche Umwelteinflüsse berücksichtigt, welche während des gesamten Lebenszyklus anfallen, von der Extraktion der Ressourcen, über die Herstellung und die Gebrauchsphase bis hin bis zur Entsorgung und gegebenenfalls dem Recycling der Produkte.

Auch in der sozialen Sphäre herrscht mehr oder weniger Konsens darüber, dass die sozialen Auswirkungen einer Firma am besten dadurch beurteilt werden können, dass man die Beziehung der Firma zu ihren diversen Anspruchsgruppen, welche durch ihre Aktivitäten und Entscheidungen direkt betroffen sind, analysiert. Diese Anspruchsgruppen werden auf Englisch als ‚Stakeholder‘ bezeichnet und die überwiegende Mehrzahl der gängigen Beurteilungsmethoden liegt auf dieser Linie und wendet entsprechend einen sogenannten ‘Stakeholder-Ansatz’ in der einen oder anderen Form an.

### Nachhaltige Schlüsselfaktoren

Wir sagen nicht, dass man die beiden beschriebenen Ansätze ‚von der Wiege bis zur Bahre‘ und den ‚Stakeholder‘-Ansatz aufgeben müsste oder sollte. Es handelt sich um bewährte und vernünftige theoretische Konzepte und um zu einer wirklich umfassenden Gesamtsicht der verschiedensten Umwelt- und sozialen Auswirkungen einer Firma zu gelangen kommt man wahrscheinlich um diese Ansätze nicht herum. Allerdings ist es – wie vorgängig erwähnt – für einen nachhaltigen Investor das wichtigste, zu vermeiden, dass er vor lauter Bäumen den Wald aus den Augen verliert. Auf nachhaltige Geldanlagen umgemünzt, bedeutet dies, dass es in der Tat bisweilen besser wäre, die ‚Direttissima‘ einzuschlagen und sich

zuerst nur auf die allerwichtigsten Schnittstellen zu konzentrieren, die zwischen der Unternehmenstätigkeit und dem natürlichen und sozialen Umfeld der Firma bestehen<sup>2</sup>.

Wir möchten diese Schnittstellen in der Folge als ‚nachhaltige Schlüsselfaktoren‘ bezeichnen. Wir denken, das heutige Nachhaltigkeitsresearch und seine hauptsächlichlichen Anwender, die nachhaltigen Asset Manager, sollten vermehrt den Mut aufbringen, überkommene Konzepte über Bord zu werfen und sich auf das zu fokussieren, was am meisten zählt, d.h. diejenigen Schlüsselfaktoren zu suchen, welche in der Tat entscheidend sind für die Nachhaltigkeitsperformance einer Firma. Diese nachhaltigen Schlüsselfaktoren werden nicht dieselben sein für alle Sektoren. Man wird sie auf der Basis von sektorspezifischen Besonderheiten definieren müssen, und manchmal werden diese Faktoren intuitiv sein, manchmal auch nicht. Ein intuitives Beispiel ist etwa der Automobilsektor, deren Produkte eine technische Lebensdauer von zehn Jahren oder darüber haben. Damit ist in der Tat auch klar, woher die grössten Umweltauswirkungen stammen, nämlich vom Herumfahren, bzw. der Verbrennung des Treibstoffs – es sei denn, der Besitzer liesse das Auto sein Leben lang in der Garage stehen.

In anderen Fällen sind die Fakten weit weniger intuitiv und wir müssen uns erst in die einschlägigen Lebenszyklusanalysen vertiefen, um die richtigen Antworten zu finden. Wer hätte zum Beispiel gedacht, dass ein grosser Teil des gesamten Energieverbrauchs der Pharmaindustrie auf das Konto der Legionen von Aussendienstmitarbeitern geht, welche ihre Kunden – selbstverständlich motorisiert – besuchen? Dieses verblüffende Resultat wurde im Rahmen einer Machbarkeitsstudie zu branchenspezifischen Umweltindikatoren gefunden, mit deren Ausarbeitung die SiRi Company die *Life Cycle Systems*-Gruppe der eidgenössischen technischen Hochschule in Lausanne (EPFL) betraut hat.

Die anspruchsvollste Aufgabe des SRI-Researchs ist es daher, die relevanten nachhaltigen Schlüsselfaktoren der verschiedenen wirtschaftlichen Aktivitäten zu identifizieren. Wenn diese Aufgabe erst einmal erledigt ist, dann können die Unternehmen innerhalb eines vergleichbaren Sektors daran gemessen werden, wie gut sie mit Bezug auf diese Schlüsselfaktoren abschneiden.

Wir sind uns selbstverständlich bewusst, dass eine solche ‚reduktionistische‘ Sicht der Umweltnachhaltigkeit sofort Kritiker auf den Plan rufen wird. Viele Firmen haben ja beträchtliche Anstrengungen unternommen, um ausführliche Umweltberichte anzufertigen, in denen beispielsweise Emissionsdaten verschiedener Werke von verschiedenen Standorten weltweit peinlich genau konsolidiert werden. Sollte all diese Arbeit ‚für die Katz‘ gewesen sein? Wir denken, dass man die Frage nicht so stellen darf. Nachhaltigkeitsberichte dienen vielen verschiedenen Zwecken, darunter wohl auch solchen, an die man heute noch nicht einmal denkt. Und Schadstoffemissionen beispielsweise dürften für die Menschen, die in der unmittelbaren Umgebung eines Werks wohnen, nach wie vor von grösster Wichtigkeit sein, unabhängig davon, ob diese Schadstoffe ‚global‘ ein Problem darstellen.

---

<sup>2</sup> ‚Zuerst‘ heisst nicht notwendigerweise ‚ausschliesslich‘. Weitere Kriterien können in der Tat nützlich sein, allerdings nur und nur wenn sie auch wirklich zusätzlich und nicht bloss ein Ersatz sind für Informationslücken bei den identifizierten Schlüsselfaktoren.

Ein nachhaltiger Investor muss jedoch notwendigerweise einen 'Makro'-Standpunkt einnehmen. Dadurch, dass er denjenigen Firmen Kapital zur Verfügung stellt, welche alles in allem nachhaltiger wirtschaften als ihre Konkurrenten, hofft er, die Nachhaltigkeit der Wirtschaft marginal zu verbessern. Und will er seinen Kunden so gut wie möglich dienen, so muss sich ein SRI-Portfoliomanager an diese Logik halten. Normalerweise verfügt er aber weder über die Zeit noch die Ressourcen, um eine wissenschaftlich präzise Untersuchung jeder einzelnen Firma durchführen zu können. Wer etwas anderes behauptet, muss sich vorwerfen lassen, nicht ganz ehrlich zu sein mit sich, den Kunden und letzten Endes auch nicht gegenüber den Firmen, welche ja stets grössere Anstrengungen unternehmen, um die wachsende Nachfrage der nachhaltigen Investmentgemeinde nach einschlägigen Informationen besser bedienen zu können.

Ein weiterer, oft gehörter Vorwand gegen einen einfachen und geradlinigen Proxy, wie wir ihn vorschlagen möchten ist das «Apfel und Birnen-Argument». Das Argument lautet dahingehend, dass es grundsätzlich nicht möglich sei, Äpfel und Birnen miteinander zu vergleichen und es daher auch nicht angehe, z.B. einen Hersteller von schweren Geländewagen einfach mit einem Kleinwagenhersteller zu vergleichen. Aber ist dieser Vergleich in der Tat unzulässig? Wir möchten das bezweifeln. Die Gefahr einer zu feinen Kategorisierung liegt nämlich auf der Hand: Weil es weltweit keine zwei Unternehmen gibt, deren Produktspektrum sich exakt überlappt, würde es letzten Endes überhaupt nicht mehr möglich sein, irgend eine Firma mit einer andern zu vergleichen, weil es so gar keine Vergleichsgruppe mehr gäbe. Man ist daher geradezu gezwungen, irgendwo eine Grenze zu ziehen und bestimmte Firmen zwecks Analyse einfach in ein und denselben Korb zu legen. Und solange dieser Korb einer sinnvollen und gängigen Klassifizierung entspricht (z.B. MSCI-Sektoren o.ä.m.), gibt es eigentlich auch keinen Grund, der gegen dieses Vorgehen sprechen würde.

**Automobilindustrie** Es scheint offensichtlich, dass wir das Problem nicht lösen können, wenn wir an der ‚methodischen Oberfläche‘ verharren. Wir möchten in der Folge daher eins zu eins aufzeigen, wie man bei der Bestimmung eines nachhaltigen Schlüsselfaktors vorgehen könnte. Wir haben den Automobilsektor bereits oben als Beispiel eingeführt, um das Konzept eines ‚intuitiven‘ nachhaltigen Schlüsselfaktors zu exemplifizieren. Wir wollen nun schauen, was die Einführung des vorgeschlagenen neuen Ansatzes konkret für diesen Sektor bedeuten würde.

Ist ein Wagen erst einmal verkauft ist, dann hat der Autohersteller keinen Einfluss mehr auf das Schicksal seines Produkts, oder so lautet jedenfalls die gängige Meinung. Entgegen dieser Ansicht kann der Hersteller aber sehr wohl die Umwelteinflüsse beeinflussen, die während der gesamten Lebensdauer des Fahrzeugs anfallen, nämlich indem er verbrauchsarme Fahrzeuge baut. Wir schlagen also vor, dieser Logik zu folgen und den Mut zu haben, den ganzen Wust an gutgemeinten, aber weniger wichtigen Kriterien einfach hinter sich zu lassen und sich auf diese wichtigste Kenngrösse zu fokussieren. Weniger wichtig ist nicht gleichbedeutend mit ‚irrelevant‘. Selbstverständlich stellen bspw. die VOC-Emissionen von Lösungsmitteln aus der Oberflächenbehandlung auch einen relevanten Umwelteinfluss dar. Allerdings stammt die mit Abstand entscheidende Umweltwirkung nachweislich vom eigentlichen Gebrauch des Fahrzeugs, d.h. aus der Verbrennung des Treibstoffs und der dadurch freigesetzten Emissionen, nachdem der Wagen das Förderband längst verlassen hat. Wir sind daher ganz

entschieden der Meinung, dass wir die Umwelt Nachhaltigkeit des Herstellers im wesentlichen abschätzen können, wenn wir ausschliesslich auf die diesbezüglichen Produkteigenschaften schauen. Der konkrete nachhaltige Schlüsselfaktor, den wir in diesem Fall vorschlagen möchten, ist der durchschnittliche Treibstoffverbrauch pro Fahrtstrecke (oder äquivalent dazu: die CO<sub>2</sub> Emissionen) aller verkauften Fahrzeuge eines Herstellers, der sogenannte Flottenverbrauch.

Selbstverständlich könnte man einwenden, dass der durchschnittliche Flottenverbrauch, bzw. die CO<sub>2</sub>-Emissionen pro Kilometer, nicht genüge, um die Nachhaltigkeit eines Automobilherstellers in der Tat abschliessend zu beurteilen. Dies ist auch nicht das, was wir behaupten. Allerdings existiert in der Forschung wie in der Praxis ein breiter Konsens darüber, dass der durchschnittliche Treibstoffverbrauch in der Tat eine sehr wichtige, wahrscheinlich die für sich allein genommen allerwichtigste Kennzahl ist, weshalb es uns auch völlig legitim scheint, mit diesem Indikator zu arbeiten. Unterstützung für diese Sichtweise finden wir auch bei der europäischen Automobilherstellervereinigung ACEA, welche eine freiwillige Vereinbarung mit der Europäischen Kommission geschlossen hat, um die durchschnittlichen CO<sub>2</sub>-Emissionen der Fahrzeuge bis ins Jahr 2008 auf 140g/km und gar auf 120g/km bis ins Jahr 2012 zu senken.

Unsere Schätzung würde natürlich präziser ausfallen, könnten wir bspw. auch noch die VOC-Emissionen in der Herstellung berücksichtigen, und sie würde noch präziser, wenn wir auch noch die Umweltauswirkungen bei den Lieferanten erfassen könnten usw. usf. Allerdings ist die Näherungsvariable, welche auf dem durchschnittlichen Fahrzeugflottenverbrauch basiert, für alle praktisch relevanten Fälle ausreichend genau – vor allem aus Sicht des Sustainable Investment, wo ja ein einziger aussagekräftiger und kosteneffizienter Proxy, welcher in konsistenter Weise auf ein grosses Anlageuniversum angewendet werden kann, mehr gilt als eine noch so detaillierte Analyse, die aber nur für eine Handvoll Firmen vorliegt.

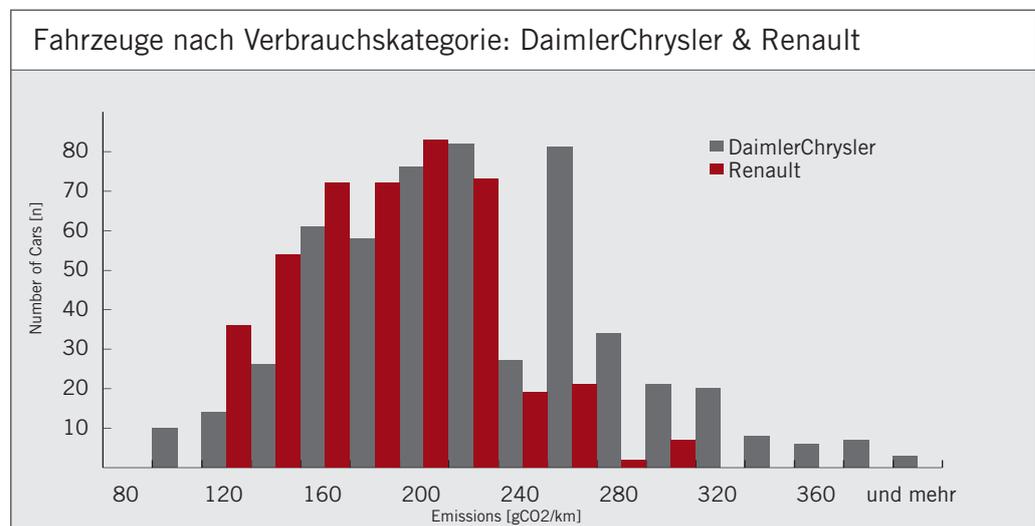
Übrigens ist der Vorschlag, sich bloss auf den Treibstoffverbrauch des Endprodukts zu konzentrieren nicht nur aus Sicht eines ökologisch orientierten Investors sinnvoll. Auch aus rein opportunistischer Sicht ist es für einen rationalen Investor, der bspw. von steigenden Treibstoffpreisen profitieren möchte, sinnvoll, in diejenigen Hersteller zu investieren, die sparsamere Wagen bauen. Denn in einem Umfeld steigender Ölpreise und strengerer Abgasvorschriften kann davon ausgegangen werden, dass die Konsumenten – im Durchschnitt – verbrauchsärmere Automobile vorziehen und so den Herstellern dieser Fahrzeuge einen kompetitiven Vorteil gegenüber ihren Konkurrenten verschaffen werden.

Um die Verfügbarkeit dieses wichtigsten Schlüsselfaktors abzuklären wurden verschiedene Automobilhersteller von Analysten des Centre Info, des Schweizer Gründungsmitglied der SiRi Company, kontaktiert und um Angabe dieses Kennwerts gebeten. Zu unserem Erstaunen waren mit Ausnahme der französischen Hersteller Renault und teilweise auch von Peugeot die Automobilfabrikanten aber nicht willens, uns diese wichtige Information zu geben. Der häufigste Grund, der für diese ‚Zurückhaltung‘ genannt wurde, war, dass diese Informationen ein ‚Geschäftsgeheimnis‘ sei, und der intensive Wettbewerb in der Branche die Veröffentlichung dieser Kennzahl schlicht nicht erlaube.

Auch wenn den Nachhaltigkeitsanalysten gar nichts anderes übrig bleibt, als diese Sichtweise zu akzeptieren, so ist es doch fatal, dass ihnen das offenbar wichtigste Kriterium einfach vorenthalten wird, wodurch sie zwangsläufig mit schönen Umweltpolitiken, Broschüren und Umweltberichten vorlieb nehmen müssen. Diese Publikationen enthalten zwar durchaus viel Wissenswertes, aber paradoxerweise eben gerade nicht die Information, die den Analysten am meisten über die Umweltverträglichkeit eines Herstellers sagen könnte! Dass der mit Abstand wichtigste Indikator in aller Regel nicht veröffentlicht wird, wirft nicht nur einen Schatten auf die Bereitschaft der Automobilindustrie, in Bezug auf die Nachhaltigkeit den Worten auch Taten folgen zu lassen, sondern sie wirft leider auch ernsthafte Fragen auf hinsichtlich der Substanz des gegenwärtig in diesem Bereich praktizierten Nachhaltigkeitsresearchs.

Während Informationen über die einzelnen Fahrzeugmodelle verschiedener Marken und Angaben zu deren Treibstoffverbrauch und Emissionen relativ frei verfügbar sind, geben die Automobilhersteller normalerweise ebenfalls nicht preis, wie sich ihre Verkäufe auf die einzelnen Fahrzeugkategorien herunter brechen lassen<sup>3</sup>. Die Analysten des Centre Info haben dennoch für uns versucht, den Umsatz der Hersteller gemäss Fahrzeugtyp und geographischer Region wenigstens näherungsweise aufzuschlüsseln.

Vorerst möchten wir aber zeigen, wie man auch anhand der tatsächlich öffentlich zugänglichen Informationen ersatzweise ein entsprechendes Rating berechnen könnte. Ein Blick auf das Produktspektrum der Hersteller kann bereits etwas Licht in die Sache zu bringen. Indem wir standardmässig ein paar statistische Kenngrössen berechnen, können wir relativ einfach und direkt erste Proxies für ‚umweltfreundliches Produktdesign‘ generieren. Wie in Abbildung 2 dargestellt, liegt die Verteilung der Fahrzeugmodelle für zwei ausgewählte Hersteller ziemlich nahe bei einer Normalverteilung, mit deutlicher Rechtsschiefe. Die beiden Hersteller, welche wir als Beispiele herausgegriffen haben, sind DaimlerChrysler und Renault. Der Durchschnitt und der Median liegen sehr nahe beieinander, während der Modalwert (der bezüglich Emissionen häufigste Fahrzeugtyp) schon deutlich stärker abweicht.



DaimlerChrysler		Renault	
Mittelwert	212.148	Mittelwert	175.923
Median	204	Median	176
Modus	157	Modus	201
Standardabweichung	60.225	Standardabweichung	39.271
Skewness	0.495	Skewness	0.482
Minimum	90	Minimum	110
Maximum	400	Maximum	297
Anzahl	535	Anzahl	440
k-größter Wert	400	k-größter Wert	297
k-kleinsten Wert	90	k-kleinsten Wert	110

Abb. 2: Histogramme und statistische Kennwerte des Produktspektrums von zwei ausgewählten Automobilherstellern: DaimlerChrysler (grau) und Renault (rot). Die unterschiedliche Strategie der Hersteller bezüglich ihrer Produktdifferenzierung ist klar zu erkennen.

Durch Standardisierung der Daten auf einen Durchschnitt von Null und eine Standardabweichung von 1 haben wir auf einfache Weise Über- und Untergewichtungen („Scores“) für zwölf Automobilhersteller<sup>4</sup> erzeugt und haben anschliessend diese Scores in einem Modellportfolio implementiert, welches über die letzten zehn Jahre rückgerechnet wurde<sup>5</sup>. Diese Technik, die wir bereits in unserer letzten Studie zur Performance von SRI-Anlagen eingeführt haben, ist keine statistische Regressionsanalyse im eigentlichen Sinne, sie zeigt aber auf pragmatische Art und Weise, wie sich ein Portfolio wertmässig entwickelt hätte, wenn eine bestimmte Nachhaltigkeitsstrategie konsequent bis zum heutigen Tag gefahren worden wäre<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Falls, überhaupt, wäre es natürlich dieser detaillierte „Breakdown“ der Fahrzeugverkäufe, welcher als vertraulich angesehen werden könnte und nicht die Bekanntgabe des durchschnittlichen Treibstoffverbrauchs der Fahrzeugflotte. Denn die detaillierte Aufschlüsselung der Verkaufszahlen könnte ohne zusätzliche Angaben nicht aus dem durchschnittlichen Treibstoffverbrauch hergeleitet werden.

<sup>4</sup> BMW, DaimlerChrysler, Fiat, Ford, GM, Honda, Nissan, Peugeot-Citroen, Porsche, Renault, Toyota and VW

<sup>5</sup> Die Rückrechnung der Performance erfolgte im Rahmen eines ‚Long-Short‘-Portfolios, dessen Hebelwirkung auf 1.0 skaliert wurde; d.h. die Summe der absoluten Werte der aktiven Gewichtungen summierten sich auf eins. Weitere konkrete Anwendungen dieser Methode finden sich in der Publikation «Decomposing SRI Performance – Extracting Value Through Factor Analysis», Pictet Studie, September 2003.

<sup>6</sup> Das Dilemma, heutige Nachhaltigkeitsratings auf die Vergangenheit anzuwenden ist uns wohl bewusst. Wir verfügen jedoch nicht über die notwendigen langen Zeitreihen hinsichtlich der Verbrauchs-/Emissionswerte der Fahrzeuge. Dieses Vorgehen ist u.E. zulässig unter der Annahme, dass die relativen Produkteigenschaften der verschiedenen Fahrzeuge im Zeitablauf ungefähr konstant geblieben sind.

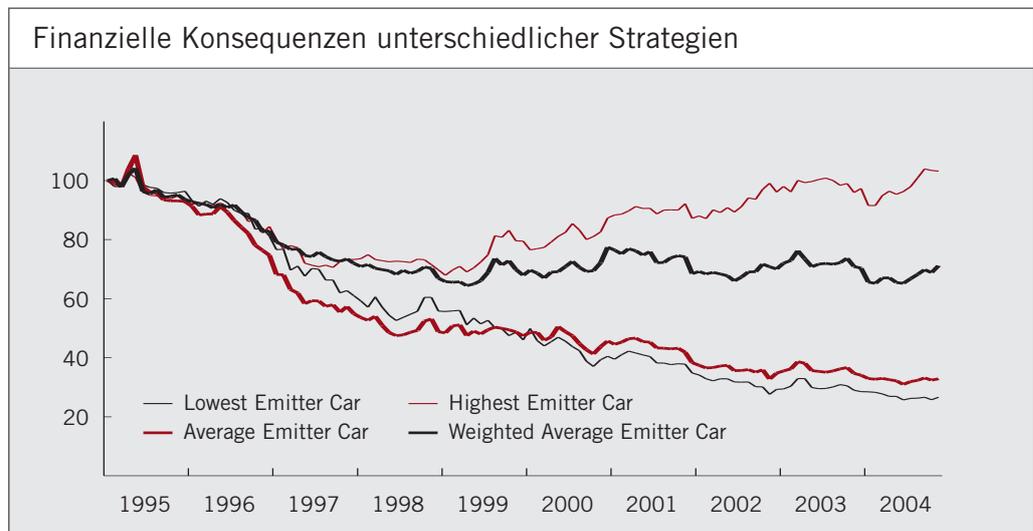


Abb. 3: Finanzielle Konsequenzen verschiedener nachhaltiger Investmentstrategien über die letzten zehn Jahre, wobei diejenigen Hersteller übergewichtet wurden, welche bezüglich folgender Kriterien am besten abschnitten: Auto mit den höchsten/tiefsten Emissionen in der Produktpalette, Durchschnittswert sowie gewichteter Durchschnittswert.

Es fällt auf, dass die einzige ‚Nachhaltigkeitsstrategie‘, welche sich auch finanziell ausgezahlt hätte, die gewesen wäre, einfach auf den Hersteller zu setzen, dessen schlechtestes Fahrzeug relativ besser war als das schlechteste seiner Konkurrenten. Man kann sich natürlich fragen, ob es wirklich angemessen ist, einen Hersteller bloss anhand seines schlechtesten Fahrzeugs zu beurteilen. Im Prinzip könnte auf diese Weise ein Hersteller auch an und für sich sparsamer Fahrzeuge für ein einziges ‚treibstoffverschlingendes‘ schwarzes Schaf bzw. Fahrzeug bestraft werden. Der Einwand ist allerdings etwas theoretisch, denn die meisten Hersteller haben zwar heutzutage mindestens einen verbrauchsarmen ‚Vorzeigewagen‘ in ihrer Palette, das Gegenteil ist aber doch eher selten der Fall.

Zwei weitere Strategien waren (zumindest finanziell) weniger erfolgreich: Hätte man ausschliesslich auf den oben erwähnten verbrauchsarmen ‚Vorzeigewagen‘ abgestellt, oder bloss auf den Hersteller mit dem tiefsten (ungewichteten) Durchschnittsverbrauch gewettet, so hätte in den letzten zehn Jahren schlechter abgeschnitten als der Gesamtmarkt<sup>7</sup>.

Interessant ist hingegen die Performance der letzten verbleibenden Anlagestrategie: Der finanzielle Renditebeitrag des Faktors ‚gewichteter Durchschnittswert‘ war über die letzten zehn Jahre zwar ebenfalls negativ, er schnitt aber doch deutlich besser ab als die einfacheren Proxies ‚Durchschnittsverbrauch‘ und ‚Vorzeigewagen‘. Der ‚gewichtete Durchschnittsverbrauch‘ ist denn auch derjenige Proxy, der materiellinhaltlich am meisten Sinn macht. Dieser Proxy wurde aufgrund der geschätzten Umsatzanteile der einzelnen Fahrzeugtypen durch das Centre Info im Rahmen ihres Researchs zur Automobilindustrie für uns berechnet. Kurzum, dieser Proxy ist der beste verfügbare Schätzwert für den tatsächlichen durchschnittlichen Flottenverbrauch, welcher ja leider – wie schon oben beklagt – Aussenstehenden nicht bekanntgegeben wird. Es ist doch einigermaßen beruhigend, dass ein Investor nur eine sehr mässige Nachhaltigkeitsprämie hätte bezahlen müssen, wenn er in den letzten zehn Jahren auf den materiell sinnvollsten Nachhaltigkeitschätzer gewettet hätte. Der Leser sollte beachten, dass wir hier von **Tendenzen** sprechen. Denn die gewählte Methodik lässt wie gesagt keine statistisch gesicher-

te Aussage bezüglich der finanziellen Unter- oder Überperformance unserer Proxies über die letzte Dekade zu. Allerdings hätte ein Investor, welcher zehn Jahre lang und bei monatlichem Rebalancing eine der vier Investmentstrategien gefahren wäre, tatsächlich eine der Abbildung 3 entsprechende Unter- oder Überrendite erzielt, weshalb die Rückrechnung zweifellos dennoch aufschlussreich ist.

## Luftfahrtindustrie

Die Luftfahrtindustrie ist ein weiterer Wirtschaftssektor, der sich durch eine überdurchschnittliche Umweltbelastung auszeichnet und der sich gut eignet, um unseren neuen Ratingansatz zu exemplifizieren. Aufgrund rein physikalischer Gründe (Energiebedarf für Hub und Vorwärtsbewegung) und der langen Flugdistanzen gehört dieses Transportmittel mitunter zu den problematischsten in Bezug auf den spezifischen Energieverbrauch und die Emissionen. Obwohl die Luftfahrt gegenwärtig noch für weniger als 5% aller Treibhausgase verantwortlich ist, so ist ihr Anteil doch in beunruhigender Masse im Steigen begriffen<sup>9</sup>. Einfachheitshalber möchten wir in der Folge von den verschiedenen sozialen Problemfeldern wie Lärm, Unfälle etc. abstrahieren und uns auf die Umweltwirkungen konzentrieren.

Weil Energieverbrauch und CO<sub>2</sub>-Emissionen (sowie weitere Emissionen, welche v.a. für die Ozonschicht problematisch sind) durch den Treibstoffdurchsatz eng verbunden sind, erscheint es offensichtlich, dass auch im Flugverkehr die Treibstoffeffizienz als nachhaltiger Schlüsselfaktor herangezogen werden sollte, um eine nachhaltigere Fluggesellschaft von einer weniger nachhaltigen zu unterscheiden. Es geht hier wohlgerne nicht darum, Schienenverkehr mit Lufttransport zu vergleichen. Wir nehmen den Luftverkehr hier einfach als gegeben an und interessieren uns nur dafür, welche Firma ihre Dienstleistung (Lufttransport) mit dem geringsten Energiedurchsatz anbieten kann, was sich normalerweise als Treibstoffverbrauch pro Tonnenkilometer ausdrücken lässt.

Wiederum sind wir an einem effektiven Nachhaltigkeitsproxy interessiert, und nicht in erster Linie an einem Proxy für die finanzielle Performance. Denn man kann sich ohne weiteres vorstellen, dass eine Gesellschaft, die eine alte und treibstoffmässig ineffiziente Flotte, aber mit einem hohen Auslastungsgrad betreibt, zeitweilig profitabler sein kann als eine junge Gesellschaft mit sparsameren Flugzeugen, aber tieferem Auslastungsgrad und höherem Abschreibungsaufwand. Aus Nachhaltigkeitssicht ist es hingegen in jedem Fall wünschbar, dass sowohl Passagiere wie auch Fracht mit dem geringstmöglichen Energieinput pro Distanzeinheit transportiert werden. Auf lange Sicht dürfte überdies der nachhaltige und der finanzielle Ansatz ohnehin zu ein und derselben Investmentstrategie zusammenfallen, denn hohe oder steigende Preise für Flugbenzin dürften erwartungsgemäss dazu führen, dass sich Fracht und Passagiere längerfristig zu den Fluglinien verschieben, die ihre Transportdienste am energie- und damit kosteneffizientesten anzubieten vermögen.

<sup>7</sup> Der Performanceunterschied zwischen verschiedenen Investmentstrategien repräsentiert das hypothetische Ergebnis eines Investments in der entsprechenden Industrie. Weil der Automobilsektor nur gut rund zwei Prozent des MSCI-Weltindex ausmacht, wären die finanziellen Konsequenzen auf der Ebene eines breit diversifizierten globalen Portfolios natürlich deutlich geringer ausgefallen.

<sup>8</sup> Wir möchten uns an dieser Stelle herzlich bei Herrn Dipl. Umwelt-Natw. Yvan Maillard vom Centre Info für seinen wertvollen Einsatz bei der Datenbeschaffung und der Berechnung des Schlüsselindikators bedanken.

<sup>9</sup> Das Intergovernmental Panel on Climate Change schätzt in seinem Bericht, dass die Luftfahrtindustrie 1992 für rund 3,5% aller CO<sub>2</sub>-Emissionen verantwortlich war. Bis ins Jahr 2050 könnte sich der Anteil gemäss einiger Schätzungen aber bis zu verzehnfachen.

Das Flottenmanagement hat also nicht nur einen direkten Einfluss auf die Nachhaltigkeit einer Fluggesellschaft, sondern ebenso und zuallererst auf die Profitabilität, weswegen es auch oft durch finanzielle Überlegungen dominiert wird. Der Betrieb einer älteren Flotte wird mit tieferen Abschreibungskosten einhergehen, allerdings auch höhere Betriebs- und Unterhaltskosten mit sich bringen. Die technische Lebensdauer eines Flugzeugs beträgt rund 20 Jahre und es ist damit naturgemäss so, dass die weltweite Flotte heute älter ist, als dies in den Anfangszeiten der Linienfliegerei der Fall war. Es gibt allerdings beträchtliche Unterschiede: Flugzeuge in Drittwelt- und Schwellenländern sind durchschnittlich älter (in Lateinamerika und Afrika oft über 15 Jahre) als in Nordamerika, wo das durchschnittliche Flottenalter mit rund 13 Jahren aber immer noch deutlich höher liegt, als etwa in Europa oder Asien, wo die Flugzeuge oft ein durchschnittliches Alter von unter 10 Jahren aufweisen<sup>10</sup>.

Wie ‚nachhaltig‘ eine Fluggesellschaft wirtschaftet, hängt also vorrangig von der Treibstoffeffizienz ihrer Flugzeuge ab und diese ist ihrerseits eine Funktion des durchschnittlichen Alters der Flugzeugflotte sowie der durchschnittlichen Flugdistanzen. Abbildung 4 zeigt die (ökonomische) Treibstoffeffizienz und die durchschnittlichen Flugdistanzen für 38 Luftfahrtgesellschaften. Neuere Flugzeuge und längere Distanzen schlagen sich automatisch in einer höheren Treibstoffeffizienz nieder, weil die energieintensiven Start- und Landephase über eine längere Distanz ‚amortisiert‘ werden können. Während die erste Determinante (Alter der Maschinen) auch aus Nachhaltigkeitssicht äusserst relevant ist, ist es das zweite Kriterium (durchschnittliche Flugdistanz) viel weniger. Denn es wäre kaum wünschbar, die Gesellschaften einfach deshalb zu belohnen, weil sie im Langstreckengeschäft tätig sind, schliesslich tragen ja aus absoluter Sicht die Langstreckenflüge viel mehr zur Umweltproblematik bei. Wir sollten also nicht zulassen, dass eine tiefere Treibstoffeffizienz durch eine längere Flugdistanz einfach kompensiert werden kann.

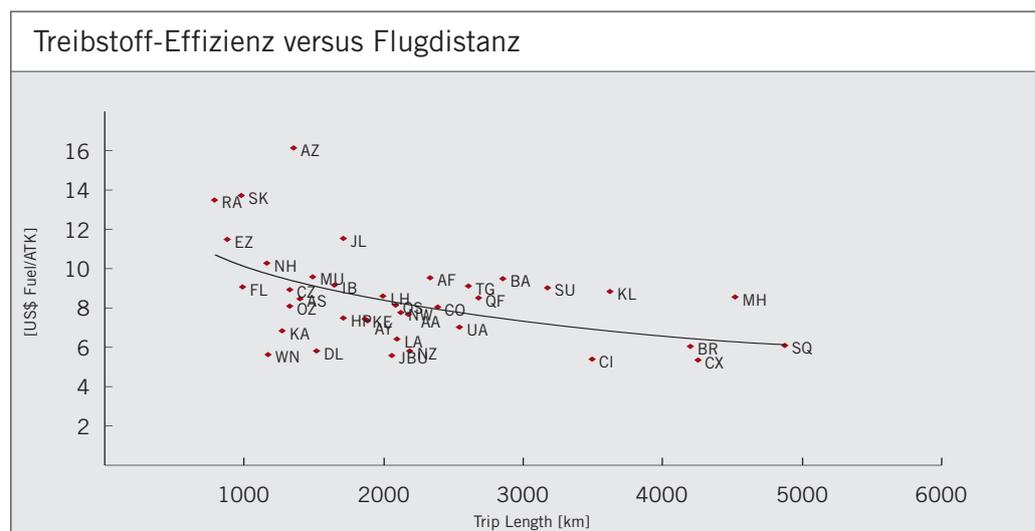


Abb. 4: 'Treibstoff-Effizienz' (Treibstoff pro Tonnenkilometer in USD) gegenüber durchschnittlicher Transportdistanz in km für 38 Fluggesellschaften. Quelle: UBS Investment<sup>11</sup>

<sup>10</sup> Informationen stammen von <http://airlinesgate.free.fr/>

<sup>11</sup> UBS Investment, 'The Global Airline Analyzer', September 2004. Wir bedanken uns bei Damien Horth und David Pitura für die Überlassung der Grafiken und der Daten dahinter.

Leider ist ein unmittelbarer Proxy für die physikalische 'Treibstoff-Effizienz' nicht direkt greifbar. Wir haben gute monetäre Schätzungen (s. Abb. 4), diese beinhalten jedoch noch weitere preisrelevante Informationen (regional unterschiedliche Treibstoffpreise, unterschiedliche Besteuerung je nach Domizil etc.), wodurch die ‚wahre‘ physikalische Treibstoffeffizienz leider verwischt wird.

Entsprechend schlagen wir vor, dass wir uns für den Moment gewissermaßen mit einem abgeleiteten Proxy für den nicht direkt erhältlichen Nachhaltigkeitsproxy behelfen und wählen dafür das durchschnittliche Alter der Flugzeugflotte. Informationen über das durchschnittliche Flottenalter sind relativ einfach zu bekommen und diese Informationen lassen sich einfach in ein pragmatisches und geradliniges Nachhaltigkeitsrating für Fluggesellschaften ummünzen. Wiederum hat uns interessiert, wie wohl ein nachhaltig orientierter Investor finanziell gefahren wäre, hätte er konsequent eine entsprechende Anlagestrategie verfolgt, die ausschliesslich auf die so ermittelte Umwelt Nachhaltigkeit der Fluggesellschaften abgestellt hätte. Zu diesem Zweck haben wir unsere Scores erneut als aktive Gewichtungen in einem Musterportfolio von 38 Fluggesellschaften umgesetzt<sup>12</sup> und haben dieses Portfolio in der Folge über die letzten 10 Jahre zurückgerechnet. Die Ergebnisse dieser Rückrechnung sind in Abb. 5 dargestellt.

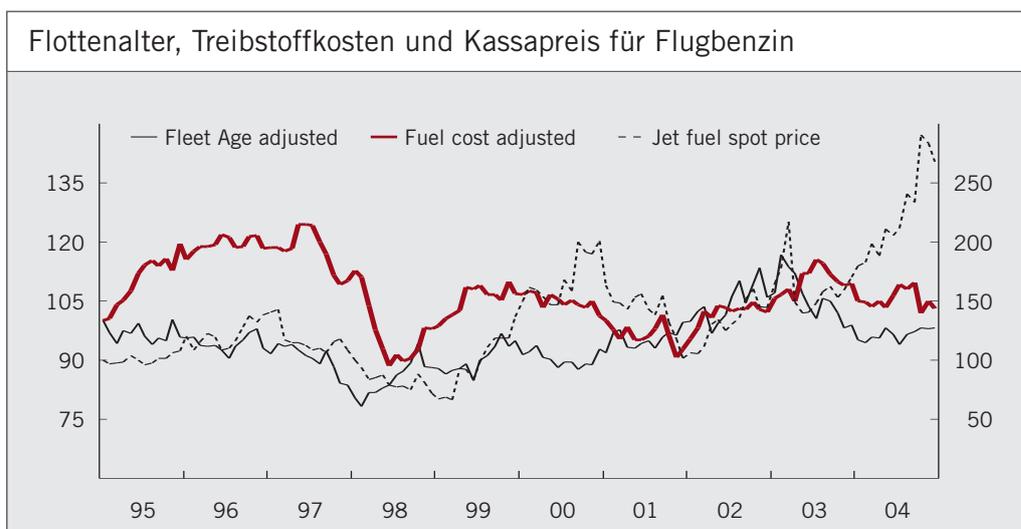


Abb. 5. Backtracking verschiedener nachhaltiger Investmentstrategien für die Luftfahrtindustrie über die letzten zehn Jahre. Grau: Unternehmen mit tiefem Flottenalter wurden übergewichtet und umgekehrt. Rot: Dieselbe Wette wurde auf die ökonomische Treibstoffeffizienz abgeschlossen. Beide Strategien sind auf 100 indiziert (linke Skala); Der Flugbenzin-Spotpreis (gepunktet) ist ebenfalls indiziert (rechte Skala).

Die Resultate sind erstaunlich, wenn auch nicht völlig überraschend. Weil die Treibstoffkosten ungefähr 15% der gesamten Betriebskosten einer Fluggesellschaft ausmachen, würden wir in der Tat erwarten, dass sowohl das Flottenalter wie auch die (wertmässige) Kosteneffizienz beim Treibstoff einen entsprechenden Einfluss auf die Profitabilität der Unternehmen ausüben und Abbildung 5 scheint diese Vermutung zu stützen. Allerdings fällt auf, dass der besonders steile Anstieg des

<sup>12</sup> Aeroflot (SU), Air France (AF), Air New Zealand (NZ), AirTran (FL), Alaska Air (AS), Alitalia (AZ), All Nippon Airways (NH), America West (HP), American Airlines (AA), Asiana Airlines (OZ), Austrian (OS), British Airways (BA), Cathay Pacific (CX), China Airlines (CI), China Eastern (MU), China Southern (CZ), Continental (CO), Delta (DL), Dragonair (KA), easyJet (EZ), EVA Air (BR), Finnair (AY), Iberia (IB), Japan Airlines (JL), jetBlue Airways Corp. (JBU), KLM (KL), Korean Air (KE), LanChile (LA), Lufthansa (LH), Malaysia Airlines (MH), Northwest (NW), Qantas (QF), Ryanair (RA), SAS (SK), Singapore Airlines (SQ), Southwest (WN), Thai Airways (TG) und United Airlines (UA).

Flugbenzinpreises, den wir im Jahr 2004 beobachten konnten, an den börsenkotierten Luftfahrtunternehmen praktisch spurlos vorbeigegangen ist. Eine mögliche Erklärung dafür dürfte sein, dass es in Zeiten besonders hoher Kerosinpreise offenbar wichtiger ist, adäquat gegen Preisrisiken abgesichert zu sein, als über treibstoffsparende Flugzeuge zu verfügen. Allerdings ist dies nur eine Vermutung, der wir im Rahmen dieser Untersuchung nicht näher nachgehen konnten.

### Schlüsselfaktoren auch im sozialen Bereich?

Manch ein Leser wird sich an dieser Stelle vielleicht fragen, ob eine solch drastische Reduktion der Nachhaltigkeitsindikatoren und die Konzentration auf einige wenige Schlüsselfaktoren auch für den sozialen Bereich funktionieren könnte. Unsere Antwort darauf ist etwas weniger affirmativ. Es liegt ja gerade in der Natur des 'Stakeholder'-Ansatzes, dass alle betroffenen Parteien berücksichtigt werden sollten, und zwar nicht nur aus einer Zweckoptik heraus. Es wäre also bspw. nicht zulässig, einfach zu behaupten, dass sich ein Reinigungsunternehmen viel weniger um seine Mitarbeiter kümmern müsste als eine Softwarefirma, weil an fähigen Programmierern stets Mangel herrscht, während sich doch immer genügend Reinigungspersonal finden lässt. Aus mikroökonomischer Sicht wäre dies zwar eine durchaus rationale Betrachtungsweise. Aus Sicht der sozialen Gerechtigkeit würden wir wohl eher verlangen, dass ein Unternehmen seine Mitarbeiter umso besser behandelt, je härter die Arbeitsbedingungen und das Missbrauchspotenzial ist. Hier existiert ganz offensichtlich ein Dilemma zwischen einer (kurzfristigen) profitmaximierenden, mikroökonomischen und einer (langfristig) sozialen 'makroökonomischen' Sichtweise.

Aber es ist nicht nur die Entscheidung darüber, welche Perspektive man einnehmen sollte (profitmaximierend versus 'nachhaltiger Sozialplaner'), die eine Reduktion der Kriterien in der sozialen Sphäre schwieriger macht. Es liegt vielmehr in der Natur des Sozialen schlechthin, das sich substantiell von dem unterscheidet, mit was wir es umweltseitig zu tun haben. Begriffe wie 'Mitarbeitermotivation', 'Kundenzufriedenheit' und 'Ansehen' sind viel qualitativer und 'weicher' als die physikalisch messbaren 'harten' Energieverbrauchs- oder Emissionsdaten. Während Ursache-Wirkungsbeziehungen im Umweltbericht relativ geradlinig verlaufen (in dem Sinne, dass mehr Verschmutzung gewöhnlich schlechter ist als weniger), sind Wirkungsbeziehungen in der sozialen Sphäre viel subtiler und in der Regel komplizierter. Ein Unternehmen, welches z.B. regelmässig und ausführlich über seine diversen Aktivitäten berichtet, gilt normalerweise als transparenter als eine Firma, die dies nicht tut. Allerdings kann es die Sache auch übertreiben, indem bspw. für jede Gelegenheit und jeden Geschmack eine separate Hochglanzbroschüre gedruckt und der Markt mit einer unnötigen Papierflut geradezu überschwemmt wird. Ein solches Verhalten läuft rasch Gefahr, auf die Firma zurückzufallen, indem es gewisse Stakeholder erst recht dazu verleitet, noch wachsamer zu sein und der Firma noch genauer auf die Finger zu schauen.

Es gibt bisweilen auch Bestrebungen, den Beitrag einer Firma an eine 'nachhaltige Entwicklung' zu bewerten, aber solche Ansätze beinhalten zwangsläufig immer Werturteile bezüglich der sozialen Wünschbarkeit von gewissen Produkten und Tätigkeiten, die per se nicht nur schwierig, sondern meist auch kontrovers sind. Festzustellen, dass eine Anti-Personenmine sozialschädlich ist, ist noch eine relativ unproblematische Angelegenheit und folglich werden die Hersteller solcher Produkte auch routinemässig von SRI-Portfolios ausgeschlossen. Aller-

dings ist es schon schwieriger zu sagen, ob es z.B. ‚sozialer‘ ist, einen Mercedes zu verkaufen als einen Renault. Unterschiede beim Komfort, bei der Sicherheit und beim Wohlbefinden sind ja bereits im Verkaufspreis enthalten und der Käufer ist ja völlig frei in seiner Entscheidung. Eine derartig ausgerichtete Evaluierung der sozialen Nachhaltigkeit käme daher wohl einer ziemlichen Bevormundung sowohl der Produzenten wie auch der Käufer gleich.

Noch schwieriger würde aus dieser Sicht ein intersektorieller Vergleich, wenn beispielsweise eine Aktivität wie das Bauen von Gebäuden (*Real Estate-Branche*) mit dem Abschluss einer Versicherung für ebendieses Gebäude aus Nachhaltigkeitssicht verglichen werden müsste! Wir sagen nicht, dass ein solcher Vergleich ganz unmöglich wäre. Wir möchten aber die Sache so einfach und übersichtlich wie möglich halten und wir werden in der Folge einfach versuchen, für die soziale Nachhaltigkeit einen ähnlich schlanken und ‚reduktionistischen‘ Ansatz zu skizzieren, wie wir das für die Umweltbeurteilung bereits getan haben. Der Ansatz ist als vorläufig aufzufassen, denn neben allen möglichen konzeptuellen Einwänden gegen ein solches Vorgehen bestehen leider auch bei den entsprechenden Zeitreihen zu den Mitarbeiterzahlen erhebliche Lücken.

Die grundsätzliche Überlegung, welche hinter unserem ‚radikalen‘ Ansatz steht, ist es, zu fragen, welches denn die wichtigste Rolle ist, die ein Unternehmen heute in der Gesellschaft spielt. Gemäss einer weitverbreiteten Position des ‚gesunden Menschenverstands‘ (und genauso wichtig: einer Sicht, die auch von den Unternehmen selbst geteilt wird) ist das die Bereitstellung von sicheren Arbeitsplätzen<sup>12</sup>. Wir schlagen vor, für einmal all die anderen Aspekte wie Lohnniveau, Sozialleistungen, Aus- und Weiterbildungsprogramme etc. etc. einfach auf der Seite zu lassen und uns statt dessen nur darauf zu konzentrieren, ob und wie vielen Mitarbeitern ein Unternehmen ermöglicht, ihren eigenen Lebensunterhalt und damit auch den der von ihnen abhängigen Familienmitglieder zu sichern.

Daher dürfte es ein sinnvoller Anfang sein, so etwas wie die ‚Schaffung von Arbeitsplätzen‘ zu messen. Was genau sollen wir aber messen? Und wie sollen wir mit Schwankungen im Zeitverlauf umgehen? Es gibt Firmen, die in Boomjahren viele Arbeitsplätze schaffen, sie aber sofort wieder abbauen, sobald die fetten Jahre vorbei sind. Um sich gegen eine solch unerwünschte ‚Hire-and-Fire‘-Politik abzusichern, könnte man folgendermassen vorgehen:

In Analogie zur Risiko-Rendite-Ebene in der traditionellen Finanz schlagen wir vor, die effektive Schaffung von Arbeitsplätzen („Rendite“) gegen deren Schwankungen („Risiko“) aufzutragen, wie in Abbildung 6 dargestellt. Wenn wir auf die Mitarbeiterzahlen der letzten fünfzehn Jahre zurückgreifen, dann können wir daraus sowohl eine durchschnittliche ‚Job Creation‘ Rate (gegebenenfalls: Abbaurate) berechnen sowie die Schwankung des Arbeitsplatzaufbaus oder –abbbaus (gemessen als Standardabweichung). Man könnte sich zwar durchaus eine ausgefeiltere Berechnungsweise vorstellen, z.B. indem man kürzlichen Veränderungen mehr Gewicht beimisst, aber unser einfacher Durchschnitt genügt, um die Funktionsweise zu erklären.

<sup>12</sup> Es liegt auf der Hand, dass ein Unternehmen das nur auf längere Zeit hinaus fertig bringt, wenn es auch wirtschaftlich erfolgreich ist und Gewinne erzielt. Aus diesem Grund ist dieser Ansatz a priori auch mit den Erwartungen eines konventionellen Investors verträglich.

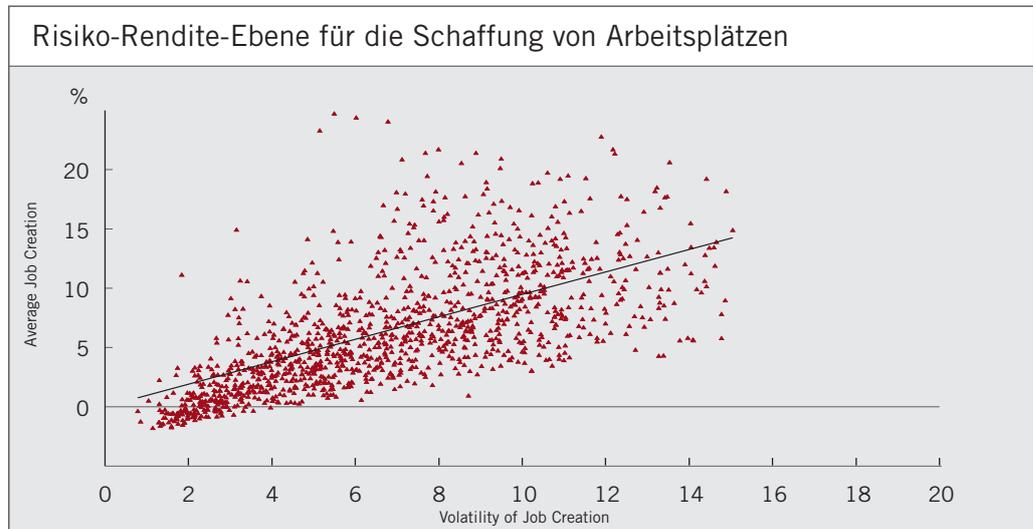


Abb. 6: «Risiko-Rendite-Ebene» bezüglich Beschäftigung. Y-Achse: durchschnittlicher Arbeitsplatzaufbau/-abbau über die letzten Jahre; X-Achse: durchschnittliche Volatilität des Job-Aufbaus bzw. Abbaus.

Auf diese Weise kann jeder Firma ein präziser Ort in der Arbeitsplatzaufbau/Fluktuations-Ebene zugeordnet werden, basierend auf der in der Vergangenheit realisierten Zahlen, wobei diese Zahlen auch unsere beste Schätzung wären für die erwartete künftige Performance. Wir wollen hierzu zwei Beispiele machen: eine rasch wachsende Software-Firma mit ausgeprägten jährlichen Arbeitsplatzschwankungen käme in die obere rechte Ecke des Diagramms zu liegen, während ein etabliertes Versorgungsunternehmen, das nur wenige neue Stellen schafft, dafür eine berechenbare und verlässliche Personalpolitik betreibt, nahe an den Ursprungspunkt zu liegen käme.

Man könnte nun in Versuchung geraten und einfach eine Verhältniszahl bilden zwischen der erwarteten 'Job Creation Rate' und der durchschnittlichen Schwankung derselben. Wir würden dann etwas erhalten, was man vielleicht als 'Sharpe Ratio' für die Schaffung von Arbeitsplätzen bezeichnen könnte und das man dann direkt als Proxy für die Sozialverträglichkeit eines Unternehmens gebrauchen könnte. Leider können wir aber nicht einfach den Quotienten bilden zwischen den beiden Variablen, denn negative Werte wären bedeutungslos. Ein grosser positiver Wert könnte einerseits auf sehr tiefe Schwankungen zurückzuführen sein oder auf einen grossen Arbeitsplatzaufbau, aber so oder so wäre ein hoher positiver Wert etwas Gutes. Negative Werten würden aber keine eindeutige Interpretation zulassen. Ein sehr negativer Wert könnte sowohl auf eine grosse Arbeitsplatzabbaurate hindeuten (schlecht) wie auch auf einen ganz geringfügigen, aber 'schwankungsarmen' Stellenabbau (viel weniger schlecht). Aus diesem Grund können negative 'Job Sharpe Ratios' nicht direkt als sinnvolle Ratings zur Anwendung kommen.

Für unseren Versuchslauf haben wir daher die Firmen erst getrennt beurteilt aufgrund ihres nachlaufenden 5-Jahres-Durchschnitts bezüglich der Schaffung von Arbeitsplätzen sowie deren Volatilität. Wir haben dann die beiden separaten Ratings zu einer einzigen Näherungsvariable kombiniert, die wir hier Einfachheit halber als 'Modifiziertes Job Sharpe Ratio' bezeichnen wollen. Wir haben in der Folge diesen Proxy erneut als Unter- bzw. Übergewichtungen in einem Portfolio von 800 bis 1280 MSCI World-Indexmitglieder, für die konsistente Mitar-

beiterdaten vorlagen, zurückgerechnet. Die jährliche Portfolio-Neugewichtung wurde so aufgrund des nachlaufenden Fünfjahresdurchschnitts bezüglich der (volatilitätsadjustierten) Schaffung von Stellen vorgenommen. Um das an einem Beispiel zu zeigen: die Portfoliogewichtung im Jahr 1995 erfolgte auf der Basis der Zahlen von 1990-1994; die Neugewichtung im Jahr 1996 aufgrund der Informationen von 1991-1995, und so weiter.

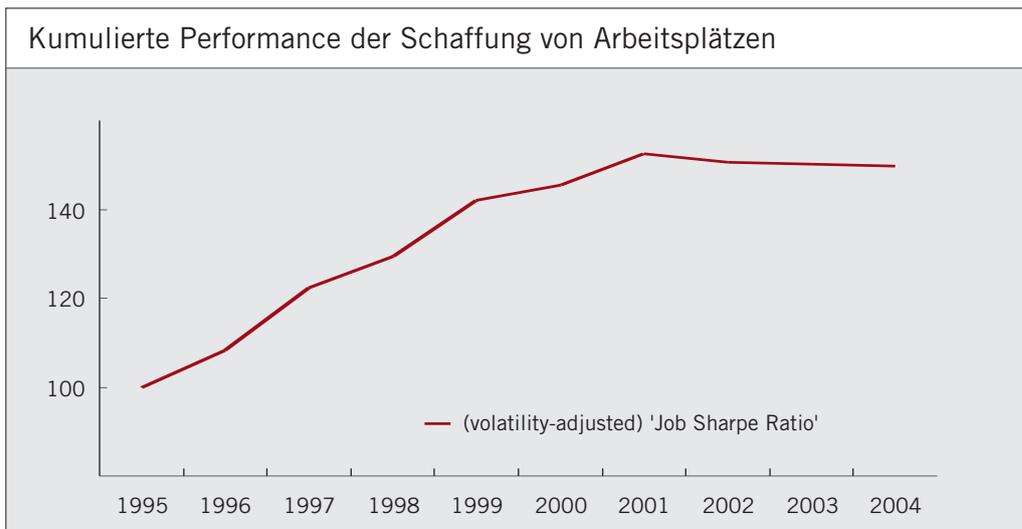


Abb. 7: Kumulierte Performance eines 'sozialverantwortlichen' Portfolios, welches über 10 Jahre zurückgerechnet wurde. Die Schaffung von Arbeitsplätzen wurde als einziger Proxy für 'Sozialverträglichkeit' im Portfolio implementiert. Firmen, die Jobs schufen, wurden über-, Firmen die Jobs abbauten, untergewichtet.

Durch das Arbeiten auf Basis der MSCI-Indexmitglieder per Ende Dezember 2004 haben wir implizit eine zweifache Verzerrung in Kauf genommen, auf die wir den Leser gerne aufmerksam machen möchten. Es handelt sich dabei namentlich um den sogenannten *'Survivorship Bias'* (bankrotte Firmen werden nicht erfasst) und einen *'Coverage Bias'*. (Index beinhaltet nur die grossen und erfolgreichen Firmen). Auch wenn wir das im Kopf behalten müssen, so ist das Ergebnis der Rückrechnung doch bemerkenswert. Indem auf diese Weise auf Firmen gewettet wurde, welche über die Jahre hinweg stetig und verlässlich Stellen geschaffen haben, hätte ein sozial verantwortlicher Investor den Markt ganz deutlich schlagen können. Wir wollen gleich anfügen, dass wir uns selbstverständlich der (potentiell) tautologischen Natur dieses Ergebnisses bewusst sind. Es erscheint offensichtlich, dass gerade weil die Firmen stärker gewachsen sind als ihre Konkurrenten, sie auch in der Lage waren, mehr neue Stellen zu schaffen. Das Resultat dürfte aus dieser Sicht niemanden überraschen. Das Ergebnis ist jedoch trotz allem erstaunlich und zwar aus zwei Gründen. Erstens wird ja oft einfach behauptet, dass der Shareholder Value einer Firma und letzten Endes ihr Aktienkurs u.a. dadurch maximiert werden könne, dass die Firma ihren Mitarbeiterbestand regelmässig 'zurückstutzt'. Demgegenüber zeigt aber die Abbildung 7, dass – zumindest bis zur Jahrhundertwende – gerade diejenigen Firmen eine Ueberrendite erzielen konnten, welche ein regelmässiges und stabiles Mitarbeiterwachstum verzeichneten. Zweitens, und dies ist weniger erfreulich, hat sich der positive Performancebeitrag des Faktors *'Job Creation'* bereits im Jahr 2000 stark abgeflacht und ist seither sogar ganz leicht ins Negative gerutscht. Die von uns verwendete Proxyvariable 'nachlaufender, schwankungsbereinigter 5-Jahres-Arbeitsplatzaufbau' scheint also ihre prognostische Kraft hinsichtlich der finanziellen Performance der

Firmen weitgehend eingebüsst zu haben. Der nachhaltige Investor sieht sich hier mit einem weiteren Dilemma konfrontiert: Es macht den Anschein, als ob die Schaffung vieler (stabiler) Arbeitsplätze – wenigstens in den letzten drei Jahren – durch die Finanzmärkte nicht mehr honoriert worden sei. Es scheint sich also auch hier tendenziell ein gewisser *Trade-off* abzuzeichnen zwischen der sozialen Nachhaltigkeit (so wie wir sie gemäss unserem ‚reduktionistischen‘ Proxy gemessen haben) und der Aktienkursperformance einer Firma. Selbstverständlich sind hierzu weitere Untersuchungen erforderlich, um diese Aussage stützen oder verwerfen zu können.

# Zusammenfassung & Schlussfolgerung

Das heute praktizierte Nachhaltigkeitsresearch ist an einem Scheidepunkt angelangt und es bedarf dringend der Innovation, um die nachhaltigen Anlagen (engl. *Socially Responsible Investment SRI*) einen Schritt vorwärts zu bringen. Im ersten Teil des Texts werden die Unzulänglichkeiten des heutzutage praktizierten SRI-Researchs aufgezählt. Verbesserungen drängen sich insbesondere in vier Bereichen auf. Obwohl ein ‚Einheitsresearch‘ weder machbar noch wünschbar wäre, ist es doch nötig, sich auf einen pragmatischeren und investmentorientierteren Researchansatz zu einigen. Nachhaltigkeit ist ein sehr komplexes Feld, dessen Analyse auf einer soliden natur-, ingenieur- und sozialwissenschaftlichen Basis erfolgen muss. Anbieter von nachhaltigem Research müssen daher sicherstellen, dass ihre Analysten die erforderliche Grundausbildung mitbringen und müssen eine laufende fachspezifische Weiterbildung garantieren, denn die tägliche Lektüre von ‚*Sustainability Reports*‘ kann die Beschäftigung mit der einschlägigen wissenschaftlichen Literatur natürlich nicht ersetzen. Das Papier kritisiert auch die fortschreitende Inflation bei der Anzahl Nachhaltigkeitskriterien und -indikatoren. Die Einführung neuer Kriterien verringert automatisch das Gewicht der bereits bestehenden und die feststellbare zunehmende ‚Fragebogen-Müdigkeit‘ der Unternehmen ist zumindest teilweise auf diese unkontrollierte Proliferation irrelevanter Kriterien zurückzuführen. Die Studie warnt auch davor, die Form für den Inhalt zu nehmen. Ausgefeilte IT-Werkzeuge können zwar dabei helfen, Daten zu verarbeiten und zweckmässig darzustellen, sie sind aber niemals Ersatz für die analytischen Fähigkeiten und die Erfahrung der Nachhaltigkeitsanalysten.

Es wird argumentiert, dass der einzig praktikable Weg über eine radikale Reduktion der Kriterienzahl hin zu einer Konzentration auf ein paar ganz wenige nachhaltige Schlüsselfaktoren führt. Letztere können am einfachsten umschrieben werden durch das, «was für die Nachhaltigkeit wirklich zählt». Schlüsselfaktoren sind keine erschöpfende Erfassung der gesamten Umweltwirkungen eines Unternehmens, aber sie stellen eine vernünftige und praktikable Näherungsvariable (Proxy) dar und dienen letzten Endes dem SRI-Investor mehr als eine Unzahl irrelevanter Kriterien und Indikatoren. Die nachhaltigen Schlüsselfaktoren müssen aufgrund der Besonderheiten der Branchen identifiziert werden. Der Ansatz funktioniert daher am besten in einem sogenannten „Best-in-Class“-Rahmen.

Der durchschnittliche Flottenverbrauch von Automobilherstellern wird als konkreter umweltbezogener Schlüsselfaktor vorgestellt. Die Konzentration auf diesen Indikator lässt sich durch Lebenszyklusanalysen belegen, welche zeigen, dass der grösste Teil des gesamten Umwelteinflusses eines Fahrzeugs von seiner Gebrauchsphase her stammt. Branchenverbände wie die ACEA teilen diese Sicht und haben sich selbst punkto CO<sub>2</sub> – Ausstoss pro Kilometer klare Reduktionsziele gesetzt. Es ist bedenklich, dass dieser ausserordentlich wichtige Indikator in der Regel von den Automobilherstellern aus ‚Vertraulichkeitsgründen‘ nicht veröffentlicht wird. Der Nachhaltigkeitsanalyst muss somit bei seiner Arbeit von allem Anfang an mit weniger wichtigen Informationen vorlieb nehmen.

Schätzungsweise ist es aber doch möglich, die Umsatzzahlen auf Fahrzeugtypen herunter zu brechen und so aussagekräftige approximative Ratings für Automobilhersteller abzuleiten. Um die finanziellen Konsequenzen eines solch ‚radikalen‘ Ratingansatzes zu untersuchen, wurde die Börsenperformance von zwölf derartig beurteilten Automobilherstellern über das letzte Jahrzehnt zurückgerechnet. Die Unterschiede verschiedener nachhaltiger Investmentstrategien waren erheb-

lich, allerdings lässt die gewählte Methodik keine statistisch gesicherte Aussage zu. Das Abstellen auf den Proxy ‚Flottenverbrauch‘ hätte in den letzten zehn Jahren zu einer mässigen finanziellen Renditeeinbusse geführt.

Ein zweites konkretes Beispiel für einen umweltbezogenen Schlüsselfaktor wird für die Luftfahrtindustrie vorgestellt. Hier wird für die Berechnung der Nachhaltigkeit von 38 Fluglinien die ökonomische Treibstoffeffizienz (in monetären Einheiten) und das durchschnittliche Alter der Flugzeugflotte als Proxy für die Nachhaltigkeit herangezogen. Auch die so berechneten Scores wurden in einem Musterportfolio für eine Dekade zurückgerechnet. Die Börsenperformance der Firmen zeigte dabei eine hohe Korrelation mit dem Verlauf des Spotpreises für Flugbenzin. Allerdings scheint es, dass ein optimales Hedging gegenüber steigenden Kerosinpreisen gerade in Zeiten stark ansteigender Treibstoffpreise eine schlechtere Treibstoffeffizienz wenigstens finanziell wettmachen kann.

Es wird weiter argumentiert, dass die Identifikation von Schlüsselfaktoren für den sozialen Bereich aufgrund der vielfältigen sozialen Interaktionen schwieriger ist als für die Umwelt. Dennoch wird mit dem ‚durchschnittlichen, schwankungsbereinigten Arbeitsplatzwachstum‘ ein geradliniger, auf dem gesunden Menschenverstand beruhender Proxy für die soziale Nachhaltigkeit vorgeschlagen, welcher auf der Annahme beruht, dass der wertvollste gesellschaftliche Beitrag eines Unternehmens darin besteht, Arbeitsplätze bereitzustellen und so den Lebensunterhalt von vielen Menschen zu sichern.

Wie bereits zuvor wurde die Näherungsvariable ‚Arbeitsplatzaufbau‘ in einem Musterportfolio umgesetzt und für rund tausend MSCI World- Indexmitglieder rückgerechnet, um die finanziellen Konsequenzen einer solchen nachhaltig sozialen Anlagestrategie sichtbar zu machen. Im Gegensatz zu dem, was oft kolportiert wird, haben Firmen, welche regelmässig Arbeitsplätze aufgebaut haben, den Markt deutlich outperformt, wenigstens bis ins Jahr 2000. Seither scheinen Firmen, welche mehr Jobs schufen als ihre Konkurrenten von den Finanzmärkten dafür nicht mehr honoriert worden zu sein.

Das Ziel dieser Arbeit war es, aufzuzeigen, wie man durch die Identifikation und die Fokussierung auf industriespezifische Schlüsselfaktoren zu einem pragmatischeren, aussagekräftigeren und für SRI-Investoren zweckmässigeren Nachhaltigkeitsrating kommen kann. Die Performance-Rückrechnungen, welche für zwei Beispielsektoren ausgeführt wurden, zeigen, dass eine solch ‚radikale‘ Nachhaltigkeitsstrategie die finanzielle Performance der Investition nicht signifikant beeinträchtigt hätte.

Allerdings: der primäre Zweck der Untersuchung war nicht, die finanzielle Performance der beurteilten Firmen zu prognostizieren, sondern deren aktueller Beitrag zur Nachhaltigkeit zu bestimmen. Die realisierte finanzielle Performance einer Investition vermag uns – zumindest kurz- bis mittelfristig – nichts darüber zu sagen, ob die Investition tatsächlich ‚nachhaltig‘ war oder nicht. Einzig die Relevanz und die Sinnhaftigkeit der nachhaltigen Kriterien und Indikatoren, welche dem SRI-Research zugrunde liegen, kann diese Frage beantworten. Und in dieser Hinsicht hoffen wir, mit unserem Ansatz einen wertvollen Beitrag geliefert zu haben.