

Wertschöpfung durch gründlichere Portfolio-Analyse



Von Nelson Takes
Relationship Manager
NN Investment Partners
Switzerland Ltd.

Sozial verantwortliche Anlagen, sogenannte SRI-Investments («Socially Responsible Investments») sind nichts Neues. Im Gegenteil: Ihr Ursprung reicht bis zu den Quäkern zurück. Im Jahr 1758 verbot nämlich die Jahresversammlung der Quäker von Philadelphia (USA) ihren Mitgliedern, Menschen zu kaufen und zu verkaufen und auf diese Weise am Sklavenhandel teilzunehmen. Ein jüngeres historisches Beispiel für sozial verantwortliche Investitionen wird durch eine berühmte Fotografie aus dem Vietnamkrieg symbolisiert, auf der ein nacktes Mädchen zu sehen ist, das schreiend und verletzt auf den Fotografen zurennt, nachdem auf sein Dorf Napalm abgeworfen wurde. Das Foto richtete die öffentliche Empörung gegen Dow Chemical, den Hersteller des Napalms, und beeinflusste damit schliesslich die Art und Weise, wie das Unternehmen geführt wurde.

Seit den späten 1990er Jahren wurden sozial verantwortliche Investitionen in zunehmendem Mass als Mittel zur Förderung einer umweltfreundlichen, nachhaltigen Entwicklung begriffen.

NN Investment Partners liess sich schon früh von dieser Entwicklung inspirieren. Unsere ersten Bestrebungen auf dem Gebiet sozial verantwortlicher Investitionen unternahmen wir 1999, was ein Jahr später in der Gründung eines Investmentfonds resultierte. Seit den frühen Anfängen haben wir mit unseren Investitionen das Thema ESG (Environmental, Social, Governance) kontinuierlich weiterverfolgt. Um unser Engagement und die Bedeutung der ESG-Kriterien im Rahmen unserer Investitionen weiter auszubauen, haben wir die Kriterien vollständig in unseren Investmentprozess integriert. Bei all unseren Research-Aktivitäten werden ESG-Kriterien berücksichtigt.

Wir sind uns bewusst, dass bei der Bewertung eines Unternehmens die traditionelle bilanzorientierte Finanzanalyse eine wichtige Rolle spielt. Allerdings trägt diese nur einen Teil zum Gesamtbild bei. Am besten lässt sich das am Beispiel eines Eisbergs verdeutlichen (siehe Abbildung). Die traditionelle, bilanzorientierte Finanzanalyse bildet die Spitze des Eisbergs. Oder anders formuliert: den materiellen Teil des Unternehmens. Um für eine Investition einen möglichst vollständigen Überblick zu erhalten, sollte man bei der Bewertung aber auch die immateriellen Faktoren berücksichtigen. Zu diesem Zweck haben wir die ESG-Kriterien auf separat messbare (langfristige) Faktoren heruntergebrochen. Auf diese Weise konzentrieren wir uns auf das, was wir «Materialität» nennen. Das heisst, auf den Bereich, in dem ein bestimmter Faktor einen spürbaren Effekt auf die finanzielle Performance eines Unternehmens haben kann. Wenn sich eine ESG-Komponente nicht «materialisieren» lässt, bleibt sie unberücksichtigt.

Das beste Beispiel für Materialität ist wahrscheinlich die «Deepwater-Horizon»-Katastrophe 2010. Der betroffene Ölkonzern, BP, hatte zwar umfangreiche Strategien hinsichtlich Sicherheit und Umweltmanagement ent-

wickelt, die jedoch im Unternehmen nicht wirklich gelebt wurden. Über die Jahre war BP in zahlreiche Zwischenfälle involviert, bei denen Bestechung, Sicherheits- und Arbeitsschutzprobleme eine Rolle spielten. Alle diese Zwischenfälle waren eigentlich Frühwarnsignale, die Zweifel daran aufkommen liessen, wie engagiert sich das Management wirklich für die Umsetzung der ESG-Kriterien einsetzte. ESG-Kriterien können starke Auswirkungen auf Bilanz und Rentabilität haben, was sich nach der «Deepwater-Horizon»-Katastrophe ja auch zeigte. Und genau dies definieren wir als ESG-Materialität.

Wichtig ist anzumerken, dass auf diesen ESG-geprägten Research-Ansatz in der Regel der oft gehörte allgemeine Begriff der Nachhaltigkeit Anwendung findet, der in jüngster Zeit einen negativen Beiklang erhalten hat. Der Ansatz wird oft mit Themenfonds in Verbindung gebracht, die in Bereiche wie Wasser, Wald oder Energie investieren. Ihre Risikoprofile sind aber vergleichsweise ungünstig, denn das gesamte Investment ist hier gefährdet, wenn sich ein Element des Investitionsvorhabens nicht wie vorhergesehen entwickelt. Die Tatsache, dass ein Grossteil dieser Fonds die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllte, hat am Markt für Ressentiments gegenüber dem Thema Nachhaltigkeit im Allgemeinen gesorgt. Ein Fonds, bei dem durch die Orientierung an bestimmten ESG-Kriterien versucht wird, die Risiken einzugrenzen, wodurch schliesslich ein diversifiziertes Portfolio aufgebaut wird, sollte jedoch keinesfalls in denselben Topf geworfen werden wie die sogenannten Themenfonds.

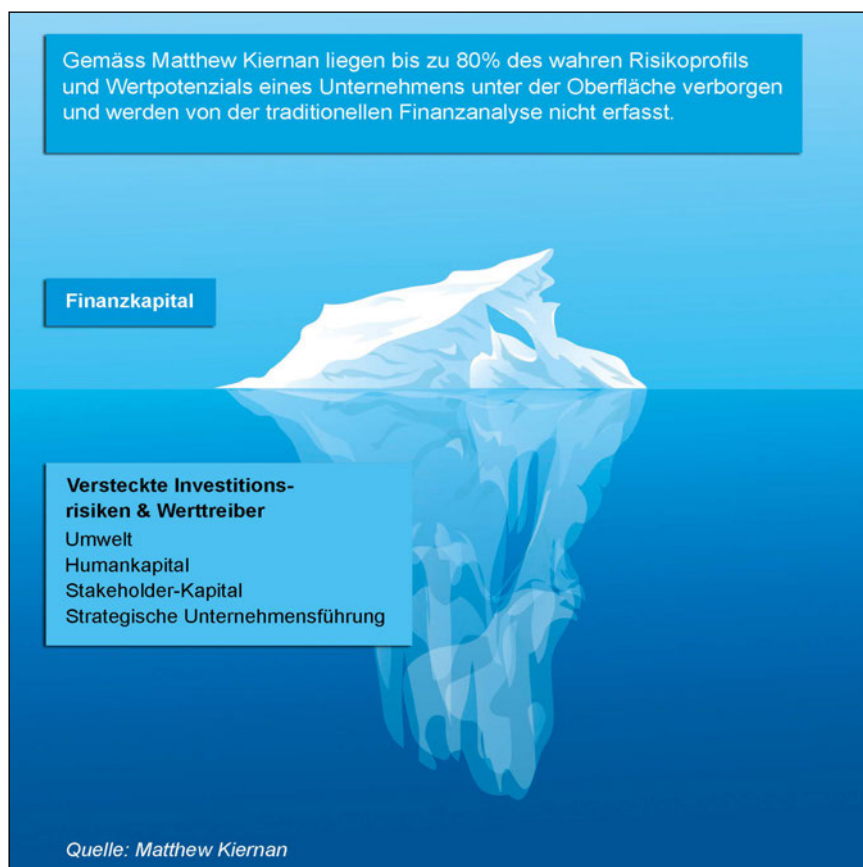
Ein oft gehörtes Argument ist, dass die Einhaltung von ESG-Kriterien mit Kosten verbunden ist. Natürlich müssen wir unsere externen Daten- und An analyselieferanten für die zusätzlichen Informationen entschädigen, die sie uns liefern. Wenn wir diese Zusatzkosten jedoch ins Verhältnis zu unserem verwalteten Vermögen setzen, sind sie

beinahe vernachlässigbar. Der grösste Teil unserer Kosten entfällt auf die Analysten, die die Daten anschliessend auswerten, sie im Kontext betrachten und in unseren Investmentprozess einbinden. Darüber hinaus betrachten wir die Gesamtanalyse (in unserem Eisberg-Beispiel die Analyse der Teile, die aus dem Wasser ragen und auch derjenigen im Wasser) als unsere treuhänderische Pflicht und wichtige Grundlage, um zusätzliche Wertschöpfung zu erzielen. Wir sind deshalb der Auffassung, dass diese geringen Zusatzkosten zu einem grösseren Augenmerk auf Qualität führen.

Untersuchungen der Universität Harvard haben gezeigt, dass Unternehmen, deren Geschäftsleitungen sich freiwillig für nachhaltige Strategien entschieden, nach einer gewissen Zeit deutlich besser abschnitten als Unternehmen, in denen Nachhaltigkeit eine geringe Rolle spielt. Im Rahmen unserer globalen nachhaltigen Aktienstrategie haben wir uns für einen «Best-in-Class»-Ansatz entschieden. Das bedeutet, dass wir uns mit Ausnahme einiger Unternehmen oder Sektoren, die wir komplett ignorieren, auf die besten 50% der Unternehmen einer Branchenkonzentrieren. Diese «Best-in-Class»-Unternehmen haben in der Regel eine bessere Kontrolle über ihre künftigen Kosten. Zudem bieten sich hier bezüglich Markenpositionierung und Umsatzentwicklung zukunftsweisende Möglichkeiten, und die Wahrscheinlichkeit signifikanter Reputationsschäden ist geringer.

Aus finanzieller Sicht bedeutet unser Qualitätsfokus, dass wir Unternehmen mit nachweislichem Gewinnwachstum, überdurchschnittlicher Rentabilität und einer soliden Bilanz den Vorzug geben. Aus Sicht des Portfoliomanagements ist es zu guter Letzt wichtig, den Qualitätsmerkmalen auch attraktive Bewertungen und eine überzeugende Dynamik gegenüberzustellen, um zu vermeiden, dass man schlussendlich über ein qualitativ hochwertiges Portfolio ohne genügend Entwicklungspotenzial verfügt. Unser Ziel ist ein diversifiziertes, solides Portfolio mit finanziell attraktiven Qualitätsunternehmen.

Was bedeutet dies nun bezüglich der Aussichten für unsere nachhaltige



Aktienstrategie? Die Geschichte zeigt, dass eine auf Qualität ausgerichtete Investitionsweise im Lauf der Zeit zwar besser abschneidet als der Gesamtmarkt, jedoch nicht in jedem Umfeld.

Zusammen mit der sinkenden weltweiten Wachstumsdynamik verleiht die Zunahme der Volatilität, die in jüngster Zeit zu beobachten war, unserem Investitionsstil Rückenwind. Qualitätsportfolios sind Nutzniesser der steigenden Volatilität, was sich entsprechend in einer weiterhin überdurchschnittlichen Performance äussern dürfte. Nicht zuletzt scheint der Jahresverlauf weitere Volatilität zu bringen: Angesichts der Tatsache, dass dieses Jahr eine Zinserhöhung durch das Fed zu erwarten ist und die OPEC derzeit Abstand von ihrer traditionellen Rolle als Steuerorgan für den Ölpreis nimmt, stehen wir vielleicht vor wichtigen politischen Veränderungen.

Dennoch hat das Jahr erfreulich begonnen und wir bleiben hinsichtlich der Aussichten für die Kapitalrenditen zuversichtlich. Aus Unternehmensperspektive präsentieren sich die Bilanzen intakt, was zu potenziellen Kapitalrückflüssen und Übernahmeaktivitäten führen könnte. Auch in Bezug auf die

zu erwartenden Unternehmensgewinne sind wir zuversichtlich und rechnen insbesondere für die Gewinne europäischer Unternehmen mit einer Zunahme – unterstützt von einem stärkeren US-Dollar, tiefen Ölpreisen und niedrigen Zinssätzen –, was zu einer Erholung der Unternehmensmargen führen wird. Innerhalb der USA bewegen sich die Aktienbewertungen derzeit zwar über dem 10jährigen Durchschnitt, sie werden jedoch durch die reichlich vorhandene Liquidität gestützt und präsentieren sich im Vergleich zu festverzinslichen Papieren weiterhin attraktiv.

Unsere wichtigste Alpha-Quelle ist die Auswahl von Qualitätsaktien, wobei wir im Normalfall regionale oder sektorbezogene Gewichtungen unterlassen. Daraus resultiert ein solides Portfolio von besserer Qualität als der Gesamtmarkt, aber mit ähnlichen Bewertungen. Wir erwarten, dass diese Portfolio-Positionierung für den Rest des Jahres 2015 eine gute Performance bietet, während sie bei Marktspannungen zugleich Belastbarkeit gewährleistet.

nelson.takes@nnip.com
www.nnip.ch