

Erfolgreich enttäuschend

Von Frank Figge und Stefan Schaltegger

Der Dow Jones Sustainability Index ist im September ein Jahr alt geworden. Zeit für eine erste Bilanz über den Index, seine Performance und über die geäußerte Kritik.

Immer wenn Vergleiche angestellt werden sollen, die über anekdotenhafte Beispiele hinausgehen, wird auf Indizes zurückgegriffen. So wird das Preisniveau nicht anhand der Preisentwicklung eines einzigen Gutes, sondern anhand der Entwicklung eines Preisindex gemessen. Ermittelt wird dieser Index, indem die Preisentwicklung eines ganzen Warenkorbs gemessen wird. Dieser Index lässt eine Aussage über die Entwicklung der Lebenshaltungskosten zu. Aktienindizes haben eine vergleichbare Funktion. Sie messen die Kursentwicklung von Aktien anhand der Entwicklung eines Aktienportefeuilles. Die Indizes unterscheiden sich dadurch, dass diese Portefeuilles unterschiedlich zusammengesetzt sind. Mal werden nur kleine, mal nur große, ein anderes Mal nur europäische oder amerikanische Aktien berücksichtigt. Die Zusammensetzung ist nicht beliebig, denn sie entscheidet, welche Vergleiche sinnvoll angestellt werden können. Investoren hängen von solchen Vergleichen ab, denn sie erlauben ihnen, den eigenen Investmenterfolg einzuschätzen.

Wie immer wenn eine neue Art von Anlageprodukten auf den Markt kommt, müssen auch neue Vergleiche angestellt werden und dies setzt meist auch neue Indizes voraus. Das rasche Wachstum nachhaltiger Anlageprodukte macht einen neuen Vergleichsmaßstab notwendig. In diese Lücke ist vor einem Jahr, nach einigen kleineren Indizes wie dem Naturaktienindex (NAX), der Dow Jones Sustainability Group Index (DJSGI) gestoßen. Die Etablierung eines anerkannten Nachhaltigkeitsindex kann die Entwicklung des Marktes für nachhaltige Geldanlagen stark unterstützen und ist deshalb zu begrüßen. Der DJSGI hat neben Begeisterung aber auch Ablehnung provoziert. Diese Polarisierung nimmt der Sustainability Index aus seinem doppelten Anspruch. Er soll nicht nur ein Finanzmaß sein, sondern auch das Maß für unternehmerische Nachhaltigkeit.

Bessere Performance durch Nachhaltigkeit?

Bereits bei seiner Einführung verkündete der Sustainability Index eine Sensation: Der DJSGI hatte in den letzten fünf Jahren eine bessere Performance als der herkömmliche Dow Jones Global Index (DJGI). Damit hätten die Experten der Sustainability Group geschafft, was vielen Portfoliomanagern der Öko-Fonds im selben Zeitraum nicht gelungen ist. Sie haben den Index, an dem sie sich messen, geschlagen. Das Signal scheint klar: Nachhaltigkeit lohnt sich, der Beweis ist

erbracht. Wirklich? Diese scheinbar sensationelle Nachricht hat Kritiker auf den Plan gerufen.

So mag es auf den ersten Blick verwundern, dass die erfreuliche Entwicklung des Sustainability Index während dieser fünf Jahre unbeachtet blieb. Dies erstaunt allerdings nicht, denn er existierte während dieses Zeitraums gar nicht, er wurde im nachhinein berechnet. In Anlehnung an das englische Wort für Vorhersage (Forecast) bezeichnet man einen solchen Vorgang auch als Backcasting. Die Qualität und – wie manche Kritiker auch meinen – die Seriosität eines Finanzanbieters zeigt sich hierbei in der Art und Weise wie dieses Backcasting vorgenommen wird. Das Grundproblem ist, dass im nachhinein bestimmt werden muss, wie sich der Index vor Jahren zusammengesetzt hätte. Kritisch ist in diesem Zusammenhang, wenn Informationen, die erst 1999 bekannt waren, eingesetzt werden, um die Indexzusammensetzung etwa im Jahr 1994 zu ermitteln. Genau dies passiert häufig und auch beim DJSGI ist es der Fall. Die nachhaltigen Unternehmen des Jahr 1999 sind also auch die nachhaltigen Unternehmen des Jahr 1994. Und weil diese Unternehmen eine bessere Aktienkursperformance als ihre Konkurrenten haben, sind nachhaltige Unternehmen auch erfolgreicher. So einfach und so trügerisch kann ein solches Backcasting sein.

Dieselben Daten und dieselbe Analyse unterstützen nämlich auch eine ganz an-

derer Hypothese: Nur erfolgreiche Unternehmen können sich Nachhaltigkeit leisten. Der Beweis? Die Unternehmen, die eine bessere Aktienperformance während dieser Zeit aufweisen, sind nachhaltiger als ihre Konkurrenten. Kurz: Erfolg macht nachhaltig. Ob Nachhaltigkeit erfolgreich oder Erfolg nachhaltig macht, lässt sich allerdings nicht durch ein Backcasting ermitteln, das auf Korrelationen aufbaut. Hierzu müssen Kausalitäten entdeckt und genutzt werden. In diesem Bereich bleibt viel Arbeit für die Researchabteilungen zu tun. Zweifel an dem Backcasting meldet im übrigen auch die Neue Zürcher Zeitung an, die darauf verweist, dass Anbieter wohl nur Portfolios zusammenstellen, die rückblickend eine gute Performance aufweisen. Provozierend ausgedrückt: Wer rückwirkend eine überdurchschnittliche Kursentwicklung erzielt, beweist keine Kausalität oder ein besonderes Analysevermögen, sondern bestenfalls, dass er die Zeitung richtig lesen kann.

Eine solche Rückrechnung der Performance ist aber noch aus einem anderen Grund problematisch. Die Zusammensetzung von Indizes ändert sich nämlich regelmäßig. Geht man davon aus, dass jedes Jahr, wie jetzt nach dem ersten „richtigen“ Jahr geschehen, 30 Prozent aller Titel ausgetauscht werden, ist eine seriöse Rückrechnung kaum möglich. Bei einem derart hohen Titelumschlag muss man nämlich damit rechnen, dass nur 17 Prozent der Titel sich auch fünf Jahre vorher in dem Index befanden. Deren Performance hat mit dem späteren Index dann nur noch wenig zu tun.

Spiegel der Erwartungen

Aktienkurse spiegeln Erwartungen und Aktienkursveränderungen veränderte Erwartungen wider. Ein Aktienkurs steigt immer dann, wenn Erwartungen übertroffen werden. So kann an der Börse häufig beobachtet werden, dass ein Aktienkurs einbricht, nachdem eine Unternehmung einen Gewinnanstieg bekanntgegeben hat oder dass ein Aktienkurs ansteigt, nachdem eine

Unternehmung einen Verlust meldet. Beide Fälle sind nur auf den ersten Blick paradox. Ginge die Börse von einem größeren Gewinnanstieg oder einem höheren Verlust aus, hat sie nur ihre Erwartungen korrigiert. Ein Index nachhaltiger Unternehmen zeigt daher auch nicht, dass nachhaltige Unternehmen erfolgreicher sind. Hierzu müsste beispielsweise Gewinn oder Cash Flow von nachhaltigen und „traditionellen“ Unternehmen verglichen werden. Nachhaltigkeitsindizes zeigen vielmehr, ob Investoren nachhaltige Unternehmen unterschätzt haben. Was auf den ersten Blick nach einem marginalen Unterschied aussieht, kann langfristig dramatische Konsequenzen haben. Erkennt der Finanzmarkt seinen systematischen Bewertungsfehler, kommt es unter Umständen zwar zu einer Kurskorrektur. Anschließend ist eine überdurchschnittliche Rendite durch eine Nachhaltigkeitsanalyse aber nicht mehr erzielbar.

Wie nachhaltig ist der Nachhaltigkeitsindex?

Der Index, so eine weitere Kritik, sei nicht einmal richtig grün, geschweige denn nachhaltig. Im Index fänden sich Unternehmen, die vom Bau von Landminen über die Abholzung von Urwäldern bis zur Erdölförderung für jede denkbare ökologische und soziale Sünde verantwortlich seien. Die Begriffe Sustainability und Nachhaltigkeit würden missbraucht und entwertet. Die Kritik ist verständlich. Nur die wenigsten Unternehmen des DJSGI dürften den Anlegererwartungen hinsichtlich Nachhaltigkeit entsprechen. Auch für den Sustainability Index gilt: Shell und BMW statt Body Shop und Kunert. Der Unterschied zu den herkömmlichen Indizes ist fast nur für Experten erkennbar. Diese Kritik ist trotzdem unberechtigt. Der DJSGI soll nämlich einen Vergleich von Unternehmen mit hoher Nachhaltigkeit mit weniger nachhaltigen Unternehmen erlauben. Hierzu muss er ähnliche finanzielle Charakteristiken aufweisen. Dies ist aber nur



Wie wir in die Zukunft investieren ...

Investitionen basieren auf Erwartungen und wir erwarten viel von unseren Studenten. Wir investieren daher in unsere Studenten: Zeit, Nerven und Geld. Wir sehen uns als „Investors in Human Capital“ und rechnen mit einem „Return“ für die Studenten, für die Gesellschaft und eine nachhaltige Entwicklung.

Zu den Autoren

Frank Figge, (a) geb. 1968, studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Fribourg (Schweiz) und promovierte an der Universität Basel zum Thema Öko-Rating. Promotionsbegleitend arbeitete er im Nachhaltigkeitsresearch einer Basler Privatbank, zuletzt als Prokurist. Er ist heute Habilitand an der Universität Lüneburg und arbeitet als Unternehmensberater. Sein Forschungs- und Beratungsschwerpunkt ist Sustainable Finance.

Stefan Schaltegger, (b) geb. 1964, ist Ordinarius für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Umweltmanagement an der Universität Lüneburg. Von 1996 bis Ende 1998 war er Assistenzprofessor für Nationalökonomie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel, wo er während zwei Jahren die Abteilung Wirtschaftspolitik stellvertretend geleitet hat und 1998 in Betriebswirtschaftslehre habilitierte. Stefan Schaltegger verbrachte 1992-1993 als Visiting Research Fellow an der University of Washington, Seattle, USA.

Kontakt

<http://www.uni-lueneburg.de/umanagement>

erreichbar, wenn sich die Firmen auch ökonomisch gleichen und, besser noch, aus demselben Anlageuniversum stammen. Tiefgrüne Indizes wie der NAX, unterscheiden sich aber so stark von konventionellen Indizes, dass der Kursbeitrag einer zusätzlichen nachhaltige Analyse nicht bestimmt werden kann. Besteht ein grüner Index beispielsweise im Wesentlichen aus kleinen Unternehmen und ein „normaler“ Index aus großen Unternehmen, weiß man nicht, ob ein Performanceunterschied auf die Nachhaltigkeit oder die Unternehmensgröße zurückzuführen ist.

Ein breiter Nachhaltigkeitsindex spiegelt daher immer auch die heutige Wirtschaft und die Kritik eher ein Unbehagen über unser heutiges Wirtschaften als über den DJSGI wieder. Prägnant ausgedrückt: Ein Nachhaltigkeitsindex kann nicht nachhaltiger sein als die Unternehmen auf die er zurückgreift.

Problematische Bewertung

Bedenklich stimmen allerdings einige Plausibilitätsüberlegungen. Der Sustainability Index greift, und dies ist in diesem Zusammenhang sinnvoll, auf eine „Best-in-Class“ Vorgehensweise zurück. Er soll nach eigenem Anspruch unter den 2000 Unternehmen des Universums des Dow Jones Global Index die besten zehn Prozent identifizieren. Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, dass die Branchenaufteilung des DJSGI der Branchenaufteilung des klassischen Index ähnelt und die Kursentwicklung so besser verglichen werden kann. Es liegt nahe, dass alle 2000 Unternehmen des DJGI-Universums bewertet und jeweils die besten zehn Prozent in den Index aufgenommen werden. Insgesamt stehen hierfür acht Analysten also etwas mehr als ein Analystentag pro Jahr und Unternehmung zur Verfügung. Durchführbar ist die Analyse einer Unternehmung in einem einzigen Tag nicht. Bei der Bewertung der 2000 Unternehmen wurde daher eine andere Vorgehensweise gewählt. So wurden nur die Unternehmen

analysiert, die den versandten Fragebogen beantwortet (etwa 400 Unternehmen) oder anderweitig Informationen zur Verfügung gestellt (etwa 200 Unternehmen) haben. Dies reduzierte im ersten Durchgang das Universum möglicher Firmen auf rund 600 Unternehmen. Problematisch ist, dass hierdurch eine Vorselektion getroffen wird, die nur wenig mit Nachhaltigkeit zu tun hat. Im Zusammenhang mit der Kursentwicklung der Aktien stellt sich nun die Frage: Haben Unternehmen, die Fragebogen beantworten vielleicht eine bessere Performance?

Underperformance

Jahresrückblicke sind im Finanzmarkt immer auch Performancerückblicke und hier hat der DJSGI die Erwartungen bisher nicht erfüllt. Geschlagen hat er seine traditionellen Kollegen nur, wenn man die Rückberechnungen der vorangegangenen Jahre berücksichtigt. Unter Marktbedingungen blieb er hinter dem konventionellen DJGI zurück. Zurückzuführen ist dieser negative Trend auf die starke Gewichtung Europas im Index. Einen interessanten Zusammenhang stellt in diesem Zusammenhang Richard Sandor, Boardmitglied der Sustainable Performance Group, her. In der Rückrechnung habe sich gezeigt, dass europäische Firmen nicht zur Outperformance beitragen und dies sei auf das hohe Umweltschutzniveau in Europa zurückzuführen. Die Neue Zürcher Zeitung denkt diesen Gedanken konsequent zuende und fragt, ob betrieblicher Umweltschutz dann nur bei Firmen mit niedrigem Umweltschutzniveau positiv zur Performance beiträgt. Eine beunruhigender Gedanke für Investoren und Umwelt. _____