

GLOBAL INSIGHTS • MAI 2018

# Nachhaltige Anlagen: Warum eigentlich nicht?

Neue Erkenntnisse zu Anlagen mit Fokus auf den  
Themen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung



BLACKROCK  
INVESTMENT  
INSTITUTE

**BLACKROCK®**



**Dr. Martin Lück**

Leiter  
BlackRock  
Kapitalmarktstrategie



**Felix Hermann CFA**

BlackRock  
Kapitalmarktstrategie

## Editorial

Nachhaltiges Investieren oder neudeutsch ESG-Investing ist einer der größten Investmenttrends der letzten Jahre. Wobei dieser Trend gerade erst so richtig Fahrt aufzunehmen scheint. Nachhaltiges Investieren umfasst dabei weitaus mehr als nur das Meiden gewisser Industrien oder den Fokus auf ökologische Aspekte. Starke Governance-Strukturen etwa, Impact Investing – also nicht-monetäre Investmentziele – oder aber auch soziale Komponenten spielen eine wichtige Rolle. Neue ESG-Benchmarks und Produkte machen den Trend über verschiedene Regionen und Assetklassen hinweg immer mehr Kunden zugänglich.

Einer der Gründe für den Erfolg von ESG dürfte sein, dass die Zeiten, in denen Investoren einen Kompromiss zwischen nachhaltigem Investieren und Rendite schließen mussten, offenbar der Vergangenheit angehören. Erste Studien zeigen, dass ESG-Investments vor allem über einen längeren Investmenthorizont hinweg das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios sogar verbessern können. Insbesondere im Bereich der Schwellenländer zahlt sich ein Fokus auf ESG-Kriterien aus.

Mit der vorliegenden Studie haben unsere Kollegen vom BlackRock Investment Institute eine umfassende Analyse zu dem Thema ESG-Investing verfasst, die Ihnen bei der Implementierung von ESG in Ihren Portfolios wichtige Hilfestellungen geben soll.

Wir wünschen viel Spaß bei der Lektüre!

**Philipp Hildebrand**  
BlackRock  
Vice Chairman



**Brian Deese**

Global Head of Sustainable Investing

**Isabelle Mateos y Lago**

Chief Multi-Asset Strategist

Nachhaltige Anlagen sind kein leeres Schlagwort. Klassische Anlageansätze werden dabei mit Kriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Environmental, Social, Governance; ESG) kombiniert. Die Ergebnisse der Anlageexperten bei BlackRock zeigen, dass nachhaltige Portfolios ohne Abstriche bei den Renditezielen durchaus möglich sind und dass ESG-Kriterien die risikobereinigten Renditen auf lange Sicht sogar erhöhen können.

Bei ESG führende Unternehmen sind tendenziell auch operativ erfolgreicher – und weniger anfällig für eine ganze Reihe von Risiken, von ethisch fragwürdigem Verhalten bis zu klimabezogenen Gefährdungen. Die verfügbaren ESG-Daten sind allerdings teilweise lückenhaft, nicht immer untereinander vergleichbar und basieren häufig auf der Selbsteinschätzung von Unternehmen. Darum plädieren wir hier für Standardisierung und mehr Transparenz. Dennoch sind Umfang und Qualität von ESG-Daten mittlerweile ausreichend, um die ESG-Analyse in den Anlageprozess zu integrieren. Anstatt zu fragen, warum man nachhaltige Anlagen nutzen sollte, stellt sich heute eher die Frage: Warum eigentlich nicht?

## Überblick

Unseres Erachtens ist eine Einbeziehung von ESG-Aspekten bei den meisten Anlageklassen möglich, ohne die risikobereinigten Renditen zu schmälern. ESG-Kriterien und traditionelle Qualitätsmaßstäbe wie eine starke Bilanz haben einiges gemeinsam. Nachhaltige Portfolios entwickeln sich tendenziell schlechter bei erhöhter Risikobereitschaft am Markt und besser in Rezessionsphasen und könnten angesichts wachsender Klimarisiken und steigender Nachfrage nach nachhaltigen Anlageprodukten langfristig sogar eine Outperformance erzielen. Einiges spricht dafür, dass sich ein ESG-Fokus bei Schwellenländeranlagen am meisten auszahlen könnte, da sich hier wichtige Erfolgsfaktoren, wie Anlegerschutz, der Umgang mit natürlichen Ressourcen oder Personalführung, mit ESG-Kriterien koppeln.

Mehr Indizes, mehr Produkte und eine bessere (wenngleich noch lückenhafte) Datenlage zu ESG machen es nötig, genauer hinzuschauen, um zu verstehen, wie und warum einzelne ESG-Aspekte die Renditeentwicklung beeinflussen. Um für unsere Kunden mehr Transparenz zu schaffen, setzen wir uns bei Datenanbietern, Unternehmen und Regulierungsbehörden für Konsistenz, höhere Frequenz und Standardisierung von ESG-Daten ein. Außerdem führen wir einen intensiven Dialog mit Unternehmen mit dem Ziel, nachhaltiges Wirtschaften zu fördern.

## Inhalt

<b>Einleitung</b> .....	<b>4-7</b>
<b>Aktien</b> .....	<b>7-9</b>
Allgemeines	
Faktorbasiertes Anlegen	
<b>Anleihen</b> .....	<b>10-13</b>
Hochzins	
Investment Grade	
Green Bonds	
<b>Andere Anlageklassen</b> .....	<b>13-15</b>
Schwellenländer	
Immobilien	
<b>ESG-Gesamtratings greifen zu kurz</b> .....	<b>16-19</b>
Nachhaltige Klassifizierung	
Alpha-Chancen	
Dialog mit Unternehmen	



V.l.n.r.:

**Debbie McCoy** – Head of Sustainable Investing, BlackRock Systematic Active Equities

**Teresa O'Flynn** – Global Head of BlackRock Real Assets Sustainable Investing

**Giulia Pellegrini** – Portfolio manager, Fundamental Emerging Markets Debt team

**Ashley Schulten** – Head of Responsible Investing for Global Fixed Income

**Josephine Smith** – BlackRock's Factor Based Strategies group

**Eric Van Nostrand** – Portfolio manager, BlackRock's Multi-Asset Strategies group

# Einleitung

Worauf beruhen ESG-Kennzahlen? Welche Schwachstellen weisen die verfügbaren Daten auf? Zentrale Fragen angesichts einer wachsenden Popularität nachhaltiger Anlagestrategien, die sich in steigenden Mittelzuflüssen ausdrückt.

Nachhaltige Anlagen sind kein exotisches Marktsegment mehr. Der Begriff „Sustainable Investing“ wird für eine ganze Reihe unterschiedlicher Strategien und Konzepte verwendet, von Negativfiltern (zum Ausschluss umstrittener Branchen wie beispielsweise der Rüstungsindustrie) über ESG-orientierte Investments bis hin zu themenbezogenen Anlagen oder Impact Investing. Die Zahl entsprechender Indizes ist sprunghaft angestiegen. Zudem sind nachhaltige Investments inzwischen auch in Anlageklassen verfügbar, die in dieser Hinsicht bisher kaum Optionen boten, wie beispielsweise Schwel­länderanleihen. ESG-Ratings sind wichtige Hilfsmittel im Bereich Nachhaltigkeit: Sie erleichtern die Ermittlung ESG-bezogener Chancen und Risiken in einem Portfolio und geben Aufschluss darüber, wie gut ein Unternehmen den jeweiligen Herausforderungen gewachsen ist. Dabei gibt es drei wichtige Bereiche nachhaltigen Investierens:

**Umwelt (Environmental, E)** steht für Themen wie die Gefahren des Klimawandels und den Umgang mit natürlichen Ressourcen.

**Soziales (Social, S)** umfasst Themen der Personalführung und Produkthaftungsrisiken wie beispielsweise Datenschutz.

**Unternehmensführung (Governance, G)** deckt Themen wie ethische Unternehmensgrundsätze oder die Höhe von Managergehältern ab.

Die Grafik *ESG kurz erklärt* gibt einen Überblick über die wichtigsten Aspekte der einzelnen Bereiche. In aller Regel ermitteln die jeweiligen Datenanbieter separate Werte für die drei Teilbereiche (E-S-G), die sie dann zu einem ESG-Gesamtrating zusammenführen. Auf dieser Grundlage wird oftmals ein Rating zwischen AAA und CCC vergeben, wobei sich die Bewertung von Unternehmen oder Ländern in der Regel an einer Vergleichsgruppe orientiert. Unterschiedliche Themenfelder in einem einzigen Rating zusammenzuführen schafft Vergleichbarkeit, hat jedoch auch gewisse Nachteile (siehe [Seite 6](#)).

Bei Anlagen mit ESG-Fokus geht es nicht nur darum, Gutes zu tun. Immer mehr Studien belegen eine Korrelation zur Wertentwicklung. Unternehmen, die die

Chancen einer nachhaltigen Entwicklung erfolgreich nutzen und Nachhaltigkeitsrisiken im Griff haben, profitieren in der Regel von stärkeren Cashflows, günstigeren Finanzierungskosten und besseren Bewertungen. Dies wurde in der Publikation von MSCI *Foundations of ESG Investing* vom November 2017 dargelegt. Eine andere Studie lässt darauf schließen, dass US-Unternehmen mit Bestnoten bei wichtigen Nachhaltigkeitskennzahlen eine deutlich bessere Wertentwicklung verzeichnen als Unternehmen mit schwacher Nachhaltigkeitsbilanz (Harvard Business School: *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, 2015).

Kann die Beachtung von ESG-Faktoren die Rendite verbessern? Diese Frage lässt sich schwer mit Ja oder Nein beantworten – wir kommen weiter unten darauf zurück. Insgesamt sind wir jedoch zunehmend optimistisch, dass Anleger ESG-Aspekte in zahlreiche traditionelle Portfolios integrieren können und dabei keine oder nur geringe Abstriche in der Wertentwicklung hinnehmen müssen.

## ESG kurz erklärt

Bereiche und wichtige Aspekte von ESG-Ratingsystemen

Bereiche	Wichtige Aspekte
Umwelt	Risiken des Klimawandels Rohstoff- und Wasserknappheit Umweltverschmutzung und Abfallentsorgung Innovationen, saubere Technologien, erneuerbare Energien
Soziales	Personalpolitik und Personalführung Produkthaftung, einschließlich Cybersicherheit Umstrittene Lieferketten Sozialberichte
Governance	Aktionärsrechte, Diversität Ethische Unternehmensgrundsätze, Transparenz

Quellen: BlackRock Investment Institute, Stand: April 2018. Hinweise: Die Tabelle veranschaulicht die drei zentralen Bereiche und Aspekte im ESG-Rating-Prozess wichtiger Anbieter.

In dieser Broschüre liefern wir Belege für diese Einschätzung bei Aktien, Anleihen und Immobilien – und zwar sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern. In den kommenden Jahren dürften ESG-Risiken für Unternehmen noch wichtiger werden. Man bedenke nur die physischen Folgen eines steigenden Meeresspiegels für Immobilien in Küstennähe oder die allgemeinen Auswirkungen von Regulierungsvorschriften zur Senkung der CO<sub>2</sub>-Emissionen (siehe unsere Veröffentlichung [Adapting Portfolios to Climate Change](#) von 2016). Und dabei geht es nicht allein um Umweltaspekte: Man denke nur an die jüngsten Skandale um Datenlecks in sozialen Medien (Soziales) oder die wachsende Bedeutung des Themas Diversität in der Leitung von Unternehmen (Governance).

Unseres Erachtens sollten ESG-orientierte Portfolios langfristig widerstandsfähiger sein, da sie die entsprechenden Risiken abfedern. Die maßgebliche Frage lautet daher nicht, wann oder warum ESG-Aspekte berücksichtigt werden sollten, sondern wie.

## ESG in der Praxis

Der Markt für ESG-Anlagen bietet ein breites Spektrum verschiedener Optionen. Anleger müssen sich dabei nicht für alles oder nichts entscheiden (als Einstieg dazu die BlackRock-Publikation [Exploring ESG](#) von 2016). Unserer Ansicht nach kann es sich auszahlen, klassische Anlageansätze mit Kriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung zu kombinieren. Die ESG-Orientierung kann individuell an die Präferenzen und Zielsetzungen des jeweiligen Anlegers angepasst

werden, wobei zwei grundlegende Herangehensweisen zu unterscheiden sind:

- 1 Vermeiden:** Ausschluss von Unternehmen oder Sektoren, die mit bestimmten Risiken verbunden oder nicht mit den Werten eines Anlegers vereinbar sind (wie beispielsweise Tabak, Rüstungsgüter oder fossile Brennstoffe)
- 2 Fördern:** Allokation von Kapital in Einklang mit bestimmten ESG-Zielen, ohne die finanzielle Rendite aus dem Blick zu verlieren

Um ESG-Ziele zu fördern, gibt es eine Reihe unterschiedlicher Wege. So können ESG-Ratings als zusätzliche Ebene in den herkömmlichen Anlageprozess integriert werden, vor allem um entsprechende Risiken zu erkennen. Mit thematischen Investments lassen sich zielgerichtet Chancen in Bereichen wie kohlenstoffarme Energien oder Elektrofahrzeuge nutzen. Eine weitere Option wäre Impact Investing, das zusätzlich zur Rendite auch konkrete nicht-finanzielle Ziele verfolgt, wie beispielsweise die Senkung des Wasser- oder Energieverbrauchs. Dabei können auch spezifische Instrumente wie beispielsweise Green Bonds zum Einsatz kommen (siehe Grafik *Vermeiden und Fördern*).

Die Herausforderung: ESG-Daten werden allmählich besser, sind aber nach wie vor inkonsistent. Einige Elemente von ESG-Ratings sind nützlicher als andere. Durch die Zusammenfassung zu einem ESG-Gesamtwert können Nuancen verloren gehen.

## Vermeiden und Fördern

ESG-Anlagestile

	Vermeiden	Fördern		
	Filter	ESG	Themenbezogen	Impact
<b>Zielsetzung</b>	Ausschluss bestimmter Unternehmen/Branchen, die mit unerwünschten Aktivitäten verbunden sind	Investieren auf Basis von ESG-Scores/-Ratings	Fokus auf spezielle Themen in den Bereichen Umwelt (E), Soziales (S) oder Governance (G)	Zielt auf spezielle nicht-finanzielle Ziele (neben der Rendite)
<b>Wichtige Überlegungen</b>	Welche Filter? Finanzielle Auswirkungen der jeweiligen Filter	ESG-Datenquellen, vorhandenes aktives Risiko	Breites oder spezifisches Engagement	Berichterstattung über Fortschritte
<b>Beispiele</b>	Ausschluss von Produzenten von Waffen, fossilen Brennstoffen und/oder Tabak	Optimierte ESG-Benchmarks, aktive Strategien zur Übergewichtung von Unternehmen mit hohen ESG-Ratings	Fokus auf Umwelt (kohlenstoffarme oder erneuerbare Energien) und soziale Aspekte (Diversität)	Spezifische Ausrichtung auf Green Bonds oder erneuerbare Energien

Quellen: BlackRock Investment Institute und BlackRock Sustainable Investing, Stand: April 2018.

## Lückenhafte Datengrundlage

Die aktuell verfügbaren ESG-Daten haben einige Schwachpunkte:

- **Qualität:** Die Daten basieren überwiegend auf der freiwilligen Selbsteinschätzung der Unternehmen, was Risiken im Hinblick auf Zuverlässigkeit und Konsistenz mit sich bringt. Höhere Anforderungen an die Unternehmensdaten und Einführung verbesserter Berichterstattungsstandards sind hier zentral.
- **Abdeckung:** Die verfügbaren ESG-Daten reichen selten weiter als zehn Jahre zurück, in vielen Anlageklassen ist die Historie sogar deutlich kürzer. Und da große Unternehmen tendenziell umfassendere ESG-Kennzahlen veröffentlichen als kleinere, dominieren diese die Indizes. Insbesondere in Marktsegmenten wie Schwellenländer oder Hochzinsanleihen ist die Datengrundlage sehr lückenhaft.
- **Konsistenz:** Einzelne ESG-Kennzahlen werden von unterschiedlichen Datenanbietern unterschiedlich gewichtet. Somit kommt es häufig vor, dass die ESG-Ratings unterschiedlicher Anbieter deutlich voneinander abweichen (was beispielsweise bei Bonitätsratings sehr selten ist).
- **Frequenz:** In vielen Fällen werden ESG-Kennzahlen nur einmal jährlich aktualisiert. Damit fehlt es an zeitnahen Informationen zur Risikosteuerung oder Renditeoptimierung. Zudem werden die Indexdaten oftmals rückwirkend angepasst, sodass sich die Historie ändert.

**Fazit:** Aufgrund dieser Defizite sollten sich Anleger nicht auf die ESG-Gesamtbewertungen beschränken, sondern stärker in die Tiefe gehen, um Einblicke zu gewinnen, die den Weg für höhere Renditen freimachen können. Zu verstehen, wie und warum sich einzelne Elemente eines ESG-Ratings auf die Renditeentwicklung auswirken können, ist dabei zentral und kann zudem von Branche zu Branche unterschiedlich sein. So stellt beispielsweise für Finanzunternehmen die Cybersicherheit (Soziales) ein wachsendes Risiko dar, während für Rohstoffunternehmen Faktoren wie CO<sub>2</sub>-Emissionen oder Wasserverbrauch (Umwelt) stärker im Vordergrund stehen.

## ESG macht von sich reden

Nachhaltige Strategien erfreuen sich wachsender Beliebtheit. Angetrieben vom Wunsch, Gutes zu tun, Risiken zu minimieren oder Chancen an Nischenmärkten zu nutzen. Aber auch Regulierungsvorschriften, beispielsweise für den Ausbau erneuerbarer Energien,

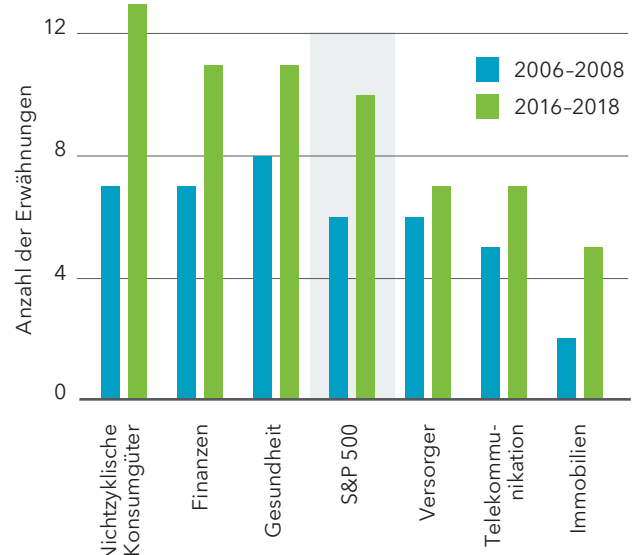
begünstigen die Entwicklung. Zudem diskutieren Unternehmen heute mehr über ESG. Durchschnittliche S&P 500-Unternehmen zitieren Begrifflichkeiten rund um ESG heute zehnmal, vor zehn Jahren nur sechsmal pro Telefonkonferenz – dies haben Textanalysen von Conference Calls zu Finanzergebnissen ergeben. Dabei stehen Hersteller von nichtzyklischen Konsumgütern ganz oben auf der Liste (siehe Grafik *Über ESG reden*). Wir sehen hier erste Anzeichen dafür, dass das Reden über ESG und die Wertentwicklung der Aktie eines Unternehmens zusammenhängen könnten (für Einzelheiten siehe [Seite 18](#)).

Regulierung ist ein wichtiger Faktor bei der Umsetzung von ESG-Aspekten, insbesondere in Europa. So verlangt in Frankreich ein Gesetz, dass Großanleger den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck ihrer Investments offenlegen. Aber die regulatorischen Anforderungen sind von Land zu Land sehr unterschiedlich. In den USA betonen neue Richtlinien ausdrücklich, dass die Treuhänder von Pensionsplänen ESG-Zielen nicht den Vorrang vor Finanzziele geben sollen.

Es bestehen auch weiterhin zahlreiche Herausforderungen. Beispielsweise müssen aus der Flut von ESG-Daten die wirklich relevanten Informationen herausgefiltert werden. Eine *Studie der Harvard Business School* von 2015 kommt zu dem Schluss, dass lediglich 20% der verfügbaren Nachhaltigkeitsdaten in

## Über ESG reden

Erwähnung ESG-relevanter Begriffe in Telefonkonferenzen über Finanzergebnisse von US-Unternehmen (2006–2018)



Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von FactSet, Stand: April 2018. Hinweise: Die Balken geben an, wie oft Begriffe zum Themenfeld ESG in Telefonkonferenzen über Finanzergebnisse bei S&P 500-Unternehmen durchschnittlich genannt wurden, basierend auf unserer Analyse der vorliegenden Gesprächsprotokolle. Bei der Analyse wurde gezielt nach 40 Schlüsselbegriffen gesucht, wie beispielsweise „Umwelt“, „sozial“ oder „nachhaltig“. Die Grafik zeigt jeweils die drei Sektoren mit den meisten bzw. den wenigsten Erwähnungen im Zeitraum 2016 bis 2018 sowie den S&P 500. Werte für 2018 sind Werte für das laufende Jahr.



einem wesentlichen Zusammenhang zur finanziellen Entwicklung stehen. Ein Blick, der nicht nur die übergeordneten Gesamtwerte erfasst, kann Aufschluss darüber geben, welche ESG-Kennzahlen besonders aussagekräftig sind.

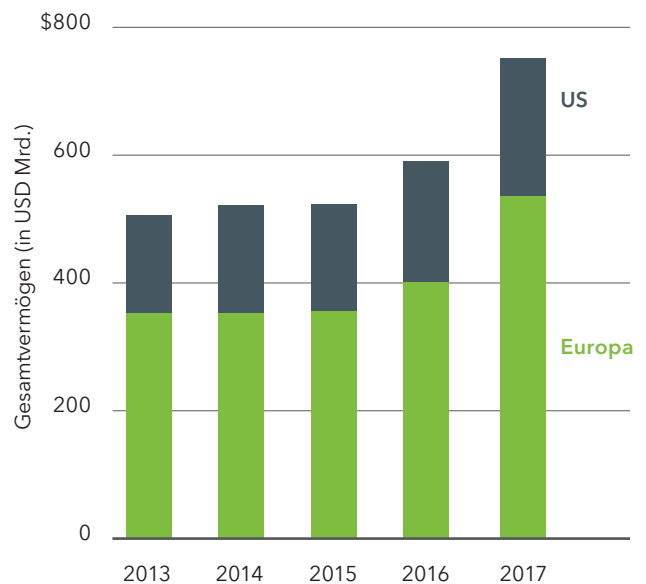
## Dem Kapitalstrom folgen

Je nachdem, welche Maßstäbe man anlegt, sind nachhaltige Anlagen bereits auf dem Vormarsch. Das Universum an ESG-Fonds wächst: Europäische und US-amerikanische Investmentfonds und ETFs bringen es auf ein Gesamtvolumen von ca. USD 750 Mrd. (siehe Grafik *Auf Wachstumskurs*). 71% davon entfallen auf Europa. Bezieht man Anlagestrategien mit Ausschlussfilter (als breitestmögliche Definition nachhaltiger Anlagen) in die Betrachtung ein, beläuft sich das verwaltete Vermögen laut Angaben der **Global Sustainable Investment Alliance** auf rund USD 23 Bio.

Können Anleger auf diese nachhaltigen Strategien setzen, ohne Abstriche bei ihren Renditezielen machen zu müssen? Ungeachtet der kurzen Historie der verfügbaren Daten sehen wir hier vielversprechendes Potenzial. Im Folgenden schauen wir zunächst auf Aktien und zeigen, dass ausgewählte ESG-Indizes ein vergleichbares Chancen-Risiko-Profil abgeliefert haben wie konventionelle Benchmarks (**Seite 7-9**). Anschließend betrachten wir Anleihen (**Seite 10-13**), untersuchen ESG-Optionen im globalen High-Yield-Segment sowie bei US-Anleihen mit Investment-Grade-Rating und beschäftigen uns ausführlich mit Green Bonds. Dann beleuchten wir, wie ESG-

## Auf Wachstumskurs

Fondsvermögen US-amerikanischer und europäischer ESG-Fonds, 2013-2017



Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von Cerulli Associates, Stand: April 2018. Hinweise: Die Grafik veranschaulicht das Gesamtvermögen europäischer und US-amerikanischer ESG-Investmentfonds und ETFs nach Kalenderjahr. Alle Angaben in USD.

orientierte Indizes in Schwellenmärkten angekommen sind, und erläutern, inwiefern ESG integraler Bestandteil von Immobilieninvestments ist (**Seite 13-15**). Abschließend stellen wir einige Gedanken dazu vor, wie sich Überschussrenditen erzielen lassen, wenn man tiefer gräbt und sich nicht lediglich an den ESG-Gesamtratings orientiert, und betrachten die Rolle, die der Dialog mit Unternehmen beim ESG-Investing spielt (**Seite 16-19**).

# Aktien

Nachhaltige Anleger müssen keine Kompromisse bei der risikobereinigten Rendite eingehen. Dies zeigt eine Analyse der kurzen Historie der verfügbaren ESG-Indizes. Wir sehen außerdem einen Zusammenhang zwischen einem Fokus auf ESG-Faktoren und dem Stilfaktor Quality.

Ein großer Teil aller ESG-Investments entfällt auf Aktien. Damit stellt sich zwangsläufig die Frage: Müssen sich Anleger zwischen Rendite und ESG entscheiden? Wir sagen: Nein.

Wir haben traditionelle Indizes und ihre ESG-Varianten untersucht. Die wichtigsten Ergebnisse sind in der Tabelle *Keine Opfer nötig?* zusammengefasst. Die untersuchten ESG-Indizes hatten keine Ausschlussfilter und waren auf eine möglichst starke Anlehnung an den

klassischen Index optimiert. Die annualisierten Gesamtrenditen der ESG-Indizes waren seit 2012 bei vergleichbarer Volatilität gleich hoch wie die des Standardindex oder höher, und zwar sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern. Vor allem in Schwellenländern schnitten die ESG-Indizes sehr gut ab (siehe **Seite 13**). Auch Aufschläge ließen sich bei den ESG-Indizes nicht feststellen – das Bewertungsniveau war in etwa vergleichbar mit dem ihrer traditionellen Gegenstücke.

Da für Schwellenländer nur begrenzte ESG-Daten vorliegen, beschränken wir unsere Betrachtung auf die letzten sechs Jahre, um eine konsistente Darstellung über alle Regionen hinweg zu gewährleisten. Dennoch zeigten sich ähnliche Ergebnisse, wo Daten für einen längeren Zeitraum verfügbar waren. So verzeichneten beispielsweise US-amerikanische ESG-Indizes seit 1994 eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 9,94%, bei 9,86% für den Standardindex. Unseres Erachtens arbeitet die Zeit hier für die Anleger und eine Orientierung an ESG-Kriterien dürfte sich vor allem auf längere Sicht bezahlt machen.

Unsere Analyse hat zudem ergeben, dass ein ESG-Fokus eine gewisse Absicherung gegen Verluste bietet. Bei der durchschnittlichen Volatilität liegen beide Indextypen in etwa gleichauf, doch der maximale Drawdown war bei den ESG-Varianten etwas geringer, wobei der Unterschied bei EM-Aktien am größten war (siehe Zeile 4 der Tabelle *Keine Opfer nötig?*). Unternehmen mit besseren ESG-Ratings verzeichneten zudem einen geringeren Wert bei der Residualvolatilität, also bei der Volatilität, die unternehmensspezifisch ist und sich nicht durch allgemeine Marktfaktoren erklären lässt.

Mit einer guten Unternehmensführung sinkt das Unternehmensrisiko und damit auch die Kosten der Geschäftstätigkeit. Ähnliche Ergebnisse lieferte die Analyse auch für Umwelt- und soziale Risiken (siehe auch unsere Ver-

öffentlichung *From the stockholder to the stakeholder* von 2015). Ein proaktiver und offener Umgang mit Umwelt- und sozialen Risiken kann zur Senkung der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens beitragen ebenso wie ein gutes Betriebsklima und hohe Produktsicherheit. Eine gut organisierte Führung auf allen Ebenen macht sich bezahlt.

**Fazit:** Nachhaltige Aktienportfolios enthalten Unternehmen, die eine gewisse Absicherung bei ESG-Risiken bieten und auf lange Sicht Potenzial aufweisen, den Markt zu übertreffen.

### Wie aussagekräftig sind ESG-Ratings?

Eine genauere Betrachtung zeigt, dass die aktiven Renditen und Risiken in unserer Analyse zum größten Teil auf unternehmensspezifische Faktoren zurückzuführen sind. Die ESG-Ratings der einzelnen Unternehmen haben also durchaus eine gewisse Aussagekraft.

Wir haben diese Theorie überprüft, indem wir die Aktienperformance am Beispiel Europa nach ESG-Quintilen analysiert haben. Ergebnis: Unternehmen mit ESG-Ratings im obersten Quintil des MSCI, also das beste Fünftel, verzeichneten seit 2007 eine überdurchschnittliche Wertentwicklung (siehe Grafik *Überzeugende Ergebnisse*). Das oberste Quintil schnitt relativ konstant besser als der Markt ab, während die Ergebnisse für die unteren 80% durchwachsener ausfielen. Es zeigte sich außerdem, dass Unternehmen, die keine ESG-

### Keine Opfer nötig?

Vergleich klassischer und ESG-orientierter Aktienindizes nach Region, 2012-2018

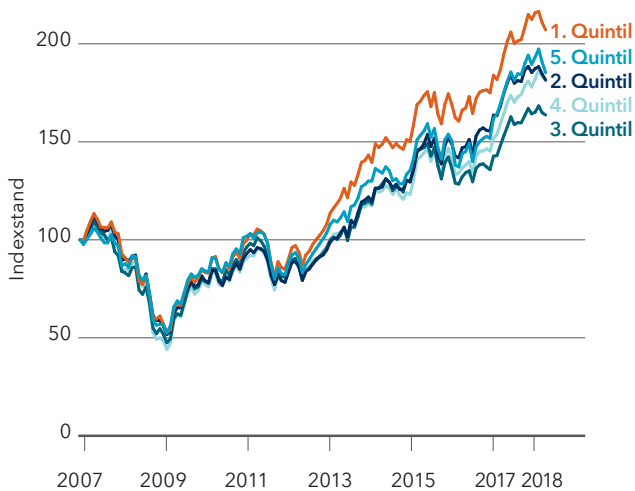
	US		Weltweit ohne USA		Schwellenländer	
	Klassisch	ESG-orientiert	Klassisch	ESG-orientiert	Klassisch	ESG-orientiert
Annualisierte Rendite	15,8%	15,8%	10,5%	11,1%	7,8%	9,1%
Volatilität	9,5%	9,6%	11,4%	11,6%	14,4%	14,3%
Sharpe Ratio	1,62	1,60	0,88	0,92	0,51	0,61
Maximaler monatlicher Drawdown	-13,9%	-13,8%	-23,3%	-22,6%	-35,2%	-33,0%
KGV	19,4	19,5	17,2	17,1	13,3	13,7
Dividendenrendite	2,1%	2,1%	3,2%	3,2%	2,7%	2,8%
Anzahl Aktien	620	293	1,011	419	831	288
ESG-Rating	5,2	6,6	6,5	7,9	4,4	6,2

**Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung bietet keine Gewähr für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich.**  
 Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von MSCI, Stand: April 2018. Hinweise: Daten für den Zeitraum von 31.05.2012 bis 28.02.2018. Renditeangaben sind annualisierte Bruttorenditen in USD. Anzahl der Aktien, KGV und Dividendenrendite jeweils als monatlicher Durchschnitt. Berücksichtigte Indizes: MSCI USA Index, MSCI World ex-US Index, MSCI EM Index (Spalten „klassisch“) sowie deren ESG-Varianten von MSCI (wie beispielsweise der MSCI USA ESG Focus Index). Für die Daten der MSCI ESG Focus Indizes wurde ein Backtesting durchgeführt. Die Daten wurden für ein maximales ESG-Engagement unter bestimmten Randbedingungen optimiert (wie beispielsweise beim USA ESG Focus ein Tracking Error von 50 Bp. und eine maximale aktive Gewichtung von 2% für jeden Indexbestandteil). Siehe auch die wichtigen Hinweise auf der letzten Seite dieser Broschüre.



## Überzeugende Ergebnisse

Wertentwicklung europäischer Aktien nach ESG-Quintilen, 2007-2018



**Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung bietet keine Gewähr für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich.** Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von MSCI, Stand: April 2018. Hinweise: Europäische Aktien auf der Basis des STOXX 600. Das 1. Quintil steht für die 20% STOXX-Aktien mit den höchsten MSCI ESG-Scores, gefolgt von den Quintilen 2 bis 5. ESG-Scores werden um einen Monat zeitversetzt ermittelt. Alle Renditen sind kumulative Werte für den Zeitraum vom 31.01.2007 bis 31.03.2018. Daten wurden zum 31.01.2007 auf 100 umbasiert.

Kennzahlen veröffentlichen, in aller Regel eine schwache Performance verzeichnen.

Die Spitzenreiter bei den ESG-Ratings waren auch in einer ähnlichen Analyse von US-Aktien führend. Dies allerdings nicht, wenn man den Zeitraum zwischen dem Ende der Finanzkrise von 2008 bis heute betrachtet. Ein Ergebnis, das sich mit anderen Studien deckt, die nahelegen, dass Renditen von ESG-Portfolios in Phasen mit erhöhter Risikobereitschaft tendenziell schlechter abschneiden, ähnlich wie andere defensive und qualitätsorientierte Anlagen. Insgesamt scheinen ESG-Ratings und Performance in Europa stärker zu korrelieren als in den USA. Dies könnte daran liegen, dass europäische Unternehmen (teilweise aufgrund entsprechender regulatorischer Vorschriften) bei der Veröffentlichung von ESG-Daten einen Schritt voraus sind und deshalb aussagekräftigere Kennzahlen liefern. Allerdings gibt es hier noch einigen Klärungsbedarf, bevor diese Zusammenhänge als umfassend erfasst gelten können.

## ESG – ein eigenständiger Faktor?

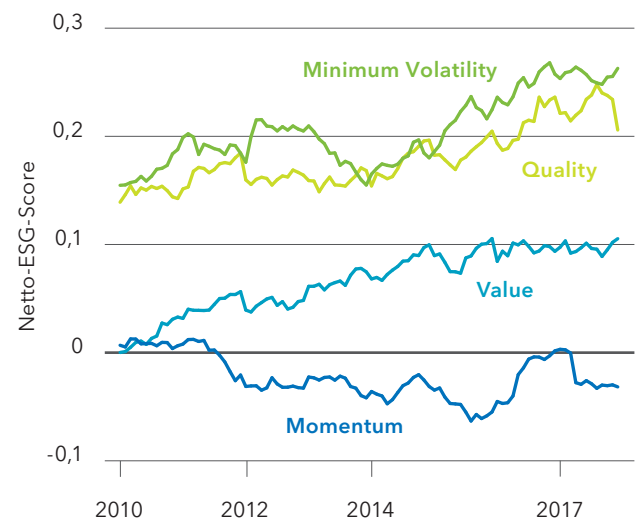
Mit faktorbasierten Anlagen lässt sich die Wertentwicklung am Aktienmarkt noch aus einem anderen Blickwinkel betrachten. Denn damit lassen sich Merkmale isolieren, die durchgängig nachhaltige Renditequellen sind. Wir haben untersucht, ob ESG und die jeweiligen Teilkomponenten eigenständige Faktoren darstellen oder bereits in andere Faktoren integriert sind.

Dazu haben wir auf Basis von Daten aus der Thomson Reuters Asset4-Datenbank zu 2.800 internationalen Unternehmen das Verhältnis zwischen vier Stilfaktoren (Quality, Minimum Volatility, Value und Momentum) und den jeweiligen ESG-Ratings analysiert. Anschließend haben wir jeweils ein hypothetisches Faktor-Engagement gebaut, um die Auswirkungen allgemeiner Marktbewegungen aus der Betrachtung zu eliminieren. Unser Fazit: Bei den Stilfaktoren Minimum Volatility und Quality besteht eine stärkere Korrelation zu Unternehmen mit guten ESG-Ratings, bei Momentum eine etwas stärkere Tendenz zu Unternehmen mit schwacher ESG-Bilanz (siehe Grafik *ESG als Teil des Ganzen*). Positive Werte stehen für eine hohe Korrelation mit guten ESG-Ratings, negative Werte für eine Korrelation mit schwachen ESG-Ratings. Der Faktor Value weist eine geringe ESG-Korrelation auf, die sich aber im Laufe der Zeit verstärkt hat.

Wir sehen kaum Belege dafür, dass ESG als eigenständiger Faktor anzusehen ist. Dennoch stellt die Korrelation von hohen ESG-Ratings und den Faktoren Quality bzw. Minimum Volatility eine wichtige Erkenntnis dar. Tatsächlich könnte die Integration von ESG-Strategien einem Portfolio eine ungewollt defensive Ausrichtung geben, sodass Anleger anderweitig für Risiko-Exposure sorgen müssen.

## ESG als Teil des Ganzen

Wichtige Stilfaktoren und ESG, 2010-2017



Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von Thomson Reuters, Stand: April 2018. Hinweise: Stilfaktoren werden hier über hypothetische Portfolios abgebildet, auf Basis der 2.800 globalen Unternehmen in der Thomson Reuters Asset4-Datenbank. Es handelt sich dabei um Long/Short-Portfolios, um das Exposure in Bezug auf einen Stilfaktor zu isolieren, das Portfolio aber marktneutral zu halten. Beispiel: Das hypothetische Momentum-Portfolio geht in Aktien am oberen Ende der Momentum-Skala long und in Titeln am unteren Rand short. Die ESG-Ratings stammen von Asset4 und wurden auf einer 0-1-Skala normalisiert. Die Grafik zeigt den Netto-Score für jeden Stilfaktor. Positive Werte entsprechen einer ESG-Übergewichtung relativ zum Asset4-Universum, negative Werte einer Untergewichtung. Die hypothetischen Modellportfolios werden monatlich neu zusammengestellt. Die Grafik dient nur zur Veranschaulichung und ist nicht repräsentativ für tatsächliche Berechnungen.

# Anleihen

Nachhaltige Portfolios aus Unternehmensanleihen stehen im Folgenden im Fokus. Wir legen dar, warum Zahlungsbereitschaft bei Staatsanleihen ein wichtiger ESG-Faktor ist und beleuchten den schnell wachsenden Markt für Green Bonds.

Wie konstruiert man ein ESG-orientiertes Anleihenportfolio? Die Antwort scheint auf der Hand zu liegen: Man filtert ganz einfach die Emittenten mit den schwächsten ESG-Ratings aus. Die Praxis ist allerdings etwas komplexer. Anders als an den Aktienmärkten sind viele Emittenten von Anleihen schlecht erschlossen hinsichtlich ihrer ESG-Werte. ESG-Anleihenindizes gibt es erst seit wenigen Jahren, und in einigen Bereichen, wie beispielsweise im Hochzinssegment, sucht man sie bis heute vergebens.

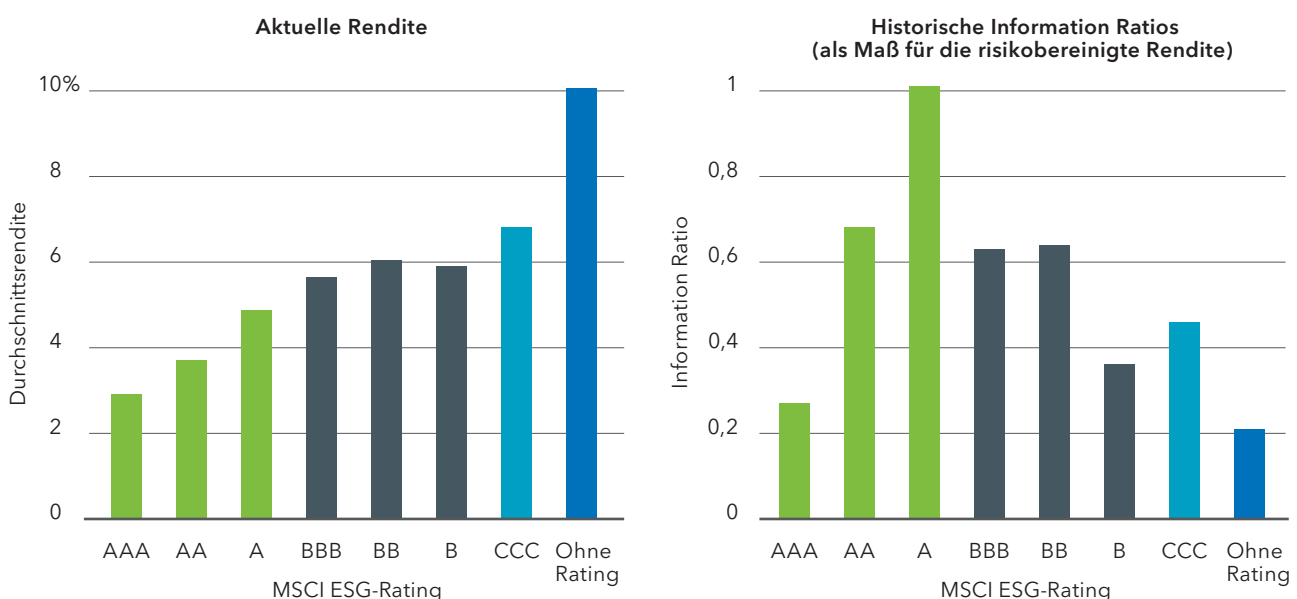
Zudem müssen Anleger für ein Anleihenportfolio mit ESG-Fokus in der Regel Abstriche bei der Rendite hinnehmen. Denn Unternehmen mit besonders schwachen ESG-Werten bringen tendenziell die höchsten Renditen. Wie dieser Kompromiss in der Praxis aussieht, haben wir exemplarisch anhand einer Darstellung des globalen Hochzinsanleihenmarktes aus ESG-Perspektive gezeigt (siehe Grafik *Die ideale Mischung finden*). Per Jahresende 2017 war die Rendite bei Emittenten der untersten ESG-Ratingkategorie von MSCI (CCC) mehr als doppelt

so hoch wie bei den Unternehmen mit den besten ESG-Werten. Weltweit hat ungefähr jede vierte globale High-Yield-Anleihe ein ESG-Rating von BB oder niedriger. Werden diese Anleihen in einem globalen Hochzinsportfolio ausgeschlossen oder untergewichtet, könnte dies die durchschnittliche Rendite deutlich schmälern.

Doch die Zeit arbeitet für den Anleger. In den vergangenen zehn Jahren verzeichneten Anleihen mit besseren ESG-Ratings trotz der niedrigeren Rendite auch eine bessere Information Ratio – eine Messgröße für die risikobereinigte Rendite (siehe Grafik unten rechts). Das attraktivste Potenzial bieten Unternehmen in der MSCI ESG-Ratingkategorie A. Unsere Analyse legt den Schluss nahe, dass höhere ESG-Ratings ein Indikator für qualitätsorientierte Unternehmen sind. Hier besteht also eine Parallele zum Aktienmarkt. Ganz ähnlich wie die bonitätsstärksten Unternehmen schneiden auch die Unternehmen mit den besten ESG-Werten in Aufschwungphasen eher schlechter als der Markt ab, während sie von einer Flucht in Qualitätswerte profitieren (siehe auch [Seite 11](#)). Aus unserer Sicht dürfte ein ESG-orientiertes

## Die ideale Mischung finden

Globale Hochzinsanleihen: durchschnittliche aktuelle Rendite und historische Information Ratios nach ESG-Ratingkategorien, 2007-2017



Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von MSCI und Bank of America Merrill Lynch, Stand: April 2018. Hinweise: Globale High-Yield-Anleihen auf Basis des BoAML Global High Yield Constrained Index. Aktuelle Rendite als Durchschnittswert für jede MSCI ESG-Ratingkategorie per Jahresende 2017. Historische Information Ratios als Messgröße für die risikobereinigte Rendite für den Zeitraum von Januar 2007 bis März 2017.

Portfolio über einen vollen Marktzyklus hinweg eine ähnliche Wertentwicklung erzielen wie ein klassisches Portfolio – selbst wenn Anleger auf kurze Sicht leichte Abstriche bei der Rendite machen müssen.

Aufgrund der lückenhaften Verfügbarkeit von ESG-Daten ist die Aussagekraft derartiger Analysen jedoch begrenzt. Das ESG-Rating von MSCI deckte fast die Hälfte der globalen Emittenten von Hochzinsanleihen in unserer Studie nicht ab. Bei diesen Titeln waren die risikobereinigten Renditen nach unseren Ergebnissen geringer als bei allen untersuchten Unternehmen mit ESG-Rating. Wenn für mehr Unternehmen ESG-Ratings vorliegen, dürfte dies differenziertere Analysen ermöglichen.

### Investment-Grade-Anleihen im Fokus

Bei Anleihen mit Investment-Grade-Rating sind ESG-Ratings bereits weiter verbreitet. Auf der Grundlage der verfügbaren Daten haben wir ein hypothetisches Portfolio von US-Unternehmensanleihen auf Basis des Bloomberg Barclays Investment Grade Corporate Index analysiert. Unsere Ergebnisse:

- Eine ESG-Variante des Index (Ausschluss aller Emittenten mit einem MSCI ESG-Rating unterhalb von BB) lieferte über die vergangenen zehn Jahre eine nahezu identische Performance wie der Ursprungsindex. Die Sharpe Ratio ist dieselbe (siehe Tabelle *Nachhaltige Unternehmensanleihen*). Strengere Auswahlkriterien (Ausschluss aller Unternehmen mit einem ESG-Rating von BBB oder niedriger) führten zu leichten Performanceeinbußen.
- Und dies obwohl unser ESG-Portfolio mit der Ratingvorgabe BB oder höher eine etwas schwächere Rendite verzeichnete (3,16% gegenüber 3,25%) und mehr als ein Viertel der über 700 Emittenten im Ursprungsindex die Filterkriterien nicht erfüllten. Aus unserer Sicht bot das Portfolio mit ESG-Fokus dennoch eine attraktive Diversifizierung über unterschiedliche Branchen.
- Bei den ESG-Portfolios war ein etwas höherer maximaler monatlicher Drawdown zu verzeichnen. Aber sie zeigten eine deutliche Outperformance in Phasen mit erhöhter Risikoaversion (wie beispielsweise 2008) sowie eine unterdurchschnittliche Entwicklung bei sinkenden Credit Spreads (wie beispielsweise 2009). Dies bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass ESG-Daten ein Indikator für Qualität sind.

### Von Stürmen zu Staatsanleihen

Die Anwendung von ESG-Kriterien wird aus unserer Sicht noch interessanter über lange Zeithorizonte. Denn ESG-Risiken wachsen tendenziell im Laufe der Jahre. So sind beispielsweise Anleihen für Infrastrukturprojekte mit einer Laufzeit von 30 oder 40 Jahren Risiken wie Sturmschäden oder einem Anstieg des Meeresspiegels ausgesetzt. Nachhaltige Anlagen können sich unseres Erachtens langfristig dadurch bezahlt machen, dass sie das Exposure in Bezug auf solche Risiken reduzieren.

Wie sieht es nun bei Staatsanleihen aus? Der kritische Faktor ist hier die Integrität der staatlichen Institutionen. Es ist naheliegend, dass es in Ländern mit schwachen Institutionen häufiger zu Menschenrechtsverletzungen und politischen Unruhen kommt und dass dort Umweltverschmutzung weiter verbreitet ist. Eine gut funktionierende demokratische Kontrolle wirkt hingegen in allen Feldern stabilisierend.

Nach unserer Analyse gibt es eine ausgeprägte Korrelation zwischen dem maßgeblichen Faktor für Veränderungen in herkömmlichen ESG-Länderindizes und der Komponente *Zahlungsbereitschaft* in unserem **BlackRock Sovereign Risk Index**, der 60 Länder abdeckt. Die relativen Länderrankings bei dieser Messgröße sind in aller Regel eingepreist, Veränderungen

### Nachhaltige Unternehmensanleihen

US-Unternehmensanleihenindex und hypothetische ESG-Portfolios im Vergleich, 2007-2017

	Standard	ESG (BB oder höher)	ESG (BBB oder höher)
Annualisierte Rendite	5,55%	5,53%	5,38%
Volatilität	5,82%	5,79%	5,87%
Sharpe Ratio	0,24	0,24	0,23
Tracking Error (Bp.)	0	39	60
Maximaler monatlicher Drawdown	-7,77%	-8,26%	-8,77%
Rendite	3,25%	3,16%	3,14%
Anzahl Emittenten	726	516	377
ESG-Rating	4,9	5,7	6,5

**Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung bietet keine Gewähr für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich.** Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von Bloomberg, Stand: April 2018. Hinweise: US-Unternehmensanleihen auf Basis des Bloomberg Barclays US Investment Grade Corporate Index. Bei den hypothetischen ESG-Anleihenportfolios wurden US-Unternehmensanleihen mit einem schlechteren MSCI ESG-Rating als BB bzw. BBB ausgefiltert.

jedoch häufig nicht und könnten daher als Frühindikator für Marktbewegungen dienen. Messgrößen für die Integrität von Institutionen (wie beispielsweise *Zahlungsbereitschaft*) werden häufiger aktualisiert als andere ESG-Werte (in vielen Fällen jährlich). Somit könnten sie möglicherweise als Frühwarnsignal für eine Verschlechterung der ESG-Werte dienen.

Die Relevanz einzelner ESG-Teilkomponenten kann von Land zu Land unterschiedlich sein. So dürften Indikatoren für die Steuerung von Umweltrisiken und den Umgang mit natürlichen Ressourcen vor allem in Frontier Markets eine zentrale Rolle spielen. Bessere Rankings bei den betreffenden Kennzahlen geben Aufschluss über die Fähigkeit eines Landes, Naturkatastrophen zu überstehen, ohne dass seine Zahlungsbereitschaft in Frage steht (siehe [Seite 14](#)).

**Fazit:** Unseres Erachtens kann ein Investment-Grade-Anleihenportfolio mit ESG-Fokus durchaus ähnliche Ergebnisse liefern wie ein klassisches Portfolio. Kleine Abstriche bei der kurzfristigen Rendite können dabei der Preis für eine Absicherung gegen große langfristige Risiken sein. Wie auch bei anderen Anlageklassen sehen wir für ESG-orientierte Portfolios in Zukunft sogar Out-performance-Potenzial, wenn ESG-Risiken tatsächlich zum Tragen kommen und regulatorische Auflagen und Anreize diejenigen mit guten ESG-Ratings belohnen und diejeni-

gen mit schlechten abstrafen. ESG-Portfolios können außerdem Investoren ansprechen, die nicht mehr nur an einer finanziellen Rendite interessiert sind. Denn für manch einen Anleger hat es einen Wert für sich, durch gezielte Asset-Allokation Nachhaltigkeit zu fördern.

### Wachsendes Umweltbewusstsein

Wie kann man am Anleihenmarkt umweltbewusster investieren? ESG-Indizes als Benchmark sind eine Option. Zusätzlich können Anleger auch auf Green Bonds setzen. Green Bonds sind festverzinsliche Instrumente, deren Erlös zur Finanzierung neuer oder bereits laufender umweltfreundlicher Projekte verwendet wird, beispielsweise zur Abgasreduzierung oder zum Ausbau erneuerbarer Energien.

Dieser noch junge Markt verzeichnet ein starkes Wachstum: Bloomberg zufolge erreichten die Emissionen von Green Bonds 2017 das Rekordvolumen von USD 137 Mrd., sodass gemäß unseren Schätzungen das Gesamtvolumen des Marktes derzeit USD 315 Mrd. beträgt. Aktuell gibt es fünf Indizes für Green Bonds. Gekauft werden sie vorwiegend von Buy-and-hold-Anlegern wie Versicherungen oder Pensionskassen. Green Bonds ermöglichen Investoren die Finanzierung grüner Projekte ohne das mit Direktinvestitionen an privaten Märkten verbundene Kredit- oder Liquiditätsrisiko.

## Grüner Output

Umweltbilanz einer hypothetischen Anlage in Höhe von USD 100 Mio. in den Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index, Juli 2017



**205.681 t CO<sub>2</sub>**  
eingespartes Emissionsvolumen/Jahr  
entspricht dem Emissionsvolumen von 43.447 Autos



**8.851 Mio. Liter**  
weniger Wasserverbrauch/Jahr  
entspricht mehr als 3.500 Olympia-Schwimmbekken



**111.764 MWh**  
Energie aus erneuerbaren Quellen/Jahr



**541.882 MWh**  
weniger Energieverbrauch/Jahr  
entspricht dem jährlichen Verbrauch von 67.833 Eigenheimen



**175.946 m<sup>3</sup>**  
aufbereitetes Abwasser/Jahr  
entspricht dem jährlichen Abfallvolumen von New York City in 1 Jahr



**2.155 Hektar**  
wieder aufgeforstete bzw. nicht abgeholzte Waldfläche  
entspricht mehr als 3.000 Fußballfeldern

Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von der US Environmental Protection Agency (EPA), Stand: April 2018. Hinweise: Die Analyse basiert auf einer hypothetischen Anlage in Höhe von USD 100 Mio. in den Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index, Stand: 2017. Die Zahlen zum jeweiligen ökologischen Effekt basieren auf von BlackRock aggregierten freiwilligen Selbstangaben der Emittenten von Green Bonds. Die Analyse verwendet für die Darstellung von CO<sub>2</sub>- und Energiewerten den Greenhouse Gas Equivalences Calculator der US-amerikanischen EPA. Weitere Annahmen: 1 Olympia-Schwimmbekken = 2,5 Mio. Liter Wasser; 1 Fußballfeld = 7.000 m<sup>2</sup>; 1 m<sup>3</sup> Abfall = 200 Kilogramm. Nur zu Veranschaulichungszwecken.

Und die Performance? Unsere Analyse kommt zum gleichen Ergebnis wie eine [Studie der Climate Bonds Initiative](#) von 2017: Die Wertentwicklung von Green Bonds deckt sich mit der Performance klassischer Anleihen. Auch die wertentwicklungsbestimmenden Faktoren sind identisch, wie beispielsweise Zinsschwankungen oder das Kreditrating des Emittenten. Wir sehen Anzeichen dafür, dass Green Bonds kurz nach ihrer Emission eine überdurchschnittliche Entwicklung verzeichnen, teilweise bedingt durch das knappe Angebot. Hier liegt gleichzeitig eine Schwäche von Green Bonds, nämlich die geringere Liquidität im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen.

### Wirkung prüfen

Wie kann man als Anleger sicher sein, dass Green Bonds tatsächlich die erwünschte positive Wirkung haben? Ein ausführliches und transparentes Reporting muss Rechenschaft darüber ablegen, ob das finanzierte Projekte tatsächlich die angestrebten positiven Effekte auf die Umwelt hat. Wir veranschaulichen den aktuellen Trend bei der Berichterstattung zu den Auswirkungen, dem sogenannten Impact Reporting, an einem hypothetischen Portfolio, das den Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index nachbildet. BlackRock bietet ein

entsprechendes Reporting sowohl für indexbasierte als auch für individuell zusammengestellte Green-Bond-Portfolios. Die Grafik [Grüner Output](#) stellt wichtige Kennzahlen zusammen, so beispielsweise die erzeugte Menge an erneuerbarer Energie, Einsparungen bei Energie- oder Wasserverbrauch oder die Emissionssenkung jeweils pro investierten USD 100 Mio.

Die Kriterien zur Definition von Green Bonds sind nicht einheitlich festgelegt. BlackRock war an der Ausarbeitung der [Green Bond Principles](#) beteiligt. Dabei handelt es sich um Richtlinien zur Förderung von Transparenz und Integrität in der Marktentwicklung. Wir stellen sicher, dass Neuemissionen diesen Richtlinien entsprechen und haben in einzelnen Fällen schon bei selbst ernannten Green Bonds die rote Fahne gehoben, weil keine Transparenz in Bezug auf die beabsichtigte Erlösverwendung gegeben war oder nicht glaubhaft vermittelt werden konnte, dass die jeweiligen Projekte den gewünschten positiven Effekt auf die Umwelt haben.

**Fazit:** Green Finance wird allmählich erwachsen. Unseres Erachtens sind Green Bonds zentrale Instrumente, die Anlegern helfen können, ihre Investments und ESG-Ziele zu vereinbaren.

## Andere Anlageklassen

Warum schneiden Schwellenländeraktien mit ESG-Fokus besser ab? Wie können neue ESG-Indexvarianten eine Lücke beim Investieren in Schwellenländeranleihen füllen, und warum wird am Immobilienmarkt eine Umweltprämie gezahlt?

### ESG erreicht die Schwellenländer

Bei Anlagen in Schwellenländern sind ESG-Aspekte ein wichtiger Faktor und ein nützliches Instrument zur Erkennung von Risiken, die hier stärker ausgeprägt sind als in Industrieländern. So ist es um den Anlegerschutz in Schwellenländern tendenziell schlechter bestellt, Emittenten haben eine schlechtere Zahlungsmoral, Umweltstandards sind eher niedrig und die Korruption ist ein größeres Problem als in Industrieländern.

Die begrenzte Verfügbarkeit von Daten erschwert Analysen in diesem Segment, wobei sich eine allmähliche Verbesserung abzeichnet. So wurde beispielsweise in Südafrika das ESG-Reporting standardisiert. Die MSCI-Daten zeigen, dass ESG-Varianten von Aktienindizes in den letzten sechs Jahren eine bessere Wertentwicklung verzeichnet haben als der jeweilige klassische Index

(siehe Tabelle auf [Seite 8](#)). Der maßgebliche Faktor hierbei ist die Titelauswahl. Unsere Analyse der Performancebeiträge zeigt, dass diese Komponente als renditebestimmender Faktor wichtiger ist als die Länder- oder Branchenauswahl. Wir deuten dies als ersten Hinweis darauf, dass ein Fokus auf ESG-Aspekte bei Anlagen in Schwellenländern einen wertsteigernden Effekt haben kann. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte die Tatsache sein, dass in Schwellenländern Welten zwischen Unternehmen mit ausgeprägtem und Unternehmen mit schwachem ESG-Bewusstsein liegen.

Neue ESG-Indizes für EM-Schuldtitel (ein gemeinsames Projekt von J.P. Morgan und BlackRock) könnten unseres Erachtens dazu führen, dass sich die Kapitalallokation langfristig zugunsten ESG-sensibler Emittenten ver-



schiebt. Die Grafik *Nachhaltige Staatsanleihen* zeigt die Ländergewichtungen im neuen JESG EMBI Global Index im Vergleich zum Standardindex. Diskrepanzen bei der ESG-Performance im Ländervergleich bewirken eine signifikante Verschiebung der Indexgewichtungen (und möglicherweise der Kapitalströme). Ein starker Rückgang der Ländergewichtung Chinas könnte zum Abverkauf chinesischer Anleihen führen, wenn Anleger sich auf den neuen Index umorientieren. Polen wäre ein Beispiel für die gegenteilige Entwicklung.

Wichtige Merkmale der neuen Indizes, die sowohl in harter Währung als auch in Lokalwährung verfügbar sind:

- Das Länderengagement in den zugrundeliegenden Indizes wird auf Grundlage der ESG-Ratings neu gewichtet.
- Das unterste ESG-Quintil ist aus dem Index ausgeschlossen.
- Green Bonds werden im Index überproportional stark gewichtet.
- Emittenten mit Einnahmen aus der Waffen-, Kohle- oder Tabakproduktion sind ausgeschlossen.

Einer Analyse von J.P. Morgan auf Basis von Backtesting-Daten zufolge hätten die neuen ESG-Indizes in den letzten fünf Jahren die gleichen risikobereinigten Renditen generiert wie die klassischen Indizes. Ein Beispiel: Sowohl der JESG EMBI Global Index als auch der JPMorgan EMBI Global Diversified Index verzeichneten in diesem Zeitraum eine annualisierte Rendite von 4%, obwohl der neue Index eine um 20 Basispunkte niedrigere Verzinsung aufwies als der Ursprungsindex. Gleichzeitig zeichnete sich die ESG-Variante durch eine etwas geringere Volatilität aus (6% gegenüber 6,1%).

Eine weitere wichtige Feststellung: Das Bonitätsniveau ist bei den JESG-Indizes höher als bei ihren jeweiligen Basisindizes. Einer Einschätzung von J.P. Morgan zufolge würde ein Rating-Upgrade um nur eine Stufe bei lediglich 20% der Unternehmen im JESG EMBI ausreichen, um den Index auf Investment-Grade-Niveau zu heben. Beim Basisindex wäre dazu ein Rating-Upgrade bei 80% der im Index vertretenen Unternehmen erforderlich.

Es gelten die üblichen Einschränkungen: **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Performance.** Die starke Ausrichtung von ESG-Indizes auf Qualität kann in Phasen mit erhöhter Risikobereitschaft die Wertentwicklung beeinträchtigen. In Abschwungphasen dürfte diese Qualitätsorientierung jedoch einen guten Schutz bieten.

## Ein neuer Index bringt Veränderungen

Bei der Suche nach Relative-Value-Chancen in Schwellenländern lohnt sich eine genauere Analyse der ESG-Gesamtratings.

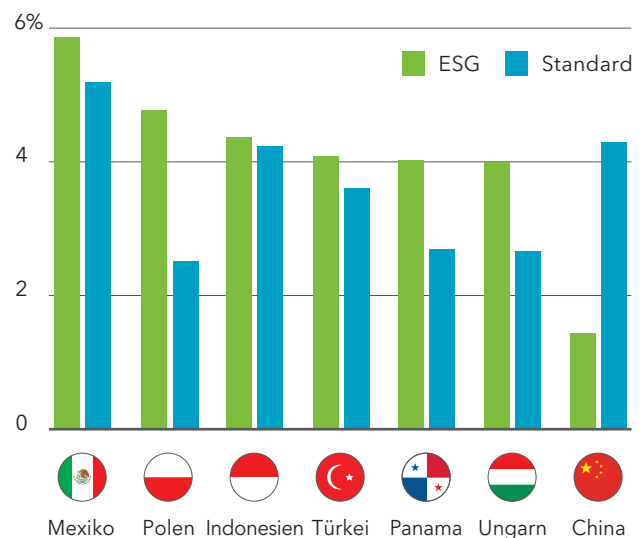
Staatliche Emittenten mit besonders großen Schwächen bei der Haushaltstransparenz rangieren tendenziell am Ende der ESG-Rating-Skala. Unserer Erfahrung nach bleiben diese Emittenten mit hoher Wahrscheinlichkeit vom JESG EMBI Global Index ausgeschlossen.

Der **Open Budget Index** (OBI) des International Budget Partnership, der über 100 Länder auf einer Transparenzskala von 0 bis 100 abbildet, kann hier wertvolle Anhaltspunkte liefern. Die Entwicklung eines Emittenten im OBI könnte unseres Erachtens ein Frühindikator für die Aufnahme in oder den Ausschluss aus einem ESG-Index sein.

Unser Schwerpunkt liegt in vielen Frontier Markets auf der Umweltkomponente (E). Die Bewertung einzelner Emittenten im Hinblick auf die Steuerung von Umwelt Risiken oder den Umgang mit natürlichen Ressourcen gibt Aufschluss über die Anfälligkeit (oder Widerstandsfähigkeit) in Bezug auf Naturkatastrophen, die im Ernstfall die Zahlungsmoral des betreffenden staatlichen Emittenten beeinträchtigen könnten. Die Qualität der Staatsführung ist ein entscheidender Faktor für Länder, die mit der Unterstützung internationaler Finanzinstitutionen tiefgreifende Strukturreformen in Angriff nehmen

## Nachhaltige Staatsanleihen

Ländergewichtungen: ESG- versus Standard-Schwellenländerindex, 2018



Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von J.P. Morgan, Stand: April 2018. Hinweise: Die Grafik zeigt Ländergewichtungen im JESG EMBI Global Index im Vergleich zum Standardindex, dem JPMorgan EMBI Global Diversified Index, Stand: 19. April 2018. Die Darstellung umfasst die sechs Länder mit der stärksten Gewichtung im JESG EMBI Global sowie China (als Land mit der stärksten Differenz in der Gewichtung zwischen beiden Indizes).



wollen. Ebenso ist der Aspekt der Governance auch bei der Bewertung von Unternehmen ein nützliches Instrument, um Risiken im Auge zu behalten und sich ein Bild vom Führungsstil und den Prioritäten des Managements zu machen.

## IMMOBILIEN

Aus unserer Sicht sind ESG-Aspekte ein wesentlicher Faktor bei Immobilienanlagen. Denn Immobilien sind langlebige physische Vermögenswerte, die direkt mit den Risiken und Chancen globaler Probleme wie dem Klimawandel, der Verknappung von Ressourcen oder dem Bevölkerungswachstum in Verbindung stehen. Gebäude verursachen erhebliche CO<sub>2</sub>-Emissionen. Intelligente und selbst kleine Veränderungen können weitreichende positive Wirkungen haben.

Ein positiver Performanceeffekt zeigt sich besonders deutlich im Immobiliensektor, wo ein Trend zu mehr Nachhaltigkeit – mit Umweltprämie – zu beobachten ist. Die Mieten für „grüne“ Gebäude mit zertifiziertem Umweltstandard lagen über die letzten fünf Jahren hinweg um bis zu 17% über dem jeweiligen Durchschnitt, wie in der Veröffentlichung *The Business Case for Green Building* des World Green Building Council von 2013 dargelegt. Umweltgerechte Gebäude profitieren zudem von einer besseren Auslastung und längerfristigen Mietverhältnissen. Unternehmen als Mieter schätzen grüne Gebäude, weil sie die Produktivität fördern, den Arbeitgeber aufwerten und außerdem eigene Nachhaltigkeitsziele erfüllen.

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bei Immobilienprojekten kann aus unserer Sicht auch zur Senkung der Finanzierungskosten beitragen, da bei Verankerung bestimmter grüner Vorgaben im Kreditvertrag in manchen Fällen günstigere Konditionen gewährt werden. Grüne Kredite als Zusatzkomponente in MBS-Portfolios mit Gewerbeimmobilien als Sicherheiten scheinen sich zudem positiv auf die Wertentwicklung auszuwirken. Grüne Gebäude weisen ein um 34% niedrigeres Ausfallrisiko auf. Zu diesem Ergebnis kommt die Studie *Green Buildings in Commercial Mortgage-Backed Securities*. Wiederum scheint sich hier die Verbindung zur Qualitätsprämie bei vielen grünen Strategien auszuwirken.

**Fazit:** Unseres Erachtens dürfte im Laufe der Zeit verstärkt Kapital in Anlagen fließen, die ESG-orientierte Schwellenländerindizes als Benchmark haben. Dies dürfte Regierungen und Unternehmen in den Emerging Markets einen Anreiz bieten, ihre ESG-Bilanz zu verbessern.

## Abschlag für nicht umweltgerechte Gebäude

Diese Positiveffekte haben jedoch ihren Preis. Die Kosten variieren je nach Gebäudetyp, Region und Ausstattung, doch Daten des *World Green Building Council* deuten darauf hin, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein Gebäude um bis zu 12% teurer machen kann. Auch das Nachrüsten von Bestandsimmobilien kann mit hohen Kosten verbunden sein. Die Anfangsinvestitionen machen sich auf lange Sicht wahrscheinlich bezahlt, da hohe Umweltstandards sowohl höhere Mieten als auch einen besseren Verkaufspreis versprechen. Und wenn nachhaltige Immobilien erst einmal Standard sind, dürften auch die Kosten sinken. Der Aufschlag für grüne Gebäude hat mit wachsender Verbreitung umweltfreundlicher Immobilien aber auch eine Kehrseite: Für Immobilien, die diese Standards nicht erfüllen, gilt ein entsprechender Abschlag. Für diese Objekte ist mit sinkenden Mieten und rückläufiger Nachfrage potenzieller Käufer zu rechnen. Marktteilnehmer, die den grünen Trend nicht früh genug erkannt haben, könnten sich gezwungen sehen, ihre Immobilien nachzurüsten, um das Mietniveau abzusichern und sicherzustellen, dass das Objekt auch einen Käufer findet.

Neben Nachhaltigkeitsaspekten gewinnt dabei das Thema der Langlebigkeit derzeit zunehmend an Bedeutung. Wie Gebäude und Infrastruktur extremen Wetterereignissen trotzen bzw. schnell wiederinstandgesetzt werden können, wird immer wichtiger. Die zahlreichen Tropenstürme, Erdbeben und Flächenbrände der letzten Jahre unterstreichen die Aktualität dieses Themas. Nach dem Supersturm Sandy im Jahr 2012 hat New York City eine entsprechende Initiative gestartet.

In Zukunft wird sich unseres Erachtens das Instrumentarium stetig weiterentwickeln, sodass Klimarisiken für bestimmte Postleitzahlgebiete und sogar für einzelne Gebäude ermittelt werden können. Wir sind überzeugt, dass Anleger dadurch in die Lage versetzt werden, eindeutig festzustellen, wer vorbereitet ist und wer nicht. Dies wird einer effizienteren Bewertung der Preisniveaus am Immobilienmarkt den Weg bahnen.

# ESG-Gesamtratings greifen zu kurz

Ein neues, komplexeres System zur Klassifizierung von Unternehmen auf Grundlage von ESG-Kennzahlen, zeigt, dass es sich auszahlt, ESG-Gesamtratings nicht bloß oberflächlich zu betrachten. Wir erläutern außerdem, wie wichtig der Dialog mit Unternehmen ist.

Die Standardisierung von ESG-Daten steckt noch in den Kinderschuhen. Die Kennzahlen variieren von Unternehmen zu Unternehmen, die Akzeptanz ist lückenhaft, und die verfügbaren Daten basieren zum großen Teil auf freiwilligen Selbstangaben. Ein erster Schritt in die richtige Richtung wären branchenspezifische Standards, die so detailliert sind, dass sie sinnvolle Daten liefern, und breit genug ansetzen, um unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Das US-amerikanische **Sustainability Accounting Standards Board (SASB)** hat ein Sustainable Industry Classification System (SICS) entwickelt. Der Hauptunterschied zum General Industry Classification System (GICS) besteht darin, dass Unternehmen nicht auf der Grundlage ihrer Finanzdaten oder Geschäftsmodelle gruppiert werden, sondern anhand der jeweils bestehenden Nachhaltigkeitsrisiken und Innovationschancen.

Das SICS-System umfasst 10 thematische Sektoren, die in 35 Subbranchen und 79 Branchen untergliedert sind.

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die wichtigsten Unterschiede und Parallelen zum GICS-System. Einige Beispiele: Das SICS-System sieht einige neue Sektoren vor (z.B. Infrastruktur). Andere werden zusammengelegt (z.B. Technologie und Telekommunikation). Darüber hinaus werden neue Branchen definiert (z.B. Windenergie), während andere zu neuen Sektoren zusammengefasst werden (z.B. Automobil und Fluggesellschaften zum Transportsektor).

Um zu beantworten, ob das SICS-System sinnvoll ist, haben wir das System auf den Russel 1000 Index angewendet, dabei allerdings nur Aktien berücksichtigt, die seit mindestens zwei Jahren im Index vertreten sind. Unser Fazit: SICS bietet durchaus Vorteile gegenüber der herkömmlichen Klassifizierung. Einige zentrale Ergebnisse unserer Analyse von Daten über einen Zeitraum von acht Jahren:

- Sowohl bei SICS als auch GICS werden Aktien mit einem ähnlichen Profil zusammengefasst. Die tägliche

## Nachhaltige Sektoren

SICS- und GICS-Sektoren für US-Aktien im Vergleich, 2018

		GICS-Sektoren												
		Finanzen	Informationstechnologie	Gesundheit	Immobilien	Industrie	Nichtzykl. Konsumgüter	Energie	Zykl. Konsumgüter	Ver-sorger	Grundstoffe	Telekommunikationsdienste	Gesamt	
SICS-Sektoren	Finanzen	133	16	–	–	2	–	–	–	–	–	–	151	17%
	Technologie & Kommunikation	–	108	3	–	1	3	–	–	–	8	123	25%	
	Gesundheit	–	–	93	–	–	–	–	–	–	–	93	12%	
	Infrastruktur	–	–	–	83	8	6	–	–	38	–	–	135	6%
	Ressourcenverarbeitung	–	6	–	–	74	–	–	–	–	39	–	119	9%
	Dienstleistungen	6	3	–	1	12	61	–	–	–	1	–	84	7%
	Konsum	–	1	–	–	8	57	–	55	–	1	–	122	15%
	Nichterneuerbare Ressourcen	–	–	–	–	4	1	56	–	1	13	–	75	6%
	Transport	–	–	–	–	23	14	–	–	–	–	–	37	3%
	Erneuerbare Ressourcen	–	1	–	2	–	–	–	–	–	1	–	4	
<b>Gesamt</b>		<b>139</b>	<b>135</b>	<b>96</b>	<b>86</b>	<b>132</b>	<b>142</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>39</b>	<b>55</b>	<b>8</b>		
		15%	26%	12%	3%	10%	13%	5%	8%	3%	3%	2%		

Quellen: BlackRock Investment Institute mit Daten von SASB und Bloomberg, Stand: April 2018. Hinweise: Die Analyse basiert auf 943 Unternehmen im Russell 1000 Index, denen auch vom SASB Sektoren zugewiesen wurden. Die Balken geben die Zahl der Unternehmen im jeweiligen Sektor nach SICS bzw. GICS an. Beispielsweise umfasst der neue SICS-Sektor „Ressourcenverarbeitung“ 119 Unternehmen, von denen nach GICS 74 als Industrieunternehmen klassifiziert sind. Die Prozentwerte unten und ganz rechts entsprechen dem Anteil jedes Sektors an der gesamten Marktkapitalisierung.

paarweise Korrelation der Überschussrenditen einzelner Aktien innerhalb bestimmter Sektoren war vergleichbar mit den entsprechenden GICS-Werten (und deutlich höher als bei einer zufälligen Stichprobe).

- Jeder SICS-Sektor ist eindeutig umrissen und klar abgegrenzt. Die paarweise Korrelation der Renditen über Sektorgrenzen hinweg war bei SICS niedriger als bei GICS. Die höchste sektorübergreifende Korrelation im SICS-System betrug 26% gegenüber 46% im GICS-System.

Wir sehen Anzeichen dafür, dass der vom Sustainability Accounting Standards Board definierte Rahmen Anlageentscheidungen auf eine bessere Grundlage stellt. Unternehmen mit sehr guten Werten bei den vom SASB als wesentlich eingestufteten Nachhaltigkeitskennzahlen haben sich laut der auf [Seite 6](#) zitierten Studie der Harvard Business School von 2015 überdurchschnittlich entwickelt.

## Genauer hinsehen

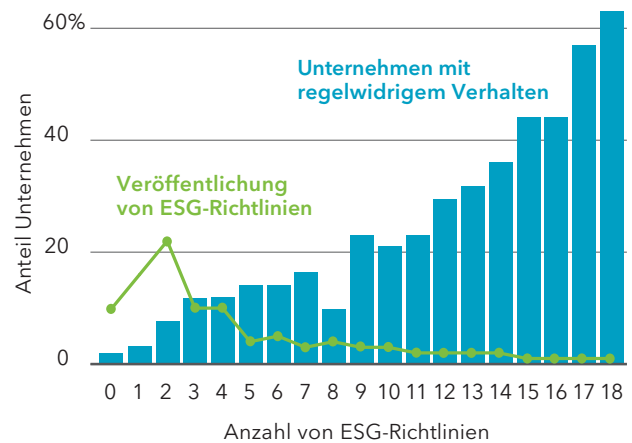
Unternehmen mit mehr ESG-Richtlinien sollten eine weißere Weste haben – so lautete zumindest unsere Annahme. Nachdem wir jedoch die enormen Datenmengen der globalen MSCI-Datenbank aus zehn Jahren analysiert haben, kamen wir zu einem überraschenden Ergebnis: Die Unternehmen mit den umfangreichsten ESG-Richtlinien haben die schwächste ESG-Bilanz. Diese Unternehmen waren häufiger Gegenstand von Prozessen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen in Zusammenhang mit unethischem Verhalten (wie beispielsweise Diskriminierung von Bewerbern, Preisabsprachen oder Steuerbetrug). Die Unternehmen mit den wenigsten ESG-Richtlinien waren hingegen eher unauffällig (siehe Grafik *Serientäter*).

Unseres Erachtens sind im Kontext möglicher ESG-Regelverstöße vor allem drei Kennzahlen maßgeblich: die Größe eines Unternehmens (große Player sind häufiger betroffen), eine Historie regelwidrigen Verhaltens und die Zahl der ESG-Richtlinien. Unsere Analyse hat ergeben, dass Regelverstöße zwar normalerweise neue Richtlinien nach sich ziehen, aber keine merklichen Veränderungen im Verhalten. Doch solche Negativschlagzeilen sind nicht nur unangenehm, sondern können auch die Renditen stark beeinträchtigen (siehe hierzu auch unsere Veröffentlichung [A pitfall in ethical investing](#) von 2016).

Sind ESG-Ratings also irrelevant? Keineswegs. Die Zahl der ESG-Richtlinien ist nur einer von vielen Parametern, die in ein ESG-Rating einfließen, und wir gehen davon aus, dass sich Qualität und Aussagekraft der Daten

## Serientäter

Interne ESG-Richtlinien von Unternehmen und Regelverstöße, 2003–2014



Quellen: BlackRock Systematic Active Equity, BlackRock Investment Institute mit Daten von Thomson Reuters, Stand: April 2018. Hinweise: Die blauen Balken veranschaulichen den Zusammenhang zwischen der Zahl der ESG-Richtlinien in einem beliebigen Jahr und regelwidrigem Verhalten im folgenden Jahr. Die grüne Linie zeigt die Veröffentlichung von ESG-Richtlinien. Beispiel: Der Balken ganz rechts gibt an, dass es bei 63% der Unternehmen mit 18 ESG-Richtlinien in einem Jahr jeweils im darauffolgenden Jahr zu einem Regelverstoß kam. Die grüne Linie zeigt, dass es nur bei ca. 1% der Unternehmen in einem beliebigen Jahr 18 ESG-Richtlinien gab. Die Analyse basiert auf allen globalen Unternehmen in der Thomson Reuters Asset4-Datenbank im Zeitraum von 2003 bis 2014 (insgesamt 15.579 jährliche Datenpunkte).

immer weiter verbessern. Doch die Ergebnisse zeigen, dass Anleger definitiv genauer hinsehen und sich nicht allein an den ESG-Gesamtratings orientieren sollten

## Stärkste Verbesserung

Auch einzelne ESG-Komponenten können Hinweise auf Entwicklungen liefern, die nicht sofort ersichtlich sind. Betrachtet man beispielsweise die CO<sub>2</sub>-Emissionen der Kategorien 1 und 2 (direkt erzeugte Emissionen und Emissionen aus eingekauftem Strom) auf der Grundlage von freiwilligen Selbsteinschätzungen der Unternehmen, so haben diese zweifelsfrei Auswirkungen auf die Umwelt. Doch die Werte sind auch in anderer Hinsicht aufschlussreich. Denn Unternehmen, die mit weniger auskommen, arbeiten in der Regel effizienter: Unternehmen, die ihren CO<sub>2</sub>-Fußabdruck fast jedes Jahr weiter reduzieren konnten (gemessen an den Emissionen im Verhältnis zum Umsatz), waren performancestärker als die Schlusslichter bei der Emissionsreduzierung (die orangefarbene Linie in der Grafik *CO<sub>2</sub>-Effizienz* zeigt die Bestplatzierten). Und dieses Ergebnis hat auch außerhalb der CO<sub>2</sub>-intensiven Sektoren Energie und Industrie Bestand. Maßgeblich für Gewinnentwicklung und Finanzkennzahlen sind die relative Entwicklung und die prozentuale Veränderung und weniger das absolute Emissionsvolumen.

Auch diese Feststellung bestätigt unsere Einschätzung, dass es auf die Entwicklungsdynamik ankommt. Angesichts der schlechten Verfügbarkeit zuverlässiger ESG-Daten ist es nicht immer leicht, die Entwicklung zu verfolgen. Unsere bisherige Arbeit mit zeitnäheren Indikatoren (siehe auch unsere Analyse der Gesprächsprotokolle von Telefonkonferenzen auf [Seite 6](#)) ist vielversprechend. Es gibt Anzeichen dafür, dass der Markt in den vergangenen drei Jahren Unternehmen belohnt hat, die ihre ESG-Initiativen stärker publik machten. Insgesamt kommen wir zu dem Schluss, dass sich eine Anlage in Unternehmen lohnen kann, die sich im Konkurrenzvergleich besonders stark verbessern, selbst wenn diese Unternehmen in umweltbelastenden Sektoren operieren.

### Dialog als Option

Wie soll man nun mit den Unternehmen umgehen, die beim Thema ESG ihre Hausaufgaben noch nicht gemacht haben? Eine Option wäre, diese Unternehmen zu meiden. Alternativ könnte man versuchen, diese dazu zu bewegen, aktiv zu werden. Ein solcher Ansatz kann eine starke Wirkung entfalten, da viele Unternehmen mit schwachen ESG-Werten in Benchmarkindizes sehr stark gewichtet sind. Unseres Erachtens kann ein Nachholbedarf beim Thema Nachhaltigkeit spürbare Folgen für die finanzielle Entwicklung eines Unternehmens haben. Fortschritte an dieser Front dürften sich also auszahlen. Große und langfristige orientierte Investoren sind gut

positioniert, um Unternehmen im Dialog zu Verhaltensänderungen zu bewegen.

Wir sind davon überzeugt, dass Bestnoten in puncto ESG eng mit langfristigem finanziellem Erfolg verknüpft sind. Unser Engagement geht jedoch weit über Finanzkennzahlen hinaus. Unsere Kunden verlangen heute mehr von ihren Investments. Deshalb dringen wir bei Unternehmen auf nachhaltige Veränderungen. BlackRock CEO Larry Fink hat diese Sichtweise auch in seinem [jährlichen Brief an CEOs](#) zum Ausdruck gebracht.

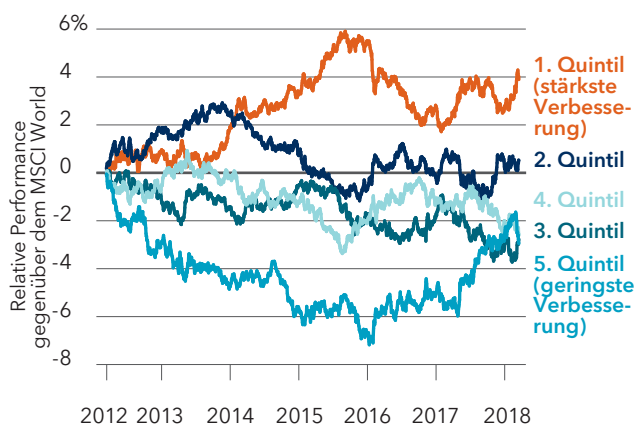
Unser Investment Stewardship Team führt jedes Jahr einen Dialog mit mehr als 1.000 Unternehmen zu ESG-Themen, die unserer Ansicht nach die langfristigen wirtschaftlichen Interessen unserer Kunden betreffen. Ganz allgemein machen wir unseren Einfluss im Rahmen der Abstimmungen bei Hauptversammlungen geltend. BlackRock hat diese Form der Einflussnahme kontinuierlich intensiviert. Im Jahr 2017 votierten wir bei Hauptversammlungen zu 163.000 eingebrachten Vorschlägen. Nicht selten haben wir gegen die Vorschläge der Geschäftsleitung gestimmt, insbesondere wenn ein Dialog im Vorfeld gescheitert war. Im letzten Jahr votierten wir bei 9% der Abstimmungen gegen die Empfehlungen der Geschäftsleitung. Wir haben auch die Ressourcen für den Dialog mit Unternehmen aufgestockt.

Wir sind davon überzeugt, dass ein bewusster Fokus auf ESG-Aspekte eine wesentliche Voraussetzung für langfristigen finanziellen Erfolg ist. Deshalb setzen wir weltweit auf einen konstruktiven und produktiven Dialog zu zentralen Themen, und zwar unabhängig davon, ob wir im Rahmen von ESG-orientierten Produkten oder Mandaten Aktien oder Anleihen im Namen unserer Kunden halten. Dialog fördert das gegenseitige Verständnis bei allen Themen, wo wir bei Unternehmen auf dem Weg zu Operational Excellence noch Handlungsbedarf sehen. Unser übergeordnetes Ziel ist es, Unternehmen dabei zu unterstützen, nachhaltig und langfristig zu wachsen und damit Renditen für unsere Kunden zu generieren.

Es ist nicht unser eigenes Vermögen, das wir verwalten, sondern das unserer Kunden. Und als reiner Vermögensverwalter steht es uns nicht zu, Unternehmen unsere Werte aufzuzwingen. Ebenso wenig wollen wir der Geschäftsleitung eines Unternehmens Vorschriften machen, wie sie in unserem Sinne wirtschaften soll. Wo wir auf eine Kurskorrektur hinwirken wollen, agieren wir konstruktiv, behalten einen langen Atem und bleiben am Ball. Indem wir den Austausch im Rahmen eines solchen Dialogs nicht in die Öffentlichkeit tragen, versuchen wir Vertrauen und gegenseitiges Verständnis zu schaffen.

### CO2-Effizienz

Aktienperformance nach CO2-Intensität, 2012-2018



**Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Gewähr für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich.**

Quellen: BlackRock Investment Institute, ASSET4 und MSCI, Stand: April 2018. Hinweise: In der obigen Analyse wird die CO2-Intensität internationaler Unternehmen in der Asset4-Datenbank ermittelt. Dazu wird das Volumen der jährlichen CO2-Emissionen durch den jährlichen Umsatz dividiert. Unternehmen erhalten ein Ranking und werden auf Basis der Veränderung der CO2-Intensität gegenüber dem Vorjahr zu fünf Quintilen gruppiert. Anschließend wird jeweils die Aktienperformance pro Quintil relativ zum MSCI World Index ermittelt. „Stärkste Verbesserung“ bezeichnet die 20% der Unternehmen mit dem größten Rückgang bei der CO2-Intensität. Daten von März 2012 bis März 2018. Nur zu Illustrationszwecken.

## Ziele definieren

Governance ist unser wichtigster **Dialogschwerpunkt** – gefolgt von Strategie, Vergütung, Klimarisiken und Personalpolitik.

Wie wählen wir Kandidaten für einen Dialog aus? Ausgangspunkt ist die Analyse der Unternehmensentwicklung unter den Gesichtspunkten Finanzen und Governance. Auch unethisches Verhalten kann den langfristigen Unternehmenswert beeinträchtigen und damit Auslöser für eine Dialoginitiative sein (siehe Grafik *Zeit, sich einzubringen*). Wir unterstützen Unternehmensvorstände in ihrer Aufsichtsfunktion im Sinne der Anteilseigner. Wo Unternehmen jedoch nicht auf unsere Bemühungen zum Schutz unserer Kunden eingehen, votieren wir gegebenenfalls gegen die Empfehlungen der Geschäftsleitung.

Ein Beispiel: Die meisten Unternehmen liefern ihren Investoren nur unzureichende Informationen über die potenziellen Auswirkungen wichtiger Klimarisiken auf die Geschäftsergebnisse. Wir haben die CEOs von 120 Unternehmen mit hohem CO<sub>2</sub>-Ausstoß dazu aufgefordert, ihre Berichterstattung an den Vorgaben der **Task Force on Climate-related Financial Disclosures** auszurichten. Allgemein plädieren wir bei Unternehmen, Regulierungsbehörden und Datenanbietern für mehr Konsistenz und Transparenz im ESG-Reporting.

## Zeit, sich einzubringen

Auslöser für den Dialogprozess von BlackRock



Quellen: BlackRock Investment Institute, BlackRock Investment Stewardship Team, Stand: April 2018. Hinweis: Die Grafik zeigt, anhand welcher Faktoren BlackRock Kandidaten für einen Dialog identifiziert, und nennt Beispiele.

**Fazit:** Unseres Erachtens müssen Großanleger und Vermögensverwalter in ihrer treuhänderischen Funktion den Dialog mit Unternehmen suchen. Eine solide Unternehmensführung ist unserer Ansicht nach Grundvoraussetzung für die Bewältigung ökologischer und sozialer Herausforderungen und trägt damit zur langfristigen Renditesteigerung bei.

The logo for BlackRock Investment Institute, featuring the text "BLACKROCK INVESTMENT INSTITUTE" in white, uppercase letters on a teal square background.

BLACKROCK  
INVESTMENT  
INSTITUTE

Das **BlackRock Investment Institute (BII)** sorgt für eine Vernetzung unserer Fondsmanager, erstellt Marktanalysen und veröffentlicht seine Erkenntnisse. Damit wollen wir unseren Fondsmanagern helfen, bessere Anleger zu werden. Mit unseren Veröffentlichungen verfolgen wir das Ziel, Denkanstöße für Kunden und politische Entscheidungsträger zu geben.

## Wichtige Informationen

Diese Werbemitteilung richtet sich ausschließlich an Vertriebspartner (im Sinne der FCA Bestimmungen) sowie qualifizierte Anleger und sollte von anderen Personen nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Herausgegeben von BlackRock Investment Management (UK) Limited, zugelassen und beaufsichtigt durch die britische Finanzaufsicht FCA. Eingetragener Geschäftssitz: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Tel: 020 7743 3000. Eingetragen in England unter der Nummer 2020394. Zu Ihrem Schutz können Telefongespräche aufgezeichnet werden. BlackRock ist ein Handelsname von BlackRock Investment Management (UK) Limited. Nähere Informationen enthalten der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen sowie der Jahres- und Halbjahresbericht, die in Papierform kostenlos bei der Zahlstelle erhältlich sind: Zahlstelle in Deutschland ist die J.P. Morgan AG, CIB/Investor Services - Trustee & Fiduciary, Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt am Main, in Österreich die Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, A-1030 Wien, Am Stadtpark 9. Informationsstelle in Deutschland ist die BlackRock Investment Management (UK) Limited, German Branch, Frankfurt am Main, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main. Die hierin genannten Analysen wurden von BlackRock erarbeitet und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden ausschließlich zu einem bestimmten Zweck zur Verfügung gestellt. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen stellen keine Anlageempfehlung oder Beratung dar und können sich ändern. Sie entsprechen nicht notwendigerweise der Meinung der BlackRock-Gruppe oder anderer Gesellschaften der Gruppe, und für ihre Richtigkeit wird keinerlei Garantie übernommen. Diese Ausarbeitung dient nur zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zur Anlage in einen BlackRock-Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2018 BlackRock, Inc. Alle Rechte vorbehalten. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BAUEN AUF BLACKROCK, WAS ALSO SOLL ICH MIT MEINEM GELD TUN und das stilisierte i Logo sind eingetragene und nicht eingetragene Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum ihrer jeweiligen Rechteinhaber. CD00124-GA-I-APR18-DE

**BLACKROCK®**