

September 2010

Responsible Investments 2.0

Eine Multi-Asset-Perspektive



**Responsible Investments
Global**

Analysten
Dr. Hendrik Garz
Claudia Volk

Inhalt

Zusammenfassung	2
Responsible Investments 2.0 – eine Multi-Asset-Perspektive	5
Terminologiedebatte – Zwischen Überdruss und Notwendigkeit	5
Eintritt in eine neue Entwicklungsphase	8
Integration von ESG-Faktoren – Aber wie?	9
Ausdehnung auf alle Assetklassen	10
„Demystifying Performance“ – Mangel an Studien im FI-Bereich	12
Asset Allocation in der RI-Welt	19
Portfoliostruktur und Strategische Asset Allocation	19
Alternative Assetklassen	24
Rohstoffinvestments	25
Equity-Investments mit Themenbezug	27
Listed Small Caps	28
Private Equity/Venture Capital	28
Asset Investments	32
Clean Tech	32
Green Buildings – Nachhaltige Investments im Immobilienbereich	34
Waldinvestments	35
Themen-Bonds	36
„Green Bonds“	36
„Cat-Bonds“	37
Taktische Asset Allocation	38
Themenbereich (20% des Gesamtportfolios)	38
Rating-getriebener Bereich (80% des Portfolios)	39
Umsetzung des MARI-Ansatzes – Modellportfolios für Aktien & Bonds	41
Liquid Assets - „Corporates“	42
ESG-Rating für Unternehmensanleihen und Aktien	42
Aktienportfolios	47
Corporate-Bond-Portfolios	52
Zusammenhang zwischen Kredit- und ESG-Rating	53
Investment-Grade-Portfolios	54
Non-Investment-Grade-Portfolios	59
Liquid Assets – „Sovereigns“	62
Sovereign Rating – aus ESG wird EESG	62
EESG-Rating – Ergebnisse	65
Kredit- vs. Nachhaltigkeitsratings	70
Sovereign-Portfolios	71
Anhang	74
Ergänzende Grafiken & Tabellen	74
WestLB Extra-Financial-Rating – Methodik	87

Zusammenfassung

Spektakuläre Entwicklung,
Reifeprozess aber noch nicht
abgeschlossen

Ende der einseitigen Fokussierung auf Aktien

Das Thema Responsible Investments (RI) hat in den vergangenen Jahren eine geradezu spektakuläre Entwicklung vollzogen – und dies sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht. So kann insgesamt von einer deutlichen Professionalisierung gesprochen werden: Unter anderem wurden die Investmentprozesse erheblich verbessert, die Analysemethoden rigoroser und signifikante erste Schritte zur Integration von Finanzanalyse und ESG-Analyse gemacht.¹ Damit ist der Reifeprozess allerdings bei weitem noch nicht abgeschlossen. Die Lernkurve ist noch steil, und es wird in den kommenden Jahren Weiterentwicklungen geben, die das Thema auf eine noch breitere Basis stellen bzw. auf ein noch höheres Niveau heben werden.

Der Fall BP und die Frage nach
dem Umgang mit „Fat Tail“-
Risiken

Eine der Herausforderungen ist dabei sicherlich, Antworten auf die Frage nach dem Umgang mit Katastrophenereignissen wie im Fall BP zu finden. In den Medien ist die RI-Industrie unter scharfen Beschuss geraten, da auch viele Wochen nach dem Vorfall und trotz des immer deutlicher werdenden Ausmaßes der Katastrophe BP nach wie vor in den Portfolios zahlreicher RI-Fonds vertreten war. Wir adressieren dieses Thema kurz in dieser Studie und stellen unseren Vorschlag zur Berücksichtigung „Fat Tail“-Risiken (geringe Wahrscheinlichkeit, große Wirkung) in RI-spezifischen Anlageprozessen dar.

Begriffswirrwarr erschwert
Kommunikation und bietet
Angriffsfläche

Terminologiedebatte – Zwischen Überdross und Notwendigkeit

SRI, RI, SI, ESG, SEE, CR, CSR und so weiter und so fort.² Und nun kommt auch noch ein weiterer Begriff hinzu, der von Matthew Kiernan, einem Veteranen der Szene jüngst in den Ring geworfen wurde: „Strategically Aware Investments“ (SAI). Wir geben zu, dass wir der Debatte um Begriffe nach so vielen Jahren eigentlich überdrüssig sind. Aber es hilft nichts, die Notwendigkeit ist aus verschiedenen Gründen vorhanden und wir stellen uns dem auch mit einem Diskussionsbeitrag im Rahmen dieser Studie. Hierin stimmen wir Kiernan zu, dass Begriffe wie „Responsible Investments“ oder „Sustainable Investments“ bei Traditionalisten immer noch auf reflexartige Abwehrreaktionen stoßen und ein „Mainstreaming“ der hinter ihnen stehenden Investmentphilosophie alles andere als fördern. Ein neuer Begriff inklusive einer geeigneten Definition ist daher in der Tat gefragt. Wir haben allerdings unsere Zweifel, ob diese Aufgabe nun gerade mit dem SAI-Begriff zu lösen ist – so sehr wir auch der hinter ihm stehenden Philosophie zustimmen können.

Nicht mehr nur in die Tiefe,
sondern auch in die Breite

Responsible Investments werden zu einem Multi-Asset-Thema

Von weit höherer, grundlegenderer Bedeutung ist für uns allerdings noch ein anderes Thema, und das ist das vorhersehbare Ende der einseitigen Fokussierung von RI-Ansätzen auf die Assetklasse Aktien. Das viel beschworene Mainstreaming wird in Zukunft eben nicht mehr primär darin bestehen, dass man die Analyse- und Investmentprozesse auf der Aktienseite verfeinert und optimiert. Im Vordergrund wird vielmehr stehen, RI-Konzepte über das gesamte Portfolio hinweg auszurollen. Nur so können am Ende des Tages (a) der größtmögliche Performancebeitrag erreicht, (b) die größtmögliche Hebelwirkung erzielt und (c) der bestmögliche (Eigen-) Reputationsschutz gewährleistet werden.

¹ Beispielhaft sei hier der französische Pensionsfonds FRR (Fonds de Réserve pour les Retraites) genannt, der vermeldet, 85% seines Anlagevolumens (immerhin 34,5 Mrd €) mit Research abzudecken, das ESG-Faktoren integriert.

² SRI: Socially Responsible Investments; SI: Sustainable Investments; SEE: Social, Ethical, Environmental; CR: Corporate Responsibility; CSR: Corporate Social Responsibility.

„Universal Owner“ dringen auf rigorosere Ansätze für alle Assetklassen

Die herausragende Rolle der Pensionsvermögen

Vor allem Pensionsfonds dürften bald die Ausweitung auf andere Assetklassen vorantreiben. Wir erwarten, dass sich insbesondere die großen Pensionsfonds aus dem angelsächsischen Raum, aber auch aus den Niederlanden, Frankreich und Skandinavien, die sich mehrheitlich und u.E. auch sehr ernsthaft dem RI-Gedanken verschrieben haben (siehe UN PRI), als so genannte „Universal Owner“³ auf Dauer eben nicht mit der Fokussierung auf den Aktienbereich und einer innerhalb dieses Bereiches immer effektiveren und professionelleren Umsetzung dieses Gedankens zufrieden geben werden. Sie werden nach und nach eben auch darauf drängen, rigorosere Ansätze für alle anderen Assetklassen zu entwickeln – das gilt für den Real Estate-Bereich, für Commodities, für Private Equity und vor allem natürlich auch für den gesamten FI-Bereich.⁴ Auf diesen Trend werden sich die Dienstleister im RI-Bereich einstellen müssen, die Ratingagenturen, die Consultants, die Asset Manager und last but not least auch die Broker als „letztes Glied“ in der RI-Food-Chain.

In Deutschland könnten die Pensionsvermögen der großen Unternehmen zu einem wichtigen Katalysator werden

Auch mit Blick auf Deutschland wird das Thema Pensionsvermögen & RI u.E. immer mehr an Bedeutung gewinnen. So geraten insbesondere die DAX-Unternehmen immer stärker unter Druck, die erheblichen Nachhaltigkeitsanstrengungen, die sie seit vielen Jahren im operativen Bereich unternommen haben, nun auch auf den Bereich der eigenen Kapitalanlagen, und hier insbesondere der ausgelagerten Pensionsvermögen, zu übertragen. Bis dato spielten bei der Mandatsvergabe an Investmentmanager RI-Kriterien zwar kaum eine Rolle – nach unserer Einschätzung dürften die nach diesen Kriterien angelegten Mittel 5 Mrd € nicht übersteigen (das liegt im unteren einstelligen Prozentbereich). Wir können uns aber sehr wohl vorstellen, dass sich dies zumindest mit Blick auf die zu erwartenden Neudotierungen (allein für die DAX-Unternehmen rechnen wir mit 75-80 Mrd € bis 2015) signifikant verändern könnte. Die Auswirkungen auf den RI-Markt in Deutschland wären dann zweifellos enorm. Nur rund 20% der ausgelagerten Pensionsvermögen sind übrigens im Aktienbereich angelegt.

Top-Down-Ansatz mit Elementen der strategischen und der taktischen Asset Allocation

Unser „Multi Asset Responsible Investment“-Ansatz

Wir wollen mit dieser Studie einen Beitrag zu dieser Weiterentwicklung des RI-Themas leisten. Dabei gehen wir über die Assetklasse Aktien hinaus und schlagen einen „Multi Asset Responsible Investment“ (MARI)-Ansatz vor. Hierbei handelt es sich um einen Top-Down-Ansatz, der sowohl Elemente der strategischen und der taktischen Asset Allocation als auch der Asset Selection (für rund 80% des Gesamtportfolios) beinhaltet.

Unterscheidung in Liquide Assets und Alternative Assets

Kennzeichnend für unseren Ansatz ist die Unterscheidung in Liquide Assets und Alternative Investments. Während für erstere der Fokus auf der Risikoperspektive liegt und die Auswahl von Einzelassets auf Ratings beruht, stehen bei letzteren Einzelthemen und die damit verbundenen Renditechancen im Vordergrund. Innerhalb der Alternative Investments greift unsere Studie insgesamt fünf relevante Teilbereiche heraus (Rohstoffe, Private Equity, Asset Investments/Infrastruktur, Listed Small Caps und Themen-Bonds) und diskutiert die aus der RI-Sicht wesentlichen Aspekte dieser alternativen Assetklassen.

³ Als Universal Owner werden Kapitalsammelstellen bezeichnet, die aufgrund ihrer Größe und der daraus folgenden Diversifikationserfordernisse gezwungen sind, in praktisch allen Bereichen einer Volkswirtschaft investiert zu sein und ein dementsprechendes Exposure aufweisen. Insofern sind sie auch die geborenen Protagonisten für eine Minimierung der von Unternehmen verursachten externen Kosten und weisen daher eine natürliche Affinität zum RI-Ansatz auf.

⁴ In diesem Kontext möchten wir etwa auf die Ankündigung von APG, dem Asset Manager des niederländischen Pensionsfonds ABP mit rund 250 Mrd € AuM verweisen, einen formalen ESG-Prozess über alle Assetklassen hinweg noch in diesem Jahr aufsetzen zu wollen (Quelle: APG Responsible Investing Report 2009).

Modellportfolios auf Einzel- titelenebene

Mit Blick auf den Bereich der Liquidien Assets (80% des Portfolios) gehen wir einen Schritt weiter und stellen zum einen ein Beispiel für eine strukturierte, taktische Asset Allocation vor. Zum zweiten liefern wir hier mit Einzelassets gefüllte Modellportfolios für folgende Segmente: Aktien Large Cap Global, Corporate Bonds (Investment-Grade-, High-Yield- und Emerging-Markets-Bereich) und Sovereigns (Investment Grade, Emerging Markets und Euro-Geldmarkt). Grundlage für die Portfolioauswahl bietet unser Extra-Financial-Rating. Für den Bereich Aktien Large Cap Global, den wir mit dem entsprechenden MSCI-Benchmark-Index abgebildet haben, erreichen wir mit unserem Rating eine Abdeckung von 100%. Bei den Corporate Bonds liegt die Abdeckung im Bereich der entwickelten Märkte zwischen 70% (Financials) und 84% (Industrials). Im Bereich der Emerging Markets fällt diese Quote allerdings auf nur noch rund 12%.

Gesonderter Rating-Ansatz für „Sovereigns“

Für den Bereich Sovereigns stellen wir einen eigenen Ratingansatz auf Länderebene vor, der die Themenfelder Economy, Environment, Social und Governance (EESG) umfasst. Mit unserem Rating erfassen wir insgesamt 1.341 Titel aus unseren drei Benchmark-universen. Das entspricht einer Quote von 98,4% (Developed Markets: 100%, Emerging Markets: 88,3%). Die Risikoanalyse unserer Modellportfolios (Corporates und Sovereigns) zeigt, dass sie oftmals ein geringeres Gesamtrisiko aufweisen als die Benchmark, dafür aber einen vergleichsweise hohen Tracking Error besitzen.

Überblick über europäischen Markt für RI-Fonds, inklusive Performance-Review

Ferner liefern wir einen aktuellen Überblick über den europäischen Markt für RI-Fonds und differenzieren dabei zwischen Aktien-, Renten-, Geldmarkt- und Gemischten Fonds. Wir schauen dabei auf die AuM und die Marktanteile der jeweiligen Teilbereiche und finden in den Ergebnissen eine Bestätigung unserer Ausgangshypothese der Aktienlastigkeit von Responsible Investments. Für unsere Stichprobe europäischer Fonds führen wir zudem eine Performanceanalyse durch und stellen fest, dass über einen Zeitraum von fünf Jahren in allen betrachteten Fondskategorien eine durchschnittliche Überrendite von 1,8% p.a. (Aktienfonds) bis 2,3% p.a. (Rentenfonds) erzielt werden konnte.

Responsible Investments 2.0 – eine Multi-Asset-Perspektive

Das Thema Responsible Investments (RI) hat in den vergangenen Jahren eine geradezu spektakuläre Entwicklung vollzogen – und dies sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht. Damit ist der Reifeprozess allerdings bei weitem noch nicht abgeschlossen. Einer der wesentlichen zukünftigen Entwicklungspfade wird mit hoher Wahrscheinlichkeit die Ausdehnung des RI-Gedankens auf alle Portfolio-Teilbereiche sowie darauf aufbauend das ganzheitliche Management von Portfolios unter Berücksichtigung von RI-Kriterien bzw. ESG-Faktoren sein. Dass diese Entwicklung naheliegend ist, wird gestützt durch unseren aktuellen Überblick über den europäischen Markt für RI-Fonds, bei dem wir zwischen Aktien-, Renten-, Geldmarkt- und Gemischten Fonds differenzieren.

Terminologiedebatte – Zwischen Überdross und Notwendigkeit

Begriffswirrwarr erschwert Kommunikation und bietet Angriffsfläche

SRI, RI, SI, ESG, SEE, CR, CSR und so weiter und so fort. Jeder, der sich mit dem Thema beschäftigt, kennt ihn, den Dschungel an Akronymen und dahinterstehenden Begriffen, der es zum einen schwierig macht, den Über- und Durchblick zu behalten, und der zum anderen die Kommunikation erschwert, da man eben nicht immer genau weiß, welchen Begriff und welche dahinterstehende Definition ein Protagonist vor Augen hat bzw. seiner Argumentation zugrunde legt. Dieser Umstand allein macht es Zynikern leicht, die neue Denkschule zu attackieren, die sich hinter dem Begriffswirrwarr verbirgt. Zugegeben, viele Veteranen der Zunft sind der Terminologiedebatte eigentlich überdrüssig. Irgendwie habe man den Eindruck, man drehe sich im Kreis und man möchte doch eigentlich weitermachen mit den vielen inhaltlichen und prozessualen Sachfragen, die auf der Agenda stehen – so jedenfalls die jüngst gehörte Aussage eines lang gedienten Portfoliomanagers eines Nachhaltigkeitsfonds. Wir können uns dieser Wahrnehmung nur anschließen – uns geht es ebenso. Und dennoch, die Auseinandersetzung ist aus unserer Sicht notwendig, auch wenn die Lancierung immer neuer Begriffe und Akronyme oft nur der Tatsache geschuldet ist, dass „Newcomer“ in der Szene ihren eigenen intellektuellen Beitrag leisten wollen oder schlicht ein kommerzielles Interesse an neuen Begriffen haben (z.B. Consultants).

Reflexartige Abwehrreaktionen behindern „Mainstreaming“

Notwendig ist sie u.E. aus zweierlei Gründen: Zum einen ist der Job noch nicht getan, da es eben doch noch eine Reihe von Ungereimtheiten, Ungenauigkeiten und Inkonsistenzen gibt, die es zu bereinigen gilt. Und zum anderen, weil die verwendeten Begriffe und ihre Konnotationen noch immer in weiten Bereichen des Kapitalmarktes bzw. seiner Vertreter „reflexartige“ Abwehrreaktionen hervorrufen und damit das angestrebte „Mainstreaming“ behindern. Zu den Reizworten zählen Verantwortung, Nachhaltigkeit, Umwelt, Soziales usw., sprich alles was im Gegensatz zur originären Aufgabe von Investment Professionals zu stehen scheint: der Erzielung von finanzieller Performance (maximale Rendite, minimales finanzielles Risiko).

Da hilft es auch nicht, sachlich zu argumentieren, dass Nachhaltigkeit und unternehmerische Verantwortung inhaltlich-logisch gar keinen Widerspruch zum Paradigma der finanziellen Performance darstellen müssen, und dies auch mit empirischen Ergebnissen zu untermauern (siehe hierzu S. 12 in dieser Studie).

Richtiges „Framing“ verringert Eintrittsbarrieren

Das ist so, da die Abwehrreaktionen vor allem emotional getrieben sind, sodass man ihnen auch nur auf der gleichen Ebene begegnen kann. In diesem Sinne wird die Terminologie, sprich die Etikettierung des zur Diskussion stehenden Investmentstils bzw. Investmentansatzes dann eben doch enorm wichtig. Ein richtiges „Framing“ verringert sozusagen die Eintrittsbarriere für Mainstream-Investoren und gibt denjenigen, die bereits im Boot sind, eine stabilere Grundlage. Die Suche nach Kapitalmarkt affinen/kompatiblen Sprachregelungen muss also weitergehen.

Und das tut sie auch, wie der Diskussionsbeitrag von Matthew Kiernan, einem Veteranen der Community und Gründer der jetzt zu Riskmetrics gehörenden Innovest sowie seines neuen Unternehmens Inflection Point Capital Partners, zeigt (siehe Responsible Investor, 3. August 2010). Er wirft den Begriff „Strategically Aware Investments“ (SAI) in den Ring, den wir hier dankbar aufnehmen, jedoch gleichzeitig nicht zum neuen Maß aller Dinge erheben wollen.

Strategically Aware Investments (SAI) – vor allem ein Denkanstoss

Verzicht auf Implikation nicht-finanzieller Motive

Der zentrale Gedanke von Kiernan's Vorschlag ist, dass man bei dem Begriff Strategically Aware Investments ganz natürlich und automatisch unterstellt, dass das Investmentmotiv rein Performance orientiert ist, sich also ausschließlich an Rendite- und Risikoüberlegungen traditioneller/herkömmlicher Investmentstile anlehnt und aus diesem Grund eben auch keinen reflexartigen Widerspruch provoziert - so jedenfalls die Idee. Ob dieser „Trick“ nun gerade mit diesem Begriff – so inhaltlich richtig gemeint er auch sein mag - tatsächlich funktioniert, daran haben wir so unsere Zweifel (siehe weiter unten). In jedem Fall gelingt es damit, sich gegenüber den etablierteren Begriffen (SRI, RI, SI usw.) abzugrenzen, die ja alle implizieren, dass ihnen nicht-finanzielle (und damit „edlere“) Investmentmotive zu Grunde liegen.

Systemische Sicht der Dinge ist wesentliches Merkmal

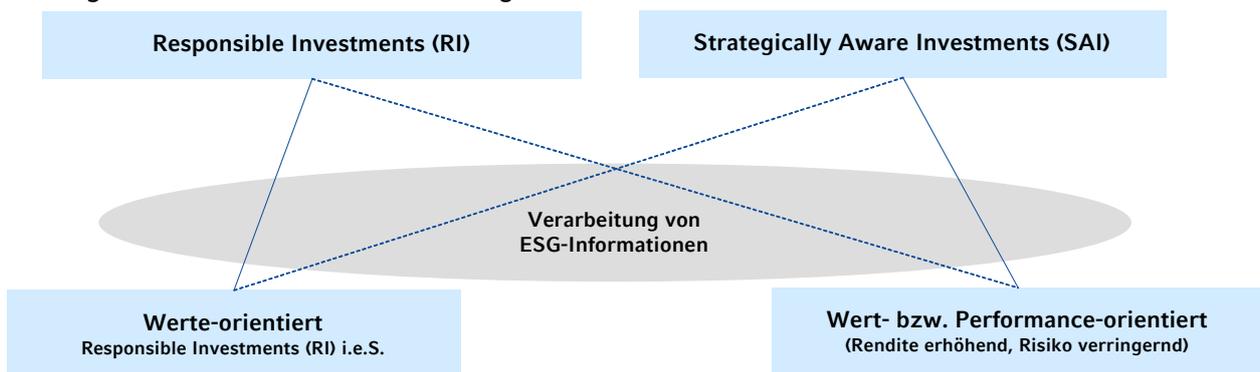
Aber was genau bedeuten Strategically Aware Investments denn nun eigentlich konkret? Kiernan selbst lässt hier in seinem Beitrag bewusst einen vergleichsweise großen Interpretationsspielraum. Wir würden darunter einen Investmentstil verstehen wollen, der vor allem ein Wesensmerkmal in sich trägt, und das ist, dass er eine „systemische“ Sicht der Dinge hat. Das heißt ein Investmentstil, der die großen Zusammenhänge erkennt und miteinbezieht; der die langfristigen Trends versteht und ihre Implikationen über alle Assets hinweg systematisch berücksichtigt. Ein Investmentstil, der alle relevanten Informationen berücksichtigt, seien sie nun finanzieller oder nicht-finanzieller Natur; der unter anderem das Verständnis für die intangiblen Werttreiber von Unternehmen aufbringt. Ein Investmentstil, der der zerstörerischen und der schöpferischen Kraft von Innovationen Rechnung trägt; der die Bildung von Investitions- respektive Preisblasen rechtzeitig erkennt und die Auswirkungen ihres späteren Platzens berücksichtigt. Ein Investmentstil, der versteht, wie sich gesellschaftliche Veränderungen (z.B. Demografie) oder Umweltfragen wie der Klimawandel und die gesellschaftlichen Reaktionen darauf auf die Preise von Assets auswirken können. Einer, der sich nicht durch die täglichen Schwankungen an den Börsen beirren lässt. Kurzum, ein Investmentstil, der analytisch, langfristig und holistisch ist – oder anders ausgedrückt, der in hohem Maße „Strategically Aware“ ist.

Verbreiterung der Informationsbasis für „bessere“ Investmententscheidungen

RI und SAI – der gemeinsame Nenner ist die Verarbeitung von ESG-Informationen

Eine Frage, die sich noch stellt, ist, in welcher Beziehung die Begriffe Responsible Investments und Strategically Aware Investments mit ihren Definitionen zueinander stehen. Nach unserer Auffassung lassen sie sich nicht in eine lineare, hierarchische Struktur einordnen. Insbesondere sind sie keine echten Teilmengen voneinander. Was sie im Kern miteinander verbindet, ist, dass in den durch sie beschriebenen Investmentprozessen nicht-finanzielle Informationen⁵ verarbeitet werden, die in herkömmlichen Investmentprozessen keine Berücksichtigung finden (zur Logik der Verarbeitung nicht-finanzieller Informationen, siehe auch S. 23). Es geht mithin um eine Verbreiterung der Informationsbasis. Der wirklich gemeinsame Nenner ist allerdings wiederum nur eine Teilmenge der nicht-finanziellen Informationen, und diese Teilmenge wird mit dem Akronym ESG belegt. Diese Präzisierung ist notwendig, da die Menge nicht-finanzieller Informationen über den ESG-Bereich hinausreicht und z.B. auch Elemente aus dem „Behavioral Finance“-Bereich beinhaltet (also z.B. Herdenverhalten von Investoren, Überreaktionen usw.) oder auch geo-politische/strategische Überlegungen, die im engeren Sinne nichts mit der Responsible-Investments-Disziplin zu tun haben (auch wenn es bei letzteren Überschneidungen gibt, wie z.B. in der Frage der Endlichkeit bzw. Knappheit natürlicher Ressourcen wie Öl oder Wasser).

Verarbeitung von ESG-Informationen ist der gemeinsame Nenner von RI und SAI



Quelle WestLB Research

Zwischen Werte- und Wert-Orientierung

Das wesentliche Unterscheidungsmerkmal zwischen beiden Investmentstilen sind die zugrundeliegenden Investmentmotive, die wir hier vereinfachend den zwei Klassen „Werte-orientiert“ und „Wert- bzw. Performance-orientiert“ zugeordnet haben. Die obige Grafik soll dabei allerdings verdeutlichen, dass eine scharfe Trennung zwischen den beiden Investmentstilen auf Basis der zugrundeliegenden Motive gar nicht möglich ist. Das hat damit zu tun, dass hinter Investmententscheidungen immer auch Menschen stehen und sie daher eben nicht nur nach Kriterien ökonomischer Rationalität getroffen werden – eine Auffassung, die sich im Übrigen auch in den Wirtschaftswissenschaften durchgesetzt hat. Das Weltbild des Homo Oeconomicus, auf dem die meisten finanzwirtschaftlichen Modelle auch heute noch aufbauen, ist praktisch tot.

⁵ Auch zur Verwendung des Begriffs nicht-finanziell (non-financial) gibt es kontroverse Auffassungen. In der Tat ist es so, dass auch wir im Englischen einen anderen Begriff bevorzugen. So sprechen wir lieber von „extra-financial information“, um besser vermitteln zu können, (a) dass die Informationen, die wir verwenden, über das traditionelle Set von Finanzinformationen hinausgehen, und (b) dass sie am Ende des Tages natürlich sehr wohl einen Einfluss auf die finanzielle Leistungsfähigkeit von Unternehmen und damit auf den Unternehmenswert haben. Es ist ja gerade unsere Grundprämisse, dass so ein Zusammenhang besteht.

Im Zentrum des neuen Paradigmas der Ökonomie stehen Entscheidungsträger, die eben nicht nur Rendite und Risiko gegeneinander abwägen um ihren finanziellen Nutzen zu maximieren. Vielmehr ist von einer wesentlich breiteren Nutzenfunktion auszugehen, zu der auch solche Dinge wie die Befriedigung des Gerechtigkeitsempfindens gehören. Und wenn man dies anerkennt, dann ist der Schritt zur Akzeptanz des RI-Begriffs gar nicht mehr so weit. Unsere Grafik soll jedenfalls verdeutlichen, dass es in der Realität weder eine reine Werte- noch eine reine Performance-Orientierung geben kann. Am Ende ist es eine Frage der Gewichtung der Motive, und in diesem Sinne würden wir RI eben primär als Werte-orientierten Investmentstil charakterisieren und SAI als Wert- bzw. Performance-orientiert.

Fazit: Zielsetzung und zugrundeliegende Philosophie richtig, SAI-Begriff dennoch aus unserer Sicht nicht geeignet, um Abwehrreaktionen zu vermeiden

Unser Fazit lautet, dass die von Matthew Kiernan angestoßene Diskussion gut und vor allem notwendig ist. Hürden, die ein Mainstreaming der Integration von ESG-Informationen behindern, müssen beseitigt werden und dazu gehören eben auch Begrifflichkeiten, die bei vielen traditionellen Kapitalmarktvertretern reflexartige Abwehrreaktionen auslösen. Was wir allerdings bezweifeln, ist, dass nun gerade der Begriff SAI hierfür geeignet ist. So sehr wir auch der hinter ihm stehenden Philosophie zustimmen, so sehr können wir uns aber andererseits nicht vorstellen, dass man den Widerstand des Mainstream mit einem Begriff brechen kann, der all diejenigen, die ihm nicht folgen, in die logischerweise komplementäre Gruppe der „Strategically Unaware Investments“ einsortiert. Die Abwehrreaktionen werden bei einer derartigen „Brandmarkung“ sicherlich nicht geringer ausfallen.

Wir bleiben daher im Rahmen dieser Studie zunächst einmal beim eingeführten Responsible-Investments-Begriff, werden uns aber auch in Zukunft am notwendigen Diskurs um Terminologie und Definitionen weiter beteiligen. Ohnehin ist für uns in erster Linie der Begriff ESG von zentraler Bedeutung, da er – wie bereits gesagt – (a) den gemeinsamen Nenner definiert und (b) auf der Ebene der Informationsverarbeitung angesiedelt ist, zu der wir als Broker und damit Intermediär aufgrund unseres Strebens nach Neutralität und weitestgehender Wertfreiheit eine natürliche Affinität besitzen.

Eintritt in eine neue Entwicklungsphase

RI tritt nach starkem Wachstum nun in eine neue Stufe des Reifeprozesses ein

Das Thema Responsible Investments (RI) hat in den vergangenen Jahren eine geradezu spektakuläre Entwicklung genommen. So ist das Marktsegment nicht nur absolut sondern auch relativ stark gewachsen. Basierend auf den Umfrageergebnissen von Eurosif (European Sustainable Investment Forum) und EFAMA (European Fund and Asset Management Association) schätzen wir, dass der Anteil der RI am Gesamtvolumen verwalteter Gelder in Europa bei knapp unter 20% liegt – bei einem Gesamtvolumen von rund 3.000 Mrd €. ⁶ Von einer Marktnische kann daher keine Rede mehr sein. Die Einbeziehung von Environment (E)-, Social (S)- und Governance (G)-Faktoren in Investmentprozessen ist „salonfähig“ geworden. Ein Beispiel hierfür ist der französische Pensionsfonds FRR (Fonds de Réserve pour les Retraites), der in seinem Annual Report 2009 vermeldet, inzwischen 85% seines Anlagevolumens (immerhin 34,5 Mrd €) mit Research abzudecken, das ESG-Faktoren integriert. Die Quote konnte damit in den vergangenen vier Jahren nahezu verdoppelt werden. Wir erwarten, dass sich die Akzente in der RI-Debatte nun zunehmend verschieben werden. Der Reifeprozess wird sich fortsetzen.

⁶ AuM insgesamt laut EFAMA-Umfrage: 13.605 Mrd €. Nach Adjustierung (Eurosif-Zahl beinhaltet strukturierte Produkte, sonstige: ~6%: 18,6%).

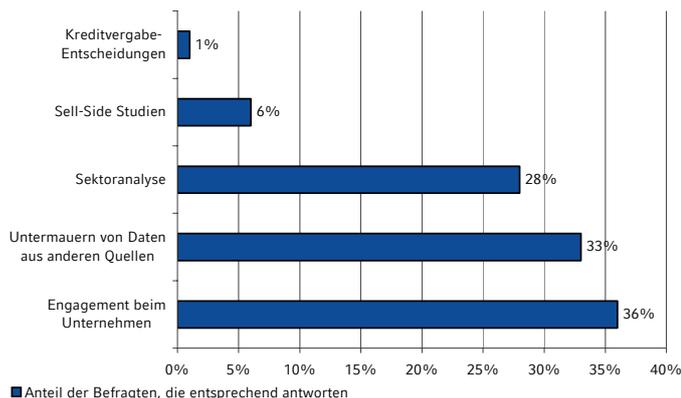
Integration von ESG-Faktoren – Aber wie?

Nach dem „ob“ kommt nun das „wie“

Ging es in der Vergangenheit vor allem um das „ob“, sprich um die generelle Investmentlogik von RI, so geht es heute primär um das „wie“ – und hier sind zweifellos noch viele Fragen offen. So ist z.B. nach wie vor nicht klar, was die Forderung nach einer Integration von ESG-Faktoren wirklich bedeutet, wenn es um ihre konkrete Umsetzung bei der Bewertung von Unternehmen geht. Finanzanalysten wissen in der Regel nicht, was sie mit den von den Unternehmen gelieferten ESG-Informationen anfangen sollen, sprich wie sie sie sinnvoll in ihre Modelle einbauen können. Und das beginnt schon dort, wo diese Aufgabe noch vergleichsweise einfach erscheint, wie z.B. der Verarbeitung von „Klimadaten“ (siehe Abbildung unten). So ergab eine Umfrage unter Investoren im Rahmen des Carbon Disclosure Projects (CDP, 2009), dass die vom CDP gesammelten Klimadaten in erster Linie für das so genannte Corporate Engagement zum Einsatz kommen. Eine echte Integration in Finanzmodelle findet dagegen erst ansatzweise statt, was unter anderem mit der zur Verfügung stehenden Datenqualität zu begründen ist.

Verwendung von CDP-Daten durch Investoren*

Falls Sie CDP-Daten verwenden, für welche Bereiche werden sie genutzt?



Einwände gegen den Einsatz von CDP- und anderen Treibhausgasdaten in Finanzmodellen

- Fehlende Klarheit bzgl. CO₂-Preisfindung
- Fehlende Klarheit bzgl. des Zeitrahmens der Verpflichtungen, die sich aus dem Emissionsrechtehandel ergeben
- Fehlende Klarheit bzgl. der Preisfindung von Zertifikaten
- Fehlende Vergleichbarkeit der Antworten
- Unvollständige Sektor-Coverage
- Fehlen eines regulatorischen Rahmens
- Fokussierung vieler Investoren auf kurze Sicht

* basierend auf Informationen, die von Investoren, welche das CDP unterzeichnet haben (CDP signatory investors), im Rahmen einer Online-Umfrage gegeben wurden. Es haben 87 Einzelpersonen bei 80 CDP-Investoren geantwortet.

Quelle CDP, 2009

Man kann sich vorstellen, wie es dann erst bei Themen wie Biodiversität oder Supply Chain Management aussieht. Pauschale Risikoabschläge oder die Anwendung von Ausschlusskriterien? Das kann es nicht schon gewesen sein. Hier bedarf es weiterer, tiefergehender Antworten. Das ist aus unserer Sicht die eine große Baustelle im ESG-Bereich.

Zum „wie“ gehört auch der Umgang mit BP-Desaster

Zur Frage nach dem „Wie“ gehört natürlich auch die unlängst durch das Desaster um BP aufgeworfenen Fragen, ob der ESG-Ansatz hier nicht versagt hat und wie RI-Investoren – ganz generell – mit solchen Themen bzw. Ereignissen umgehen sollten. Sollte bspw. der Ölsektor an sich aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden, oder zumindest Unternehmen, die im Bereich Tiefseebohrungen aktiv sind? Oder können derartige (eklatante) Risikoquellen frühzeitig durch ESG-Analysen erkannt und in die Investmentempfehlung eingearbeitet werden? Unsere weitergehenden Überlegungen hierzu sowie generell zu der Frage, wie sich Katastrophenszenarien im Rahmen RI-spezifischer Investmentprozesse berücksichtigen lassen, sind auf S. 43 dargelegt.

Ausdehnung auf alle Assetklassen

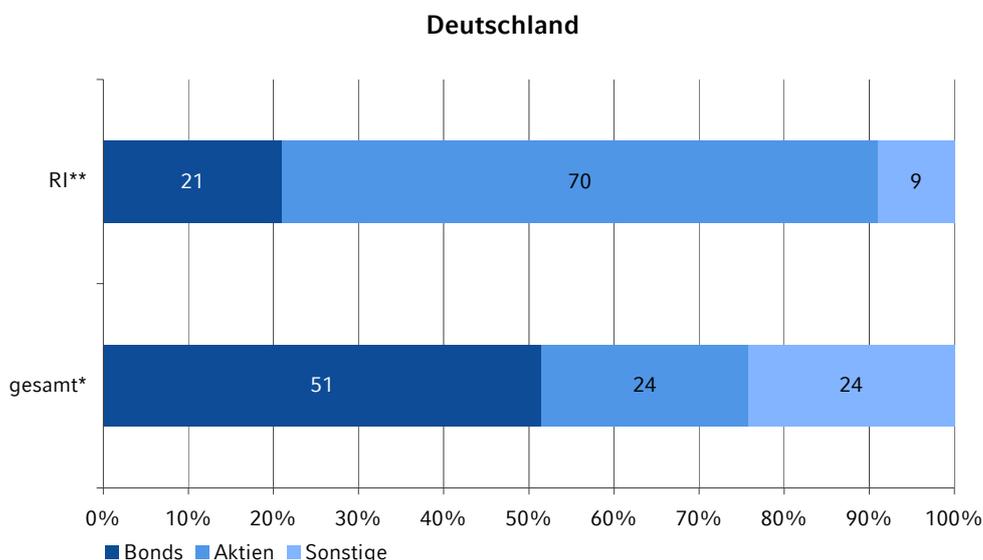
Ausweitung auf andere Investmentbereiche zweite große Baustelle

Die zweite große Baustelle – und das Hauptthema dieser Studie – ist die Ausdehnung des RI-Gedankens auf alle Bereiche des Portfolios. So war und ist ESG in erster Linie ein Thema für den Aktienbereich. Andere Assetklassen, insbesondere der gesamte Fixed Income (FI)-Bereich, wurden dagegen vernachlässigt. Besonders markant tritt dieses Ungleichgewicht auf dem deutschen Markt zu Tage, wie die folgende Abbildung zeigt.

RI im Fixed-Income-Bereich noch klar unterrepräsentiert

Die Zahlen des europäischen Verbandes der Asset Manager (EFAMA) zeigen, dass 51% der verwalteten Gelder im Bondbereich investiert sind und nur 24% in Aktien. Ganz anders das Bild im RI-Segment: Hier sind rund 70% der AuM im Aktienbereich investiert und nur 21% in Bonds. In Gesamteuropa ist dieser Effekt nicht ganz so krass, tritt aber immer noch deutlich hervor (Aktienanteil insgesamt: 37%, im RI-Bereich: 50%).

Asset Allocation im RI-Bereich: Deutliches Ungleichgewicht zugunsten von Aktien



Im europäischen Mutual Funds Market bestehen 64% der Fonds bzw. 60% der AuM aus reinen Aktienfonds

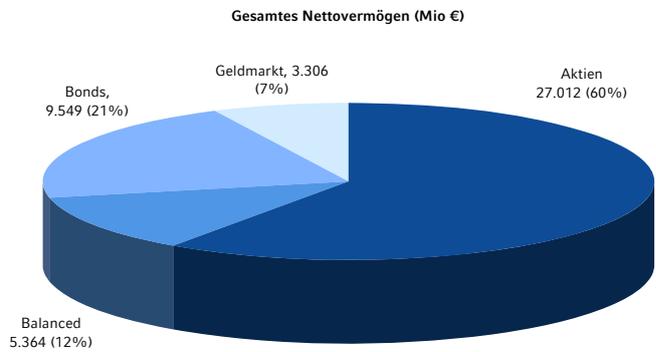
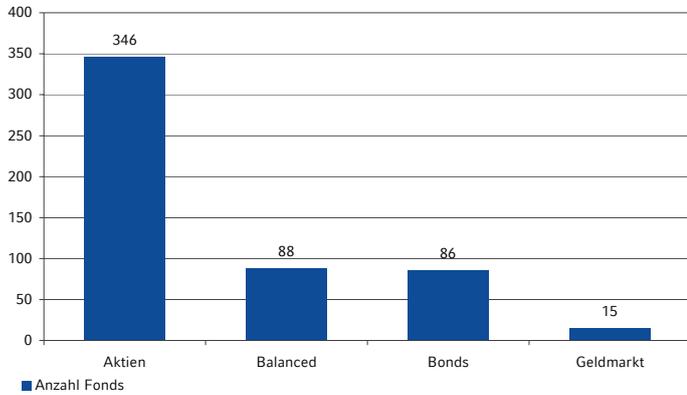
Ein ganz ähnliches Bild hat auch eine von uns selbst durchgeführte Analyse des europäischen Mutual-Fund-Marktes (inklusive Großbritannien, Schweiz und der nordischen Länder aber ohne Osteuropa) ergeben (siehe nachfolgende Abbildung). Per 31. März 2010 haben wir dabei 535 RI-Fonds auf Basis der Morningstar-Datenbank identifiziert und analysiert (zur Performance siehe S. 14). Zum Stichtag wiesen sie ein Anlagevolumen von 45,2 Mrd € auf.⁷ Bei 346 dieser Fonds handelt es sich um reine Aktienfonds. Sie machen 60% der AuM aus.⁸ Ein weiteres Ergebnis, das in die gleiche Richtung deutet, liefert eine Umfrage unter Pensionsfonds in Großbritannien, die ja als ein wichtiger Treiber für das RI-Thema gelten (siehe hierzu auch S. 16). Demnach haben 92% der Fonds, die geantwortet haben und eine „RI-Policy“ besitzen, diese auf die Assetklasse Aktien angewendet.

⁷ Für 23 Aktienfonds, acht Rentenfonds, sechs Geldmarktfonds und fünf gemischte Fonds lagen keine Zahlen zu den Nettovermögenswerten vor, sodass es sich um eine konservative Schätzung der gesamten AuM in diesem Bereich handelt. Zu etwas höheren Zahlen kommt Lipper. Per Ende Mai 2010 kommt man dort in der Kategorie „RI Screened Funds“ auf ein Volumen von rund 56 Mrd € und in der Kategorie „RI Extended Funds“, die z.B. auch Themenfonds im Bereich Erneuerbare Energien, Wasser usw. enthält, auf knapp 23 Mrd € (Quelle: Lipper FMI).

⁸ Gleichwohl befinden sich unter den 20 größten RI Fonds sechs reine Rentenfonds, vier Geldmarktfonds und ein gemischter Fond. Eine Tabelle der Fonds befindet sich im Anhang.

Bei Anleihen war dies hingegen nur zu 50% der Fall. Auch hier zeigt sich also ein deutliches Ungleichgewicht (siehe die unten auf dieser Seite stehende Grafik).

Europäischer RI-Mutual-Fund-Markt (per 31. März 2010)

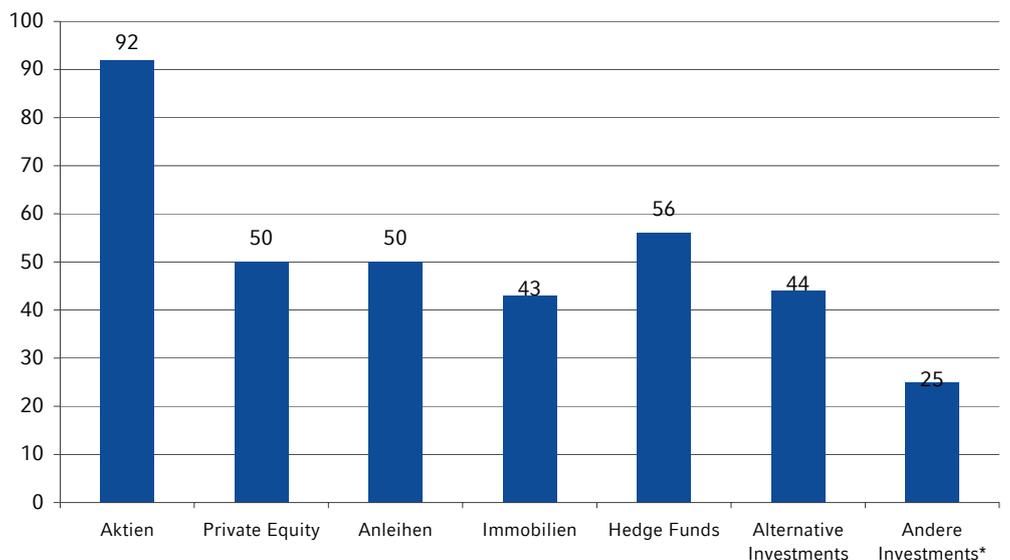


Quelle WestLB Research, Morningstar, Eurosif

Praktisch keinerlei Sell-Side-Coverage im Fixed-Income-Bereich

Die empirischen Beobachtungen einer klaren Dominanz der Assetklasse Aktien wird auch durch anekdotische Evidenz unterstützt. So wird auf Konferenzen zum Thema RI fast ausschließlich über Aktien gesprochen bzw. implizit davon ausgegangen, dass es um Aktieninvestments geht. Ein ähnlich starkes Ungleichgewicht ist auch im Bereich Investor Relations festzustellen. Im Aktienbereich ist das ESG-Thema auf der Agenda angekommen – zumindest bei den großen Unternehmen. Roadshows finden regelmäßig statt, und auf Konferenzen, die von Brokern organisiert werden, stellt man sich seit vielen Jahren den Fragen der Investoren. Auf den FI-Bereich zugeschnittene Events findet man dagegen kaum. Gespräche mit Investoren haben darüber hinaus ergeben, dass es – anders als im Aktienbereich – praktisch keinerlei Sell Side-Coverage des ESG-Themas auf der FI-Seite gibt.

Assetklassen, die von der „RI-Policy“ der Pensionsfonds erfasst werden*



* Durchschnittswerte in %

Quelle UKSIF, 2009

Sind Eigentumsrechte ein Grund für die Fokussierung auf Aktien?

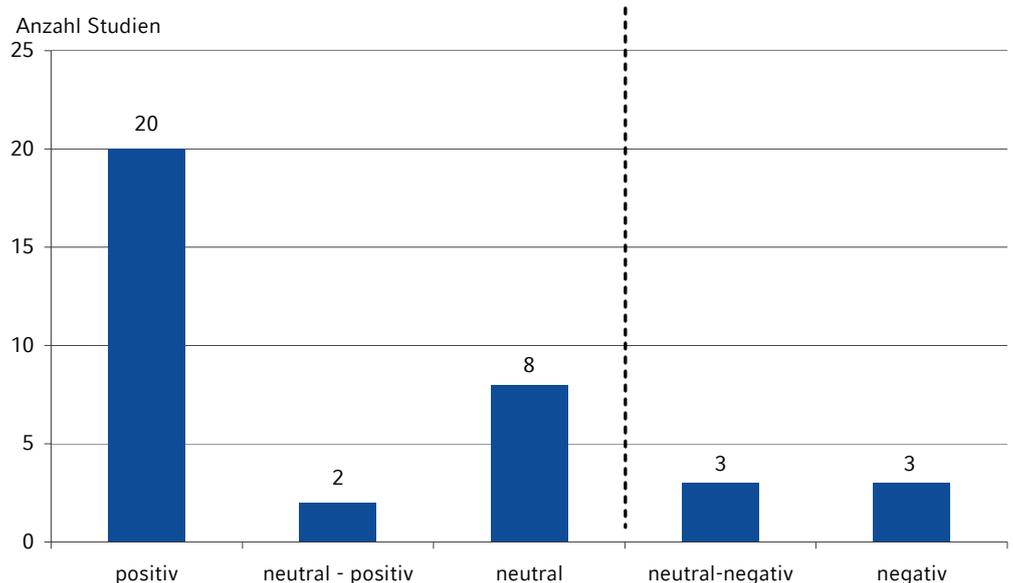
Über die Gründe der Fokussierung auf Aktien kann man sicherlich ausführlich spekulieren. Hier dazu nur so viel: Einen Ansatzpunkt zur Erklärung stellen sicherlich die Eigentumsrechte am Unternehmen dar, die mit dem Aktienbesitz verbunden sind. Im Grundsatz ermöglichen sie eine Einflussnahme auf die Geschäftspolitik. So ist das so genannte „Engagement“ im RI-Bereich weit verbreitet (vor allem im angelsächsischen Raum) und kann durchaus – das zeigen viele Beispiele – sehr effektiv sein, vor allem, da es oft von großen, einflussreichen Pensionsfonds betrieben wird. Das gleiche gilt für das so genannte „Proxy Voting“, also die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen sowie das Einbringen eigener Anträge. Diese Einwirkungsmöglichkeiten machen – wenn man von Direktinvestitionen absieht – die Assetklasse Aktien einzigartig und damit zu einem „geborenen“ Kandidaten für RI-Ansätze.

Selbst in der akademischen Welt überwiegen die Analysen auf der Aktienseite deutlich

„Demystifying Performance“ – Mangel an Studien im FI-Bereich

Eine weitere Beobachtung ist, dass nur sehr wenige Studien zu finden sind, die sich mit der Performance von RI im FI-Bereich beschäftigen. So ist z.B. bezeichnend, dass sich in der Überblicksstudie „Demystifying Performance“ von Mercer/UNEP FI sowie in der Nachfolgestudie von Mercer kein einziger Hinweis auf Ergebnisse im FI-Bereich finden lässt. Insgesamt wurden dabei 36 akademische/wissenschaftliche Studien ausgewertet sowie zusätzlich zehn Studien von Banken/Brokern. Wie die folgende Abbildung zeigt, fällt das Ergebnis mit Blick auf Aktienengagements recht eindeutig aus und zwar selbst dann, wenn man konservativ ist und nur die akademischen Studien betrachtet.

Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren und finanzieller Performance



Quelle UNEP FI Mercer (2007), Mercer (2009)

Kaum eine Studie untersucht den Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren und Performance im FI-Bereich

Diese ausschließliche Fokussierung auf den Aktienbereich ist doch einigermaßen überraschend. Dabei ist es nicht etwa so, dass Mercer die Dinge einseitig dargestellt hätte. In der Tat ist festzustellen, dass akademische Studien, die sich mit dem Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren und Performance im FI-Bereich beschäftigen, äußerst rar sind. „Kommerzielle“ Studien sind uns gar nicht bekannt.

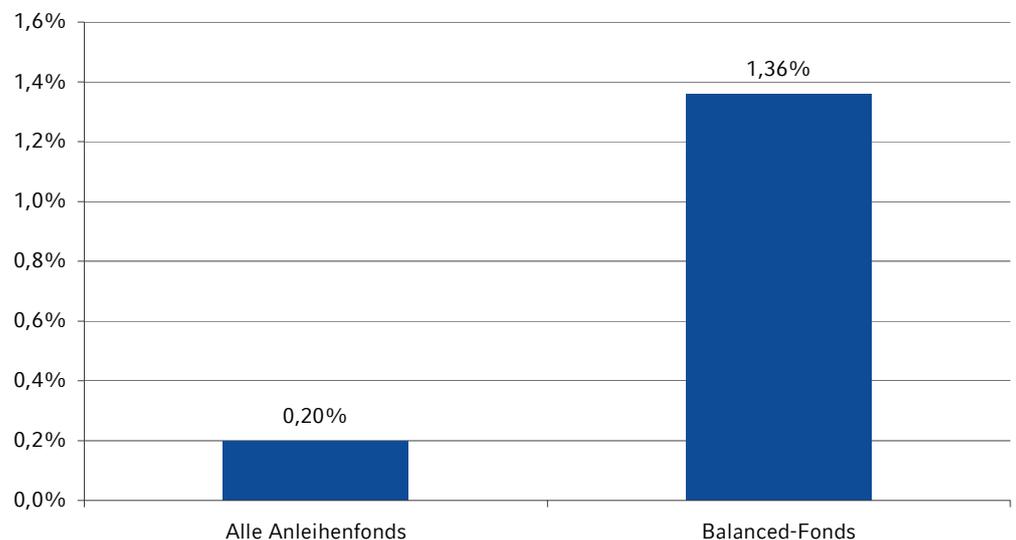
Unter den wenigen Studien, die es gibt, liegt der Schwerpunkt auf dem Zusammenhang zwischen Kreditratings und Nachhaltigkeitsratings, was zwar für sich genommen durchaus interessant, für den Investor aber letztlich nur von begrenzter Aussagekraft ist.⁹

Studie von Derwall/Koedijk
errechnet risikoadjustierte
Renditedifferenz mit 0,2% pro
Jahr

Aus der Investmentperspektive erscheint uns vor allem die Studie von Derwall/Koedijk (2008) nützlich. Die Autoren untersuchen den Mutual-Fund-Markt in den USA von September 1987 bis März 2003 und damit über einen recht langen, repräsentativen Zeitraum. In erster Linie testen sie dabei ein 4-Faktormodell, das die Einflussgrößen Marktsensitivität, Default-Risiko, Optionsrisiko und Aktienmarktrisiko umfasst. Die risikoadjustierte Renditedifferenz zwischen den RI-Anleihenfonds und den konventionellen Anleihenfonds beträgt 0,2% pro Jahr (auf Nettoenditebasis und nach Kosten).¹⁰ Das erscheint zwar nicht spektakulär hoch, ist aber ökonomisch betrachtet auch nicht irrelevant. In jedem Fall zeigt sich, dass über einen langen, repräsentativen Zeitraum hinweg betrachtet RI-Anleihenfonds auch nach (zusätzlichen) Kosten dazu in der Lage sind, mit konventionellen Anleihenfonds mitzuhalten. Da die statistische Signifikanz fehlt, würden wir allerdings auch nicht von einer „gesicherten“ Outperformance sprechen wollen.

Ein deutlicheres Bild ergibt die Analyse des Segments der „Balanced“-Fonds. Hier liegt die risikoadjustierte Überschussrendite der RI-Fonds gegenüber den konventionellen Fonds bei deutlich höheren, auch statistisch signifikanten 1,36% pro Jahr – bemerkenswert, wie wir meinen.

Alpha/Risikoadjustierte Überschussrendite (4-Faktormodell)



* signifikant zum 5%-Niveau

Quelle Derwall/Koedijk, 2008

Eigene Untersuchungen
kommen zu ähnlichen
Ergebnissen

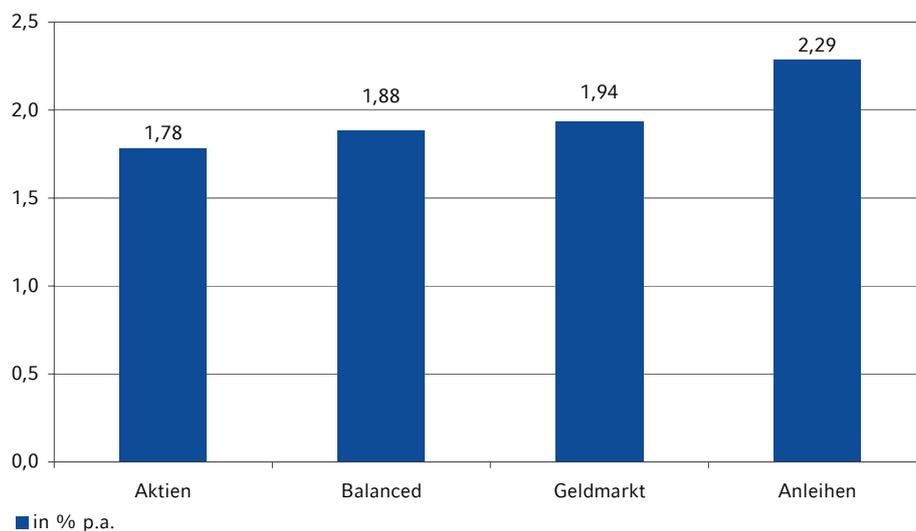
Eigene Untersuchungen des europäischen Mutual-Fund-Marktes kommen übrigens zu recht ähnlichen Ergebnissen. Auf Basis von Morningstar-Daten haben wir dabei die Performance von RI-Fonds analysiert. Die nachfolgende Abbildung zeigt die durchschnittlichen aktiven Renditen nach Assetklassen über einen Zeitraum von fünf Jahren.

⁹ Auch wir haben dies empirisch untersucht (siehe S. 54 für den Bereich Corporate Bonds und S. 70 für Sovereigns) und konnten dabei einen signifikant positiven Zusammenhang feststellen, kommen aber auch zu dem Ergebnis, dass man keineswegs von einer Redundanz des einen oder des anderen Ratings ausgehen kann. Sie sind keine Substitute, können aber möglicherweise komplementär zur Verbesserung der Investitionsentscheidung eingesetzt werden.

¹⁰ Im High-Yield-Teilsegment ist dagegen eine Underperformance von -0,13% p.a. zu konstatieren (statistisch nicht signifikant).

Bei der Berechnung der aktiven Rendite sind wir so vorgegangen, dass wir von der Rendite jedes einzelnen Fonds die jeweilige „Segmentrendite“, sprich die Durchschnittsrendite aller Fonds in der jeweiligen, von Morningstar definierten Peer-Group abgezogen und darüber dann das arithmetische Mittel gebildet haben.

Aktive Rendite (5 Jahre) von RI Fonds in % p.a. (per 31.3.2010)



* signifikant zum 5%-Niveau

Quelle WestLB, Eurosif, Morningstar

RI-Fonds zeigen in allen vier Segmenten eine klare Out-performance gegenüber herkömmlichen Fonds

Bemerkenswert ist zunächst einmal, dass in allen vier Segmenten eine positive aktive Rendite, sprich eine Outperformance der RI-Fonds festzustellen ist.¹¹ Anders als bei der Studie von Derwall/Koedijk zum US-Markt ist es hier sogar so, dass die Anleihenfonds einen höheren Zusatzertrag abwarfen als die gemischten Fonds. Dass die Aktienanteile dieser Fonds die Performance wohl eher gedrückt haben dürften, zeigt die „Hackordnung“ der aktiven Renditen, die von 1,78% p.a. für die reinen Aktienfonds, über 1,88% p.a. für die gemischten Fonds, bis auf 2,29% p.a. für die reinen Anleihenfonds ansteigt. Worauf die Unterschiede im Einzelnen (kausal) zurückzuführen sind, bleibt freilich im Dunkeln. Zu unterschiedlich sind die Investmentansätze und Prozesse, die den einzelnen Fonds zugrunde liegen.¹²

Bonds schneiden hier sogar besser ab als Aktien

Gleichwohl lassen sich einige weitere Vermutungen anstellen, wenn man auf den kürzeren 3-Jahreszeitraum geht (siehe Tabelle im Anhang, S. 75). Die Performance ist hier stark durch die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise gekennzeichnet. Die aus unserer Sicht wahrscheinlichste, wenn auch aus den verarbeiteten Daten nicht direkt ablesbare Erklärung für die während dieses Zeitraums festzustellende Underperformance der RI-Fonds im Aktienbereich liegt in der hohen Bedeutung des Investmentthemas Erneuerbare Energien, das unter anderem unter dem Rückgang der Ölpreise und der sich abzeichnenden Kürzung der Subventionen in Deutschland gelitten hat.

¹¹ Bei der rückschauenden Analyse der Performance von Investmentfonds besteht die Grundproblematik des so genannten Survivorship Bias. Das Problem dürfte insbesondere mit Blick auf die jüngere Vergangenheit virulent sein, da hier – unter anderem bedingt durch die Finanzkrise – eine Vielzahl von Fonds von der Bildfläche verschwunden sind. Nach unserer Auffassung dürfte dies jedoch nicht zu einer systematischen Verzerrung der Ergebnisse im Bereich der aktiven Renditen geführt haben, da ja der Survivorship Bias auch mit Blick auf die Peer-Group besteht. Von systematischen Unterschieden zwischen den beiden Gruppen ist u.E. nicht auszugehen.

¹² Der Limitiertheit von Performancetests auf Basis von Fondsdaten wird hier deutlich (Unschärfe, Unspezifiziertheit, mangelnde Kontrolle der Rahmenbedingungen). Gleichwohl können sie wertvolle Hinweise liefern, und diese Hinweise fallen hier recht eindeutig aus.

Dieser Effekt war offenbar so stark, dass auch die gemischten Fonds in der relativen Betrachtung ins Minus gedreht haben. Anders dagegen die reinen RI-Anleihenfonds. Sie weisen eine stabile Outperformance gegenüber ihrer jeweiligen Peer-Group auf, was der These der Risiko senkenden Wirkung der Berücksichtigung von ESG-Faktoren entspricht. Im Aktienbereich werden die Ergebnisse dagegen durch „gehypte“ grüne Investmentthemen verzerrt (das gilt natürlich in beide Richtungen).

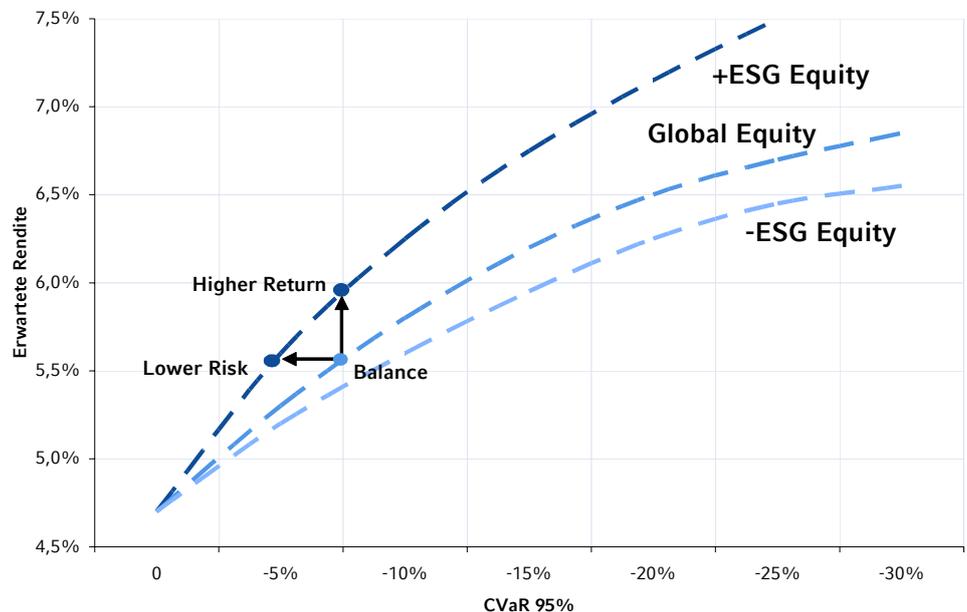
Allerdings mangelt es noch an Analysen zum Einfluss von ESG-Kriterien auf die Bond-Performance

Wie bereits gesagt, erlauben Performancetests auf der Basis von Fondsdaten nur begrenzte Einblicke. Letztlich muss man sich auf die Klassifizierung der Fonds verlassen und hat es ansonsten mit einer Black Box zu tun. Es wäre nun aber gerade besonders spannend zu sehen, wie sich das Zusammenspiel zwischen den nach ESG-Kriterien ausgewählten Aktien- und Bondteilportfolios auf die Gesamtpformance auswirkt. Angesichts des generellen Mangels an Studien überrascht es nicht, dass die Literatur zu dieser doch sehr speziellen Fragestellung (noch) sehr wenig hergibt.

Simulationsstudie von risklab ...

Immerhin konnten wir jedoch eine aktuelle Studie identifizieren, die in dieser Richtung unterwegs ist. So untersuchte der zur Allianz-Gruppe gehörende Thinktank *risklab* im Rahmen einer Simulationsstudie, wie sich die Berücksichtigung klar definierter und modellierter ESG-Faktoren auf die Renditen gemischter Portfolios über einen Anlagehorizont von 20 Jahren auswirkt. Dabei wurden 10.000 verschiedene Entwicklungspfade für drei alternative Strukturen des Aktienteilportfolios durchgespielt: „Global equity“ (marktdurchschnittliche ESG Exposure), „+ESG“ (positives ESG-Exposure) und „-ESG“ (negatives ESG-Exposure). Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht die Vorgehensweise.

RI in Multi-Asset-Portfolios – Simulationsanalyse



Quelle risklab, 2009

... untersucht Auswirkungen von ESG-Faktoren auf die Renditen gemischter Portfolios

Am Ende wurden drei gemischte Portfolios miteinander verglichen: Das Portfolio „Balanced“, das so etwas wie den Ausgangspunkt, sprich das Marktportfolio oder Nullportfolio darstellt (ca. 30% Aktienanteil), das Portfolio „Lower Risk“, das ein Portfolio auf der „+ESG“-Effizienzlinie abbildet und das Risiko gegenüber dem Nullportfolio bei identischer Renditeerwartung senkt, sowie das „Higher Return“-Portfolio, das bei gleichem Risiko die erwartete Rendite gegenüber dem Ausgangspunkt erhöht.

Man sieht, dass die beiden Portfolios „Higher Return“ und „Lower Risk“ auf der höheren „+ESG“ Effizienzlinie liegen. Gemessen wird also an diesen beiden exemplarischen Punkten, wie hoch der Added Value im Gesamtportfoliokontext ist, wenn man bei der Zusammenstellung des Aktienportfolios die „+ESG“-Variante, also die Variante mit einer positiven ESG-Exposure, wählt. Die Ergebnisse der Simulationsanalyse sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Einfluss von ESG-Faktoren auf die Performance gemischter Portfolios – Ergebnis einer Simulationsanalyse über einen Zeitraum von 20 Jahren (in %)

	Erwartete Rendite	CVaR 95%	Volatilität
Portfolio 'Balanced'	5,50	-7,40	6,20
Portfolio 'Lower Risk' (+ESG)	5,50	-5,10	5,20
Portfolio 'Higher Return' (+ESG)	5,80	-7,40	6,50

Quelle risklab, 2009

Die Ergebnisse sind recht beeindruckend. So führt ein positives ESG-Exposure im Gesamtportfoliokontext entweder zu einer Verringerung des Risikoniveaus (gemessen am 95% CVaR)¹³ um ca. 30% bei gleicher erwarteter Rendite oder zu einer Erhöhung der erwarteten Rendite bei gleichem Risiko um 0,3% pro Jahr.

Zunahme von ESG-Investment-Ansätzen im FI-Bereich zu erwarten

Wir würden diese Ergebnisse zwar nicht überbewerten – dafür sind uns die Ergebnisse zu „vorherbestimmt“ – sind aber der Ansicht, dass sie sehr wohl in die richtige Richtung weisen: Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren sollte sich positiv auf das Rendite-/ Risikoprofil gemischter Portfolios auswirken. Wir erwarten, dass diese Botschaft in den kommenden Jahren wesentlich stärker Gehör finden dürfte und es zu einer deutlichen Zunahme von Investmentansätzen und AuM im Multi-Asset- und damit letztlich auch im FI-Bereich kommen wird – insbesondere in Deutschland, da hier das Ungleichgewicht – wie gezeigt – besonders groß ist.

Pensionsfonds als Treiber im internationalen Umfeld

Wachstumstreiber Pensionsfonds

Außerdem erwarten wir, dass dieser Anpassungsprozess nicht etwa durch die erhöhte Nachfrage privater Investoren in Gang kommen wird. International werden es die großen institutionellen Investoren sein, insbesondere die Pensionskassen, die das Thema als „Universal Owner“ vorantreiben werden (nicht zuletzt auch aus ihrer Selbstverpflichtung heraus, die sie mit Unterzeichnung der UN Principles for Responsible Investing, kurz PRI, eingegangen sind).¹⁴ Die Aktienquoten liegen hier zwar oft deutlich höher als in Deutschland (insbesondere im angelsächsischen Raum). Gleichwohl sind die Volumina im FI-Bereich hoch signifikant, sodass eine Vernachlässigung des RI-Gedankens hier sicherlich keine Option darstellt.

In Deutschland ist der Druck, nach RI-Kriterien anzulegen noch nicht so hoch wie z.B. im UK oder in Frankreich

Im Inland sind die Dinge anders gelagert. Hier sind zwar die FI-Quoten in den Portfolios der großen institutionellen Investoren – insbesondere der Versicherungen – deutlich höher als in anderen Ländern. Andererseits ist der Druck auf diese Investoren, nach RI-Kriterien anzulegen, noch nicht so hoch wie z.B. in Großbritannien oder Frankreich.

¹³ Conditional Value at Risk (CVaR): durchschnittliche erwartete Rendite von „Worst-Case-Szenarien“ (hier: untere 5% der Verteilung).

¹⁴ Die Bedeutung der UN PRI ist in Deutschland noch äußerst gering. Im internationalen Vergleich, den die PRI jährlich veröffentlicht, taucht Deutschland nicht einmal auf (siehe Abbildung auf S. 76 im Anhang). Per Ende Juli 2010 hatte die UN PRI 778 Unterzeichner, davon 423 Investment Manager und 207 „Asset Owner“, sprich institutionelle Investoren (insbesondere Pensionsfonds). In Deutschland gab es dagegen die fast schon peinlich niedrige Zahl von 4 Investment Managern und 3 institutionellen Investoren. Zum Vergleich: in Frankreich waren allein 43 (!) Investment Manager zu diesem Zeitpunkt Unterzeichner.

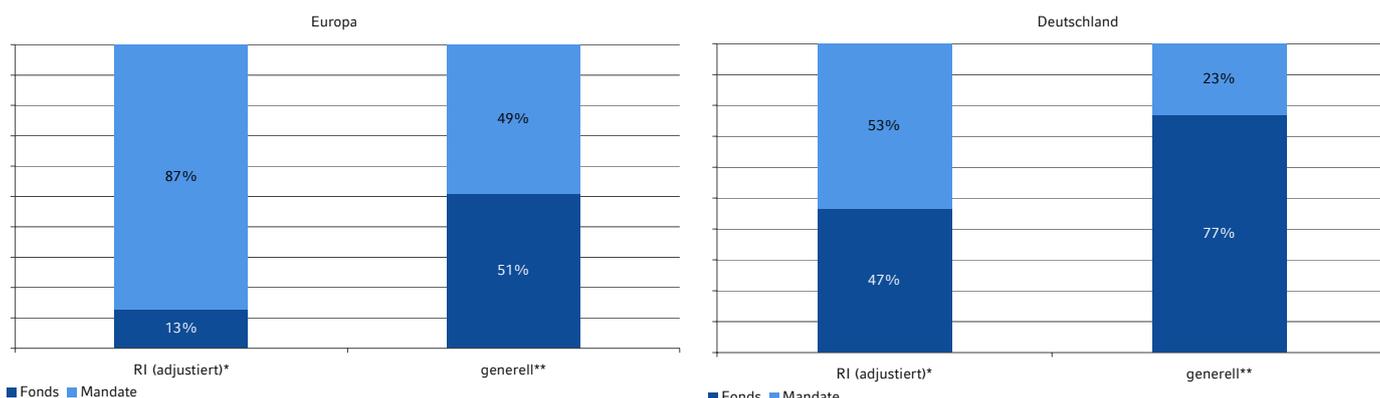
Über die Gründe hierfür (regulatorische Rahmenbedingungen, Unterschiede in den Investmentkulturen usw.) wollen wir uns an dieser Stelle nicht weiter auslassen. Wichtiger scheint uns vielmehr der Hinweis, dass die Etablierung des RI-Gedankens im FI-Bereich von einer ganz anderen Seite angestoßen werden dürfte. So rechnen wir damit, dass es vor allem die großen gelisteten Unternehmen sein werden, die in der Anlage ihrer Finanzmittel (auch der Pensionsgelder) in Zukunft sehr viel stärker darauf achten werden, dass RI-Kriterien Berücksichtigung finden.

In Deutschland könnten die Pensionsvermögen der großen Unternehmen zu einem wichtigen Katalysator werden

Nach einer Studie von Rauser Towers Perrin (Juli 2009) beliefen sich die Pensionsvermögen allein der DAX-Unternehmen per 31.12.2008 auf rund 125 Mrd € (2007: 150 Mrd €), bei einem durchschnittlichen Ausfinanzierungsgrad (Funding Ratio) von 65% (zu den einzelnen Unternehmen, siehe auch die Abbildung auf S. 75 im Anhang).¹⁵ Der Rentenanteil in den Pensionsvermögen der DAX-Unternehmen lag übrigens bei 61% (Aktien: 23%, Immobilien: 6%, Sonstige: 10%). Wir erwarten, dass der Ausfinanzierungsgrad in den kommenden Jahren weiter steigen wird (bis 2015 auf 75%). Hinzu kommen geschätzte Neu-Dotierungen in der Größenordnung von rund 10 Mrd € pro Jahr, was Mittelzuflüsse in die Kapitalmärkte von über 75-80 Mrd € bis 2015 implizieren würde. Allein über die neu anzulegenden Gelder der DAX-Unternehmen bestünde somit ein erhebliches Wachstumspotenzial für den RI-Markt in Deutschland.

Um dieses Potenzial tatsächlich erschließen zu können, wäre jedoch eine erhebliche Veränderung im Verhalten der Unternehmen erforderlich. So spielen bei der Mandatsvergabe RI-Kriterien bis dato kaum eine Rolle. Nach unserer Einschätzung dürften die nach diesen Kriterien angelegten Mittel 5 Mrd € nicht übersteigen. Der Anteil an den Pensionsvermögen der DAX-Unternehmen läge damit im unteren einstelligen Prozentbereich. Das wird sich u.E. in Zukunft allerdings spürbar verändern.

Europäischer RI-Markt – angetrieben durch institutionelle Investoren – von Asset Managern verwaltete Gelder



* Eurosif, Europäische SRI-Studie 2008, ** EFAMA Asset Management in Europa 2009

Quelle EFAMA, Eurosif

Gleichgewicht zwischen operativem Geschäft und eigener Geldanlage

Der Hintergrund ist dabei schlicht, dass vor allem die DAX-Unternehmen angetreten sind, sich als globale Leader in Nachhaltigkeitsfragen zu positionieren, und das Thema Nachhaltigkeit inzwischen zu einem wirklichen Bestandteil von Unternehmensstrategien geworden ist. Mit dem Voranschreiten auf der Lernkurve stellt man nun in vielen Unternehmen immer mehr fest, dass ein deutliches Ungleichgewicht entstanden ist zwischen den Fortschritten, die man im operativen Geschäft in den vergangenen Jahren gemacht hat, und der Frage, wie die eigenen Gelder des Unternehmens angelegt werden sollen.

¹⁵ Zum Vergleich: Die MDAX-Unternehmen wiesen zum gleichen Zeitpunkt ein Pensionsvermögen von 18 Mrd € auf (bei einem Ausfinanzierungsgrad von 59%).

Ein Konzern, der eine „grüne“ Produktpalette hat und die Marke rund um Fragen wie die Bekämpfung des Klimawandels aufbaut, ist schlecht beraten, bei der Anlage der eigenen Gelder Umweltfragen unberücksichtigt zu lassen. So möchte man in diesen Tagen sicherlich kaum „am Nasenring durch die Manege“ geführt werden, wenn man auf der einen Seite Geschäfte im Bereich der Erneuerbaren Energien machen will, der eigene Pensionsfonds auf der anderen aber ein hohes Engagement in BP aufweist.

Sorgfältig aufgebaute nachhaltige Unternehmensstrategie schließt Anlage der Gelder mit ein

Eine sorgfältig aufgebaute „grüne“ Unternehmensstrategie kann so in einem wahren PR-Desaster enden. Mithin geht es darum, einen Abgleich zwischen den Grundprinzipien und Strategien im operativen Geschäft auf der einen Seite und den Finanzanlagen auf der anderen Seite herzustellen. Griffig formuliert lautet die Forderung daher schlicht „Put your money where your mouth is“. Setzt sich dieser Gedanke in der Unternehmenswelt durch, wovon wir überzeugt sind, dann wird es in den nächsten Jahren zu einem starken Wachstum verwalteter Gelder im FI-Bereich kommen, die nach RI-Kriterien gemanagt werden.¹⁶ Ein weiterer Aspekt, der zum Wachstum beitragen sollte, ist die zunehmend verbreitete Überzeugung, durch eine Integration von ESG-Faktoren einen positiven Wertbeitrag im Sinne einer Verbesserung des Rendite/Risikoprofils erreichen zu können – genauso wie im Aktienbereich, wie die oben bereits zitierten Studien von Mercer gezeigt haben.

¹⁶ In der Umfrage des UKSIF „Sustainable Pension 2009“ gaben 33% der Pensionsfonds, die eine explizite RI-Policy aufweisen, an, dass deren Abstimmung mit der CR-Policy des Pensionsplansponsors (also des Unternehmens) von hoher Bedeutung für sie ist. 2007 waren es nur 21%. Dies zeigt unseres Erachtens, dass es bereits einen Trend hin zu einer größeren Konsistenz zwischen beiden Ebenen gibt. Mit Blick auf Deutschland kann dies zu einem wichtigen Argument für Unternehmen werden, sich dem Thema überhaupt zu öffnen.

Asset Allocation in der RI-Welt

Im Folgenden führen wir eine Multi Asset Portfoliostruktur ein, die den Besonderheiten der RI-Welt Rechnung trägt. Dazu gehört die Investmentprozess-bedingte Unterscheidung in Liquide Assets (80% des Portfolios) und Alternative Assets (20%). Während für erstere der Fokus auf der Risikoperspektive liegt und die Auswahl von Einzelassets auf Ratings beruht, stehen bei letzteren ausgesuchte Themen im RI-Bereich und die damit verbundenen Renditechancen im Vordergrund. Mit Blick auf den Bereich der Liquiden Assets stellen wir ein Beispiel für eine strukturierte, taktische Asset Allocation vor. Für den Bereich der Alternative Assets fokussieren wir dagegen auf einzelne, aus der RI-Perspektive relevante Aspekte innerhalb der fünf von uns identifizierten Teilbereiche Rohstoffe, Private Equity, Asset Investments/Infrastruktur, Listed Small Caps und Themen-Bonds.

Portfoliostruktur und Strategische Asset Allocation

Die Portfoliostruktur (inkl. der Definition der Assetklassen) und die Strategische Asset Allocation (SAA) werden in der RI-Welt im Wesentlichen durch drei Faktoren bestimmt:

- Die Rendite-/Risikoerwartungen des Investors inklusive seiner Anforderungen an die Diversifikation des Portfolios;
- die nicht-finanziellen (z.B. ethischen) Motive des Investors und
- den Prozess der Portfoliokonstruktion, der einerseits selbst ganz wesentlich von den Motiven des Investors abhängt, der andererseits aber auch ein Resultat der Nebenbedingung der zur Verfügung stehenden Informationen und ihrer Weiterverarbeitungsmöglichkeiten ist.

Nicht-finanzielle Motive vs. Rendite und Risiko

Bevor wir zu unseren Vorstellungen zur Strukturierung des RI-Portfolios kommen, sei an dieser Stelle noch kurz etwas zur Unterscheidung von Werte-basierten und Wert-, respektive Performance-getriebenen, Ansätzen (oder auch Mischformen von beiden) gesagt. Während Letztere ausschließlich auf Rendite und Risiko fokussieren, zeichnen sich die Werte-basierten oder auch ethischen Ansätze dadurch aus, dass sie sich nicht in ein Schema pressen lassen. Ethik ist kein universelles Konzept. Sie ist stark vom individuellen, sozio-ökonomischen Hintergrund geprägt. Es kann daher keine delegierte Entscheidungsfindung bzw. Empfehlung geben. Die Verantwortung für die Investierbarkeit bestimmter Assets kann daher nur der Investor selbst übernehmen. Als Broker können wir letztlich nur eine weitgehend neutrale Position einnehmen – und das macht sich dann eben auch in unserer Herangehensweise an die Umsetzung von ESG-Themen im Portfolio bemerkbar. So legen wir unserer Assetauswahl z.B. ausschließlich relative Bewertungen zugrunde. Ferner aggregieren wir die relativen Bewertungen, die wir in den verschiedenen Teilbereichen vornehmen, zu einer Gesamtbewertung, respektive einem Rating (für Unternehmen siehe hierzu S. 42, für Länder S. 62).

Drei Faktoren sind entscheidend

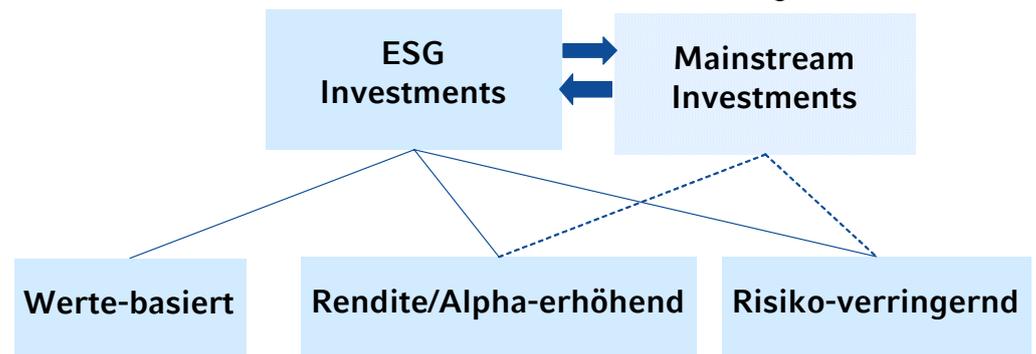
Investmentmotive prägen die Methoden, die Prozesse und die Strukturen

Ein solches Vorgehen wäre im ethischen, Werte-basierten Ansatz nicht möglich. Hier führen Bewertungen stets zu digitalen Entscheidungen – entweder ist das Investment in bestimmte Geschäftsaktivitäten basierend auf einem bestimmten Wertekanon akzeptabel oder nicht. Diese Bewertungen sind auch nicht addier- bzw. kompensierbar. D.h., es besteht eben nicht die Möglichkeit, die verschiedenen Geschäftstätigkeiten eines Unternehmens gegeneinander aufzurechnen, um dann am Ende zu dem Ergebnis zu kommen, dass diese im Durchschnitt akzeptabel sind. Man kommt hier mithin ganz automatisch zur Methode der Negativauswahl.

Mainstreaming von ESG-Investmentansätzen

Aus dem Gesagten ergibt sich auch eine interessante Perspektive auf das Geschehen am Markt und das viel beschworene Mainstreaming von Responsible Investments bzw. ESG-Investmentansätzen. So ist aus unserer Sicht in der Tat ein Mainstreaming festzustellen, da immer mehr Investoren den Added Value der Einbeziehung von ESG-Informationen in Investmententscheidungen erkennen (z.B. FRR: Integration von ESG Research bei 85% der AuM, siehe S. 8) und dies ganz unabhängig von ethischen, Werte-basierten Überlegungen (siehe Grafik auf S. 23). Das mag man zwar als opportunistisch bezeichnen, führt aber im Ergebnis auch zu Portfoliostrukturen, die Stück für Stück stärker auf Nachhaltigkeit ausgerichtet sind.

ESG-Investmentansätze – zwischen Werte-basiert und Wert-getrieben



Quelle WestLB Research

Zwei Säulen-Struktur – Liquid Assets & Alternative Assets

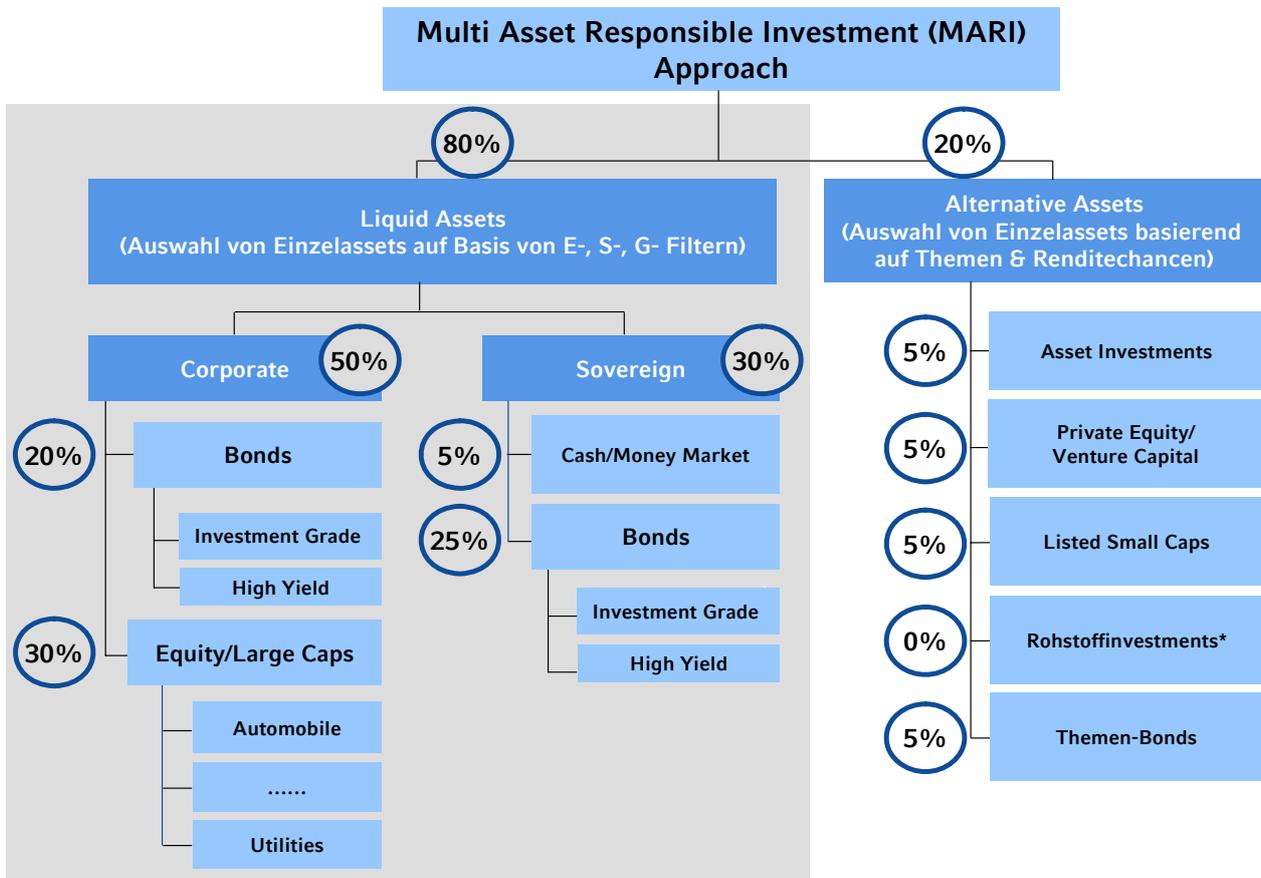
Gewichtung stellt Vorschlag für strategische Asset Allocation bzw. Benchmark für MARI-Portfolio dar

Die nachfolgende Abbildung zeigt das Ergebnis unserer Überlegungen. Die Prozentzahlen geben die von uns empfohlene, strategische Gewichtung wider. Wie bei der Strukturierung jedes Portfolios hängt sie natürlich von den individuellen Präferenzen des Betrachters ab, sodass es müßig wäre, die Gewichte hier im Einzelnen „verteidigen“ zu wollen.

Umsetzung des RI-Gedankens in konkrete Portfolios

Unterschieden haben wir zunächst einmal zwischen den „Liquid Assets“, wie Aktien (Large Caps), Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und staatlichen Geldmarktpapieren auf der einen Seite und den „Alternative Assets“, die oft nur eingeschränkt liquide und fungibel sind, auf der anderen Seite. Entscheidend ist hierbei allerdings nicht so sehr die Liquiditätscharakteristik selbst, sondern vielmehr die Unterschiede in den sich hieraus ergebenden Investmentprozessen, sprich in der Art und Weise wie der RI-Gedanke in ein konkretes Portfolio umgesetzt wird. Und genau dort liegen die wesentlichen Unterschiede zwischen den beiden Bereichen.

Multi Asset Responsible Investment Approach – Portfoliostruktur



* nur Rohstoffinvestments i.e.S.

Quelle WestLB Research

Themenfokus/Chancenorientierung bei „Alternative Assets“ ...

Während im Bereich „Liquid Assets“ Ansätze dominieren, die am Ende für eine Reduzierung des allgemein zur Verfügung stehenden Anlageuniversums sorgen, geht es bei den „Alternative Assets“ einzig und allein darum, in einzelne produkt- oder projektbezogene ESG-Themen zu investieren. Ein klassisches Beispiel für letzteres sind Investitionen in Erneuerbare Energien, also z.B. in Windkraftanlagen. Hierbei steht somit eindeutig die Chancenseite im Vordergrund – in der Regel abgeleitet aus dem Entstehen neuer Märkte basierend auf ESG-Themen und Trends wie z.B. Klimawandel, Wasser oder Mikrokredite.¹⁷ Hinzu kommt, wenn man die nicht-finanziellen Motive von Investoren mit einbezieht, ein pro-aktiver, positiver Fördergedanke.

... vs. Betonung der Risikoperspektive bei den „Liquid Assets“, ...

Ganz anders der Fokus im Bereich der „Liquid Assets“. Hier überwiegt ganz eindeutig die Risikoseite und damit Ansätze, wie das auf relativen Bewertungen – sprich Ratings – basierende „Best-in-class“-Verfahren bzw. das so genannte Negativ-Screening. Letzteres muss nicht unbedingt ausschließlich nicht-finanziell motiviert sein, wie das Beispiel BP zeigt. Investoren, die entweder den Ölsektor per se oder aber Tiefseebohrungen, die aus Umweltsicht seit langem als hoch riskant gelten, auf ihre Negativliste gesetzt hatten, können sich nun über den so vermiedenen exorbitanten Wertverlust freuen.

¹⁷ Der gesamte Bereich der RI-affinen Themeninvestments wird sehr stark von „E“-Themen (Clean Tech) dominiert. Die beiden anderen Säulen kommen zu kurz, da hier das Angebot renditeträchtiger Geschäftsfelder und Modelle natürlicherweise begrenzt ist (Mikrokredite als prominentestes Beispiel aus dem „S“-Bereich) oder sogar – wie im „G“-Bereich – praktisch gar nicht vorhanden ist. Von einer kompletten ESG-Bandbreite, wie sie bei den „Liquid Assets“ eine Rolle spielt, kann bei den „Alternative Assets“ also keine Rede sein.

... umgesetzt mittels „Filter-basierter“ Ansätze

Insgesamt sprechen wir hier von „Filter-basierten“ Ansätzen. Sie umfassen alle Investmentprozesse, die letztlich aus einem wohl definierten Benchmark-Universum Liquid Assets eine Teilmenge herausfiltern, die bestimmten ESG-Kriterien genügen. Dies kann sehr breit angelegt sein und das Thema ESG im Sinne des Konzepts einer auf mehreren Säulen ruhenden Nachhaltigkeit interpretieren. Es kann aber auch sehr punktuell bestimmte Themen innerhalb des ESG-Spektrums herausgreifen und dann entweder in Form des bereits angesprochenen Negativ-Screenings oder aber in Form eines Rankings von Emittenten nach ganz bestimmten, isolierten Kriterien erfolgen.

Verwendung isolierter Kriterien – z.B. des CO₂-Fußabdrucks

Ein Beispiel für Letzteres wäre etwa ein Unternehmensportfolio (Bonds oder Aktien), das mit dem Ziel zusammengestellt wird, den CO₂-Fußabdruck der in ihm enthaltenen Assets zu reduzieren.¹⁸ Das verbindende Element zur zweiten großen Gruppe, den Alternative Assets, ist die thematische Orientierung. Es bleibt aber der Unterschied, dass thematische Portfoliooptimierungen im Bereich der „Liquid Assets“ einen primär defensiven, Risiko-fokussierten Charakter haben. Man orientiert sich weiter an den bestehenden Strukturen des Marktes und der Ökonomie und gibt dem eigenen Portfolio lediglich einen „Tilt“ in die als „richtig“ eingeschätzte Richtung. Ob dies aus finanziellen oder nicht-finanziellen Motiven heraus erfolgt, ist dabei ohne große Bedeutung.

Themenorientierte Ansätze über das gesamte Portfolio hinweg denkbar, ...

Ein Vorteil einer solchen Themenorientierung ist, dass man sie letztlich über das ganze Portfolio hinweg konsistent umsetzen kann. Auf diese Weise lässt sich ein Portfolio generieren, das z.B. vollständig auf die Chancen und Risiken des Klimawandels ausgerichtet ist. Aus Sicht der Portfoliodiversifikation erscheint es freilich nicht unbedingt optimal, nur auf ein Thema zu „wetten“. Besser wäre ein „gesunder“ Mix aus Themen, die möglichst gering miteinander korreliert sind.

... oder auch eine Kombination verschiedener Filteransätze

Abschließend sei noch vermerkt, dass sich die verschiedenen Möglichkeiten der Filterung des Anlageuniversums, die im Bereich der „Liquid Assets“ zum Einsatz kommen, nicht gegenseitig ausschließen, sondern auf vielfältige Art und Weise miteinander kombiniert werden können. So ist z.B. vorstellbar, dass man zunächst Unternehmen mit bestimmten kontroversen Geschäftstätigkeiten ausschließt und dann in einem zweiten Schritt nach der „Best-in-Class“-Philosophie Werte mit einem hohen ESG-Rating auswählt. Last not least kann man dann natürlich auch noch Anforderungen an den CO₂-Fußabdruck stellen. Die Kunst besteht dabei natürlich darin, die Nebenbedingungen nicht so restriktiv zu formulieren, dass man sich zu weit von der Benchmark entfernt (oder technisch gesprochen, der Tracking Error zu groß wird).

Grundstruktur des Portfolios bleibt unberührt

Wichtig ist aus unserer Sicht noch zu betonen, dass unabhängig von der Vorgehensweise, für die man sich im Bereich der Filterung entscheidet, dies auf die von uns vorgeschlagene Grundstruktur des Portfolios keinen Einfluss hat – auch nicht notwendigerweise auf die gezeigte strategische Gewichtung. Im Rahmen dieser Studie, die ja einen recht universellen, zugleich aber auch beispielhaften Charakter hat, haben wir uns für ein Rating-basiertes „Best-in-Class“-Verfahren entschieden, das u.E. am besten dazu geeignet ist, den Responsible-Investment-Gedanken in seiner ganzen Breite abzudecken. Gleichzeitig verzichten wir im Wesentlichen auf Negativausschlüsse, um der Prämisse einer weitgehenden Wertneutralität unsererseits Rechnung zu tragen.

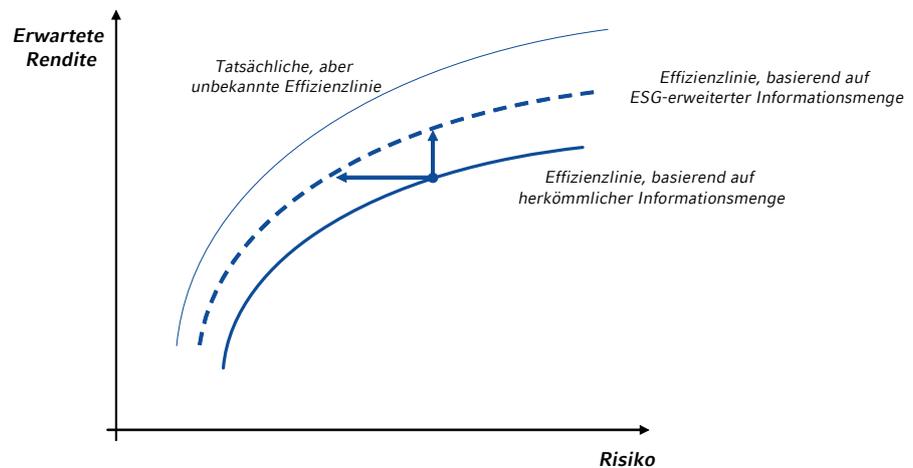
¹⁸ Hier sind natürlich noch viele andere Zielgrößen denkbar, wie z.B. ein „Wasser-Fußabdruck“. Gemein ist all diesen Ansätzen, dass sie auf Lebenszyklusanalysen basieren und entweder Emissionen oder Ressourcenverbräuche zum Thema haben.

Verbesserung des Rendite/ Risiko-Trade Offs durch die Berücksichtigung von ESG- Informationen

Integration von ESG-Informationen

Um an dieser Stelle Missverständnissen vorzubeugen, möchten wir noch darauf hinweisen, dass wir die Rolle der Informationen aus dem ESG-Bereich nicht darin erschöpft sehen, als Filterkriterium Verwendung zu finden. Vielmehr sehen wir in ihrer Berücksichtigung die Möglichkeit, wie in nachfolgender Grafik dargestellt, die Qualität der Finanzanalyse zu verbessern und letztlich durch eine verbesserte Finanzanalyse näher an die wahre, aber unbekannte Linie effizienter Portfolios heranzukommen (siehe hierzu auch unsere Studie „*In Search of Alpha – Integrating ESG with Value and Growth*“, November 2008).

Verbesserung des Rendite/Risiko-Trade-offs



Quelle WestLB Research

Beispiel für die Integration von ESG-Faktoren in die Finanz- analyse

Eine solche Integration von ESG-Faktoren respektive Informationen würde sich im Rahmen des in dieser Studie vorgestellten Konzepts auf Stufe 4 des Portfoliokonstruktionsprozesses (siehe hierzu die Grafik auf S. 41) wiederfinden. Ein Beispiel dafür, wie man die Integration von ESG-Faktoren in eine Finanzanalyse konkret umsetzen kann, liefert unsere aktuelle Siemens-Studie „*ESG – The link to competitive advantage*“ (Juli 2010).¹⁹

Während wir im Bereich der „Liquid Assets“, die in unserer SAA 80% des Portfolios ausmachen, den gesamten Prozess der Portfoliokonstruktion im Rahmen dieser Studie umsetzen, beschränken wir uns mit Blick auf die „Alternative Assets“ auf vergleichsweise kurze Diskussionsbeiträge zu jedem der fünf Teilbereiche. Das hat vor allem damit zu tun, dass es hier schlichtweg keine Ansatzpunkte für ein systematisches, strukturiertes Abarbeiten dieser Assetklassen gibt. In einigen Teilbereichen kommt dann noch ein hohes Maß an Intransparenz hinzu.

¹⁹ Das hierin verwendete fünfstufige Konzept ist in der Tabelle auf S. 77 im Anhang skizzenhaft dargestellt.

Themen: Rolle von Pensionsfonds, Diversifikation und Preisblasen

Großes Potenzial für die Anwendung von RI-Kriterien im Bereich der Alternative Assets

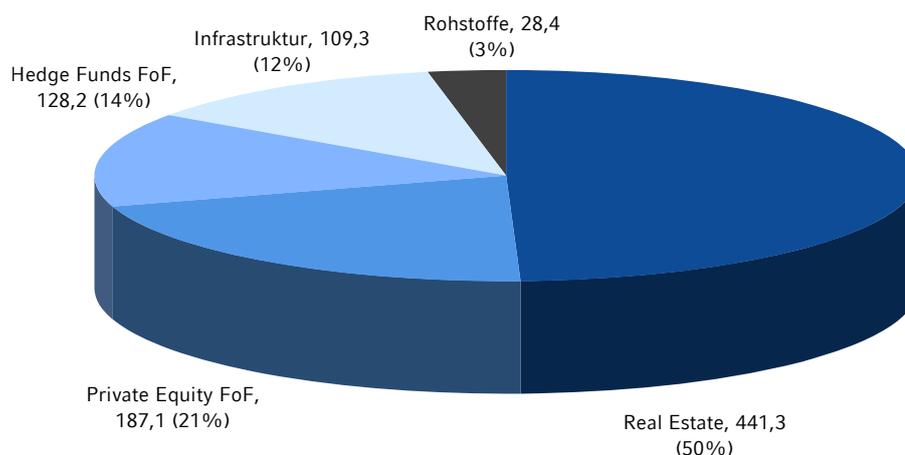
Alternative Assetklassen

Wir haben insgesamt fünf, für den RI-Bereich relevante alternative Assetklassen identifiziert.²⁰ Bevor wir diese im Einzelnen diskutieren, möchten wir drei generelle Überlegungen zu diesem Thema vorwegschicken: Zum einen soll es hierbei um die Rolle von Pensionsfonds auf diesem Gebiet gehen, anschließend sei ein kurzes Wort zur Rolle von Themeninvestments als Diversifikationsmittel gesagt, und schließlich möchten wir noch – und dies ist als Warnung zu verstehen – darauf hinweisen, dass Themeninvestments in aller Regel einem erhöhten Preisblasen-Risiko unterliegen.

Pensionsfonds und Alternative Assetklassen

Beobachtungen zeigen, dass Pensionsfonds – und damit der wohl wichtigste institutionelle Treiber für Responsible Investments – immer stärker auch in die Assetklasse der Alternative Investments vordringen (ganz im Sinne ihrer Rolle als „Universal Owner“). So waren nach einer aktuellen Studie von Towers Watson (Juni 2010) weltweit per 31.12.2009 Pensionsgelder in Höhe von rund 894 Mrd US\$ von hierzu mandatierten externen Investment Managern in alternativen Assetklassen (Immobilien, Private-Equity-Dachfonds, Dach-Hedge-Fonds, Infrastrukturprojekte sowie Rohstoffen) angelegt.

Pension Assets under Management – Alternative Assetklassen (in Mrd US\$)*



* Insgesamt 894 Mrd US\$; FoF: Funds of Funds

Quelle Towers Watson, 2010

Mehr als die Hälfte der in Alternative Assets investierten Gelder stammen aus Pensionsvermögen

Die Grundlage hierfür bildete eine Umfrage unter insgesamt 149 Investment-Managern, die 224 Fonds in diesem Bereich verwalteten. Damit kamen bereits mehr als die Hälfte der im Alternative Asset-Bereich verwalteten Gelder aus Pensionsvermögen (Gesamtsumme: 1.694 Mrd US\$). Nun gibt es zwar keine Zahlen darüber, wie groß der Anteil der Pensionsvermögen ist, die in Alternative Assets engagiert sind und dabei gleichzeitig bei der Vergabe von Mandaten RI-Kriterien angelegt haben. Das wäre ja z.B. dann notwendig, wenn es sich um Unterzeichner der PRI handelt. Wir gehen jedenfalls davon aus, dass dies in vielen Fällen so ist und dass RI-Kriterien daher auch im Bereich der Alternative Assets eine zunehmend bedeutende Rolle spielen werden.²¹

²⁰ Ganz bewusst möchten wir hier Alternative Assets von dem weit verbreiteten Begriff Alternative Investments (AI) unterscheiden. Für letzteren gibt es zwar keine eindeutige Definition. Gemeinhin fasst man aber unter AI Finanzinstrumente außerhalb der traditionellen „long only“ Investments in Aktien und Anleihen zusammen, die sich dadurch auszeichnen, dass sich mit ihnen (zumindest potenziell) positive Renditen unabhängig von der Marktentwicklung erzielen lassen (Absolute Return-Gedanke). Es besteht somit eine enge Verwandtschaft zur grundlegenden Philosophie von Hedge Funds, die oft selbst in die Klasse der AI einsortiert werden.

²¹ Einen Hinweis in diese Richtung liefern aber immerhin die Umfrageergebnisse des UKSIF unter britischen Pensionsfonds (siehe hierzu die Grafik auf S. 11).

Unkorreliertheit von
Alternative Assets hilft in
Stresssituationen nicht weiter

Portfoliodiversifikation mit Alternative Assets

Bevor wir in die einzelnen Teilbereiche gehen, möchten wir an dieser Stelle noch auf eine Eigenschaft von Alternative Assets hinweisen, die über ihre Attraktivität im Einzelfall hinausgeht und den Portfoliokontext betont. Gemeint ist der Gedanke der Unkorreliertheit dieser Assetklassen mit den herkömmlichen Assetklassen, die in gemischten Portfolios zu hohen Diversifikationsbeiträgen führt. So sehr wir dieser Überlegung im Grunde zustimmen – auch wenn eine empirische Überprüfung in vielen Fällen mangels einer geeigneten Datenbasis kaum möglich ist – so sehr möchten wir aber auch eine Warnung aussprechen und auf das Verlorengehen der Diversifikationseigenschaft in Stresssituationen hinweisen. So ist es in Extremsituationen, wie z.B. während der heißen Phase der Finanzkrise, so, dass die meisten Assetklassen in eine Richtung „marschieren“. Aus in Normalsituationen negativ oder unkorrelierten Assetklassen werden so – zumindest temporär aber eben genau dann, wenn man Diversifikationseffekte am meisten braucht – hoch positiv korrelierte Assetklassen.

„Herdenverhalten“ der
Finanzmarktakteure

Der Hauptgrund hierfür liegt in typischen, korrelierten Verhaltensweisen der Marktakteure, die z.B. in Phasen eines allgemeinen, tiefen Vertrauensverlustes mit einer herdenartigen Flucht in „sichere Werte“ reagieren. Die Unkorreliertheit der Alternative Assets mit anderen Assetklassen ist daher zwar ein valides portfoliotheoretisches Argument zu ihrer Beimischung, sollte aber gleichzeitig auch nicht überbewertet werden. Insbesondere deshalb nicht, da wir es gerade mit vielen höchst illiquiden Investmentformen zu tun haben.

Warnung vor Preisblasen im
Bereich der Themeninvestments

Themeninvestments – die Rolle von Launen und Moden

Last not least sei hier noch eine kurze Warnung ausgesprochen: So gilt das Prinzip der Nachhaltigkeit bzw. Beständigkeit natürlich auch mit Blick auf die Rendite eines Investments. Oft sind nun aber Investmentthemen auch Modethemen, die in die Zeit passen und einen gesellschaftlichen Trend aufgreifen, um dann mitunter auch schnell wieder von der Bildfläche zu verschwinden. Das beliebteste Beispiel in diesem Zusammenhang ist wohl der Dotcom-Boom der späten 90er Jahre. Investmentmoden führen in aller Regel zu einem Überschießen der Erwartungen und daher auch der Preise für entsprechende Investments. Investitionen in eine dann am Ende platzende Preisblase hinein können dazu führen, dass die Performance eines Portfolios – je nach Gewichtung des betroffenen Investmentthemas natürlich – auf viele Jahre, wenn nicht gar Jahrzehnte, hinaus massiv beeinträchtigt ist. Wir weisen an dieser Stelle darauf hin, dass durchaus die Gefahr besteht, dass auch „Grüne“ Investmentthemen in eine solche Situation hineinflaufen könnten und daher die Preiswürdigkeit von Investments besonders gründlich zu prüfen ist.

Nachfolgend diskutieren wir nun die fünf identifizierten Teilbereiche und beginnen mit den Rohstoffinvestments.

Rohstoffinvestments

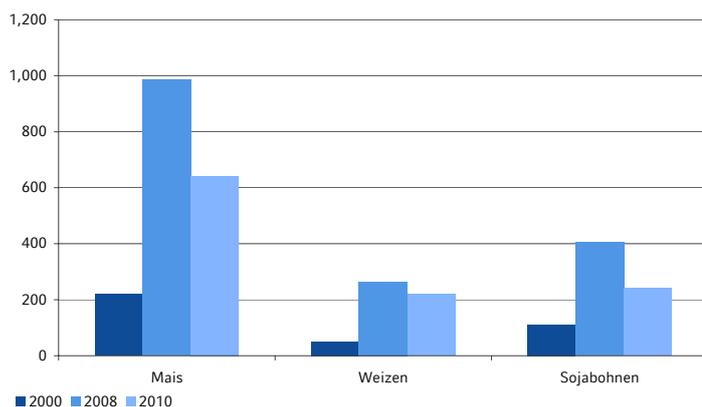
Finanzinvestitionen in Basis-
rohstoffe aufgrund negativer
externer Effekte u.E. aus
RI-Sicht nicht akzeptal

Wir haben das Gewicht hier letztlich aus ethischen Erwägungen heraus auf null gesetzt und damit gegen die Grundregel der Wertneutralität verstoßen, die wir uns als Broker auferlegt haben. Diese Ausnahme machen wir, da wir der Meinung sind, dass die negativen externen Effekte, die mit Rohstoffinvestments einhergehen, aus RI-Sicht letztlich nicht akzeptabel sind.

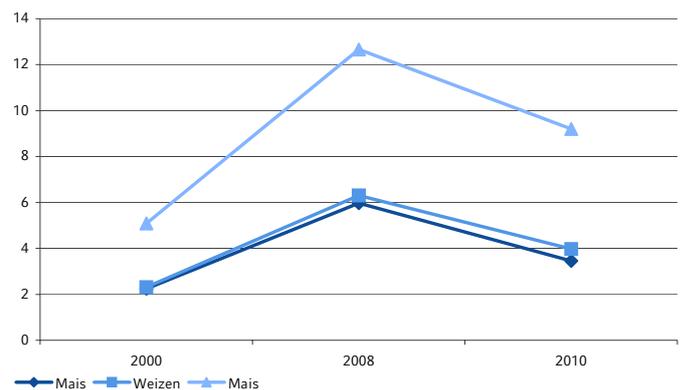
Erheblicher Einflusszuwachs von Finanzinvestoren auf Rohstoff-Futures-Märkten

Gemeint sind hier Finanzinvestitionen in Basisrohstoffe wie Metalle, Brennstoffe und vor allem Agrarrohstoffe wie z.B. Mais, Weizen, Sojabohnen oder Kakaobohnen. Da das Halten physischer Rohstoffpositionen für Finanzinvestoren aus naheliegenden Gründen nicht in Frage kommt, schlägt sich die von ihnen entfaltete zusätzliche Nachfrage an den Futures-Märkten, also an Börsen wie der CBOT (Chicago Board of Trade) und am OTC-Markt nieder. Die Rolle dieser Märkte ist natürlich nicht grundsätzlich zu verdammen, da sie die Möglichkeit der Absicherung von zugrundeliegenden Basisgeschäften liefern und Liquidität bereitstellen. Allerdings „wedelt der Schwanz inzwischen mit dem Hund“: So verweist die Welternährungsorganisation der Vereinten Nationen FAO in einer Stellungnahme zu Regulierungsbestrebungen darauf hin, dass nur 2% aller Termingeschäfte in Rohstoffen am Ende tatsächlich in der physischen Lieferung von Ware münden. Eine offensichtliche Unverhältnismäßigkeit, zu der das verstärkte Engagement von Finanzinvestoren in den vergangenen rund zehn Jahren zweifellos beigetragen hat. So zeigt die folgende Abbildung, wie sich die so genannten nicht-kommerziellen Long-Positionen an der CBOT parallel zur Preisentwicklung vervielfacht haben. Sie machten auf dem Höhepunkt der Rohstoffpreisblase im Jahr 2008 rund 50% des gesamten Open Interest aus.

Long-Positionen „nicht-kommerzieller“ Händler*



Preise (in US\$/Scheffel)



* in je Tsd Kontrakten (5.000 Scheffel/Kontrakt)

Quelle FAO, Juni 2010

Bestes aktuelles Beispiel ist der Kakaomarkt

Ein aktuelles Beispiel aus dem Bereich der Agrarrohstoffe ist der Kauf von Terminkontrakten über 240.100 Tonnen Kakaobohnen durch den Hedge-Fonds Armajaro, was rund 7% der weltweiten Kakao-Jahresproduktion entspricht (Quelle: FTD, 19.7.2010). Insgesamt werden an der Londoner Warenterminbörse Liffe überhaupt nur 270.000 Tonnen zur sofortigen Lieferung bereit gehalten. Der Kakaopreis stieg daraufhin auf seinen höchsten Stand seit 1977.

Von der Tortilla-Krise ...

Nun wollen wir uns hier nicht an der Debatte um Regulierungsnotwendigkeiten der Futures-Märkte im Rohstoffbereich beteiligen, und wir erkennen auch durchaus an, dass die bisher vorliegenden Forschungsergebnisse hierfür auch noch kein hinreichend eindeutiges Bild liefern. Wovon wir allerdings überzeugt sind, ist, dass die zusätzliche Nachfrage von Finanzinvestoren, sei sie nun rein spekulativer Natur oder auch primär dem Diversifikationsgedanken geschuldet, zu signifikanten Preisverzerrungen führen kann. Dies wiederum kann mit erheblichen externen Kosten verbunden sein, die u.E. aus der RI-Sicht nicht mehr zu akzeptieren sind. Als Beispiel sei hier an den Hype rund um die Biokraftstoffe erinnert, der am Ende nicht nur zu erheblichen Preisanstiegen bei den zugrundeliegenden Agrarrohstoffen (insbesondere Mais) geführt hat, sondern eben auch massive Auswirkungen im Sozial- und im Umweltbereich (Stichwort Tortilla-Krise in Mexiko) zur Folge hatte.

... bis zur Elektromobilität

Ein weiteres Beispiel, das wir hier ohne Anspruch auf Vollständigkeit nennen wollen, ist die Spekulation von Finanzinvestoren auf steigende Preise für Lithium sowie die so genannten „Seltene Erden“, die unter anderem als Rohstoffe für den Bau von Batterien für Elektrofahrzeuge benötigt werden. Ein Überschießen der Preise kann hier aber dazu führen, dass es erst gar nicht zu dem der Spekulation zugrunde liegenden Paradigmenwechsel hin zur Elektromobilität kommt. Nicht nur die Prophezeiung an sich würde sich hierdurch also selbst zerstören, sondern es bestünde auch das Risiko, dass eine Innovation mit hohem Potenzial auf der Strecke bleibt.²² Unsere Empfehlung lautet daher, dass Rohstoffinvestitionen im engeren Sinne nichts in den Portfolios von Nachhaltigkeitsinvestoren zu suchen haben. Daher das Gewicht von Null in unserer SAA.

Aktieninvestments in Bergbau- bzw. Minenkonzernen als Alternative?

Eine Möglichkeit Rohstoffthemen als Finanzinvestor zu spielen, ohne die genannten unerwünschten externen Effekte hervorzurufen, ist dies über Investitionen in die großen gelisteten Bergbau- bzw. Minenkonzerne (Aktien und/oder Corporate Bonds) zu tun. In diesem Fall würde man sich entweder ausschliesslich am Rating der Unternehmen orientieren oder auch ein zwei-dimensionales Unternehmens- und Länderating zugrundelegen (siehe z.B. oekom research). Man muss sich allerdings bewusst sein, dass die Gewinnung von Rohstoffen in aller Regel mit erheblichen Risiken im Umwelt- und Sozialbereich verbunden ist. Die Branche ist daher per se ein klassischer Kandidat für Ausschlusslisten. Auch hier gibt es natürlich Abstufungen. So kann man zum einen den gesamten Sektor ausschließen oder auch nur bestimmte, besonders problematische Bereiche auf die „Schwarze Liste“ setzen. Im Rahmen unseres hier vorgestellten Ansatzes tauchen die großen Bergbauunternehmen in den Teilportfolien Corporate Bonds und Large Cap Equity auf. Ausschlusskriterien wurden hierbei nicht verwendet. Es findet vielmehr eine Auswahl nach dem „Best-in-class“-Prinzip auf Basis des Corporate Ratings statt (in das natürlich auch die Umstände der Rohstoffgewinnung als wichtiger, aber eben nur als einer von vielen Faktoren einfließen; zum Rating, siehe S. 42).

Investment in ESG-Themen mit Rohstoffbezug wohl die beste Alternative

Unsere ablehnende Haltung zu den „Direktinvestments“ in einzelne Rohstoffe, darauf möchten wir an dieser Stelle auch noch explizit hinweisen, bezieht sich lediglich auf die Rohstoffinvestments i.e.S. Nicht gemeint sind ESG-Investmentthemen, die einen Rohstoffbezug haben, wie z.B. Wald- oder Wasserinvestments, wenn klar ist, dass den Investmentmöglichkeiten nachhaltige Geschäftsmodelle zugrundeliegen. Diese Form der Rohstoffinvestments ist aber eben gerade dadurch gekennzeichnet, dass sie nicht z.B. über die Derivatmärkte in die einzelnen Rohstoffe selbst investieren. Vielmehr geht es hier z.B. um Beteiligungen an PE-Fonds, Investments in gelistete Small Caps oder so genannte Asset Investments, also z.B. die Beteiligung an nachhaltig bewirtschafteten Waldgebieten.

Equity-Investments mit Themenbezug**Schwerpunkt „Clean Tech“**

Der Themenschwerpunkt liegt hier ganz eindeutig im Bereich „Clean Tech“, für den es allerdings keine exakte Definition gibt. Wir würden darunter z.B. sowohl den ganzen Bereich der Erneuerbaren Energien als auch Themen wie „Energy Storage“ und Elektromobilität (vor allem Batteriehersteller) verstehen sowie Teilbereiche des übergreifenden Investmentthemas „Wasser“ (z.B. Wasseraufbereitung und Meerwasserentsalzung).

²² Wir räumen allerdings ein, dass Preisblasen im Rohstoffbereich durchaus auch „positive“ externe Effekte haben kann. So hat ja der Ölpreis-Hype in den Jahren 2007/2008 das Thema Erneuerbare Energien sehr stark unterstützt. Aber auch das war und ist aus unserer Sicht nicht nachhaltig, da das „böse Erwachen“ nach dem Platzen von Rohstoffpreisblasen in jedem Fall kommt und einem wichtigen und richtigen Anliegen dann großen Schaden zufügen kann.

<p>Spezifischer Themenbezug der Produkte bei Small Caps i.d.R. wichtiger als die Abbildung einer breiten Palette von ESG-Faktoren</p>	<p>Listed Small Caps</p> <p>Die gelisteten Small Caps haben wir in der Darstellung auf S. 21 ganz bewusst nicht unter „Corporates“ aufgehängt. Der Hauptgrund ist dabei, dass die Investmentprozesse bei Large Caps und bei Small Caps fundamental verschieden sind. Während bei den Large Caps das ESG-Rating in seiner ganzen Breite zugrundegelegt wird, bilden bei Small Caps in der Regel spezifische Themen, die sich an den Produkten des Unternehmens festmachen lassen, die Grundlage der Investmententscheidung. Zwar beginnen auch kleinere gelistete Unternehmen, zunehmend über ihre ESG-Strategien und Performance zu berichten (z.T. weil dies von ESG-Investoren eingefordert wird und auch entsprechende Berichterstattungsstandards mehr und mehr verfügbar werden²³). ESG-Ratings werden somit auch im Small-Cap-Bereich eine zunehmend größere Rolle spielen. In der ESG-Bewertung dominieren wird aber nach wie vor das Chancenpotenzial, das mit den Produkten dieser Unternehmen verbunden ist. Klassisches Beispiel ist der Renewables-Sektor.</p>
<p>Entscheidend ist „Pure Play“</p>	<p>Entscheidend für Equity Investments mit Themensbezug ist, dass es sich möglichst um so genannte „Pure Plays“ handelt, sprich um Unternehmen, deren Produktportfolio ganz eindeutig mit einem ESG-Thema in Verbindung zu bringen ist. Dabei handelt sich schwerpunktmäßig um Themen aus dem Bereich der Umwelttechnologien (Clean Tech). Stark diversifizierte Unternehmen – vor allem also Large Caps wie etwa Siemens – , die sich zwas sehr stark mit Themen wie z.B. Energieeffizienz oder CO₂-arme Energieerzeugung positionieren, aber eben auch ganz andere Bereich im Portfolio haben, sind dagegen eher ungeeignet für Themenportfolios, da es sich bei ihnen eben nicht um „Pure Plays“, sondern um „Mixed Bags“ handelt.</p>
<p>ESG und Private Equity – wie passt das zusammen?</p>	<p>Private Equity/Venture Capital</p> <p>Damit sind im Equity-Bereich, wenn es um ESG-Themen geht, (neben Small Caps) Private Equity bzw. Venture Capital die einzigen Alternativen. Aber Private Equity und Responsible Investments, wie geht das eigentlich zusammen? Das Image der Branche, das man mit „kalthertzig“ und „gierig“ umschreiben kann, scheint jedenfalls nicht zu den Attributen „nachhaltig“ und „langfristig“ passen zu wollen. Hierzu möchten wir drei Dinge anmerken: Erstens geht es zumindest im Bereich Venture Capital um den Primärmarkt, sprich eine effektive Zurverfügungstellung von Kapital (anders als dies in der Regel bei Aktienengagements in gelisteten Large Caps der Fall ist); zweitens ist die Zeitdauer des Engagements, auch wenn sie von vornherein befristet ist, de facto oftmals länger als im Bereich der liquiden, gelisteten Unternehmen, bei denen taktische Erwägungen zu einer hohen Umschichtungshäufigkeit des Portfolios führen können; und drittens liegen im PE-Bereich Eigentum und Geschäftsführung überwiegend in einer Hand, was zu einer Reduzierung von Agency-Kosten im Unternehmen führt und vor allem aus der Governance-Sicht ein deutlicher Pluspunkt ist.</p>
<p>Private Equity – einige Unterschiede zu Listed Equity</p>	<p>Vorweggeschickt sei, dass es sowohl bei Listed Equity als auch bei Private Equity (PE) um die Investition in das Eigenkapital von Unternehmen geht. Grundsätzlich sprechen wir hier also vom gleichen Sachverhalt. Deutliche Unterschiede zeigen sich hingegen in der Art und Weise, wie das Investment getätigt wird, sowie in einigen besonderen Merkmalen, die sich hieraus ergeben.</p>

²³ Wie z.B. die „KPIs for ESG – Version 3.0“ von DVFA und EFFAS, den Berufsstandsvertretungen der Investmentprofessionals in Deutschland und Europa.

Investment ist von vornherein auf Exit ausgelegt

So investiert PE in der Regel in kleine Unternehmen, oft sogar in der Start-up-Phase, wobei man dann von Venture Capital (VC) spricht. Wird in einer späteren Phase – zumeist im Anschluss an die Start-up-Phase – investiert, spricht man von Development Capital (DC). Hierbei handelt es sich normalerweise um Unternehmen, die bereits etabliert und profitabel sowie weniger riskant sind und die Investitionsrückflüsse erwarten lassen. In beiden Fällen ist das Investment von vornherein auf einen „Exit“ in absehbarer Zeit (also z.B. einen Börsengang) ausgelegt. Der Gedanke, dass Nachhaltigkeit (unter anderem) ein per se langfristiges Engagement bedeutet, kommt hier somit nicht zum tragen. Darüber hinaus sind PE Fonds – im Gegensatz zum Investment in Listed Equities – oft nur am Erwerb von Mehrheiten an diesen Unternehmen interessiert (zumindest im DC-Bereich).

Transparenz für Anteilseigner i.d.R. sogar höher als bei Listed Equity

Eine weitere Besonderheit ist, dass es sich eben nicht um öffentlich gelistete Unternehmen mit entsprechenden Publizitätsanforderungen handelt. Die Transparenz ist somit für Aussenstehende außerordentlich gering, für Investoren, die Anteile halten, dagegen möglicherweise sogar größer als im Fall der gelisteten Unternehmen. ESG-Ratings sind für dies Unternehmen nicht verfügbar, Beurteilungen nach ESG-Kriterien demnach im Rahmen des Due-Diligence-Prozesses z.B. von Wirtschaftsprüfern vorzunehmen. Damit steht auch hier das produktbezogene Investmentthema (z.B. eben Clean Tech) im Vordergrund und es handelt sich somit eher um „opportunistische“ ESG-Investments.

Angelsächsische Pensionsfonds besonders stark in PE engagiert ...

Ein Wort noch zum generellen Setup: Asset Owner, respektive institutionelle Investoren, die sich in PE engagieren wollen, arbeiten in aller Regel mit spezialisierten PE Fondshäusern zusammen.²⁴ Dabei übernehmen die Investoren die Rolle eines „Limited Partner“, sprich eines Gesellschafters mit beschränkter Haftung, wohingegen der Fondsinitiator als „General Partner“ (persönlich haftender Gesellschafter) fungiert.²⁵ Interessant ist, dass sich auf Investorensseite besonders stark die angelsächsischen Pensionsfonds positioniert haben, wie ein Blick auf die Mitgliederstruktur des ILPA (International Limited Partners Association) zeigt (siehe Grafik auf der folgenden Seite).

... und unter diesen gibt es viele Unterzeichner der UNPRI

Mit Blick auf die Gruppe der „General Partner“ finden wir bemerkenswert, dass sich hier eine immer größer werdende Anzahl von Häusern dem RI-Gedanken zu öffnen scheint. Unter ihnen gibt es inzwischen durchaus auch Häuser, die sich auf RI spezialisiert haben und damit zu bevorzugten Partnern von Asset Ownern, die zu den Unterzeichnern der UNPRI gehören, geworden sind.²⁶ Hintergrund für die generelle Öffnung dürfte zum einen sicherlich das Bemühen um eine Imageverbesserung sein („Greenwashing“?). Zum zweiten – und wichtiger – ist aber sicher auch das Ziel, von den enormen Zuflüssen insbesondere in den Clean Tech-Bereich zu profitieren. Die zunehmende Bedeutung von RI im PE-Bereich wird nicht zuletzt aus einer – aus unserer Sicht interessanten – Zahl belegt, die die UNPRI selbst veröffentlicht hat: Demnach kommen 65 Unterzeichner der UNPRI mit einem Volumen der AuM von insgesamt rund 200 Mrd US\$ aus dem PE-Bereich. Bemerkenswert erscheint uns auch die Tatsache, dass die UNPRI Guidelines für Private Equity publiziert hat, die von einem Steering Committee unter Teilnahme von LPs und GPs entwickelt wurden.

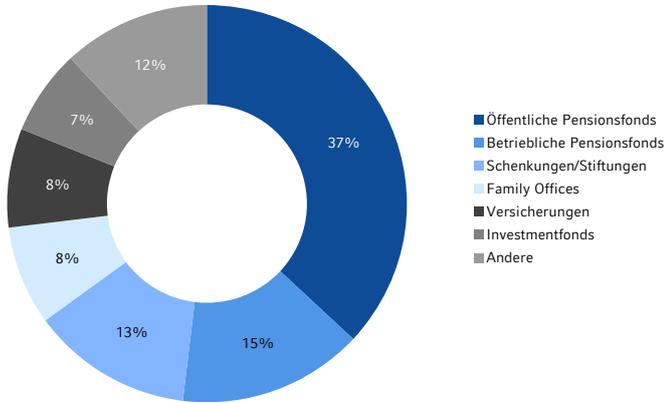
²⁴ Direktinvestitionen gibt es zwar auch, z.B. von Family Offices, die einen unternehmerischen Ansatz verfolgen. Sie sind aber wegen des zu betreibenden großen Prüfungsaufwands eher die Ausnahme.

²⁵ Bei geschlossenen Fonds nach deutschem Recht, die insbesondere im Bereich der Asset Investments eine wichtige Rolle spielen, ist es ähnlich: der Investor (meist Privatanleger) werden zu Kommanditisten (in manchen Fällen mit Nachschusspflichten). Anders als bei amerikanischen Closed-End-Funds ist die Fungibilität deutscher geschlossener Fonds daher sehr eingeschränkt.

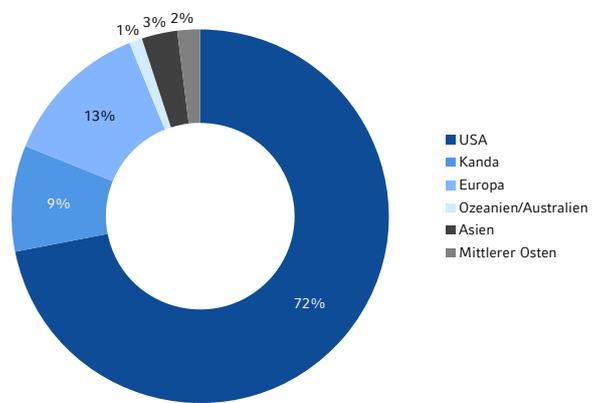
²⁶ Ein Beispiel hierfür ist Alpinvest, die mit der niederländischen APG zusammenarbeiten.

ILPA Mitgliedschaft

... nach Organisationsform



... nach Geografie

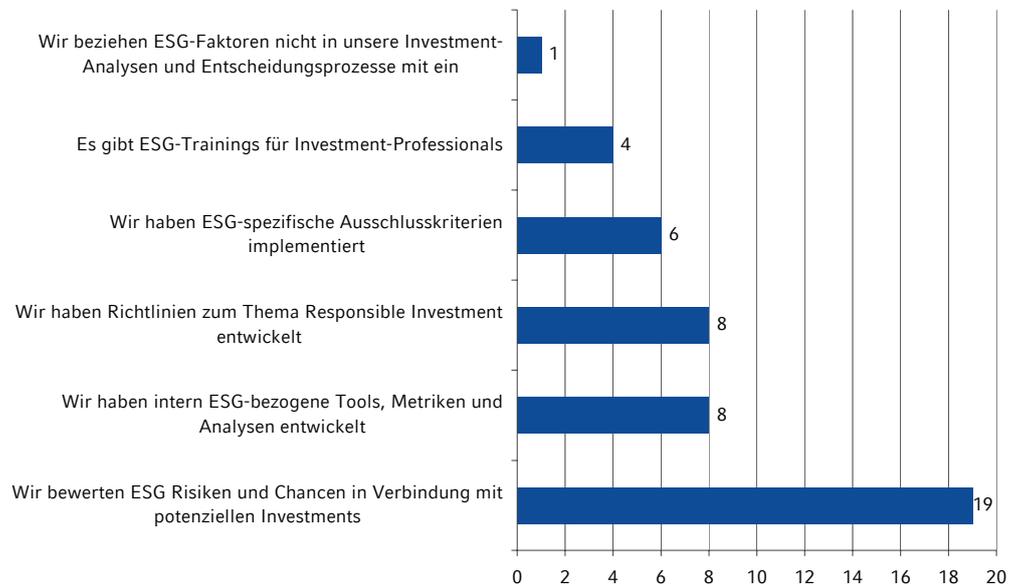


Quelle ILPA, 2010

Marktstudie gibt Auskunft über den aktuellen Stand von RI im PE-Bereich

Nun soll an dieser Stelle nicht der Eindruck entstehen, es handele sich bereits um ein weit entwickeltes Marktsegment. PE und Responsible Investments ist ein Bereich, der noch in den Kinderschuhen steckt. Eine generelle Standortbestimmung erscheint daher nützlich. Wir sind dabei auf eine aktuelle Studie von ethos und Unigestion gestossen. Gegenstand ist eine Umfrage unter 37 Private-Equity-Fonds, von denen letztlich 21 den Fragebogen beantwortet haben. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Antworten, die zum Themenkomplex „Integration von ESG-Kriterien“ gegeben wurden.

„Bitte erklären Sie, ob und wie Sie ESG-Faktoren in Ihre Investmentanalyse und den Entscheidungsprozess einfließen lassen“



Quelle UNIGESTION, ethos

86% der Fondsverwalter geben an, ESG-Themen in der Anlageentscheidung zu berücksichtigen

Überraschenderweise erklärt eine sehr große Mehrheit der PE-Verwalter (knapp 86%), sowohl die Umwelt- und Sozialrisiken als auch die Chancen in ihre Anlageentscheidungen einzubeziehen. Wie ernst dies gemeint ist, lässt sich freilich nur schwer überprüfen. Immerhin acht Fondsverwalter (38%) geben an, über Richtlinien oder Verfahren zu verfügen, welche die Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien bei ihren Investitionsentscheidungen zum Ziel haben. Sechs Fondsverwalter gehen gar soweit, ESG-spezifische Ausschlusskriterien anzuwenden.

Engagement auch im
PE-Bereich beliebt

Interessant auch, dass das so genannte „Engagement“ auch im PE-Bereich eine große Rolle zu spielen scheint (ähnlich wie im Management von Aktienportfolios mit ESG-Hintergrund). So berichten achtzehn Vermögensverwalter, mit den Unternehmen in ihren Portefeuilles einen aktiven Dialog über die Herausforderungen im ESG-Bereich zu führen. Last but not least hat uns auch das Ergebnis überrascht, dass rund 76% der antwortenden PE-Manager bereit sind, die finanzielle Berichterstattung für ihre LPs auch regelmäßig durch ein Umwelt- und Sozialreporting zu ergänzen.

Clean Tech wichtigstes ESG-
Themenfeld für PE ...

Zum Schluss noch ein kurzer Blick auf das wohl wichtigste Themenfeld von PE im ESG-Bereich, dem sogenannten Clean-Tech-Sektor. Die nachfolgende Tabelle zeigt, dass rund 50 Mrd US\$ in den Jahren 2000 bis 2009 in diesen Sektor geflossen sind. Mit mehr als 30 Mrd US\$ standen dabei Investitionen im Bereich der Energieerzeugung (also im Wesentlichen Renewable Energy) im Vordergrund. Zwischen den Jahren 2000 und 2008 betrug die durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) im VC-Bereich rund 36%. In 2009 hatte der Clean-Tech-Sektor einen Anteil am globalen VC-Markt von 20% und war damit genauso bedeutend wie der Biotech-Sektor. Der geografische Schwerpunkt lag in Nordamerika, genau wie im globalen Gesamtmarkt für Wagniskapital.

Private Equity Investments in Clean Tech 2000-2009 (nur veröffentlichte Deals)

	Venture Capital		Development Capital*	
	Mrd USD	Anzahl Deals**	Mrd USD	Anzahl Deals**
Energieerzeugung	7,7	655	23,5	350
Energieeffizienz	4,0	371	1,4	42
Energiespeicherung	2,3	294	0,9	24
Materialien	1,6	191	0,2	3
Recycling & Abfall	1,4	163	0,2	5
Transport	1,4	89	0,4	12
Landwirtschaft	1,0	175	1,6	14
Wasser & Abwasser	1,0	207	< 0,1	3
Produktion/Industrie	0,9	129	0,2	8
Luft & Umwelt	0,3	38	0,8	24
Gesamt	21,6	2312	29,2	485

* inklusive Buyout Investments; ** öffentlich bekannt

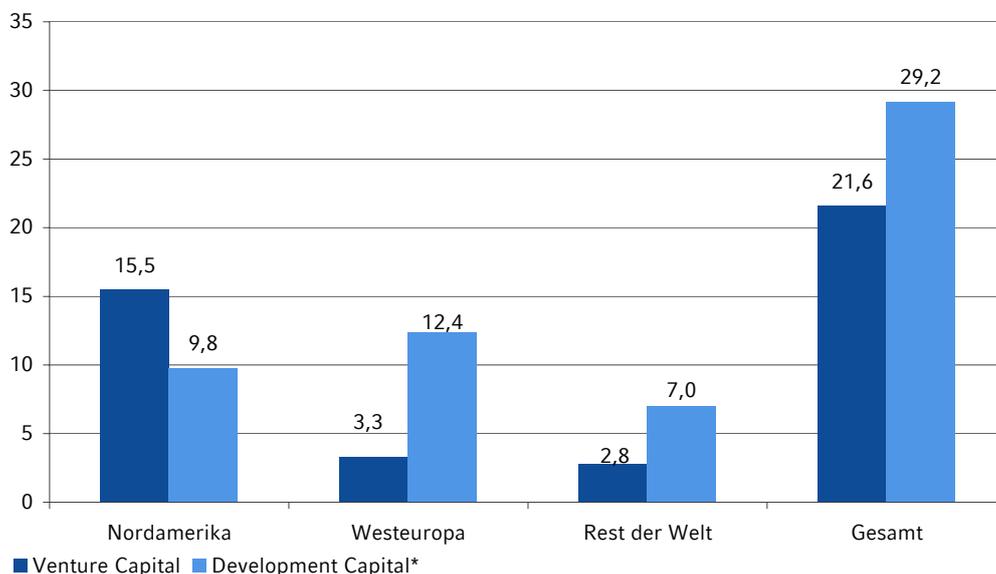
Quelle Bloomberg New Energy Finance, Cleantech Group

... mit VC vor allem in
Nordamerika, während DC
auch in Europa eine wichtige
Rolle spielt

Etwas anders stellt sich das Bild im Markt für Development Capital (Sekundärmarkt für Eigenkapital) im Clean-Tech-Sektor dar. Hier spielt auch Westeuropa neben Nordamerika eine wesentliche Rolle. Mit zunehmender Reife des Clean-Tech-Sektors ist zu erwarten, dass das Wachstum im DC-Segment in Zukunft deutlich höher ausfallen wird als im VC-Segment. Dazu wird auch beitragen, dass der Trend zu Unternehmensaufkäufen im Renewables-Bereich durch große Spieler aus dem Industrie- und dem Versorger-Sektor anhalten dürfte.

Nachdem im Jahr 2009 ein starker Einbruch der VC-Investitionen im Clean-Tech-Sektor (Primär- und Sekundärmarkt) infolge der Finanzkrise festzustellen war, ist im laufenden Geschäftsjahr eine deutliche Erholung zu beobachten. So stieg das Investitionsvolumen in diesem Bereich im ersten Halbjahr nach vorläufigen Zahlen der Cleantech Group um 65% auf über 4 Mrd US\$. Investiert wurde dabei in 140 Unternehmen aus Nordamerika, Europa, China und Indien.

Clean Tech VC und DC Investments nach geografischem Fokus (Anzahl veröffentlichter Deals)



* inklusive Buyout Investments

Quelle Bloomberg New Energy Finance, Cleantech Group

Asset Investments

Investition in einzelne Projekte

Bei Asset Investments (AI) geht es um Direktinvestitionen in einzelne Investitionsprojekte oder Pools von Projekten.²⁷ Die Struktur ist dabei der im PE-Bereich sehr ähnlich, d.h., auch hier sammelt eine als General Partner fungierende Fondsgesellschaft Geldmittel ein, die dann zweckgebunden investiert werden. Somit ist auch hier wieder die thematische Fokussierung sowie ein geeigneter ESG-Due-Diligence-Prozess entscheidend. Ähnlich wie im Private-Equity-Bereich spielen auch hier Clean-Tech-Investments eine hervorgehobene Rolle. Im Gegensatz zu PE wird allerdings nicht in ganze Unternehmen, sondern in einzelne Projekte insbesondere aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien investiert, z.B. in einen Windpark.

Clean Tech

Clean Tech – mit Schwerpunkt Energieerzeugung – auch hier vorherrschender Bereich

Die Gesamtinvestitionen von Asset Investments im Clean-Tech-Bereich betragen von 2000 bis 2009 weltweit 379 Mrd US\$ und damit ein Vielfaches der PE-Investitionen im selben Sektor (nur rund 50 Mrd US\$, siehe oben).²⁸ Allerdings enthalten die AI-Zahlen sowohl Equity- als auch Debt-Transaktionen. Etwa 25% und damit rund 100 Mrd US\$ sind dem Eigenkapitalbereich zuzuordnen. Der Schwerpunkt der Transaktionen lag auch hier im Bereich der Energieerzeugung (siehe nachfolgende Abbildung).²⁹

²⁷ Im Vordergrund stehen hierbei Realinvestitionen in Infrastruktur. Im weiteren Sinne könnte man in die Klasse der „Asset Investments“ aber z.B. auch die Mikrokreditfonds einsortieren. Die Assets, in die man investiert, sind hier dann eben die Forderungen an Kleinkreditnehmer in Entwicklungs- und Schwellenländern. Auf diese Weise lässt sich die einseitige Ausrichtung auf den „E“-Bereich innerhalb der alternativen Assetklassen reduzieren. Mikrofinanzfonds werden unter anderem von Responsibility (Volumen von 397,8 Mio €, Quelle: Morningstar) und Dexia (389 Mio €) angeboten. Ein Mikrofinanzindex wird vom Schweizer Finanzdienstleister Symbiotics berechnet. Er spiegelt die Performance von Mikrofinanzfonds wider und hat von Ende 2003 bis Juni 2010 um rund 32% (in US\$ gerechnet) zugelegt.

²⁸ Und dies ist noch konservativ geschätzt, da die Zahlen für den AI-Bereich (anders als für den PE-Bereich) die Themen Wasser/Abwasser sowie großskalige Wasserkraftwerke nicht enthalten.

²⁹ Die dokumentierten Zahlen bilden die Gesamtheit der PE-Investitionen im Bereich Clean Tech ab. Wie groß der Anteil derjenigen Transaktionen ist, bei denen eine geeignete ESG-Due-Diligence durchgeführt wurde, lässt sich nicht ableiten.

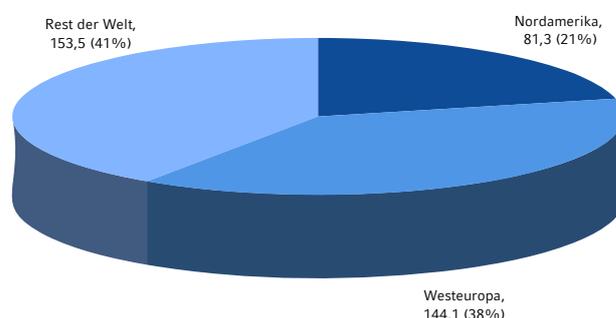
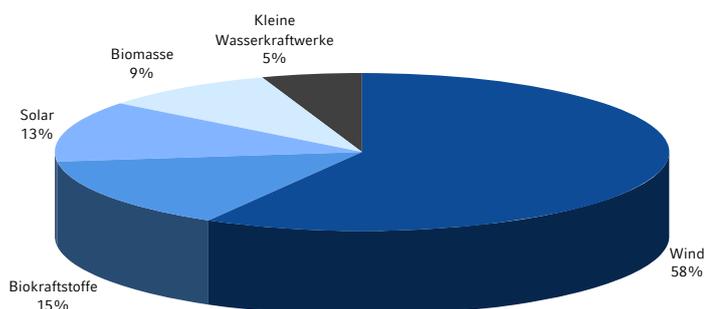
Einspeisevergütungen starker Treiber

Zwischen 2000 und 2008 lag die durchschnittliche Wachstumsrate bei 64% und damit höher als im PE-Bereich. Die Dominanz Westeuropas mit einem Anteil von rund 38% ist maßgeblich in den politischen/regulatorischen Rahmenbedingungen – insbesondere den gesetzlich verankerten Einspeisevergütungen in Spanien und Deutschland – begründet. Das macht den Sektor allerdings auch außerordentlich anfällig für Veränderungen in diesen Rahmenbedingungen, wie die gegenwärtige Entwicklung in beiden genannten Ländern zeigt.

Clean Tech Asset Financing (veröffentlichte Deals in Mrd US\$ bzw. %-Anteil) ...

... nach Art

... nach Geografie



Quelle Bloomberg New Energy Finance, 2010

Außerdem interessant: CDM-Projekte in Entwicklungsländern

Überraschend hoch, nämlich bei 41%, liegt der Anteil des „Rests der Welt“ (RoW). Neben der generell hohen Nachfrage nach Energieinfrastrukturinvestitionen in Schwellen- und Entwicklungsländern ist hierfür (vermutlich) auch der im Kyoto-Protokoll verankerte Clean Development Mechanism (CDM) verantwortlich: Er kann es unter Renditegesichtspunkten besonders interessant machen, Clean-Tech-Investitionen in Schwellen- oder Entwicklungsländern zu initiieren, denn wenn die entsprechenden Bedingungen des CDM erfüllt sind, generieren diese Projekte eine zusätzliche Verzinsung in Form von sog. Certified Emission Reductions (CER). Diese lassen sich z.B. im Rahmen des Europäischen Emissionsrechtehandels (EU-ETS) veräußern oder dienen Unternehmen dazu, ihren Reduktionsverpflichtungen aus dem ETS nachzukommen. Neben Finanzinvestoren treten daher verstärkt auch Unternehmen, wie z.B. RWE, als Limited Partner im Bereich der Asset Investments auf.

Allerdings bergen CDM-Projekte auch einige Risiken

Beteiligungen an CDM-Projekten bedürfen der eingehenden Prüfung vor Ort, was letztlich nur durch spezialisierte Anbieter durchgeführt werden kann. Das Problem für Investoren, die einen Anteil an einem geschlossenen Fonds erwerben, ist u.a. die Unsicherheit, ob die in Aussicht gestellten CER-Volumina tatsächlich generiert werden können. Ferner sind die zukünftigen Preise im EU-ETS ausserordentlich unsicher und werden bei der Akquisition von Projekten oftmals unrealistisch hoch eingepreist. Hinzu kommen noch die „normalen“ operativen Risiken der Projekte. Alles in allem ein interessantes Themeninvestment, dessen Charme es ist, eine unmittelbare Wirkung zu entfalten, wenn denn das Kriterium der Zusätzlichkeit tatsächlich erfüllt ist.³⁰ Das Gesagte macht aber auch deutlich, dass es zur Beurteilung von Vehikeln in diesem Bereich eines spezialisierten Wissens bedarf.

³⁰ Zusätzlichkeit bedeutet, dass die Investments nicht auch ohne CDM-Mechanismus realisiert worden wären.

Der Clean-Tech-Sektor ist natürlich nicht der einzige Bereich für AI mit ESG-Themenbezug. Weitere prominente Beispiele sind der Sustainable-Real-Estate/Property-, respektive Green-Buildings-Bereich und die so genannten Waldinvestments.

Green Buildings – Nachhaltige Investments im Immobilienbereich

Energieeffizienz von Gebäuden im Vordergrund

Im zuerst genannten Bereich, Green Buildings, steht das sogenannte nachhaltige Gebäudemanagement mit dem Schwerpunkt Energieeffizienz von Gebäuden im Vordergrund. Gerade in der Klimadebatte ist diese Thema aufgrund des hohen Beitrags des Gebäudesektors zu den globalen Emissionen von besonderer Bedeutung. Es wird auch deshalb so gerne gespielt, da es inzwischen in vielen Ländern regulatorische Bestimmungen gibt (z.B. die deutschen Gebäudeeffizienzrichtlinien) und zu erwarten ist, dass sich die Bestimmungen in den kommenden Jahren noch deutlich verschärfen werden. Hieraus ergeben sich eine Reihe von Implikationen auch für die zukünftige Werthaltigkeit und Veräußerbarkeit von Immobilien. So gaben z.B. im Rahmen einer globalen Umfrage von Jones Lang LaSalle (2008) 47% der insgesamt rund 360 Befragten an, dass die Nachhaltigkeit von Gewerbeimmobilien bereits heute ein wichtiges Kriterium für sie darstelle und ein weiteres Viertel äußerte die Erwartung, dass dies mittelfristig (1-2 Jahre) für sie der Fall sein werde. Dies spiegelt sich dementsprechend auch in einer erhöhten „Willingness-to-Pay“ wider (siehe nachfolgende Tabelle).

Auch beim Wiederverkauf sind Prämien gegenüber nicht-nachhaltigen Gebäuden erzielbar (im Durchschnitt ca. 16%, wie eine aktuelle Studie der Universität Maastricht zeigt) und das bei Investitionskosten, die nicht notwendigerweise über denen herkömmlicher Gebäude liegen müssen.

Bereitschaft gewerblicher Mieter zur Zahlung eines Mietaufschlags für nachhaltige Immobilien

Prämie	Europa	Nordamerika	Asien	Australien/Neuseeland
0	34	23	36	32
1-10%	64	74	48	61
>10%	2	3	16	7

Quelle Jones Lang LaSalle, 2008

Weitere Themen sind soziale Entwicklung bzw. Demografie

Das Thema Nachhaltige Immobilienentwicklung und Bewirtschaftung geht natürlich noch über die reine Energieeffizienz hinaus. Hier spielt z.B. auch die systematische Einbeziehung sozialer Entwicklungen, wie z.B. demografischer Trends, eine wesentliche Rolle.

Mangelnde Bewertungsstandards erschweren aber RI-Investment

Ein großes Hemmnis für nachhaltige Immobilieninvestments bilden derzeit noch die mangelnden Bewertungsstandards. Investoren verlangen für ihre Portfolioauswahl eine einheitliche Benchmark zur Beurteilung der Nachhaltigkeit ihrer Investments. Zwar gibt es inzwischen eine Reihe von Ratings, die den ökologischen Fußabdruck von Gebäuden bewerten und die auch eine deutlich gestiegene Akzeptanz in der Community vorweisen können. Hervorzuheben sind dabei vor allem das 1990 eingeführte BREEAM-Rating (Großbritannien) und das 1998 eingeführte LEED-Rating (USA). In 2008 wurde auch in Deutschland ein Zertifizierungssystem eingeführt, das „Deutsche Gütesiegel Nachhaltiges Bauen“ von der Gesellschaft für nachhaltiges Bauen (DGNB) und dem Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS). Im Unterschied zum LEED System berücksichtigt es den gesamten Lebenszyklus des Gebäudes. Die Vielzahl der Labels und ihre auf bestimmte Regionen fokussierte Bedeutung ist dem Ziel der Vergleichbarkeit und Transparenz allerdings eher hinderlich.

Ein schnelles Hinwirken auf die Herausbildung eines weltweit akzeptierten Standards steht daher ganz oben auf der Wunschliste der Investoren.

Investments im Green-Building-Bereich lassen sich vor allem über Beteiligungen an entsprechenden thematischen Immobilienfonds darstellen. Das Angebot ist hier allerdings noch nicht besonders groß und wendet sich primär an institutionelle Investoren. Beispiele im deutschsprachigen Raum sind:

- der „Credit Suisse Real Estate Fund Green Property“, der in nachhaltige und energieeffiziente Immobilienprojekte und Objekte in der Schweiz investiert und im April 2009 aufgelegt wurde;
- der „IVG Premium Green Fund“, der in nachhaltige Bürogebäude (sowohl neu als auch saniert) in vier deutschen Städten investiert und im April 2010 aufgelegt wurde.

Investitionen in gelistete Unternehmen wegen Mangels an „Pure Plays“ schwierig

Nur bedingt lässt sich dagegen das Thema Green Buildings über die Investition in Aktien börsennotierter Immobiliengesellschaften darstellen. In aller Regel findet man hier nämlich keine Pure Plays, sondern lediglich Gesellschaften, die sich mehr oder weniger erfolgversprechend in diesem Bereich positioniert haben. Hier wird man also um eine ergänzende, breiter angelegte ESG-Analyse (Corporate Rating) nicht umhinkommen. Last but not least kann man das Thema Green Buildings natürlich auch über Investitionen in Unternehmen spielen, die die entsprechenden Baumaterialien oder Anlagen für energieeffiziente Gebäude liefern. Aber auch hier wird es in der Regel keine Pure Plays im Bereich der gelisteten Unternehmen geben.

Waldinvestments

Auch hier themenbezogenes Asset Investment mit Problematik der Bewertung

Als letzten Punkt möchten wir an dieser Stelle auf die so genannten Waldinvestments verweisen. Hierbei werden die eingesammelten Gelder in aller Regel in Waldgebiete investiert, deren Baumbestand nach Nachhaltigkeitskriterien bewirtschaftet wird. Auch hier ist wieder von entscheidender Bedeutung, dass geprüft wird, wie nachhaltig das Konzept tatsächlich ist. Allerdings kann dies erneut nur im Rahmen einer Einzelfallprüfung geschehen und entzieht sich damit – wie alle anderen Assetklassen mit Themenbezug auch – einem weiteren systematischen Abarbeiten (top down) im Rahmen dieser Studie. Erlaubt sei an dieser Stelle noch der Hinweis, dass die schlichte Formel „Wald = grün = nachhaltig“ jedenfalls nicht gilt, auch wenn „Nachhaltigkeit“ ein Begriff ist, der aus der Forstwirtschaft kommt und dort insbesondere auch eine wirtschaftliche Bedeutung hat.

Zusatzrendite insbesondere bei Nachfolgeregelung des Kyoto-Protokolls mit Einbeziehung von REDDs zu erwarten

Zum Schluss noch der Hinweis, dass die Attraktivität von Waldinvestments auch von den zukünftigen Entwicklungen in der Klimapolitik abhängen wird. So dürfte es bei den Verhandlungen über ein Nachfolgeabkommen des Kyoto-Protokolls vermutlich auch zu einer Neuregelung der Einbeziehung von Zertifikaten aus den so genannten „flexiblen Mechanismen“ (JI und CDM) in den EU-Emissionshandel kommen. Noch offen ist dabei die Frage, ob hierbei auch Zertifikate aus vermiedener Entwaldung (so genannte REDD-Zertifikate: Reducing Emissions from Deforestation and Degradation) eine Rolle spielen werden. Sollte es hierzu kommen, so könnte sich in bestimmten Fällen eine Zusatzrendite für Waldinvestments aus der Veräußerung von CO₂-Rechten ergeben.

Themen-Bonds

„Green Bonds“

Von Weltbank und ähnlichen Organisationen aufgelegte Strukturen zur Finanzierung „grüner“ Investitionsprojekte

Um bei der Finanzierung von Investitionsprojekten, wie wir sie oben beschrieben haben, auch Investoren im FI-Bereich adressieren zu können, haben Organisationen wie die Weltbank oder auch die Europäische Investitionsbank (EIB), so genannte Green Bonds aufgelegt. Die Gemeinsamkeit bei diesen Anlagen besteht somit im thematischen Hintergrund. Die Ausgestaltung kann allerdings variieren. So gibt es sowohl Standardanleihen als auch ABS-Strukturen. Mit ersteren werden lediglich die Kredite, die die emittierende Bank z.B. für Klimaschutzprojekte vergibt, refinanziert. Neben der Bewertung der Investitionsprojekte ist hierbei auch das ESG-Rating der begebenen Institution von Bedeutung. Bei letzteren wiederum besteht eine unmittelbarere Beziehung zu den durch das finanzierte Projekt generierten Cash Flows.³¹

Pensionsfonds als Investoren im Fokus

Die aktuellen Volumina im Green-Bond-Bereich sind vergleichsweise gering, wie die nachfolgende Tabelle zeigt. Die Produkte waren bislang eher auf Retail-Kunden ausgerichtet. Die Bestrebungen gehen allerdings auch dahin, die Produkte für institutionelle Anleger mit langfristigem Anlagehorizont attraktiv zu machen. So wirbt die Initiative E3G aus Großbritannien dafür, den Anteil von Green Bonds in den Pensionsfonds von Unternehmen bzw. öffentlich Beschäftigten zu erhöhen und so die Finanzierung der durch den Klimawandel entstehenden Mitigationsherausforderungen des Landes sicherzustellen. Hierzu sei bis 2015 eine Allokation von 265 Mrd £ erforderlich, was einem Gesamtanteil an der Portfolioallokation von 8,8% entspräche (bzw. 26,5% der Bondallokation).

Einige existierende Green Bonds

	Weltbank	EIB	Breeze	CREB (2009) ³²
Kreditrating	AAA	AAA	BB-CCC	AAA-BBB
Währung	Viele	EUR	EUR	USD
Ausstehender Betrag (€)	700 Mio	750 Mio	800 Mio	1.500 Mio
Rendite	Fest	Fest und aktiengebunden	Fest	Fest
Verwendung der Fonds	Breitgefächerte Adaption- und Mitigationsprojekte	Erneuerbare Energien- und Effizienzprojekte	Windturbinenprojekte	Erneuerbare Energienprojekte

Quelle E3G, 2010

Weltbank Green Bonds zur Refinanzierung von Krediten für Klimaschutz und Mitigation

Die Green Bonds der Weltbank sind zur Refinanzierung von Krediten vorgesehen, die die Weltbank für Klimaschutzprojekte oder für Anpassungsmaßnahmen vergibt. Seit 2008 hat die Weltbank Green Bonds im Umfang von immerhin rund 1,5 Mrd US\$ emittiert (emittiertes Gesamtvolumen rund 51 Mrd US\$, sodass die Green Bonds etwa 3% ausgemacht haben). Die zugrundeliegenden Projekte wurden von Umweltexperten der Weltbank ausgewählt. Projektbeispiele im Bereich Klimaschutz sind Investitionen in Wind- oder Solaranlagen, in energieeffiziente Gebäude und Transportmaßnahmen, in Maßnahmen zur Wiederaufforstung oder auch vermiedener Entwaldung.³³

³¹ Man könnte sich natürlich auch vorstellen, dass man ABS bzw. Covered Bonds generell über ein ESG-Rating der zugrundeliegenden Assets zugänglich für Investitionen im RI-Bereich macht. Das dürfte allerdings sehr aufwändig sein, und wir erwarten daher, dass es bei diesen Anlageformen bei einer Fokussierung auf spezielle Themenbonds bleiben wird. Dabei muss es sich nicht notwendigerweise nur Umweltthemen und Clean Tech-Investments handeln. Auch soziale Themen, wie Mikrokredite in Schwellen- bzw. Entwicklungsländern, bieten sich hierfür an.

³² CREB: Clean Renewable Energy Bonds. Der US Energy Policy Act von 2005 erlaubt spezielle Tax Credit Bonds, die es Stromversorgern ermöglichen, für qualifizierte Energieprojekte zinsfreie Kredite zu erhalten. Die Gesamtsumme ist allerdings beschränkt – in 2009 lag die Obergrenze bei etwa 2,2 Mrd US\$.

³³ Hier ist natürlich auch die Finanzierung von Klimaschutzprojekten im Rahmen des CDM denkbar. Eine Zusatzverzinsung lässt hierbei durch die Generierung von CERs generieren (siehe hierzu auch S. 33).

Beispiele für Investitionen in Anpassungsmaßnahmen sind Hochwasserschutzprojekte, Projekte zur Erhöhung der Versorgungssicherheit im Nahrungsmittelbereich sowie auch hier wieder Projekte im forstwirtschaftlichen Bereich.

Keine projektspezifischen Risiken für den Investor

Die Kreditqualität der Green Bonds ist dieselbe wie die aller anderen von der Weltbank emittierten Anleihen. Das heißt, dass weder die laufenden Zinszahlungen noch die Rückzahlung an die zugrundeliegenden Projekte gekoppelt ist, sodass der Investor keine projektspezifischen Risiken trägt. Gerade diese Eigenschaft machen die Green Bonds zu einem attraktiven Investment unter anderem für Pensionsfonds. Das zeigt auch die von der Weltbank veröffentlichte Liste von Investoren.³⁴

Green Bonds von „Breeze“ als ABS strukturiert und an Cash Flows gekoppelt

Die Green Bonds von „Breeze“³⁵ sind dagegen als ABS strukturiert. Genauer gesagt, handelt es sich um Verbriefungen von Windkraftanlagenportfolios. Die laufende Verzinsung und die Rückzahlung der Anleihe werden dabei durch die von den Anlagen generierten, vergleichsweise sicheren Cash-Flows gewährleistet. Dabei werden inzwischen auch Windparkprojekte unterschiedlicher Betreiber in Zweckgesellschaften gebündelt. Die Mehrzahl der Investitionsprojekte befindet sich in Deutschland, was durch die Rahmenbedingungen des „Erneuerbare Energien Gesetzes“ und der in ihm festgelegten fixen Einspeisevergütung zu erklären ist.

„Cat-Bonds“

Katastrophenanleihen – ein Themeninvestment mit Umweltbezug?

Bei den so genannten „Katastrophenanleihen“ könnte man versucht sein, auch von einem Themeninvestment mit ESG-Bezug sprechen. Hintergrund ist insbesondere das Thema Klimawandel und dessen Auswirkungen auf die Schadenshäufigkeit und Schadenshöhe bei Versicherern. Kann man aber deshalb tatsächlich bereits von einem „Responsible Investment“ sprechen?

Cat-Bonds als Diversifikationsmöglichkeit für Investoren ...

Fakt ist, dass das Risiko, das z.B. durch eine erhöhte Hurrikan-Häufigkeit und Stärke entsteht (siehe Schäden durch Hurrikan Katrina), vom Versicherer an die Investoren weitergegeben wird. Der Vorteil für den Investor besteht darin, eine höhere Verzinsung durch Vereinnahmung einer Versicherungsprämie zu erreichen. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Korrelation von Cat-Bonds mit anderen Anleihen und sonstigen Assetklassen vergleichsweise gering ist, sodass gute Diversifikationsbeiträge geliefert werden können.

... aber u.E. keine wirklich RI-spezifische Investmentlogik

Aus der RI-Sicht ist die Beurteilung allerdings schwierig. So ist nicht unbedingt klar, wie der Umstand, dass sich Investoren direkt an steigenden Klimarisiken beteiligen können und diese damit besser verteilt werden können, zu bewerten ist.

Zum einen lässt sich hier argumentieren, dass es sich bei einer Investition in diese Anleihen um eine Übernahme von Verantwortung handelt und die Auswirkungen von Klimaschäden auf viele Schultern verteilt werden. Letzteres stellt aber auch ein Problem dar, da eine breitere Risikoverteilung nicht gerade die stärksten Anreize für die Versicherer zu setzen scheint, die Eindämmung von Klimarisiken pro-aktiv zu unterstützen. Hinzu kommt, dass wir eine wirklich RI-spezifische Investmentlogik bei Cat-Bonds nicht sehen, da die Risiken des Klimawandels nicht direkt adressiert werden, sprich nicht direkt in Mitigations- und/oder Anpassungsmaßnahmen investiert wird. In dieser Hinsicht ist also eine Gleichsetzung mit Investitionen z.B. in Clean Tech aus unserer Sicht nicht opportun.

³⁴ Demnach gehören zu den Investoren im US\$-Bereich: California State Treasurer's Office, CalSTRS, Gamla Lifsförsäkringsaktiebolaget, MMA Praxis Mutual Funds, New York Common Retirement Fund, SEB Trygg Liv, Second Swedish National Pension Fund (AP2), Third Swedish National Pension Fund (AP3), UN Joint Staff Pension Fund.

³⁵ Genauer gesagt „CRC Breeze Finance“.

Falls RI-Investor doch in CAT-Bonds investieren will:
Zweidimensionale Bewertung sinnvoll

Wenn man Cat Bonds in ein RI-Portfolio aufnehmen möchte – und dem steht wie gesagt aus unserer Sicht im Grundsatz nicht im Wege – so sollte u.E. eine zweidimensionale Bewertung vorgenommen werden (natürlich zusätzlich zu den bei diesen komplexen Instrumenten üblichen Einschätzungen). Zum einen sollte das ESG-Rating des Emittenten, also i.d.R. eines Versicherers, geprüft werden. Zum zweiten ist natürlich entscheidend, gegen welche Naturkatastrophen ein Versicherungsschutz übernommen wird. Besteht das Investmentmotiv z.B. explizit darin, Klimawandelrisiken zu übernehmen, so macht es sicherlich mehr Sinn in „Hurricane-Bonds“ zu investieren, als in „Earthquake-Bonds“.

Direkte Investition in CAT-Bonds derzeit nur für Institutionelle möglich

Alle direkten Investitionen in Cat-Bonds wurden bis heute von institutionellen Anlegern getätigt, u.a. auch von Pensionsfonds, die ja gleichzeitig ein wesentlicher Treiber für den RI-Markt sind. Retail-Investoren können eigentlich nur über spezialisierte Fondsprodukte in Cat-Bonds investieren.

In der strategischen Asset Allocation haben wir für „Thematic Bonds“ ein Gewicht von 5% vorgesehen. Dieses Gewicht würden wir allerdings ausschließlich über die Komponente der „Green Bonds“ darstellen. Für „Cat-Bonds“ liegt das strategische Gewicht dementsprechend bei null. Als Portfoliobeimischungen im taktischen Bereich können wir sie uns aber durchaus vorstellen.

Taktische Asset Allocation

Klassische finanzielle Kriterien stehen hier wieder im Vordergrund

Wir kommen nun zur Taktischen Asset Allocation (TAA), sprich dem aus der kurzen bis mittleren Sicht heraus begründeten Abweichen von der strategischen Gewichtung des Portfolios. Während bei der SAA die ESG-Themen bzw. Ratings maßgeblich für die Aufnahme und die Gewichtung einer Assetklasse im Portfolio waren, stehen nun die klassischen, finanziellen Kriterien – insbesondere Fragen der relativen Bewertung – im Vordergrund.

Themenbereich (20% des Gesamtportfolios)

TAA nach Themen sinnvoller als nach Assetklassen

Im Bereich der Themeninvestments besteht u.E. die Aufgabe nicht darin, die herkömmlichen, nach Instrumenten/Finanzierungsformen sortierten Assetklassen (Aktien, Bonds, PE usw.) relativ zueinander zu gewichten. Hierin sehen wir keinen Added Value. Vielmehr besteht dieser darin, über die Grenzen der verschiedenen Finanzierungsformen hinweg die Themen selbst relativ zueinander zu gewichten – d.h. also z.B. Wald vs. Wasser vs. Klimalösungen usw. Hierbei können und sollen u.E. auch Aspekte der relativen Bewertung mit einbezogen werden – insbesondere wenn Investment-Hypes/Moden die Bildung von Assetpreisblasen in Teilsegmenten des Marktes (z.B. Solar oder Wind) zur Folge haben. Zu beachten ist hierbei allerdings die Abwägung zwischen einem rein opportunistischen „Rein/Raus“-Denken auf der einen Seite und dem Fördermotiv, das möglicherweise bei VC oder AI eine Rolle spielen könnte, auf der andere Seite.

Beschränkte Liquidität weiterer, nicht zu vernachlässigender Aspekt

Mit Blick auf die taktische Asset Allocation ist noch ein weiterer Aspekt zu berücksichtigen: die Illiquidität von PE bzw. Asset Investments. Hier ist man i.d.R. über einen festen und auch längeren Zeitraum gebunden und kann das Investment nicht ohne weiteres wieder abstoßen. Dies gilt auch für einzelne Direktinvestments, für die es häufig keinen liquiden Sekundärmarkt gibt. Ein Exit erfolgt in diesen Fällen über ein IPO oder Buyouts. Eine Steuerung des Portfolios unter taktischen Gesichtspunkten ist daher in diesen Bereichen schwierig. Somit ist die Themengewichtung mehr im Bereich der SAA anzusiedeln. Nur bei den anstehenden Neuengagements (Fresh Money) können auch taktische Aspekte sinnvoll mit in die Allokation einbezogen werden. Mit Blick auf das Bestandsportfolio erscheint uns eine taktische Gewichtung von Investmentthemen dagegen nur über den Listed-Equity-Bereich zielführend.

Hier empfehlen wir TAA rein auf Basis finanzieller Bewertungskennzahlen

Rating-getriebener Bereich (80% des Portfolios)

Im Rating getriebenen Bereich, also Listed Equity und Bonds, empfehlen wir, die taktische Asset Allocation allein auf der Grundlage herkömmlicher, sprich finanzieller Überlegungen (quantitativ/qualitativ) durchzuführen. Dazu gehört im Equity-Bereich z.B. auch eine Sektorallokation auf Basis makroökonomischer Überlegungen sowie relativer Sektorbewertungen und Kurstrends (Momentum) und im FI-Bereich eine Steuerung des Portfolios mit Hilfe von Durationskennziffern. Wir verwenden zu diesem Zweck die Analysen und Empfehlungen unseres Portfoliostrategieteam (siehe WestLB-Publikation „Multi Asset Navigator“, aktuelles Update vom 28.7.2010), die wir geeignet umrechnen und auf unsere Portfoliostruktur übertragen.³⁶

Multi Asset Responsible Investment Approach – Empfohlene TAA, per Ende Juli 2010*

	Benchmark-Gewicht	Portfolio-Gewicht	Aktives Gewicht
Corporate	50	52	2
Bonds	20	23	3
<i>Investment Grade</i>	15	17	2
- Non-Financials	10	11	1
- Financials	5	6	1
<i>High Yield</i>	5	6	1
Equities	30	29	-1
- Defensives	10	13	3
- Cyclicals	10	8	-2
- Financials	10	8	-2
Sovereign	30	28	-2
Cash/Money Market	5	7	2
Bonds	25	21	-4
- Investment Grade	15	11	-4
- Emerging Markets	10	10	0

* nur für den Rating getriebenen Teil des Portfolios (80% der Gesamtallokation)

Quelle WestLB Research

Im Bereich Bonds Konzentration auf Sovereigns und Corporates – sonstige Emittenten erfordern Einzelfallbewertung

Bevor wir in die Asset Selection und damit einzelnen Teilbereiche des Portfolios hineingehen, seien noch einige Hinweise erlaubt. So geht bereits aus der Tabelle hervor, dass wir im Bereich der Bonds die beiden großen Blöcke der staatlichen Schuldverschreibungen (Sovereigns) und der Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) abdecken. Nicht berücksichtigt werden dagegen andere Emittenten, wie z.B. Regierungsorganisationen (etwa Fannie Mae und Freddie Mac in den USA), die so genannten Supranationals (wie z.B. die Weltbank, der IWF oder die Europäische Investitionsbank EIB) sowie die Anleihen von Kommunen und Bundesländern. Keineswegs wollen wir implizieren, dass diese Emittenten nichts in einem RI-Portfolio zu suchen haben. In all diesen Fällen bedarf es u.E. allerdings einer sehr individuellen Bewertung nach ESG-Kriterien. So betont z.B. die EIB das Thema Nachhaltigkeit in besonderer Weise und ist ja auch als Förderbank dazu in der Lage, eine in diesem Sinne steuernde Funktion wahrzunehmen. Anleihen der EIB wären somit sicherlich ein Kandidat für jedes RI-Portfolio. Fälle wie dieser entziehen sich aber einer systematischen Bewertung – es sind Einzelfälle, die auch als solche nach individuellen Kriterien zu bewerten sind.

³⁶Hierbei werden unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen an den Märkten sowie makroökonomischer Entwicklungen Gewichtungen von Assetklassen empfohlen, wobei sowohl qualitative Überlegungen unserer Strategen und Volkswirte als auch bewährte quantitative Modelle in die Entscheidungen einfließen.

Anleihen mit besonderen
Ausstattungsmerkmalen aus
Gründen der Komplexität nicht
berücksichtigt

Neben dem Ausschluss bestimmter Emittenten verzichten wir ebenso auf die Berücksichtigung von Anleihen mit besonderen Ausstattungskriterien. D.h., dass Sonderformen wie z.B. Nullkuponanleihen (Zerobonds), Anleihen mit variabler Verzinsung (Floating Rate Notes) oder Anleihen mit Optionsrechten (Wandelanleihen) nicht mit in unsere Überlegungen einbezogen wurden, was im Wesentlichen der Reduzierung von Komplexität geschuldet ist. In der Weiterentwicklung des Ansatzes kann man sich ihre Einbeziehung ohne weiteres vorstellen. Ethische Gründe für ihren Ausschluss hatten wir dementsprechend nicht. Positiv kann man auch sagen, dass wir sämtliche Standard- bzw. Festzinsanleihen (Straight Bonds, Plain-Vanilla-Bonds) berücksichtigen.

RI im Money-Market-Bereich

Abschließend noch ein Wort zum Money Market-Bereich. Zunächst einmal mag man erstaunt sein, dass ESG und Money-Market-Investments überhaupt ein Thema sind, aber unsere Analyse des europäischen Marktes hatte ja immerhin 15 Fonds mit einem Gesamtvolumen von 3,3 Mrd € AuM (rund 7% des erhobenen Gesamtvolumens, siehe auch Tabelle auf S. 76 im Anhang) identifiziert. Aber wie kann denn überhaupt ein RI-Ansatz im Money Market-Bereich sinnvoll aussehen? Es macht u.E. keinen Sinn, Einlagen bzw. Geldmarktkonten oder ähnliches im Rahmen eines strukturierten Ansatzes, wie wir ihn in dieser Studie vorstellen, bewerten zu wollen. Für einen solchen ist der Markt viel zu unübersichtlich und heterogen. Zudem sind hier auch viele Kreditinstitute u.a. Emittenten mit von der Partie, für die kein ESG-Rating vorliegt. Allerdings kann ein Investor, der sein Multi-Asset-Portfolio unter RI-Gesichtspunkten managt, seine Termingelder natürlich bei Instituten anlegen, die ein solches Rating besitzen und dabei hinreichend gut abschneiden. Hierfür würden wir dementsprechend auf unser Corporate Rating von Finanzinstitutionen verweisen.

Beschränkung auf
börsengehandelte staatliche
Schuldtitel mit kurzer Laufzeit

Einen systematischen Angang, der zu den Vorgehensweisen in den anderen Portfolioteilbereichen passt, sehen wir hierin allerdings nicht. Wir haben uns daher entschlossen, ausschließlich öffentlich begebenen, börsengehandelte staatliche Schuldtitel mit kurzer Laufzeit (bis zu einem Jahr) zu betrachten und damit das Teilportfolio Cash/Money Market abzudecken. Dabei beschränken wir uns auf Schuldtitel von Ländern aus der Eurozone, die auch auf Euro lauten (so genannte Euro Bills). Hintergrund ist hierbei die Überlegung, dass wir von einem Investor ausgehen, der den Euro als Home Currency hat und im Geldmarktbereich bewusst keine „Währungswetten“ eingehen will.³⁷ Die Beschränkung auf staatliche Geldmarktpapiere hat zudem den Vorteil, dass wir uns auf eine einheitliche Ratingsystematik stützen können, sprich nicht gezwungen sind, zwei Ansätze innerhalb eines Bereichs miteinander zu vermischen.³⁸ Die Ergebnisse unserer Portfolioauswahl für den Geldmarktbereich findet man auf S. 71.

MARI– eine systematische
Asset Allocation auf Basis von
ESG- und Finanzanalysetools

Im Folgenden werden wir uns auf den Kernbereich der Rating getriebenen Assetklassen beschränken und hierfür die Grundlinien von Investmentprozessen darstellen, die am Ende zu gemischten Portfolien aus Aktien, Bonds und Cash führen werden. Zum Teil werden wir dabei auch aktive Komponenten aus dem Bereich der Finanzanalyse mit in die Portfoliobildung einbeziehen – ganz im Sinne des Integrationsgedankens. Hierbei handelt es sich um „traditionelle“ quantitative Selektionstools, die von unserem Portfoliostrategieteam regelmäßig eingesetzt und die Ergebnisse auf monatlicher Basis veröffentlicht werden. Das Herzstück des RI-Ansatzes sind allerdings zweifellos die ESG-Ratingprozeduren, die der Portfoliobildung zugrundeliegen. Hier gibt es Unterschiede zwischen den Teilportfolien, insbesondere natürlich zwischen den Ratings für Unternehmen, die im Grundsatz für Aktien und Bonds eingesetzt werden können, und den Ratings für Sovereigns. Auf diese werden wir im Weiteren noch ausführlich eingehen.

³⁷ Für den Rest des Portfolios bietet sich ein aktives Währungs-Overlay oder auch die teilweise oder vollständige Absicherung von Fremdwährungsrisiken an. Beides haben wir hier nicht explizit modelliert.

³⁸ Der zusätzliche Nutzen, hier z.B. noch kurzfristige Schuldtitel von Finanzinstitutionen mit ins Portfolio zu nehmen (hier wäre dann ja das Corporate Rating nach ESG-Kriterien anzuwenden), halten wir für zu gering.

Umsetzung des MARI-Ansatzes – Modellportfolios für Aktien & Bonds

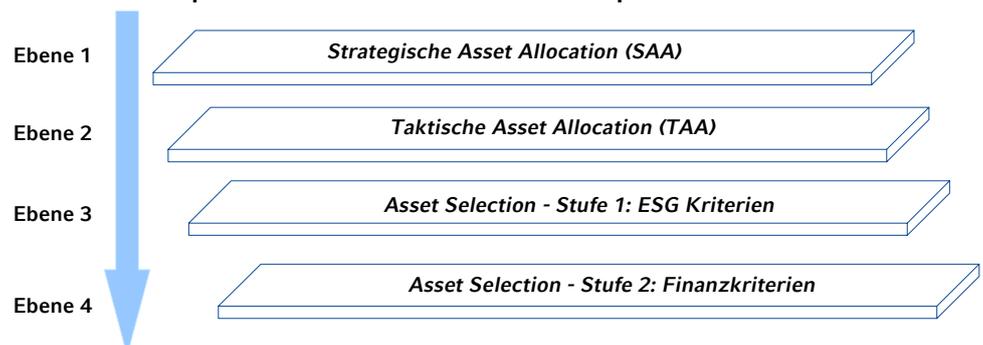
Bei der Umsetzung des MARI-Ansatzes liegt der Fokus auf der Einzeltitelauswahl nach RI-Kriterien. Wir liefern Modellportfolios für die Segmente Aktien Large Cap Global, Corporate Bonds (Investment Grade-, High Yield- und Emerging Markets-Bereich) und Sovereigns (Investment Grade, Emerging Markets und Euro-Geldmarkt). Grundlage für die Portfolioauswahl bietet unser Extra-Financial-Rating. Für den Bereich Aktien Large Cap Global, den wir mit dem entsprechenden MSCI-Benchmark-Index abgebildet haben, erreichen wir mit unserem Rating eine Abdeckung von 100%. Bei den Corporate Bonds liegt die Abdeckung im Bereich der entwickelten Märkte zwischen 70% (Financials) und 84% (Industrials). Für den Bereich Sovereigns stellen wir einen eigenen Ratingansatz auf Länderebene vor, der die Themenfelder Economy, Environment, Social und Governance (EESG) umfasst. Mit ihm erfassen wir insgesamt 1.341 Titel aus unseren Benchmarkuniversen. Das entspricht einer Quote von 98,4%. Die Risikoanalyse unserer Modellportfolios zeigt, dass sie oftmals ein geringeres Gesamtrisiko aufweisen als die Benchmark, dafür aber einen vergleichsweise hohen Tracking Error besitzen.

Prozess der Asset Selection nach RI-Kriterien steht im Vordergrund

Nächster Schritt: Auswahl der Einzelassets – vorrangig nach ESG-Kriterien ...

Die folgende Abbildung verdeutlicht noch einmal die verschiedenen Stufen der Portfoliobildung. Die beiden ersten Stufen wurden im Rahmen dieser Studie ja bereits adressiert. Im Weiteren wird es um die beiden verbleibenden Stufen gehen, die die Auswahl der Einzel-Assets innerhalb der von uns definierten Portfoliostruktur abbilden. Im Vordergrund steht dabei die Auswahl von Einzel-Assets nach ESG-Kriterien. Im letzten Schritt demonstrieren wir beispielhaft, wie sich ESG-Kriterien mit traditionellen finanziellen Kriterien im Sinne eines integrierten Ansatzes bei der Portfoliokonstruktion miteinander verknüpfen lassen. Als Ergebnis präsentieren wir am Ende die Modellportfolios für die einzelnen Assetklassen innerhalb des Rating-getriebenen Bereichs (80% der Gesamtallokation). Durch die Verknüpfung mit den Gewichten aus der Taktischen Asset Allocation (TAA) sind wir zudem in der Lage, die Gewichtung der ausgewählten Einzel-Assets im letztendlichen Gesamtportfolio anzugeben.

“Multi Asset Responsible Investment“-Ansatz – Top-down-Prozess



Quelle WestLB Research

... bis hin zu Modellportfolios

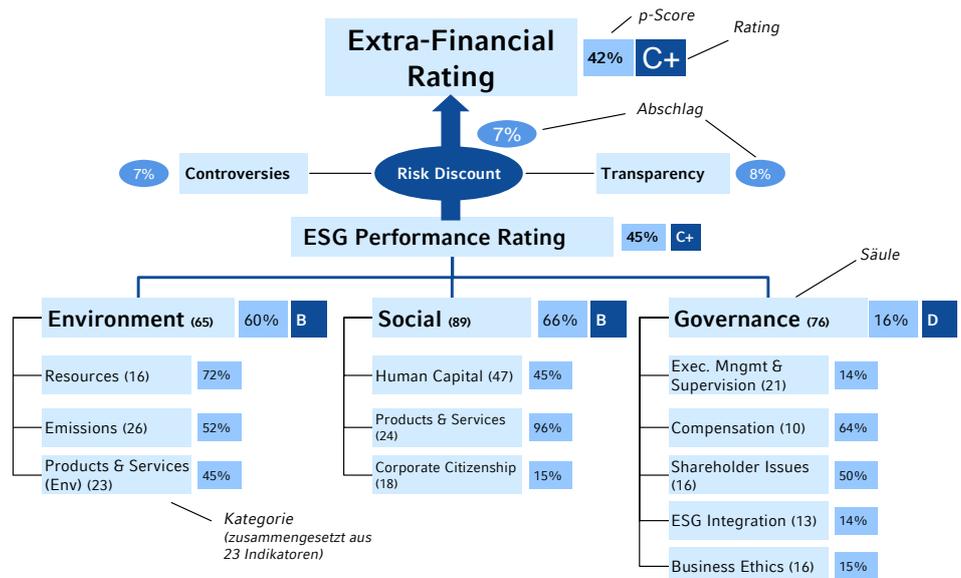
Die von uns generierten Modellportfolios untersuchen wir nach den üblichen Kriterien der Portfolioanalyse (insbesondere nach den bekannten Risikokriterien) – allerdings möchten wir schon hier klarstellen, dass es sich nicht um Portfolios handelt, für die wir eine 1-zu-1 Umsetzung empfehlen. In der Praxis sind zweifellos weitere, insbesondere auch qualitative Overlays erforderlich. Unsere Modellportfolios möchten wir eher als Ausgangspunkt einer Portfoliobildung in der Praxis verstanden wissen.

Liquid Assets - „Corporates“ ESG-Rating für Unternehmensanleihen und Aktien

Basis für die Bewertung von Unternehmen ist das WestLB Extra-Financial-Rating

Für die Analyse und Bewertung nicht-finanzieller Faktoren auf Unternehmensebene legen wir sowohl auf der Aktien- als auch auf der Anleihe-seite unser „WestLB Extra-Financial-Rating“ zugrunde. Die nachfolgende Abbildung vermittelt einen Überblick über die Vorgehensweise, die sich ganz klassisch an den drei Säulen Environment, Social, Governance (ESG) orientiert (siehe hierzu ausführlich unsere Studie „Extra-Financial Risk Navigator – Focusing on sector specific factors“ von März 2006 sowie die kurze Zusammenfassung auf S. 87 im Anhang).

Struktur des WestLB Extra-Financial-Rating



Quelle WestLB Research, Asset4

Zwei ESG Investment-Grade-Level ...

Basierend auf den so ermittelten Ratings der Unternehmen und der Verteilung derselben, haben wir für die weitere Portfoliokonstruktion die folgenden zwei ESG Investment-Grade-Level definiert:

- **Gold Standard:** umfasst die Ratingklassen 'A+' bis 'A-' und damit das oberste Quartil (Top 25%) der Verteilung unserer Extra-Financial-Ratings;
- **Silber Standard:** umfasst die Ratingklassen 'B+' bis 'B-' und damit das zweithöchste Quartil der Verteilung.

... definieren Mindestanforderungen für Aufnahme in die Modellportfolios

Je nach Verfügbarkeit von Investitionsalternativen innerhalb der jeweiligen Teiluniversen passen wir unsere Anforderungen an die Qualität der Assets im ESG-Bereich an. D.h., dass wir z.B. bereit sind, mit Blick auf die Emerging Markets eine gewisse Verwässerung zu akzeptieren. Den Silber-Standard haben wir aber als prinzipielle Mindestanforderung definiert. Damit ist sichergestellt, dass kein Unternehmen im Portfolio auftaucht, das im internationalen Vergleich eine unterdurchschnittliche Qualität aufweist.

Das BP-Desaster und seine Folgen – Einbeziehung von Katastrophenszenarien in RI-spezifische Anlageprozesse

Zweifel an der Sinnhaftigkeit von ESG-Ratings wurden geschürt

Die Katastrophe im Golf von Mexiko hat unter anderem die Frage aufgeworfen, wie Investoren und Asset Manager, die einen RI-Ansatz verfolgen, mit Investments in Unternehmen wie BP umgehen sollen, wenn es zu einem derart desaströsen Ereignis kommt, wie wir es nun miterleben mussten. In den Medien ist die RI-Industrie unter scharfen Beschuss geraten, da auch viele Wochen nach dem Vorfall und trotz des immer deutlicher werdenden Ausmaßes der Katastrophe, BP noch immer in den Portfolios zahlreicher RI-Fonds vertreten war. Das war und ist in der Tat kaum noch sinnvoll und glaubwürdig zu kommunizieren, da sich die RI-Industrie ja gerade auf die Fahnen geschrieben hat, durch die Berücksichtigung von Risiken aus dem ESG-Bereich einen Added Value gegenüber der traditionellen Unternehmensanalyse zu erreichen. Dieser „Claim“ wird nun in Frage gestellt – und dies, wie wir meinen, auch zu Recht.

Entschieden zurückzuweisen ist allerdings der Versuch, daraus abzuleiten, dass die Einbeziehung von ESG-Faktoren in die Analyse von Unternehmen per se keinen Sinn macht bzw. nicht zielführend ist. Gerade das BP-Beispiel zeigt, dass genau das Gegenteil der Fall ist. Es hat sich aber eben auch gezeigt, dass die Analyse- und Bewertungsprozesse noch verbesserungsbedürftig sind. Und dieser sachlichen Auseinandersetzung wollen wir uns im Folgenden stellen.

Kern des Problems ist das Herzstück des Investmentprozesses: das ESG-Rating

Wo genau liegt also das Problem, wenn man den Fall BP aus der Investmentprozessperspektive heraus betrachtet? Hierzu muss man sich das Herzstück der im RI-Bereich üblichen Investmentprozesse anschauen, und das ist das ESG-Rating der Unternehmen. So zielt die Kritik im Wesentlichen auf zwei Punkte ab:

- Die nicht-adäquate Berücksichtigung von „Katastrophen-Risiken“ im Rahmen des Ratingprozesses (mangelnde antizipative Aussagekraft der Ratings);
- Die zu langsame Anpassung der ESG-Ratings nach Eintritt von Katastrophen-Ereignissen.

Hinreichend schnelles Einarbeiten von Katastrophenszenarien in Ratings nicht möglich

Zunächst einige Überlegungen zu Punkt zwei: Wir sind der Auffassung, dass Ereignisse wie dieses in ihren Implikationen für das Rating eines Unternehmens schlichtweg zu komplex sind, um der Forderung nach einer schnellen Anpassung des Ratings inhaltlich angemessen Rechnung tragen zu können. Die Bewertung und Einarbeitung der relevanten Informationen benötigt schlichtweg Zeit. Zeit, die man als Investor nicht hat, da – wie gesehen – das betroffene Unternehmen bzw. Investment in der Zwischenzeit dramatisch an Wert verlieren kann. Der Faktor Geschwindigkeit ist daher zweifellos von hoher Bedeutung, wenn es um den Umgang mit Katastrophenszenarien geht. Ein hinreichend schnelles Einarbeiten in das Rating selbst ist aber wie gesagt nicht möglich – und dies allein schon deshalb nicht, da es sich nicht bloß um die Adjustierung nur einer Stellenschraube (also z.B. der Anzahl der vom Unternehmen verursachten „Oil Spills“) handelt.³⁹ Notwendig ist vielmehr eine Überprüfung der Bewertungen an vielen Stellen des Ratings, nicht nur unmittelbar bei den Umweltindikatoren. Dazu gehört z.B. auch die Bewertung der Managementprozesse und der generellen Qualität der Unternehmensführung. Eine solch umfassende Neubewertung kann nicht von heute auf morgen erfolgen. Eine Ad-hoc Anpassung des Ratings in Folge einer Katastrophe, wie wir sie jetzt erlebt haben, wäre daher aus unserer Sicht kaum glaubwürdig.

³⁹ Das würde im Übrigen auch gar nicht ausreichen, um ein signifikantes Downgrade zu erreichen, da Ratings ja in der Regel auf 100 Einzelfaktoren und mehr basieren. Ein solches Einarbeiten von Informationen würde schlichtweg in der Gesamtmenge der Informationen untergehen und wäre daher nahezu wirkungslos.

„An- und Ausschalter“ für Katastrophenereignisse

Wir ziehen daraus die Konsequenz, parallel zum eigentlichen Rating einen kontinuierlichen, News-Flow getriebenen Monitoring-Prozess einzuführen, der bei signifikanten Events wie dem hier diskutierten dazu führt, dass das Rating eines Unternehmens auf „Under Review“ gestellt wird. Die Folge dieses „Schalterumlegens“ ist, dass sich das betroffene Unternehmen nicht mehr für unsere Modellportfolios qualifiziert – zumindest solange nicht, bis ein neues Rating vorliegt, in dem sich eine umfassende Bewertung des Geschehens widerspiegelt.

Fokussierung auf „Fat Tail“- Risiken

Hybrider Ansatz – Kombination von Rating- und Ausschlussverfahren

Eine andere Möglichkeit, das Auftreten von katastrophalen Ereignissen wie diesem sinnvoll in einen rein Rating/Best-in-Class gestützten Investmentprozess zu integrieren, sehen wir nicht. Allerdings besteht die Möglichkeit, auf ein hybrides System zu setzen, das den Ratingansatz mit der Verwendung von Ausschlusskriterien verbindet. Dabei sind allerdings nicht die klassischen Ausschlusskriterien wie z.B. Waffen, Tabak, Alkohol usw. gemeint, die primär ethisch motiviert sind. Vielmehr geht es darum, Geschäftsaktivitäten zu definieren, die mit hohen so genannten „Fat Tail“-Risiken (kleine Eintrittswahrscheinlichkeit, große Wirkung) für Unternehmen verbunden sein können, so wie im vorliegenden Fall eben Tiefseebohrungen.⁴⁰ Diese Ausschlusskriterien weisen eine weitaus höhere Granularität auf als die klassischen Kriterien und sind in der Regel branchenspezifisch. Schwierig ist die Frage, ob ein Mindestumsatzanteil der identifizierten Geschäftstätigkeiten zugrunde gelegt werden sollte, so wie dies bei den Wert-orientierten Ausschlüssen oftmals der Fall ist. Dies ist nicht pauschal zu beantworten, da sich das Konzept ja ganz bewusst auch asymmetrische Risiken umfasst, also eben auch vom Volumen her kleine Aktivitäten, die aber zu großen haftungsrelevanten Schäden führen können, mit einbezieht.⁴¹

So unterschiedlich die Risiken im Einzelnen sein mögen, das verbindende Element zwischen ihnen ist, dass sie bei ihrem Eintreten den Bestand des Unternehmens gefährden, sei es durch Schadensersatzforderungen oder die Zerstörung der Marke. Die besonders stark betroffenen Themenbereiche sind Umwelt, Gesundheit und wettbewerbsrechtliche Fragen. Die Erstellung einer solchen Negativliste und die Feststellung der Exposures der einzelnen Unternehmen stellt zweifellos eine große Herausforderung dar und bedarf einer tiefen Branchenkenntnis. Wir beziehen daher unsere Finanzanalysten mit ihrer Sektorexpertise in diese Aufgabe ein.

Ergebnisse der Unternehmensbewertung

Basis: globales Universum mit 2.739 Unternehmen

Vorweggeschickt sei zunächst einmal, dass wir einen globalen Ansatz verfolgen. Das Basisuniversum bilden dabei alle Unternehmen, die börsennotiert sind und für die wir auf Grundlage der von Asset4 zur Verfügung gestellten Datenbank ein ESG-Rating erstellen konnten. Zum Stichtag (1. März 2010) traf dies auf insgesamt 2.739 Unternehmen zu. Davon wiederum waren 1.706 Unternehmen im MSCI World Index enthalten, unserer Benchmark für den Large-Cap-Aktienbereich. Für jedes Unternehmen im MSCI World Index liegt ein ESG-Rating vor (Coverage Ratio 100%).

⁴⁰ Die Unterschätzung von Risiken mit sehr geringer Eintrittswahrscheinlichkeit stellt ein generelles Problem in Finanzmodellen, die ja in aller Regel auf der Normalverteilungsannahme basieren, dar.

⁴¹ Zu berücksichtigen ist hierbei allerdings, dass eine lange Liste mit asymmetrischen Risiken und entsprechendem Ausschluss von Unternehmen erhebliche Auswirkungen auf das Rendite-/Tracking Error-Profil des Portfolios haben kann.

Im Bondbereich Rating der Mutterunternehmen ausschlaggebend

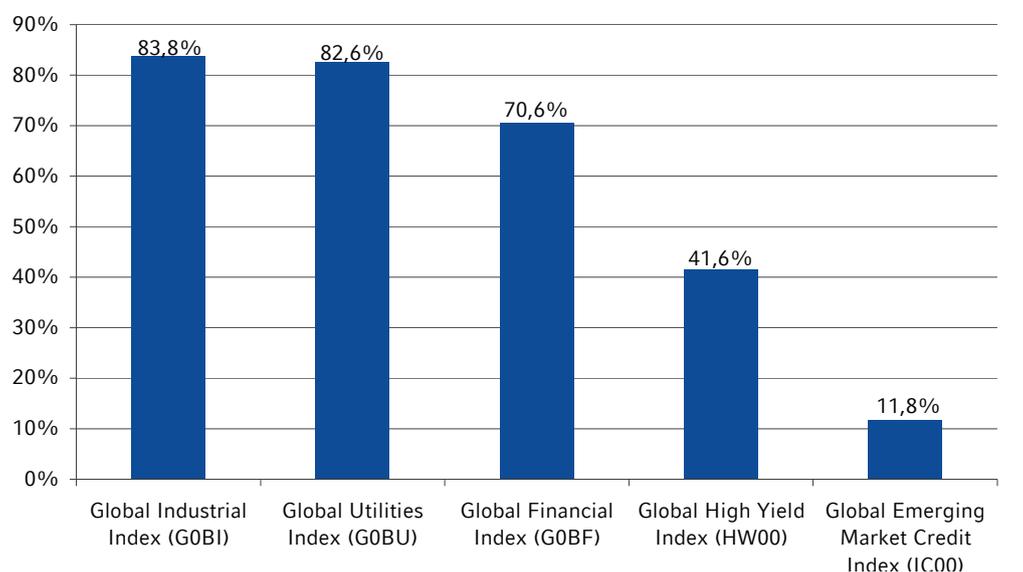
Im Bereich der Corporate Bonds ist – im Gegensatz zu Aktien – nicht notwendigerweise eine Identität zwischen dem gelisteten Unternehmen und dem Emittenten gegeben. So begeben z.B. auch die Finanzierungstöchter großer Unternehmen Anleihen. Für diese Töchter ist aber kein separates, eigenständiges Rating verfügbar. Wir arbeiten in diesen Fällen mit dem Rating für das Mutterunternehmen. Die hierdurch entstehende „Unge- nauigkeit“ halten wir für akzeptabel, da gerade aus ESG-Sicht eine holistische Be- trachtung im Sinne einer erweiterten Verantwortlichkeit des Unternehmens angezeigt erscheint.

So dient z.B. die Begebung einer Anleihe durch die Finanzierungstochter eines globalen Automobilkonzerns letztlich der Finanzierung des Kerngeschäfts des Mutterkonzerns und ist eben nicht losgelöst hiervon zu sehen und zu beurteilen. Die Finanzierungs- tochter sollte sich daher in diesem Beispiel den gleichen Kriterien z.B. hinsichtlich des CO₂-Abdrucks der Fahrzeugflotte gegenübersehen wie das Mutterunternehmen selbst – auch wenn die Finanzierungstochter selbst keine Autos produziert. Aus unserer Sicht wird hierdurch eher ein konservativer Bias induziert, da die besagten Finanzierungs- töchter – und in vielen Fällen geht es um eben diese – aufgrund der geringen Exposures gegenüber vielen ESG-Themen ein tendenziell besseres Rating haben dürften als ihre Muttergesellschaften.

Rating-Abdeckung 68%

Nachfolgende Tabelle zeigt, wie sich die Abdeckung der von uns im Bondbereich zu- grunde gelegten Benchmarkuniversen (näheres zu den ausgewählten Benchmarks in den jeweiligen Teilkapiteln) zum Stichtag (17. Mai 2010) dargestellt hat. Insgesamt beinhalten unsere vier Benchmarks 9.698 Titel. Davon konnten wir immerhin 6.632 (das ent- spricht gut 68%) mit einem ESG-Rating versehen. Dabei fällt auf, dass der Anteil der Bonds, die ein Gold-Standard-Rating erhalten, deutlich größer ist, als man es bei einer Normalverteilung der Scores erwarten würde (siehe hierzu die Grafik auf S. 88 im Anhang). Die Verzerrung dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass sich tendenziell ohnehin nur größere Unternehmen sowie Emittenten mit vergleichsweise hoher Kreditwürdigkeit Fremdkapital über die Ausgabe von Schuldverschreibungen am Markt besorgen können.

ESG-Abdeckung der Benchmarkuniversen im Bond-Bereich

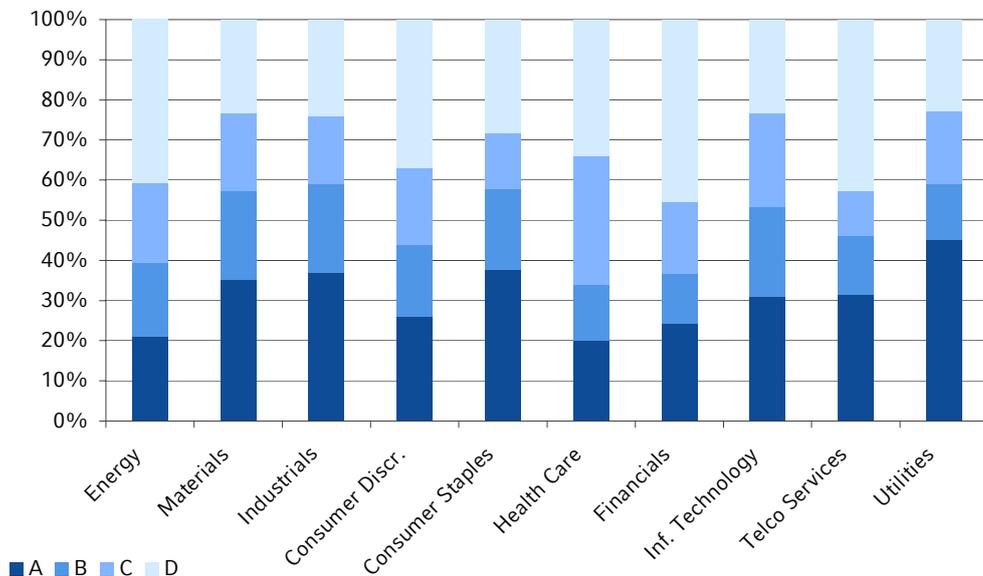


Quelle WestLB Research

Verteilung der Ratings auf die GICS-Branchen

Einen Eindruck, wie sich die Unternehmensratings auf die jeweiligen Branchen verteilen, gibt folgende Abbildung. Sie umfasst alle 2.739 Unternehmen, für die ein ESG-Rating vorliegt und orientiert sich in der Darstellung an der sog. GICS-Klassifizierung (Level 1) von MSCI.⁴²

Verteilung der ESG-Ratings auf die GICS Branchen – alle 2.739 Unternehmen*



* Branchen gemäß MSCI-Klassifizierung (GICS Level 1)

Quelle WestLB Research, Asset4

Utilities mit höchstem Anteil an Gold-Standard Unternehmen

Den höchsten Anteil an Unternehmen, die den Anforderungen des Gold-Standards genügen, findet man im Utilities-Sektor (45%), gefolgt von Consumer Staples (38%) und Industrials (37%). Besonders geringe Anteile von Gold-Standard-Unternehmen findet man dagegen bei Health Care (20%), Energy (21%) und Financials (24%). Am unteren Rand der Ratingskala, sprich im D-Bereich, fallen vor allem die Sektoren Financials (45%), Telco Services (43%) und Energy (41%) mit entsprechend hohen Anteilen in dieser Kategorie auf.

Verteilung der Ratings erlaubt lediglich grobes Bild auf die Branchen

Diese Verteilung der Ratings lässt sich nicht immer intuitiv erklären. Dass der Energy-Sektor aus der ESG-Perspektive recht schlecht abschneidet, hätten wohl viele so erwartet (und das nicht nur aufgrund des aktuellen BP-Desasters). Und auch der Finanzsektor mag zumindest seit der Finanzkrise nicht mehr als besonders nachhaltig wahrgenommen werden. Auf der anderen Seite liegt es durchaus nicht unmittelbar auf der Hand, warum der Utilities-Sektor so positiv abschneidet, findet man ihn doch vor allem wegen seines ausgeprägten CO₂-Fußabdrucks sowie teilweise auch wegen seiner Atomkraftwerke auf den Negativlisten vieler Nachhaltigkeitsinvestoren. Das zeigt zum einen, dass man eben genau hinschauen und den Einzelfall bewerten muss. So gibt es ganze Reihe von Unternehmen im globalen Utilities-Sektor, die ohne die besonders kontrovers diskutierten Brennstoffe auskommen (d.h. ohne Kohle- und Atomkraftwerke). Zum anderen wirkt sich natürlich auch aus, dass wir im Rahmen unseres Ratings von Unternehmen per se keine Ausschlusskriterien anwenden. Vielmehr führt z.B. ein hoher CO₂-Fußabdruck aufgrund eines hohen Kohleanteils zu Abschlägen in der Teilkomponente „Emissionen“ (siehe Abbildung unserer Ratingstruktur auf S. 42) sowie zu einem Bewertungsabschlag für das kontroverse Geschäftsfeld, in dem sich das Unternehmen betätigt.

⁴² Zur Branchenverteilung gemäß ICB (nur für Unternehmen, die im STOXX 1800 sind), siehe S. 80 im Anhang

Spannweite der Ratings in den einzelnen Branchen gibt weitere Aufschlüsse

Bei obiger Darstellung stößt man recht schnell an die Grenzen der Analyse und Interpretation von Brancheneffekten. Im Folgenden schauen wir uns daher nicht nur die durchschnittlichen Ratings pro Branche an, sondern auch die besten und schlechtesten Ratings innerhalb der Branche. So fällt z.B. auf, dass diese Spannen im Bereich Governance besonders breit sind. Fast in jedem Sektor lassen sich hier Unternehmen finden, die so gut wie gar nicht punkten können, während andere nahe an die 100% herankommen.

Gute Differenzierungsmöglichkeiten

Es lässt sich also sehr gut differenzieren zwischen den Unternehmen innerhalb einer Branche. Das trifft auch für die Bereiche Environment und Social zu, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt. Im Bereich Risk Discount fällt auf, dass es in jeder Branche Unternehmen gibt, die keinen kontroversen Geschäftsaktivitäten nachgehen und auch keine Abschlüge wegen Kontroversen in den Medien hinzunehmen haben. Man sieht auch, dass die maximalen Abschlüge in jeder Branche durchaus erheblich sein können, mit Spitzenwerten von jeweils 10% in den Branchen Industrials, Health Care und Information Technology.

Verteilung der ESG-Ratings auf die Branchen*

GICS Economic Sector (Level 1)	Extra-Financial			Risk Discount			Environment			Social			Governance		
	Ø	Max	Min	Ø	Max	Min	Ø	Max	Min	Ø	Max	Min	Ø	Max	Min
Energy	43%	95%	4%	4%	7%	0%	42%	93%	10%	38%	95%	5%	57%	97%	1%
Materials	55%	95%	4%	3%	8%	0%	61%	93%	10%	52%	95%	5%	53%	98%	1%
Industrials	55%	96%	4%	3%	10%	0%	59%	96%	10%	56%	95%	5%	51%	97%	1%
Consumer Discretionary	46%	96%	4%	3%	8%	0%	46%	93%	10%	48%	95%	5%	49%	98%	1%
Consumer Staples	54%	96%	4%	4%	9%	0%	56%	93%	10%	59%	95%	5%	50%	97%	1%
Health Care	43%	94%	4%	4%	10%	0%	37%	93%	10%	50%	95%	5%	53%	97%	2%
Financials	41%	96%	3%	4%	8%	0%	40%	93%	10%	43%	96%	5%	49%	98%	1%
Information Technology	52%	96%	4%	3%	10%	0%	53%	93%	10%	54%	96%	5%	52%	98%	1%
Telecommunication Services	45%	94%	4%	4%	7%	0%	43%	93%	10%	51%	96%	5%	47%	97%	1%
Utilities	59%	94%	4%	3%	7%	0%	64%	93%	10%	58%	95%	6%	54%	98%	3%

* Branchen gemäß MSCI-Klassifizierung (GICS Level 1)

Quelle WestLB Research, Asset4

Aktienportfolios

Best-in-class-Ansatz zur Auswahl der Aktienportfolios

Unsere Benchmark für Large-Caps ist der MSCI World Index. Zum Stichtag enthielt er 1.706 Aktien. Sie bilden das Anlageuniversum für unser Rating getriebenes Aktienportfolio. Alle Indexmitglieder besitzen ein ESG-Rating. Bei der Zusammenstellung des Portfolios gehen wir nach dem so genannten Best-in-class-Ansatz vor. Das heißt, dass wir keine Branchen per se wegen bestimmter kontroverser Geschäftsaktivitäten ausschließen. Vielmehr wählen wir für jeden der zehn Sektoren (MSCI-Klassifizierung, GICS Level 1), die wir betrachten, die nach unserem ESG-Rating relativ besten Unternehmen aus und bilden daraus dann unser Modellportfolio. Die Schärfe mit dem wir dabei unseren ESG-Filter setzen, bestimmt dabei den Diversifikationsgrad des Portfolios. Bei der vergleichsweise geringen Granularität, die wir hier aus Gründen der Übersichtlichkeit gewählt haben, macht es z.B. nur wenig Sinn, lediglich den jeweiligen Branchenführer auszuwählen. Das gleiche gilt auch für Long-/Short-Portfolios, bei denen die Longpositionen in den „ESG-Leaders“ durch korrespondierende Shortpositionen in den „ESG-Laggards“ finanziert werden (siehe hierzu auch die Tabelle auf S. 79 im Anhang).⁴³ Wir haben daher an dieser Stelle mit zwei Varianten gerechnet, die eine höhere Titellanzahl aufweisen und sich damit näher an der Benchmark positionieren lassen (geringerer Tracking Error).

⁴³ Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Short-Positionen unter RI-Gesichtspunkten als nicht akzeptabel angesehen werden könnten. Auch das Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Deutschland ist zu beachten (bezieht sich allerdings lediglich auf bestimmte Titel aus dem Finanzsektor).

Pro Branche die Top 5 ESG Leader

Large Cap Aktienportfolio – Variante 1: „Best-in-class/Top 5 ESG“

Für unsere „Best-in-class/Top 5 ESG“ Portfolios werden aus den zehn Sektoren gemäß MSCI-Klassifizierung (GICS Level 1) jeweils die fünf Unternehmen mit den höchsten ESG-Ratings ausgewählt. Auf diese Weise erhält man 50 Unternehmen, die wir dann gleichgewichtet in unserem Modellportfolio zusammenfassen. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Ausschnitt dieses Portfolios. Wie man sieht, weisen hier alle Unternehmen ein ESG-Rating von 'A+' auf.

Beispielportfolio „Best-in-class/Top 5 ESG“

Unternehmen	Land	Extra-Financial		12/04/10	
		Rating	p-Score	Kurs (USD)	MCap (Mio USD)
Consumer Discretionary					
Whitbread PLC	GBR	A+	96,0%	23,49	3.569,7
Fiat Spa	ITA	A+	95,4%	13,27	12.459,4
Gap Inc (The)	USA	A+	95,4%	24,93	13.989,1
Marks & Spencer Group PLC	GBR	A+	95,1%	5,78	7.832,1
Electrolux AB	SWE	A+	95,0%	22,80	6.903,1
...					
Utilities					
Endesa SA	ESP	A+	94,2%	30,43	23.460,1
Pinnacle West Capital Corp.	USA	A+	94,1%	37,90	3.767,4
United Utilities Group PLC	GBR	A+	93,7%	8,78	5.521,5
AGL Energy Limited	AUS	A+	93,6%	14,12	5.372,2
Progress Energy Inc	USA	A+	93,6%	39,18	10.817,7

Quelle WestLB Research

Je Branche die Top 5 Market Cap Leader mit ESG Gold-Rating

Large Cap Aktienportfolio – Variante 2: „Best-in-class/Top 5 Market Cap“

Bei der zweiten Variante sind wir so vorgegangen, dass wir aus allen mit Gold-Standard bewerteten Unternehmen (ESG-Rating 'A+', 'A' oder 'A-') die fünf nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen jeder Branche ausgewählt haben. Auch hier kommen wir somit auf eine Titellanzahl von 50. Die nachfolgende Tabelle zeigt erneut die beiden Sektoren Consumer Discretionary und Utilities.

Beispielportfolio „Best-in-class/Top 5 MarketCap“

Unternehmen	Land	Extra-Financial		12/04/10	
		Rating	p-Score	Kurs (USD)	MCap (Mio USD)
Consumer Discretionary					
McDonalds Corp.	USA	A	85,4%	68,53	71.755,6
Honda Motor Company Limited	JPN	A-	76,2%	35,21	56.393,2
Home Depot Inc	USA	A-	79,9%	33,48	54.440,9
Daimler AG	DEU	A+	92,1%	48,19	51.575,0
LVMH	FRA	A-	82,7%	120,77	51.435,2
...					
Utilities					
Electricite De France	FRA	A	91,0%	56,91	78.475,0
GDF Suez	FRA	A	85,8%	39,40	68.231,1
E On AG	DEU	A	84,3%	38,81	59.078,1
Enel Spa	ITA	A+	92,9%	5,69	41.593,2
RWE AG	DEU	A-	80,5%	92,56	39.283,5

Quelle WestLB Research

Risikoanalyse weist höheres aktives Risiko für ESG-Leader-Portfolio aus

Man sieht unmittelbar, dass keinerlei Übereinstimmung mit der Titelauswahl aus Variante 1 besteht. Das gilt im Übrigen für alle zehn Sektoren. Je nachdem, wie man also seine Prioritäten bei der Portfoliokonstruktion setzt (hier: ESG-Fokus vs. Tracking-Error-Minimierung), können sehr unterschiedliche Portfolios dabei herauskommen.

Man sieht, dass Variante 2 mit einer deutlichen Verwässerung des ESG-Profiles einhergeht. So weisen bei den dargestellten zwei Sektoren nur zwei von insgesamt zehn Unternehmen ein 'A+' Rating auf im Vergleich zu einer Quote von 100% bei Variante 1. Beide Varianten haben wir in Portfolios umgesetzt, wobei wir zum einen mit einer Gleichgewichtung der Aktien gearbeitet haben, zum anderen aber auch mit einer Gewichtung nach Marktkapitalisierung. Die Risikoanalyse zeigt, dass beide Portfolios, die ausschließlich auf den Ergebnissen des ESG-Filters aufbauen (Portfolios 1 und 2), jeweils ein höheres Gesamtrisiko aufweisen als die Benchmark. Die Marktkapitalisierungsgewichtung (Portfolio 2) führt nur zu einer vergleichsweise geringen Reduzierung der Renditevolatilität von 25,6% auf 24,9%.

Aktives Risiko bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung sogar höher als bei Gleichgewichtung

Mit Blick auf das aktive Risiko dreht sich das Vorzeichen sogar um. Hier führt die Gewichtung nach Marktkapitalisierung zu einem höheren Wert als bei der Gleichgewichtung der 50 Aktien im Portfolio (TE von 6,5% vs. 5,8%). Die Risikostrukturen beider Portfolios sind insgesamt ähnlich. Jedoch fällt auf, dass der Beitrag der Risikoindexfaktoren (Size, Value, Growth etc.) bei der Gleichgewichtung deutlich höher ist als bei der Marktkapitalisierungsgewichtung (vor allem wegen der Size-Exposure, siehe Abbildung im Anhang auf S. 81). Ausgeglichen wird dies durch die Asset Selection, die das Risiko der spezifischen Aktienausswahl und Gewichtung abbildet. Portfolio 2 liegt hier eindeutig vorne.

Risikoanalyse - Aktienportfolios

	Top5 ESG				Gold Top5 MCap			
	(1) gleichgewichtet		(2) MCap-gewichtet		(3) gleichgewichtet		(4) MCap-gewichtet	
	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag
Risk Indices	1,42	6,08	0,49	0,57	1,77	33,57	3,01	57,39
Industries	1,04	3,23	1,27	3,81	1,08	12,35	1,45	13,36
Country	3,33	33,10	3,89	35,93	1,56	25,99	1,91	22,96
Currency	3,78	42,78	3,99	37,78	1,19	15,04	0,99	6,21
Covariance * 2	N/A	-7,27	N/A	-13,69	N/A	-22,18	N/A	-31,82
Asset Selection	2,72	22,08	3,88	35,60	1,82	35,23	2,25	31,91
Active	5,78		6,50		3,06		3,98	
Benchmark	22,28		22,28		22,28		22,28	
Total	25,60		24,90		22,18		20,89	

Quelle BARRA, WestLB Research

Bei Top-5-MarketCap Leadern starkes Size-Exposure

Bei den Portfolios 3 und 4, die mit dem Gold-Standard-Filter und dem Top5-Marktkapitalisierungskriterium zu einer völlig anderen Titelauswahl kommen (keine Übereinstimmung in jeweils 50 Einzelwerten der Portfolios), liegt das Gesamtrisiko jeweils knapp unterhalb der Benchmark. Die aktiven Risiken sind in beiden Fällen deutlich geringer als bei den Portfolios 1 und 2, was aufgrund des Marktkapitalisierungsfilters, der eine größere Nähe zum Index herstellt, auch zu erwarten war. Auffällig sind die hohen Risikoindexbeiträge (siehe auch S. 81 im Anhang), die zum einen auf den Faktor Size (stark positive Exposure) zurückzuführen sind, zum anderen aber auch auf eine deutlich negative Exposure gegenüber den Faktoren Volatilität und Liquidität – in allen drei Fällen eine logische Konsequenz der Verwendung des Marktkapitalisierungskriteriums. Last but not least möchten wir noch auf den im Vergleich zu den Portfolios 1 und 2 geringen Beitrag des Währungsrisikos hinweisen.

Insgesamt keine übermäßig hohen Risiken durch ESG-Selektion

Die Risikoanalyse hat insgesamt gezeigt, dass man mit „naiv diversifizierten“, rein ESG-Rating getriebenen Portfolios sicherlich keine übermäßig hohen Risiken eingeht. Das gilt ganz besonders auf der Ebene der absoluten Risiken, auf der man trotz einer Portfoliogröße von nur 50 Titeln in zwei von vier Fällen sogar unterhalb der Benchmark liegt. Der TE der Portfolios liegt allerdings auf dem Niveau aktiv gemanagter Portfolios, sodass sich die Frage nach der Performance-Seite stellt.

Unsere grundlegende Argumentation ist ja, dass die systematische Berücksichtigung von ESG-Faktoren zu einer Verbesserung der Unternehmensbewertung und der Aktienausswahl führen sollte (siehe hierzu auch unsere Studie „*What really counts – The materiality of extra-financial factors*“, Februar 2007). Es geht dabei allerdings nicht um den Ersatz der traditionellen, rein auf finanziellen Faktoren basierenden Analyse, sondern um ihre Ergänzung im Sinne einer Integration beider Analyseformen. Erst sie erbringt den eigentlichen Mehrwert. Nachfolgend werfen wir einen Blick auf ein Beispiel dafür, wie man eine solche Integration beider Komponenten im Rahmen der Portfoliobildung umsetzen kann.

Integration von finanziellen und nicht-finanziellen Portfolioauswahlkriterien

Im Grundsatz gilt auf beiden Seiten des Prozesses, der finanziellen und der nicht-finanziellen Seite, dass die Analysen sowohl auf einer qualitativen als auch auf einer quantitativen Ebene (oder einem Mix aus beidem) durchgeführt werden können. Da gibt es sehr viele denkbare Spielarten und sicherlich nicht den einen richtigen Weg. Für diese Studie haben wir uns aus Gründen der Transparenz und Nachvollziehbarkeit dazu entschlossen, auch auf der finanziellen Seite einen strukturierten, quantitativen Ansatz zum Einsatz zu bringen. Damit ist auch der Gleichklang mit dem ESG-Rating hergestellt, bei dem sich ja ebenfalls um einen solchen Ansatz handelt.⁴⁴

Kombination mit
strukturiertem quantitativem
Auswahlprozess auf Basis
finanzieller Faktoren

...z.B. dem WestLB Alpha^α
Builder ...

Unser ESG-Filter lässt sich im Grunde mit jeder beliebigen Art von Finanzkennzahlenbasierten Auswahlprozessen kombinieren. Hierzu gehören insbesondere quantitative Strategien wie Value- oder Growth-Ansätze, Single- oder Multifaktormodelle wie G.A.R.P. („Growth at a reasonable price“) und so weiter. Wir haben für unsere Modellportfolios die Ergebnisse des WestLB Alpha^α Builders zunutze gemacht. Dieser umfasst eine breite Palette empirisch getesteter Portfoliostrategien für das europäische Aktienuniversum (STOXX600), von Style-Strategien (Growth/Value, Large/Small), über Zeithorizont-bezogene Strategien (handelsorientiert, taktisch oder strategisch) bis hin zu thematischen Multi-Faktor-Modellen wie Alpha- oder Dividendenstrategien.

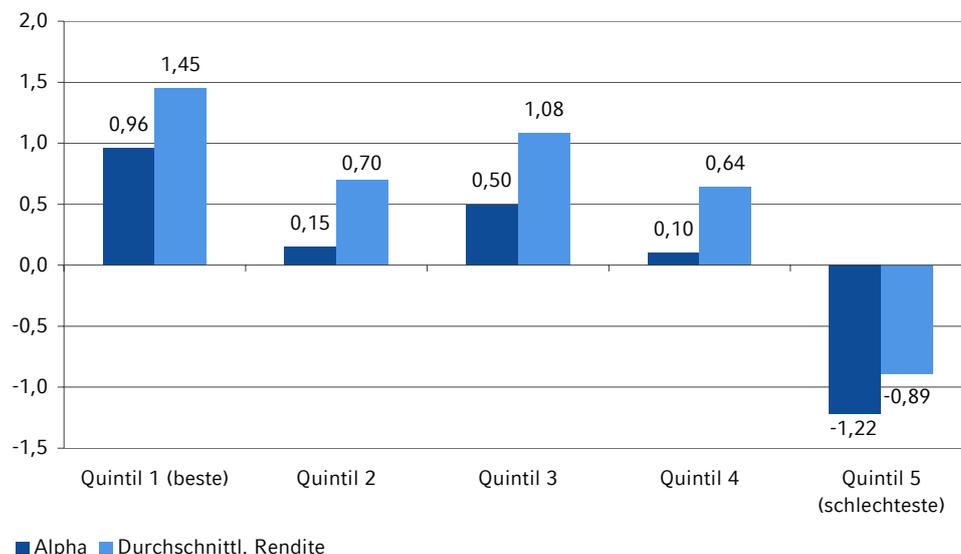
... und hier die „Sustainable
Dividend Strategy“

Für unser Modellportfolio haben wir aus der breiten Palette an Strategien aus dem WestLB Alpha^α Builder die so genannte „Sustainable Dividend Strategy“ ausgewählt.⁴⁵ Sie stützt sich für die Aktienselektion auf Basis des STOXX600 nicht nur auf die aktuelle Dividendenrendite, sondern berücksichtigt auch die Stabilität der Dividendenzahlungen.

Neben den Dividendenrenditen für die Fiskaljahre 1 (aktuell) und 2 (kommendes Jahr) fließen daher unter anderem auch das kurzfristige (FY 2) und das langfristige Dividendenwachstum (der vergangenen fünf Jahre) sowie als Indikator für die Dividendenvolatilität der Korrelationskoeffizient zwischen Dividendenzahlungen und Aktienkursperformance mit in die Auswahlentscheidung ein. Die einzelnen Indikatoren werden über Ranglisten bewertet und dann gleichgewichtet zusammengefasst, sodass sich eine finale Rangliste ergibt. Die nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über die Performance der fünf Quintile der „Sustainable Dividend Strategy“ (Quintil 1: beste, Quintil 5: schlechteste), hier noch ohne Berücksichtigung des ESG-Ratings.

⁴⁴ Eine Alternative wäre gewesen, die Empfehlungen unserer Finanzanalysten heranzuziehen und mit unseren quantitativen ESG-Ratings zu kombinieren. Idealerweise findet eine wirklich integrierte Analyse, die finanzielle- und nicht-finanzielle Kriterien gleichermaßen berücksichtigt, allerdings bereits in den Köpfen der Analysten statt, die ihre Unternehmen und Branchen am besten kennen.

⁴⁵ Das ist gleichzeitig auch die einzige Strategie, die wir getestet haben. Es ist also nicht so, dass wir aus einer Fülle von Möglichkeiten, die wir durchprobiert haben, diejenige herausgepickt haben, die am besten „funktioniert“.

Performance der Sustainable Dividend Strategie*

* Ohne ESG-Filter, Benchmark: DJ STOXX ex UK, 6/2006-3/2010

Quelle WestLB Research

Verknüpfung mit ESG-Filter: Auswahl der Top-Sustainable Dividend Unternehmen mit Gold-Standard-Rating

Die Verknüpfung mit unserem ESG-Filter erfolgt nun derart, dass aus der „Sustainable Dividend“-Rangliste der Reihe nach von oben nach unten gehend, die 15 Unternehmen ausgewählt werden, die ein Gold-Standard-Rating (ESG-Rating 'A+', 'A' oder 'A-') aufzuweisen haben. Das Ergebnis findet man in der nachfolgenden Tabelle. Unter anderem findet man darin in der letzten Spalte auch den Rang des jeweiligen Unternehmens, respektive der jeweiligen Aktie, in der „Sustainable Dividend“-Rangliste. Es ist ersichtlich, dass sich Werte bis hinunter zu einem Rangplatz von 37 für unser Modellportfolio qualifizieren. Damit bewegt man sich auch in der ESG-Version ganz eindeutig und komfortabel im ersten Quintil der Verteilung. Die Verwässerung der „Sustainable Dividend“-Charakteristik, die durch Hinzufügung unseres ESG-Filters entsteht, halten wir daher für sehr akzeptabel. Die so gewonnene Aktienauswahl haben wir dann in einem gleichgewichteten und einem kapitalgewichteten Portfolio zusammengefasst.

Portfolio Sustainable Dividend Strategie & ESG*

Name	Land	Branche	ESG Rating	ESG Score	DY FY1	DY FY2	Kurs %chg 1y	DPS FY2 %chg 1y	DPS CFPS CAGR 5y	CFPS FY1	CFPS FY2	ROE FY1	ROE FY2	P vs DPS (gesamt)	Rang
Boliden AB	Schweden	Basic Resources	A	87,2%	3,7%	3,9%	150%	5,0%	-0,4%	2,0	2,1	21,5%	15,9%	-0,33	1
Electrolux AB	Schweden	Personal & Household Goods	A+	95,0%	3,0%	3,3%	141,9%	7,6%	4,6%	2,5	2,8	19,2%	19,0%	-0,46	3
Metso Corp.	Finnland	Industrial Goods & Services	A	87,8%	2,8%	3,6%	178%	28,6%	-9,7%	2,4	2,8	10,5%	13,7%	-0,49	4
Ferrovial S.A.	Spanien	Construction & Materials	A	87,3%	4,7%	5,1%	100%	8,1%	33,6%	1,3	1,5	8,3%	11,2%	-0,05	6
Banco Santander S.A.	Spanien	Banks	A+	96,0%	5,9%	6,4%	71,0%	8,3%	6,0%	NA	NA	12,7%	14,1%	-0,36	8
Atlas Copco AB	Schweden	Industrial Goods & Services	A	91,2%	2,9%	3,1%	84%	7,8%	6,6%	0,8	1,0	25,6%	25,8%	-0,38	14
SKF AB	Schweden	Industrial Goods & Services	A	85,9%	3,0%	3,5%	76,5%	16,9%	-0,5%	1,4	1,5	18,5%	20,7%	-0,43	17
Roche Holding AG	Schweiz	Health Care	A	84,6%	4,0%	4,4%	18,9%	9,6%	20,1%	11,6	12,9	91,8%	68,5%	-0,15	18
Telenor ASA	Norwegen	Telecommunications	A-	81,7%	3,7%	4,7%	129%	25,3%	9,0%	1,7	1,9	12,5%	13,8%	-0,39	20
DnB NOR ASA	Norwegen	Banks	A	90,9%	3,8%	4,8%	142,0%	25,0%	-2,6%	NA	NA	9,3%	10,7%	-0,44	22
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	Spanien	Banks	A+	95,9%	4,3%	5,9%	47%	36,2%	-0,4%	NA	NA	14,9%	15,4%	-0,42	24
Enagas S.A.	Spanien	Utilities	A	85,3%	4,8%	5,3%	49%	10,0%	13,4%	2,3	2,5	18,6%	18,6%	-0,10	30
Koninklijke KPN N.V.	Niederlande	Telecommunications	A+	92,6%	6,8%	7,3%	18%	6,3%	11,2%	2,5	2,6	50,3%	59,7%	-0,21	31
Zurich Financial Services AG	Schweiz	Insurance	A	87,1%	6,5%	6,8%	38,7%	4,7%	12,3%	NA	NA	13,8%	13,7%	-0,22	33
Alfa Laval AB	Schweden	Industrial Goods & Services	A	86,2%	2,6%	2,8%	75%	9,1%	12,4%	0,8	0,9	19,6%	20,0%	-0,41	37
Portfolio					4,2%	4,7%	88%	13,9%	7,7%	2,7	3,0	23,1%	22,7%		
Benchmark					3,5%	3,9%	43,7%	12,3%	-1,2%	34,8	38,2	12,4%	13,9%		

* Stichtag 31.03.2010

Quelle WestLB Research

Titelselektion führt zu deutlich höheren Risikobeiträgen

Die Risikoanalyse dieser beiden Portfolios zeigt, dass das Gesamtrisiko rund 4,5 bis 5 Prozentpunkte über dem der Benchmark liegt, was angesichts des deutlich geringeren Diversifikationsgrads (15 vs. 600 Titel) auch nicht verwunderlich ist. Die aktiven Risiken steigen im Vergleich zu den zuvor betrachteten Portfolios (Portfolios 1-4) noch mal deutlich auf 8,3 (gleichgewichtet) bzw. 9,4% (kapitalgewichtet) an.

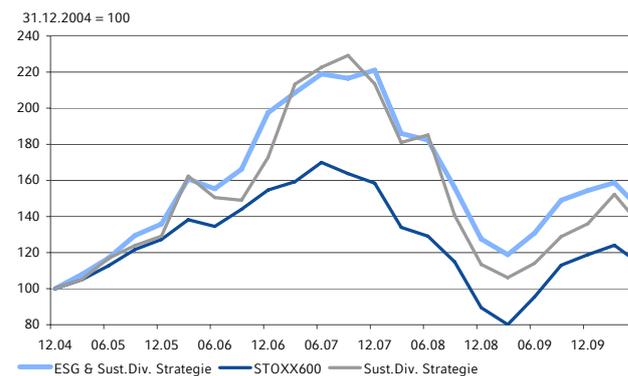
Neben der Titelselektion, die bei beiden Portfolios den größten Risikobeitrag liefert, sind es beim gleichgewichteten Portfolio (Portfolio 5) vor allem wieder die Länder- und Währungsrisiken, die den Hauptrisikobeitrag liefern. Beim kapitalgewichteten Portfolio (Portfolio 6) sind die Risikobeiträge dagegen gleichmäßiger auf die vier Komponenten Risikoindizes, Branchen, Länder und Währungen (Risikobeiträge zwischen 10-16%) verteilt.

„Sustainable Dividend“-Strategie

Risikoanalyse

	Sustainable Dividend Strategie			
	Gold Top5			
	(5) gleichgewichtet		(6) MCap-gewichtet	
	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag
Risk Indices	2,76	11,14	3,54	14,29
Industries	2,37	8,24	3,73	15,78
Country	3,29	15,80	3,01	10,28
Currency	4,25	26,41	3,09	10,85
Covariance * 2	N/A	0,76	N/A	5,44
Asset Selection	5,07	37,65	6,18	43,36
Active	8,27		9,38	
Benchmark	20,24		20,24	
Total	25,13		24,78	

Performance Backtest



Quelle BARRA, WestLB Research

Backtest weist zusätzlichen positiven Performancebeitrag durch ESG-Selektion nach

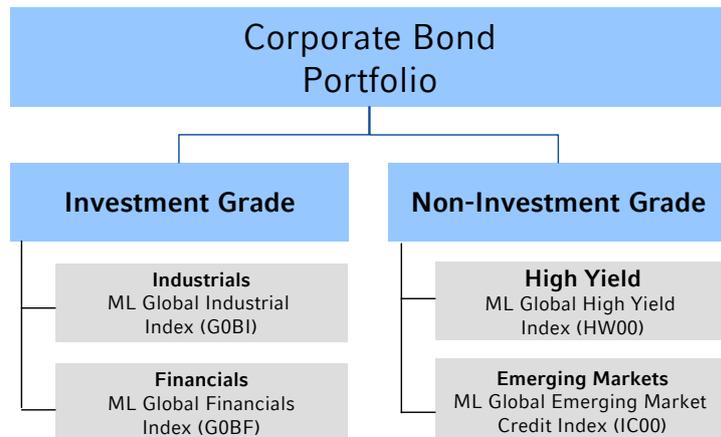
Der Performance Backtest, den wir für den Zeitraum vom 31.12.2004 bis zum 31.5.2010 (65 Monate) durchgeführt haben, zeigt, dass die Berücksichtigung von ESG-Kriterien durchaus einen zusätzlichen Beitrag zur Performance liefern kann. So konnte über den gesamten Zeitraum hinweg betrachtet eine Outperformance gegenüber der Benchmark von 27,07% (4,52% p.a.) erreicht werden, im Vergleich zu einem Wert von 20,22% (3,46% p.a.) ohne ESG-Filter. Trotz aller Einschränkungen, die man im Hinblick auf die Interpretation von Backtests machen muss, halten wir dies für ein sehr ordentliches Ergebnis und auch für ein starkes Signal an Mainstream-Investoren, dass die Erzielung von Alpha und die Berücksichtigung von ESG-Faktoren keineswegs im Widerspruch zueinander stehen müssen.

Corporate-Bond-Portfolios

Unterteilung der Assetklasse auf Basis der Kreditratings

Innerhalb der Assetklasse Unternehmensanleihen betrachten wir insgesamt vier Teilportfolios, die sich an entsprechenden Benchmarkindizes orientieren. Das wichtigste Klassifizierungs-/Qualifikationsmerkmal ist dabei wie üblich das Kreditrating. Wir unterscheiden zwei große Gruppen: Investment-Grade-Anleihen (Bloomberg-Kreditrating 'AAA' bis 'BBB ') und Non-Investment-Grade-Anleihen (Kreditrating von 'BB ' bis 'D ').⁴⁶ Diese beiden Gruppen haben wir wiederum in zwei Untergruppen unterteilt: Im Fall der Investment-Grade-Anleihen in Financials und Non-Financials und im Fall der Non-Investment-Grade-Anleihen in High-Yield-Bonds und in Emerging-Markets-Bonds. Die nachfolgende Abbildung gibt einen Überblick über unsere Vorgehensweise, inklusive der verwendeten Benchmarkindizes (jeweils von Merrill Lynch/Bank of America). Zur Erläuterung der Unterscheidung zwischen dem High-Yield- und dem Emerging-Markets-Bereich sei hier noch vorweggeschickt, dass der High-Yield-Bereich lediglich Unternehmen aus Ländern mit Investment-Grade-Status umfasst.

⁴⁶ Das Bloomberg-Rating ist ein Mittelwert aus Moody's-, S&P- und Fitch-Rating.

Unternehmensanleihen – Differenzierung in insgesamt vier Teilportfolios*

* Benchmark Indizes von Bank of America/Merill Lynch

Quelle WestLB Research

Weisen ESG-Ratings im Vergleich zu Kredit-Ratings einen Mehrwert auf?

Zusammenhang zwischen Kredit- und ESG-Rating

Bevor wir anschließend zu den auf Basis der ESG-Unternehmensratings generierten Portfolios kommen, wollen wir zunächst einen Blick auf die Frage nach dem Zusammenhang zwischen Kreditratings und ESG-Ratings werfen. Wie bereits dargestellt (siehe S. 12) ist dies der Hauptgegenstand der akademischen Studien im FI-Bereich, die sich mit dem Thema ESG beschäftigen. Eine Klärung dieser Frage ist wichtig, da es im Kern um den Mehrwert von ESG-Ratings im Vergleich zu den klassischen Kreditratings geht. Dies erscheint umso brisanter, da die Kreditratingagenturen infolge der Finanzkrise stark in die Kritik geraten sind und der Druck auf sie immer noch groß ist, sich neu zu erfinden. Gleichzeitig hat man den Eindruck, dass die Moody's und S&P's dieser Welt ein Auge auf die ESG-Ratingagenturen geworfen haben und muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass es hier in den nächsten Jahren zu Übernahmen kommen könnte.⁴⁷

Gleiche Zielsetzung, aber (zur Zeit noch) unterschiedliche Informationssets

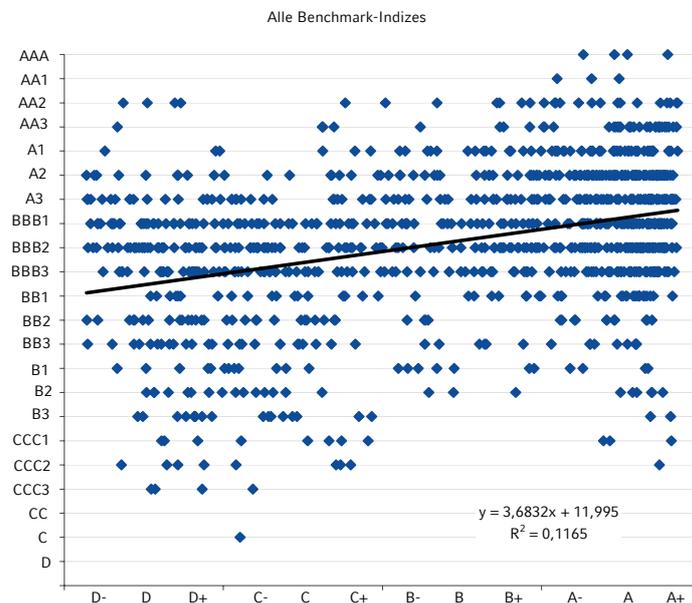
Die in aller Regel empirisch bestätigte Ausgangshypothese lautet, dass ein positiver Zusammenhang zwischen beiden Ratings bestehen sollte, zielen doch beide im weitesten Sinne darauf ab, die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen, respektive Emittenten abzubilden. Der wesentliche Unterschied liegt also nicht so sehr in der Zielsetzung, sondern vielmehr im Informationsset, das zur Erstellung des Ratings verwendet wird.

Stärkere Berücksichtigung von ESG-Faktoren im Rahmen von Kreditratings erwartet

Während für ein Kreditrating (zumindest momentan noch) weitestgehend auf Finanzkennzahlen zurückgegriffen wird und darüber hinausgehende Aspekte allenfalls am Rande einfließen (so jedenfalls die Vermutung, Ratingprozesse sind zumindest zum Teil eine Black Box), versucht das ESG-Rating, den langfristigen Unternehmensbestand (das „Überleben“ des Unternehmens) über Fragen zur grundsätzlichen Unternehmensführung und dem Umgang mit gesellschaftlichen Themen abzuschätzen. Dass Ersteres nicht notwendigerweise zu besseren Ergebnissen führen muss, haben die Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit eindrucksvoll bewiesen. Wir sind davon überzeugt, dass die Kreditratings der Zukunft sehr viel stärker noch als heute ESG-Faktoren berücksichtigen werden. Ob es am Ende zu einer vollständigen Absorbierung kommen wird, ist allerdings aus heutiger Sicht noch völlig offen.

⁴⁷ Als Konkurrent haben sich freilich auch Indexanbieter wie MSCI (Kauf von Riskmetrics) oder Informationsservicedienstleister wie Reuters (Kauf von Asset4) in Stellung gebracht.

ESG-Rating vs. Kreditrating (Non-Financial, Financial, High Yield, Emerging Markets)



Quelle WestLB Research, Bloomberg

Empirischer Zusammenhang eher lose – d.h. Ratings nicht substituierbar

Die Grafik, die die Kredit-(Misch-)Ratings von Bloomberg unseren ESG-Ratings per Ende April 2010 gegenüberstellt (960 Datenpunkte, alle vier Benchmarkuniversen), zeigt, dass ein statistisch signifikanter Zusammenhang ($R^2=12,5\%$) besteht und die Ratings wie erwartet tatsächlich in die gleiche Richtung weisen (positive Korrelation). Gleichwohl wird deutlich, dass der empirische Zusammenhang alles andere als eng ist. Die Steigung der Regressionsgeraden ist gering, respektive die Streuung der Datenpunkte groß.⁴⁸ Eines kann man daher schon jetzt sagen und das ist, dass offenbar keines der beiden Ratings ein Substitut für das jeweils andere zu sein scheint.⁴⁹ Die eigentlich Kernfrage ist vielmehr, ob die gleichzeitige Nutzung beider Ratings zu besseren Anlageergebnissen führen könnte. Mit dieser Studie tragen wir dazu bei, die Grundlagen für die Beantwortung dieser Frage zu schaffen.

Investment-Grade-Portfolios

Benchmark: Merrill Lynch Global Corporate Index

Als Benchmark im Investment-Grade-Segment dient uns der Merrill Lynch Global Corporate Index. Er umfasst öffentlich begebene Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating aus den großen nationalen sowie den Eurobond-Märkten. Anleihen, die in den Index aufgenommen werden, müssen also ein Kreditrating im Investment-Grade-Bereich aufweisen sowie in einem mit Investment-Grade bewerteten Land begeben worden sein. Die für den Index zugelassenen Währungen sind Australischer Dollar (AUD), Kanadischer Dollar (CAD), Japanischer Yen (JPY), Britisches Pfund (GBP), US-Dollar (USD) sowie der Euro (EUR). Die Mindestrestlaufzeit der sich qualifizierenden Unternehmensanleihen beträgt ein Jahr.

⁴⁸ Noch schwächer ist der Zusammenhang sogar, wenn man sich auf den Non-Financials-Bereich (Global Bond Market Industrial Index) beschränkt. Hier beträgt das R^2 lediglich 5,19%.

⁴⁹ Lediglich an den äußersten Rändern der Kreditrating-Spanne lässt sich eine Übereinstimmung in der Einschätzung ausmachen: Alle Unternehmen, die mit AAA oder AA1 bewertet werden, schneiden auch beim ESG-Rating mit Gold-Standard ab. Auf der anderen Seite erhalten all die Unternehmen, die mit CCC3 oder schlechter im Kreditbereich bewertet werden, auch allenfalls ein C- ESG-Rating. Tendenziell lässt sich auch eine etwas höhere Konzentration an Unternehmen mit gutem Kredit- und hohem ESG-Rating ausmachen.

Untergliederung in zwei
Benchmarkindizes ...

Der Global Corporate Index ist in zwei Sub-Indizes aufgeteilt, die zur Strukturierung unserer Modellportfolios in Financials und Non-Financials sowie als Benchmark dienen: (a) den Global Financial Index (G0BF) und (b) den Global Industrial Index (G0BI).⁵⁰

... und innerhalb dieser nach
Maturitätsklassen und
Branchen

Auf Basis der entsprechenden Index-Universen findet in einem nächsten Schritt die Differenzierung der Anleihen nach Branche (auf Basis der Brancheneinteilung gemäß Merrill Lynch, Level 3) sowie nach Fälligkeit statt. Dabei haben wir uns für eine mittlere Granularität entschieden: fünf Maturitätsklassen (1-3 Jahre, 3-5 Jahre, 5-7 Jahre, 7-10 Jahre und 10+ Jahre) stehen drei Branchen (Banking, Financial Services und Insurance) im Financials-Sektor sowie zwölf Branchen (Automotive, Basic Industry, Capital Goods, Consumer Cyclical, Consumer Non-Cyclical, Energy, Healthcare, Media, Real Estate, Services, Technology & Electronics und Telecommunications) im Non-Financials-Bereich gegenüber. Auf diese Weise erhalten wir dann letztlich 15 bzw. 60 Segmente, die wir im Folgenden mit Einzeltiteln bestücken wollen (Stufe 3 unseres Investmentprozesses, siehe Abbildung auf S. 41).

Asset Selection dann auf Basis
der ESG-Ratings für
emittierendes Unternehmen
bzw. Muttergesellschaft

Ausschlaggebend hierbei sind die ESG-Ratings der Unternehmen, die sich in der Schnittmenge des Rating-Universums und des Index-Universums befinden (siehe Abbildung auf S. 45). Dabei belegen wir Emissionen von Unternehmen, die selber nicht börsennotiert sind und sich daher nicht in unserem Ratinguniversum befinden, mit dem Rating der börsennotierten Muttergesellschaft – soweit vorhanden.

Mindestanforderung: Gold-
Standard ESG-Rating; aber
weitere Verfeinerung nötig

Die Mindestanforderung für die Anleihen im Investment-Grade-Bereich ist ein Gold Standard-Rating, sprich die Rating-Spanne von 'A+' bis 'A-'. Dies reduziert die Auswahl zwar bereits erheblich. Weitere Verfeinerungen sind allerdings erforderlich, um zu vernünftig strukturierten und diversifizierten Portfolios zu gelangen. Zwei Möglichkeiten haben wir zu diesem Zweck durchgespielt (hier dargestellt für den Non-Financials-Bereich):

- Für jede Branche wird das Unternehmen mit dem höchsten ESG-Rating ausgewählt, unabhängig von der Marktkapitalisierung (Top-ESG-Variante, Portfolio 2). Der Effekt ist zum einen, dass auch kleinere Emittenten ins Portfolio aufgenommen werden können. Zum zweiten wird das best-mögliche ESG-Profil im Rahmen der Best-in-class Philosophie „garantiert“. Der Nachteil ist wiederum ein tendenziell steigender Tracking Error sowie möglicherweise auch ein Mangel an Liquidität.⁵¹
- Für jede Branche wird das Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung ausgewählt, vorausgesetzt es erfüllt die Mindestanforderung an das ESG-Rating, erreicht also Gold-Standard (Top MCap-Variante, Portfolio 1). Bei dieser Alternative wird somit eine Verwässerung des ESG-Profiles hingenommen zu Gunsten einer größeren Indexnähe (geringerer Tracking Error) sowie einer verbesserten Liquidität.

Auf diese Weise bekommen wir für den Non-Financials-Bereich zwei Modellportfolios mit jeweils 60 Einzeltiteln. Die nachfolgende Tabelle zeigt beispielhaft die Auswahl der Einzelwerte im Non-Financials-Bereich mit ein- bis dreijähriger Restlaufzeit.⁵²

⁵⁰ Wir verzichten auf die explizite Darstellung des dritten Teilbereichs des Merrill Lynch Global Corporate Index – der ML Global Utilities Index beinhaltet weitere 1.233 Einzelwerte. Das entsprechende Teilportfolio findet man in der Tabelle auf S. 83 im Anhang.

⁵¹ Zu beachten ist hierbei allerdings, dass Mindestanforderungen an die Liquidität bereits durch die Mitgliedschaft im Benchmark-Index erfüllt sind. Dennoch sind die Unterschiede in der Marktkapitalisierung zweifellos groß.

⁵² Ausführliche Informationen zu den ausgewählten Titeln in den übrigen vier Laufzeitsegmenten findet man im Anhang auf S. 82.

Corporate Bond Portfolio – Investment Grade – Non-Financials (Top MCap-Variante, Portfolio 1) (Benchmark: Global Bond Market Industrial Index, GOBI)

Dur. class	ML Industry Level 3	Emittent	ESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	Index wght. %	Par Wtd Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap
			Rating	Score								
1-3y	Automotive	VOLKSWAGEN INTFN	A-	82,0%	A3	09.02.2012	EUR	0,1219	5,63	1,77	1,93	59
	Basic Industry	BAYER AG	A-	82,7%	A3	10.04.2012	EUR	0,1035	6,00	1,84	1,84	42
	Capital Goods	SIEMENS FINAN	A	86,3%	A1	04.07.2011	EUR	0,0997	5,75	1,18	1,26	15
	Consumer Cyclical	TESCO PLC	A	90,3%	A3	12.09.2012	EUR	0,0759	5,63	2,27	2,05	48
	Consumer Non-Cyclical	KRAFT FOODS INC	A	90,5%	BBB3	20.03.2012	EUR	0,0969	5,75	1,88	2,28	90
	Energy	SHELL INTL FIN	A-	82,9%	AA1	09.02.2012	EUR	0,0826	3,38	1,80	1,45	9
	Healthcare	ROCHE HLDGS INC	A	87,4%	A1	04.03.2013	EUR	0,2565	4,63	2,77	2,03	28
	Media	TIME WARNER INC	A	88,3%	BBB2	01.05.2012	USD	0,0768	6,88	1,90	1,92	73
	Real Estate	KLEPIERRE	A+	94,3%	BBB1	15.07.2011	EUR	0,0290	4,63	1,21	1,99	89
	Services	UNITED PARCEL	A	91,6%	AA3	15.01.2013	USD	0,0640	4,50	2,61	2,01	33
	Technology & Electronics	IBM INTL GROUP	A	90,0%	A1	22.10.2012	USD	0,0564	5,05	2,36	1,70	16
	Telecommunications	FRANCE TELECOM	A	91,4%	A3	28.01.2013	EUR	0,1823	7,25	2,61	2,25	58

* Durchschnittliches Kreditrating laut Bloomberg

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Aus Gründen der besseren Diversifizierung wählen wir dagegen im Financials-Bereich die jeweils drei besten Titel pro Branche aus, sodass wir auf insgesamt 45 Titel pro Portfolio kommen (Top MCap: Portfolio 3, Top ESG: Portfolio 4). Bei allen vier Portfolios haben wir eine Gleichgewichtung der Einzeltitel innerhalb der Segmente und der Segmente selbst vorgenommen, was die Diversifikation insgesamt verbessert, den Tracking Error aber tendenziell erhöht. Denkbar wäre natürlich auch, eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung sowie eine Tracking Error optimierte Gewichtung. In nachfolgender Tabelle sind noch mal die Basisinformationen zu allen vier Modellportfolios zusammengefasst.

Risikoanalyse Corporate Bond Portfolios – Investment Grade – Financials & Non-Financials

Strategie	(1) GOBI_TopSectorMCapGold	(2) GOBI_TopSectorESG	(3) GOBF_TopSectorMCapGold	(4) GOBF_TopSectorESG
Benchmark	GOBI	GOBI	GOBF	GOBF
Investmentstrategie	Investmentgrade Industrials: ESG Rating Gold -> je Laufzeitklasse und Ind. Group der Bond mit dem höchsten Indexgewicht	Investmentgrade Industrials: Je Laufzeitklasse und Ind. Group der Bond mit dem höchsten ESG Rating	Investmentgrade Financials: ESG rating Gold -> je Laufzeitklasse und Ind. Group der Bond mit dem höchsten Indexgewicht	Investmentgrade Financials: Je Laufzeitklasse und Ind. Group der Bond mit dem höchsten ESG Rating
Anzahl unterschiedl. Bonds	60	60	45	45
Numeraire	Euro	Euro	Euro	Euro
Portfolio Beta	0,724	0,937	0,847	0,949
Portfolio Risk (%)	5,022	6,352	4,987	5,872
Benchmark Risk (%)	6,574	6,574	5,509	5,509
Tracking Error (%)	2,42	1,614	1,955	2,694
Value at Risk (VAR)(000)	30.844.130	37.664.949	23.584.947	13.936.822
Risikoquelle - Aktives Risiko				
Total	2,42	1,61	1,96	2,69
Currency	2,51	1,20	1,57	1,78
Emerging Market	0,13	0,19	0,05	0,05
Local Market	1,10	0,95	0,96	1,57
Term Structure	0,92	0,43	0,64	0,97
Spread	0,74	0,59	0,63	1,39
Specific	0,49	0,66	0,39	0,64

Quelle WestLB Research

Risikoanalyse offenbart
niedrigere Gesamtrisiken
als in den Benchmarks.

Mit Blick auf das jeweilige Gesamtrisiko fällt auf, dass drei der vier Portfolios Werte aufweisen, die unterhalb des Benchmarkrisikos liegen. Das Portfolio-Beta ist bei allen vier Portfolios kleiner als eins. Der Tracking Error (TE) bewegt sich zwischen 1,6 und 2,7%, was durchaus nicht unüblich für aktiv gemanagte Rentenportfolios ist. Überraschenderweise ist der TE von Portfolio 2 (Top ESG, Non-Financials) kleiner als der von Portfolio 1 (Top MCap).

Mit Blick auf die Risikobeiträge fällt vor allem das hohe Währungsrisiko von Portfolio 1 (Top MCap, Non-Financials) ins Auge. Hinsichtlich der Struktur der lokalen Marktrisiken sind einige Unterschiede zwischen den Portfolios festzustellen – so fällt z.B. der besonders hohe Risikobeitrag des Faktors „Spread“ bei Portfolio 4 (Top ESG, Financials) auf.

Verknüpfung mit finanziellen Auswahlkriterien

Kombination mit Q^{RANK} , einer quantitativen Bondportfolio-Strategie,...

Analog zur Vorgehensweise bei Aktien ergänzen wir unseren Prozess im Corporate-Bond-Bereich durch eine Kombination der ESG-Auswahlkriterien mit herkömmlichen, finanziellen Auswahlkriterien (Stufe 4 des skizzierten Investmentprozesses, siehe S. 41). Auch hier verwenden wir aus Gründen der Nachvollziehbarkeit ein quantitatives, modellgestütztes Verfahren, das von unserem Portfoliostrategieteam entwickelt wurde – das so genannte Q^{RANK} -Verfahren für Euro-Unternehmensanleihen (nur Non-Financials!).⁵³

..., die auf Basis der Spread-Divergenz selektiert

Das bei Q^{RANK} als Selektionskriterium verwendete Alpha misst die Divergenz zwischen fairem Spread-Wert und dem aktuellen, am Markt gezahlten Spread unter der „Regression-to-the-mean“-Annahme.⁵⁴ Betrachtet werden die zwei Teilportfolios „Cyclicals“ und „Defensives“, die in einem Asset Allocation-Kontext je nach Marktlage dynamisch gewichtet werden können. Als Benchmark fungiert der iBoxx EUR Non-Financials.

Corporate Bond Portfolio – Investment Grade - Top Alpha/ESG Gold Standard-Portfolio, Cyclicals*

Bond	Emittent	ICB Sector	ESG Rating	ESG Score	Rating (Moody's)	ALPHA	Spread (bp)	Spread forecast (bp)	Yield (%)	Maturity in years	Coupon (%)
TECHNIP 2004 4 5/8% 26/05/11	Technip SA	OGG	A+	94,7%	na	-24,40	105	73	1,73	1,1	4,625
LAFARGE COPPEE 2009 7 5/8% 27/05/14	Lafarge SA	CNS	A+	95,0%	Baa3	-18,16	196	160	3,78	4,1	7,625
ADECCO INTL.FINL. 2009 7.625% 28/04/14	Adecco SA	IGS	A-	82,1%	Baa3	-16,57	191	157	3,69	4,1	7,625
DAIMLER NTH AMERICA 2008 5% 23/05/12	Daimler AG	ATO	A+	92,7%	A3	-15,63	127	101	2,28	2,1	5,000
LANXESS FINANCE 2009 7 3/4% 09/04/14	Lanxess AG	CHM	A-	77,3%	Baa2	-15,61	161	132	3,37	4,0	7,750
DAIMLERCHRYSLER NTH.2004 4 1/4% 04/10/11	Daimler AG	ATO	A+	92,7%	A3	-13,06	115	79	1,94	1,5	4,250
LAFARGE 2009 7 5/8% 24/11/16	Lafarge SA	CNS	A+	95,0%	Baa3	-13,05	204	169	4,61	6,6	7,625
AKZO NOBEL SWEDEN 2008 7 3/4% 31/01/14	Akzo Nobel NV	CHM	A	91,6%	Baa1	-9,82	140	115	3,08	3,8	7,750
DAIMLER INT.FIN. BV 2009 6 7/8% 10/06/11	Daimler AG	ATO	A+	92,7%	A3	-9,67	108	81	1,77	1,2	6,875
SIEMENS FINMCH. 2008 5 5/8% 11/06/18	Siemens AG	IGS	A	86,3%	A1	-6,88	70	44	3,54	8,2	5,625
DAIMLER INT.FIN. BV 2009 7 3/4% 26/03/12	Daimler AG	ATO	A+	92,7%	A3	-6,16	130	100	2,26	2,0	7,750
DAIMLER INT.FIN. 2001 7% 21/03/11	Daimler AG	ATO	A+	92,7%	A3	-6,11	92	70	1,53	1,0	7,000
AKZO NOBEL 2003 4 1/4% 14/06/11	Akzo Nobel NV	CHM	A	91,6%	Baa1	-6,00	77	52	1,46	1,2	4,250
ARCELORMITTAL 2009 9 3/8% 03/06/16	ArcelorMittal	BAS	A	90,2%	Baa3	-5,71	213	193	4,58	6,2	9,375
SIEMENS FINMCH. 2008 5 1/4% 12/12/11	Siemens AG	IGS	A	86,3%	A1	-5,69	61	29	1,47	1,7	5,250
SIEMENS FINMCH. 2008 5 3/8% 11/06/14	Siemens AG	IGS	A	86,3%	A1	-5,46	65	38	2,48	4,2	5,375
REED ELSEVIER CAP. 2009 6 1/2% 02/04/13	Reed Elsevier NV	MDI	A	89,5%	Baa1	-5,05	138	121	2,71	3,0	6,500
BMW US CAPITAL 2009 6 3/8% 23/07/12	BMW AG	ATO	A+	92,3%	A3	-4,57	111	93	2,17	2,3	6,375
BMW FINANCE 2006 4 1/8% 24/01/12	BMW AG	ATO	A+	92,3%	A3	-4,54	98	78	1,88	1,8	4,125
RCI BANQUE 2009 8 1/8% 15/05/12	Renault SA	ATO	A+	93,4%	Baa2	-3,98	199	169	2,99	2,1	8,125

* ausschließlich EUR Bonds

Quelle WestLB Research, Bloomberg

ESG-Auswahl: Gold-Standard

Die Tabelle enthält das „Cyclicals“-Portfolio per April 2010 unter Berücksichtigung eines zusätzlich durchgeführten ESG-Screenings („Defensives“-Portfolio im Anhang, S. 83). Dabei wurde die von Q^{RANK} ermittelte Alpha-Rangliste von oben beginnend Schritt für Schritt durchgegangen und all diejenigen Werte eliminiert, die nicht den Gold-Standard-Anforderungen entsprechen. Diese Prozedur wurde durchlaufen, bis das Portfolio mit 20 Werten gefüllt war (auch die herkömmlichen Q^{RANK} -Portfolios enthalten 20 Titel).

⁵³ Q^{RANK} wird regelmäßig monatlich aktualisiert und die Ergebnisse publiziert. Das Modell ist seit September 2009 im Einsatz und hat einen sehr guten Performance Track Record aufzuweisen. Erste experimentelle Backtests zeigen, dass sich eine ähnlich gute Performance auch dann erzielen lässt, wenn eine zusätzliche Auswahl der Einzelwerte nach ESG-Kriterien vorgenommen wird.

⁵⁴ Q^{RANK} gehört zur Gruppe der panel-ökonomischen Modelle, die Zeitreihenanalyse mit Querschnittsanalyse verbinden und hierüber zu einer Portfolioselektion gelangen. Basis für die Panel-Regression sind Fundamentaldaten der Unternehmen sowie Finanzkennzahlen.

Die Übereinstimmung der beiden Varianten, einmal mit und einmal ohne ESG-Filter, liegt am aktuellen Rand bei 100%. Wie schon zuvor, so haben wir uns auch hier für eine Gleichgewichtung der Einzelwerte (in diesem Fall also 5%) im Portfolio entschieden. Über die Hälfte der Titel (11 von 20) weist ein ESG-Rating von 'A+' auf, sieben erscheinen mit einem 'A' und zwei mit einem 'A'-Rating. Bei den Kredit-Ratings (hier: Moody's) reicht das Spektrum von 'A1' bis 'Baa3'.

„Defensives“-Portfolio mit höherem Risiko als „Cyclicals“

Nachfolgende Tabelle gibt noch einmal einen Überblick über die beiden Portfolios und zeigt, wie die Risiken relativ zur Benchmark verteilt sind. So fällt auf, dass das „Defensives“-Portfolio (Portfolio 6) insgesamt höhere Risiken im Vergleich zur Benchmark aufweist als das „Cyclicals“-Portfolio (Portfolio 5) – ein auf den ersten Blick überraschendes Ergebnis.

Risikoanalyse Corporate Bond Portfolios – Investment Grade – ESG-Varianten der Q^{RANK}-Portfolios

Strategie	5) IBXX_TopAlphaCycGold	(6) IBXX_TopAlphaDefGold
Benchmark	IBX_CORPALL	IBX_CORPALL
Investmentstrategie	iboxx: ESG Rating Gold -> Cyclicals Top Alpha (Qrank)	iboxx: ESG Rating Gold -> Defensives Top Alpha
Anzahl unterschiedl. Bonds	20	20
Numeraire	Euro	Euro
Portfolio Beta	0,752	1,081
Portfolio Risk (%)	2,536	3,536
Benchmark Risk (%)	2,990	2,990
Tracking Error (%)	1,386	1,457
Value at Risk (VAR)(000)	5.770.161	8.085.756
Risikoquelle - Aktives Risiko		
Total	1,39	1,46
Currency	0,00	0,00
Emerging Market	0,05	0,05
Local Market	1,39	1,45
Term Structure	1,09	0,48
Spread	0,87	1,04
Specific	0,66	0,76

Quelle WestLB Research

Spread bzw. Term-Structure als Risikogeber

Während das Gesamtrisiko des „Cyclicals“-Portfolios trotz der geringen Titellanzahl/Diversifikation unter dem der Benchmark liegt und das Beta deutlich kleiner als eins ist, gilt beim „Defensives“-Portfolio das Gegenteil (Gesamtrisiko ist höher als bei der Benchmark, Beta ist größer als eins). Auch der Tracking Error ist bei letzterem höher. Bei der Aufspaltung der aktiven Risiken fällt auf, dass der Fokus beim „Cyclicals“-Portfolio auf dem Faktor „Term Structure“ liegt, während der Hauptbeitrag beim Defensives Portfolio vom Faktor „Spread“ beigesteuert wird.

Non-Investment-Grade-Portfolios

Getrennte Betrachtung von „High Yield“ und „Emerging Markets“

Auch im Non-Investment-Grade-Bereich (Bloomberg Kreditrating ‚BB‘ bis ‚D‘) haben wir zwei Teilportfolios durchgerechnet, das „High Yield“- und das „Emerging Markets“-Portfolio (siehe Abbildung auf S. 53).

High-Yield-Teilportfolio

Benchmark: Merrill Lynch Global High Yield Index

Als Benchmark und gleichzeitig Basisuniversum haben wir hier auf den Merrill Lynch Global High Yield Index (HW00) zurückgegriffen. Er setzt sich aus Unternehmensanleihen, die auf USD, CAD, GBP oder EUR lauten und die auf den relevanten nationalen Märkten oder auf dem Eurobond-Markt begeben wurden, zusammen. Voraussetzung für die Aufnahme in den Index ist, dass sich das Kredit-Rating des Emittenten unterhalb des Investment-Grade-Niveaus befindet, wohingegen das entsprechende Länder-Rating ein solches aufzuweisen hat. Die Restlaufzeit muss mindestens noch ein Jahr betragen und der zur Rückzahlung ausstehende Betrag muss eine Mindestgrenze überschreiten. Im Gegensatz zum Investment-Grade-Bereich wird hier keine Unterscheidung zwischen Financials und Non-Financials vorgenommen. Das Basisuniversum umfasst 2.323 Einzeltitel. Davon weisen 967 Werte (rund 42%) ein ESG-Rating auf, aus denen wir wiederum maximal 80 Werte für unser Portfolio auswählen.

Modellportfolio: Je Laufzeitklasse und Branche die Anleihe mit Gold-Standard ESG-Rating und höchstem Index-Gewicht

Zur Strukturierung teilen wir das Anleiheuniversum – wie im Investment-Grade-Bereich – in fünf Klassen nach Restlaufzeit (1-3 Jahre, 3-5 Jahre, 5-7 Jahre, 7-10 Jahre und 10+ Jahre) sowie in 16 Branchen (Branchenklassifizierung nach Merrill Lynch, Level 3) ein. Insgesamt ergeben sich auf diese Weise 80 Segmente, die auf Basis der ESG-Kriterien mit Einzeltiteln zu füllen sind. Hierbei gehen wir im Grundsatz genauso vor wie im Investment Grade-Bereich. Das heißt, dass wir für jedes der 80 Segmente diejenige Anleihe auswählen, die innerhalb der Gruppe von Anleihen mit Gold-Standard-Rating das höchste Index-Gewicht aufweist.

Corporate Bond Portfolio – Non-Investment Grade – ‘High Yield’-Portfolio (Benchmark: Global High Yield Index, HW00)

Dur. class	ML Industry Level 3	Emittent	ESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	Index Wght %	Par Wtd Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap
			Rating	Score								
1-3y	Automotive	FORD MOTOR CRED	A	89,3%	B2	25.10.2011	USD	0,3534	7,25	1,41	5,10	424
	Banking	ABN AMRO NA HLDG	A-	81,0%	BB3	08.11.2012	USD	0,0724	6,52	2,21	12,57	990
	Basic Industry	HEIDELCEMENT FIN	A-	83,3%	BB3	25.01.2012	EUR	0,1344	6,38	1,69	4,87	366
	Capital Goods	BOMBARDIER INC	A+	92,6%	BB1	01.05.2012	USD	0,0579	6,75	1,89	2,73	155
	Consumer Cyclical	MACYS RETAIL HLD	A-	78,2%	BB1	15.03.2012	USD	0,1089	5,35	1,84	3,20	207
	Consumer Non-Cyclical	ALLIED DOMEQ	A	83,9%	BB1	18.04.2011	GBP	0,0694	6,63	0,96	3,19	217
	Energy	SONAT INC	A-	80,3%	BB3	15.07.2011	USD	0,0351	7,63	1,19	3,94	330
	Healthcare	DAVITA INC	B	61,3%	B1	15.03.2013	USD	0,0865	6,63	1,91	5,95	402
	Insurance	ING VERZEKERING	A+	96,4%	BB2	21.06.2011	EUR	0,1593	6,25	1,09	10,04	870
	Real Estate	GECINA	A	84,9%	BB1	25.01.2012	EUR	0,0652	4,88	1,73	3,06	175
	Services	PULTE HOMES INC	A-	80,2%	BB2	15.02.2013	USD	0,0297	6,25	2,60	4,96	323
	Technology & Electronics	SEAGATE TECH HDD	A	89,8%	BB3	01.10.2011	USD	0,0549	6,38	1,41	4,09	326
	Telecommunications	SPRINT CAP CORP	A-	82,6%	BB3	15.03.2012	USD	0,1988	8,38	1,77	6,01	492
	Utility	PSEG ENRGY HLDGS	A	89,8%	BB3	15.06.2011	USD	0,0127	8,50	1,09	5,89	528

* Durchschnittliches Kreditrating laut Bloomberg

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Ausweitung auf Silber-Standard möglich, falls kein Gold-Rating im Segment

Anders als im Investment-Grade-Bereich lassen wir jedoch eine gewisse Verwässerung des ESG-Profiles zu, sollte es innerhalb eines Segments keine Anleihe mit Gold-Standard-Rating geben. In diesem Fall wird die Auswahl sukzessive auf den Silber-Standard-Bereich ausgeweitet; das heißt, dass zunächst Anleihen mit einem ‚B+‘ Rating berücksichtigt werden, dann diejenigen mit einem ‚B‘-Rating und so weiter und so fort. Sollten innerhalb eines Segments keine Anleihen mit Gold- oder Silber-Standard-Rating zu finden sein, so bleibt dieses Segment unbesetzt.

Die obige Tabelle zeigt das Segment mit ein- bis dreijährigen Restlaufzeiten, das mit insgesamt 14 Titeln besetzt ist. Nur im Silber-Standard-Bereich befindet sich lediglich ein Titel (im Healthcare-Sektor) – der Rest erfüllt die Gold-Standard-Anforderungen. Nicht fündig wurden wir in den Branchen Financial Services und Media.⁵⁵

Emerging Markets-Teilportfolio

Benchmark: Merrill Lynch
Global Emerging Markets
Credit Index

Als Benchmark und Basisuniversum für diesen Bereich fungiert der Merrill Lynch Global Emerging Markets Credit Index (IC00). Er setzt sich zusammen aus Unternehmensanleihen im Non-Investment-Grade-Bereich, die in US-Dollar oder Euro auf dem Eurobondmarkt bzw. in den USA öffentlich begeben wurden. Anders als beim vorherigen High-Yield-Index besteht hier eine Voraussetzung für die Indexaufnahme darin, dass der Emittent in einem Land angesiedelt ist, das eben **keinen** Investment-Grade-Standard besitzt. Darüber hinaus muss die Restlaufzeit der Anleihe mindestens ein Jahr betragen und der zur Rückzahlung ausstehende Betrag muss mindestens 100 Mio US\$ oder € betragen. Das Basisuniversum umfasst lediglich 110 Einzeltitel. Davon weisen wiederum nur 13 Werte (rund 12%) ein ESG-Rating auf.

ESG-Abdeckung hier allerdings
sehr gering

Aufgrund der geringen Anzahl der für das Portfolio infrage kommenden Anleihen, macht eine Segmentierung, wie wir sie zuvor für die anderen Portfolioteilbereiche vorgenommen haben, hier keinen Sinn. Insgesamt erfüllen lediglich sechs Anleihen die Anforderungen des Gold- oder Silber-Standards, wie nachfolgende Tabelle zeigt. Eine weitergehende Verwässerung der ESG-Anforderungen halten wir nicht für sinnvoll.

Bei den sechs Anleihen mit Gold- bzw. Silber-Standard fällt auf, dass es sich bei den Emittenten z.T. um Tochtergesellschaften von Unternehmen aus Industrie- respektive Investment-Grade-Ländern handelt – so z.B. bei Leighton Finance (Indonesien). Leighton Finance ist eine Tochtergesellschaft des australischen Leighton-Konzerns, der wiederum eine voll-konsolidierte Tochter von Hochtief (ESG-Rating: 'A') ist. Alles in allem erscheint es u.E. nicht unbedingt notwendig, den Teilbereich der Emerging Markets im Rahmen eines RI-Ansatzes abzudecken. Wir erwarten allerdings, dass die Zahl der investierbaren Assets in den kommenden Jahren auch hier spürbar ansteigen wird.

Corporate Bond Portfolio – Non-Investment Grade – 'Emerging Markets'-Portfolio (Global Emerging Market Credit Index, IC00)

Dur. class	ML Industry Level 3	Emittent	EESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	ISO country	Index Wght %	Par Wtd Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap
			Rating	Score									
1-3y	Capital Goods	LEIGHTON FINANCE	A	83,4%	BB2	16.05.2011	USD	ID	0,2691	7,88	1,01	6,35	574
	Telecommunications	TELEFONICA ARGEN	A	91,4%	B2	01.08.2011	USD	AR	0,2965	8,85	1,23	4,10	345
	Banking	BANK CIMB NIAGA	B-	53,9%	BB2	22.11.2011	USD	ID	0,4899	7,38	1,48	6,02	507
	Banking	UKRSIBBANK	A+	94,3%	B2	21.12.2011	USD	UA	1,1892	7,75	1,53	8,06	694
	Energy	PAN AMERICAN	A	87,2%	BB3	09.02.2012	USD	AR	0,6178	7,75	1,26	5,14	338
	Telecommunications	PHILIP LONG DIST	D+	17,6%	BB1	15.05.2012	USD	PH	0,4211	11,38	1,85	2,74	164
3-5y	Utility	ITABO FINANCE SA	C	36,7%	B3	05.10.2013	USD	DO	0,3062	10,88	2,55	8,95	692
5-7y	Utility	AES DOMINICANA	C	36,7%	B3	13.12.2015	USD	DO	0,4057	11,00	3,26	9,54	620
	Utility	MMG(AES EL SALV)	C	36,7%	BB2	01.02.2016	USD	SV	0,6772	6,75	4,73	7,75	448
	Energy	PACIFIC RUBIALES	D-	8,3%	B1	10.11.2016	USD	CO	1,1864	8,75	4,36	6,97	392
	Utility	AES PANAMA SA	C	36,7%	BB1	21.12.2016	USD	PA	0,7345	6,35	5,46	5,82	254
	Telecommunications	PHILIP LONG DIST	D+	17,6%	BB1	06.03.2017	USD	PH	0,7175	8,35	5,45	5,61	250
10+y	Energy	YPF SA	A-	81,6%	BB3	02.11.2028	USD	AR	0,2569	10,00	8,39	9,35	507

* Durchschnittliches Kreditrating laut Bloomberg

Quelle WestLB Research, Bloomberg

⁵⁵ Von den insgesamt 80 Segmenten bleiben am Ende neun unbesetzt.

Rumpfportfolio „Emerging Markets“ weist hohen Tracking Error auf

Die nachfolgende Tabelle fasst die Basisinformationen für die beiden Teilportfolien im Non-Investment-Grade-Bereich zusammen, wobei man bei Letzterem (Portfolio 8) angesichts von nur sechs Titeln nur eingeschränkt überhaupt von einem Portfolio sprechen kann. Umso überraschender ist, dass eben dieses Rumpfportfolio ein Gesamtrisiko aufweist, das unterhalb der Benchmark liegt. Dass sich der Index mit nur sechs Titel nicht gut abbilden lässt, zeigt wiederum das Beta, das deutlich kleiner als eins ist, und vor allem der Tracking Error, der mit 7,2% deutlich höher ausfällt als beim High-Yield-Portfolio (2,7%). Letzteres umfasst allerdings auch 71 Titel (Benchmark: 2.323 Titel) und ist damit recht gut diversifiziert.

Faktor „Spread“ liefert größten Risikobeitrag im High-Yield-Portfolio

Bei der Risikoattribution fällt auf, dass beim High-Yield-Portfolio (Portfolio 7) der Faktor „Spread“ den höchsten Beitrag zum aktiven Risiko (Tracking Error) liefert, während beim Emerging-Market-Portfolio das spezifische Risiko – ebenfalls bei nur sechs Titeln im Portfolio nicht überraschend – in der Risikoattribution weit vorne liegt.

Risikoanalyse Corporate Bond Portfolios – Non-Investment Grade – ‘High Yield’- und ‘Emerging Markets’-Portfolios

Strategie	(7) HW00_TopSectorMCapGold	(8) IC00_GoldSilber
Benchmark	HW00	IC00
Investmentstrategie	HighYield + Country Investment-Grade: ESG Rating Gold -> je Laufzeitklasse und Ind. Group der Bond mit dem höchsten Indexgewicht - falls Gold nicht vorhanden, Silber	High Yield + Country High Yield: ESG Rating Gold+Silber
Anzahl unterschiedl. Bonds	71	6
Numeraire	Euro	Euro
Portfolio Beta	0,906	0,743
Portfolio Risk (%)	10,883	10,362
Benchmark Risk (%)	11,692	10,723
Tracking Error (%)	2,714	7,183
Value at Risk (VAR)(000)	65.924.379	4.976.777
Risikoquelle - Aktives Risiko		
Total	2,71	7,18
Currency	1,20	0,48
Emerging Market	0,10	4,34
Local Market	2,34	5,39
Term Structure	0,67	2,48
Spread	1,76	2,19
Specific	1,31	4,95

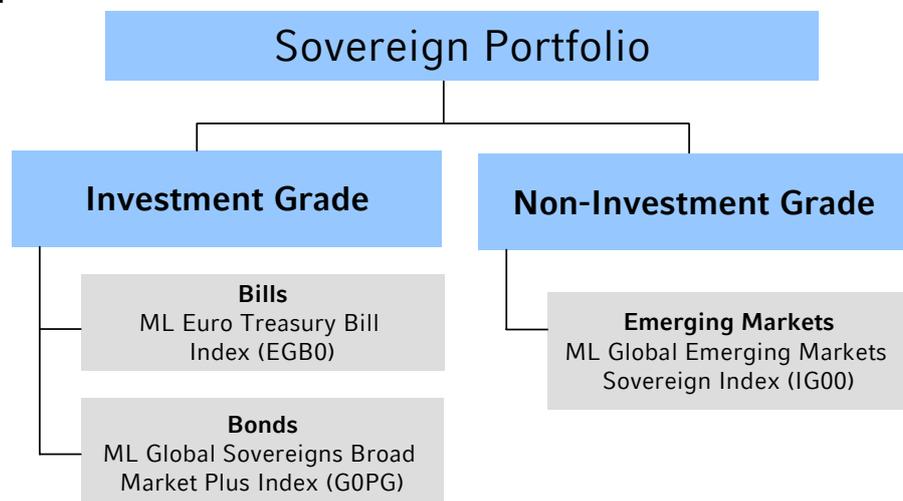
Quelle WestLB Research

Liquid Assets – „Sovereigns“

Erste Unterteilung auch hier nach Kredit-Rating und Laufzeit

Wir kommen zum zweiten großen Block in unserer Asset Allocation, dem Sovereign-Portfolio, das 30% des Gesamtportfolios abdeckt (siehe Abbildung auf S. 21). Die folgende Abbildung zeigt noch einmal die Struktur dieses Bereichs, insbesondere die Unterteilung in Investment-Grade- und Non-Investment-Grade-Emittenten. Ebenfalls dargestellt sind die jeweils von uns verwendeten Benchmark-Indizes (zu den Details siehe S. 65). Eine Besonderheit stellt die Positionierung des Geldmarktbereichs dar. Sie ist aus unserer Entscheidung heraus entstanden, ausschließlich öffentlich begebenen, börsengehandelte staatliche Schuldtitel mit kurzer Laufzeit (bis zu einem Jahr) in den Auswahlprozess einzubeziehen. Dabei beschränken wir uns auf Schuldtitel von Ländern aus der Eurozone, die auch auf Euro lauten (so genannte Euro-Bills).

Schuldtitel staatlicher Emittenten – Differenzierung in insgesamt drei Teilportfolien*



* Benchmark Indizes von Bank of America/Merill Lynch

Quelle WestLB Research

Bevor wir zur Konstruktion der drei Teilportfolios kommen, wollen wir im Folgenden auf das für die Titelselektion benötigte Sovereign- respektive Länderrating eingehen, das sich naturgemäß deutlich vom bislang verwendeten Corporate Rating unterscheidet.

Sovereign Rating – aus ESG wird EESG

Einbeziehung ökonomischer Kriterien, die die Zukunftsfähigkeit eines Staates abbilden sollen

Direkt ins Auge fällt die Erweiterung des Ratingansatzes um eine vierte Säule, der ökonomischen Säule. Aus ESG wird nun also EESG (Economics, Environment, Social, Governance). Wir sind der Auffassung, dass wir mit dieser Struktur die Nachhaltigkeit respektive Zukunftsfähigkeit von Staaten und damit von staatlichen Schuldnern besser und vollständiger abbilden können als dies mit nur drei Säulen der Fall gewesen wäre. So fließen hier beispielsweise Indikatoren ein, die die Qualität der Infrastruktur eines Landes abbilden oder z.B. auch dessen Innovationskraft (gemessen an den Investitionen in Forschung und Entwicklung, aber z.B. auch abgeleitet aus demografischen Trends). Hier wurden also Themen zusammengefasst, die sehr viel mit Nachhaltigkeit zu tun haben, die sich aber nicht ohne Verrenkungen in die durch den ESG-Dreiklang definierten Bereiche einsortieren lassen.

Auf makroökonomische, sprich finanzielle Indikatoren verzichten wir allerdings

Worauf wir allerdings bewusst verzichtet haben, ist, noch einen Schritt weiterzugehen und makroökonomische Indikatoren/Indikatoren aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (den National Accounts) wie z.B. den Verschuldungsgrad eines Landes mit in die Bewertung einzubeziehen.

Das würde u.E. zu weit in die Domäne der Kreditratings hineinreichen, die wir hier ja nicht duplizieren wollen. Es bleibt also dabei, dass die Faktoren, die wir verwenden „extra-financial“ sein sollen, d.h. also Faktoren, die nicht Bestandteil herkömmlicher Finanzanalysen sind. Uns ist natürlich bewusst, dass es trotzdem Überschneidungen mit der modernen Bonitätsanalyse von Ländern gibt, und können uns vorstellen, dass in Zukunft noch eine viel größere Konvergenz zwischen beiden Ansätzen zu beobachten sein wird – nicht zuletzt getrieben durch die jüngste Kritik an den Ratingagenturen. Es hat uns daher auch nicht sonderlich überrascht, im Sovereign-Bereich teilweise deutlich stärkere empirische Zusammenhänge zwischen den beiden Rating-Spielarten feststellen zu können, als im Corporate-Bereich (siehe hierzu S. 70). Im Folgenden wollen wir jedoch zunächst einen Blick auf die grundsätzliche Vorgehensweise bei der Erstellung der Länderratings inklusive der Auswahl der hierzu verwendeten Indikatoren werfen.

Länder-Rating – Methodik

Im Rahmen unseres Länder-Ratings haben wir 133 Länder – sowohl Industrieländer als auch Schwellen- und Entwicklungsländer – nach Kriterien aus den vier Bereichen Economics (im Sinne von Wettbewerbsfähigkeit/Zukunftsfähigkeit), Environment, Social und Governance (im Sinne von Qualität der Staatsführung) bewertet. Der Bewertung liegen 98 Einzel- sowie zwei zusammengesetzte Indikatoren zugrunde, die aus renommierten, öffentlich zugänglichen Datenquellen stammen. Den Großteil der Daten (56 Indikatoren) liefert das World Economic Forum (WEF). Ihr Vorteil besteht darin, dass sie in der Regel für alle 133 Länder vorliegen. Unsere zweitgrößte Informationsquelle ist die Datenbank der OECD (33 Indikatoren). Der offensichtliche Nachteil ist hier allerdings, dass die Daten lediglich für die 30 OECD-Länder sowie (in den meisten Fällen) für die 10 Länder Brasilien, Chile, China, Estland, Indien, Indonesien, Israel, Russland, Slowenien und Südafrika verfügbar sind. Die hier verwendeten OECD-Indikatoren decken dabei vor allem soziale und ökonomische Fragestellungen ab. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über unsere Datenquellen.

Herkunft der Indikatoren für unser EESG-Rating

Quelle	Economics	Environment	Social	Governance	Gesamt
International Atomic Energy Agency (IAEA)	0	1	0	0	1
International Energy Agency (IEA)	0	2	0	0	2
OECD	11	3	19	0	33
World Economic Forum (WEF)	28	0	9	19	56
World Resource Institute (WRI)	0	2	4	0	6
Yale University	0	1	0	0	1
Gesamt	39	9	32	19	99

Quelle WestLB Research

133 Länder und 100 Indikatoren

Externe Datenquellen plus ein selbstkonstruierter Indikator „Multilateral Commitment“

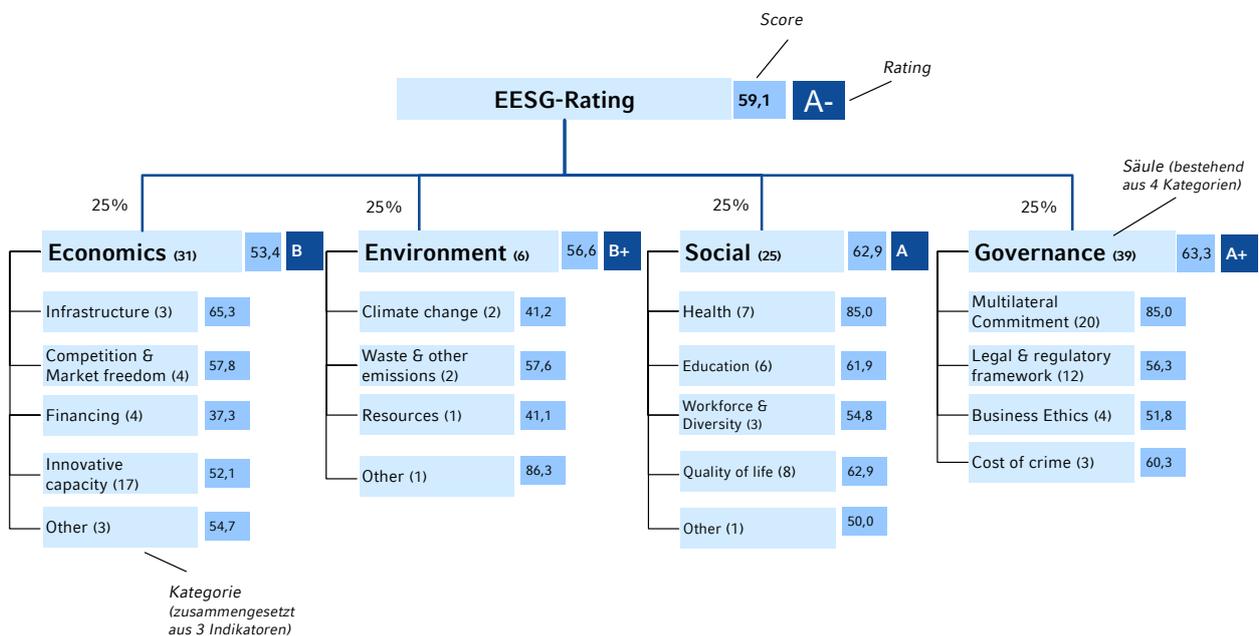
Die aus externen Quellen beschafften Indikatoren haben wir noch durch einen weiteren, selbst konstruierten Indikator im Bereich Governance ergänzt, sodass wir insgesamt auf 100 Indikatoren kommen, auf die unser EESG-Länderrating beruht (eine vollständige Liste der Indikatoren befindet sich im Anhang, siehe S. 85). Bei dem zusätzlichen, selbst konstruierten Indikator, den wir „Multilateral Commitment“ genannt haben, bewerten wir den Unterzeichnerstatus von insgesamt 20 internationalen Vereinbarungen. Dazu gehören neben Menschenrechtsvereinbarungen, wie die Konvention gegen Folter oder gegen die Diskriminierung von Frauen, über Vereinbarungen für die Rechte von Kindern, Behinderten, Flüchtlingen oder Wanderarbeitern, bis hin zu umweltrechtlichen Vereinbarungen, etwa dem Kyoto- oder dem Montreal-Protokoll, der Konvention zu Biodiversität, zur Biosicherheit oder gegen die Verschmutzung der Meere durch Schiffe.

Völkerrechtliche Vereinbarungen

Hinzu kommen Vereinbarungen im wirtschaftlichen Bereich, etwa die Mitgliedschaft in der Welthandelsorganisation WTO, aber auch die Konvention gegen Korruption und organisiertes Verbrechen sowie völkerrechtliche Vereinbarungen wie die Römischen Statuten zum Internationalen Strafgerichtshof, das internationale Seerecht oder die Konvention gegen bestimmte Arten von Waffen.⁵⁶ Eine vollständige Liste der berücksichtigten Abkommen befindet sich im Anhang (siehe S. 86).

Die Grafik zeigt die vier (gleichgewichteten) Säulen unseres EESG-Ratings mit den darunterliegenden Kategorien (inklusive der Anzahl der jeweils berücksichtigten Indikatoren) sowie die Punktzahlen und Ratings am Beispiel Deutschlands.

Sovereign EESG-Rating am Beispiel Deutschlands



Quelle WestLB Research

Gleichgewichtete Aggregation der Indikatoren auf jeder Stufe

Zu den Punktzahlen kommen wir wie folgt: Indikator für Indikator wird jeder einzelne Datenpunkt zunächst so normiert, dass sich die Werte auf einer Skala zwischen 0 und 100 bewegen. Diese normierten Datenpunkte werden anschließend Schritt für Schritt auf jeder Aggregationsstufe gleichgewichtet zusammengefasst.^{57,58} Liegt für einen Indikator kein Datenpunkt vor, so fließt dieser Indikator nicht in die Aggregation ein, das heißt, die Gewichte für die vorhandenen Indikatoren werden entsprechend erhöht. Die so ermittelten Punktzahlen werden schließlich in unser bereits eingeführtes alphanumerisches Ratingschema (von 'A+' bis 'D-') übersetzt (siehe hierzu auch S. 88).

Benchmarks

Merrill Lynch Indizes als Benchmarks

Entsprechend der Struktur des Sovereign-Portfolios (siehe S. 62), greifen wir für die Portfoliobildung, respektive die Auswahl der Einzeltitel auf drei Benchmark-Indizes zurück:

⁵⁶ Eine Besonderheit bei diesem Indikator ist, dass wir Taiwan aufgrund seiner völkerrechtlichen Stellung nicht berücksichtigen konnten.

⁵⁷ Aggregationsstufen - Stufe 1: zusammengesetzter Indikator (z.B. Emissions of Carbon Dioxide); Stufe 2: Kategorie (z.B. Climate Change); Stufe 3: EESG-Säule; Stufe 4: EESG-Rating.

⁵⁸ Gleichgewichtung: Eine individuelle Gewichtung der Indikatoren nach Themenschwerpunkten wäre an dieser Stelle natürlich auch möglich gewesen. Wir haben aber aus Gründen der Komplexitätsreduzierung an dieser Stelle darauf verzichtet.

- Der Merrill Lynch Euro Treasury Bill Index (EGB0) bildet die Performance auf Euro lautender, von Ländern der Eurozone emittierter Geldmarktpapiere ab, die entweder am Eurobondmarkt oder aber entsprechenden nationalen Kapitalmarkt begeben wurden. Voraussetzung für die Indexaufnahme ist ein Investment-Grade-Rating. Die Restlaufzeit des Papiers muss mindestens einen Monat und weniger als ein Jahr betragen. Der ausstehende Betrag muss mindestens 1 Mrd € betragen. Aktuell sind elf Länder im Index vertreten, wovon alle ein EESG-Rating aufzuweisen haben.
- Der Merrill Lynch Global Broad Market Sovereign Plus Index (G0PG) bildet ein breites Spektrum staatlicher Anleihen im Investment-Grade-Bereich ab. Die Anleihen müssen öffentlich begeben sein, und das im Heimatmarkt des Emittenten sowie in der eigenen Währung. Aktuell sind 38 Länder in diesem Index vertreten, davon u.a. auch alle elf Euroländer, die auch im Euro Treasury Bill Index vertreten sind. Alle 38 Länder weisen ein EESG-Rating auf.
- Last not least bilden wir den Non-Investment-Grade-Bereich mit dem Merrill Lynch Global Emerging Markets Sovereign Index (IG00) ab. Voraussetzung für die Aufnahme ist, dass die Anleihen in Euro oder US-Dollar begeben wurden. Aktuell qualifizieren sich 28 Länder mit ihren jeweiligen Anleihen für diesen Index, von denen wiederum 24 mit einem EESG-Rating aufwarten können.

Insgesamt fließen 62 Länder in die Portfoliobildung ein

Für die schlussendliche Portfolioauswahl nutzen wir somit die EESG-Ratings von insgesamt 62 Ländern. Dabei akzeptieren wir im Investment-Grade-Bereich ausschließlich die Länder, die ein Gold-Standard-Rating aufzuweisen haben. Im Emerging-Market-Bereich lassen wir dagegen eine gewisse Verwässerung zu, in dem wir z.T. auch Länder mit einem Silber-Standard-Rating in die Portfoliobildung einfließen lassen. Bevor wir aber zu den einzelnen Teilportfolios kommen, werfen wir zunächst einmal einen Blick auf die Ergebnisse des Ratings.

EESG-Rating – Ergebnisse

Überblick

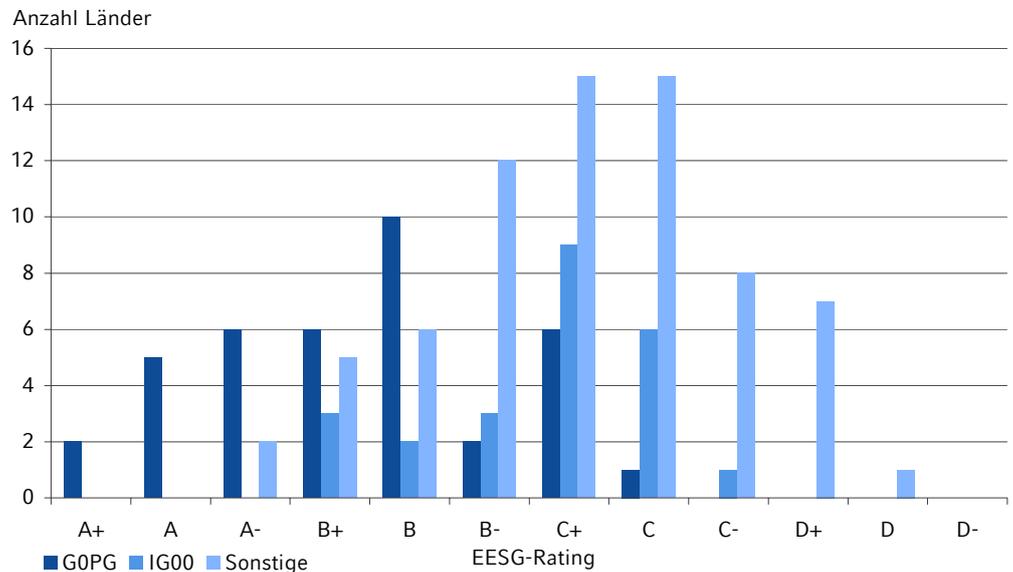
13 Länder mit Gold-Standard-Rating im Investment Grade-Index, ...

Ein Blick auf die Ergebnisse des EESG-Ratings (siehe nachfolgende Abbildung) zeigt, dass die Investment Grade-Länder im Schnitt deutlich besser abschneiden als die Non-Investment-Grade-Länder. Von den 38 Ländern, die im Global Broad Market Sovereign Plus Index (G0PG) vertreten sind, weisen 13 Länder ein Gold-Standard-Rating auf, 18 Länder erreichen immerhin noch den Silber-Standard. Von den in diesem Index verbleibenden sieben Ländern erhalten sechs ein 'C+' und eines (Südafrika) ein 'C' Rating.

...aber kein Gold-Standard für Emerging-Markets-Länder

Unter den 24 Ländern aus dem Global Emerging Markets Sovereign Index (IG00) ist dagegen kein einziges Land mit Gold-Standard-Rating, ein Silber-Standard-Rating erhalten acht Länder, die restlichen 16 Länder weisen ein 'C' Rating auf. Die in keinem der beiden Indizes vertretenen, aber dennoch von uns bewerteten Länder – also z.B. China und Indien, sowie viele Entwicklungsländer aber auch kleine, mit Investment-Grade bewertete Emittenten wie Hongkong, Kuwait oder Qatar – wurden in der Rubrik „Sonstige“ zusammengefasst. Damit erklärt sich auch, warum in dieser Gruppe einerseits ein 'A-' Rating (Hongkong) sowie je sechs 'B+' und 'B' Ratings vertreten sind, während andererseits der Großteil der Ratings im Bereich 'B' - bis 'D+' liegt.

EESG-Ratings im Überblick



Quelle WestLB Research

Nordeuropäische Länder, einige Mitteleuropäer sowie Kanada, Neuseeland und Australien führend

EESG-Rating – Investment-Grade-Länder

Die nachfolgende Tabelle zeigt die EESG-Ratings der Länder, die mit Anleihe-Emissionen im G0PG vertreten sind, ihr durchschnittliches Kreditrating als Mittelwert aus Moody's-, S&P- und Fitch-Rating sowie die Anzahl der Anleihen in der jeweiligen Durationsklasse. Keine große Überraschung ist, dass die nordeuropäischen Länder sowie Kanada in unserem EESG-Rating führend sind, gefolgt von Neuseeland und Australien sowie einigen mitteleuropäischen Ländern: Schweden erreicht mit 65,2 Punkten die höchste Gesamtpunktzahl, knapp dahinter erreicht Finnland mit 64,5 ebenfalls noch ein EESG-Rating von 'A+'. Die Gruppe der mit 'A' bewerteten Länder führt Kanada an mit 63,2 Punkten vor Norwegen (63,1 Punkte) und Neuseeland (62,7), der Schweiz (62,1) und Dänemark (61,9). Ein 'A-' erreichen die Niederlande (60,6) gefolgt von Österreich (60,2), Australien (59,3), Deutschland (59,1), Taiwan (59,0) und Großbritannien (58,6). Außer Neuseeland (Kreditrating 'AA+') und Taiwan (Kreditrating 'AA-') weisen all diese Länder auch AAA-Kreditratings auf. Frankreich, Luxemburg, Singapur und die USA, die alle ebenfalls von den Kredit-Rating Agenturen mit 'AAA' bewertet werden, schneiden dagegen mit Blick auf ihre Performance in den vier EESG-Bereichen nur mit einem „Silber“-Rating ('B+' bzw. 'B') ab. Das niedrigste EESG-Rating im Investment-Grade-Bereich, ein 'C', erhält Südafrika. Knapp besser, nämlich mit 'C+' bewertet, damit aber immer noch unterhalb unseres „Silber“-Standards liegen Italien, Russland, Griechenland, Mexiko, Israel und Thailand.

Schweden und Finnland in allen vier Einzelkategorien unter den Top-10

Ein Blick auf die einzelnen Komponenten unseres EESG-Ratings zeigt, dass die insgesamt besonders hoch bewerteten Länder Schweden, Finnland, Schweiz, Dänemark und die Niederlande in den drei Kategorien Economics, Social und Governance jeweils unter die Top-10 fallen, während im Bereich Environment lediglich Schweden und Finnland noch in dieser Gruppe zu finden sind.

EESG-Ratingüberblick Investment-Grade-Länder (Benchmark: Global Sovereign Broad Market Plus, G0PG)

	Emittentenland	Länder-Code	EESG RatingScore	EESG Kategorien - Scores				Kredit-rating*	Anzahl Bonds in Laufzeitklasse...						
				Eco	Env	Soc	Gov		1-3J	3-5J	5-7J	7-10J	10+J	ges.	
1	Schweden	SE	A+	65,2	55	66	72	68	AAA	1	1	2	2	2	8
2	Finnland	FI	A+	64,5	55	65	71	67	AAA	1	2	1	2	2	8
3	Kanada	CA	A	63,2	51	76	67	60	AAA	11	5	3	3	8	30
4	Norwegen	NO	A	63,1	49	66	71	67	AAA	1	1	1	2	0	5
5	Neuseeland	NZ	A	62,7	47	73	64	67	AA+	1	1	1	1	1	5
6	Schweiz	CH	A	62,1	55	60	70	64	AAA	3	2	3	3	7	18
7	Dänemark	DK	A	61,9	53	51	73	70	AAA	2	1	1	2	2	8
8	Niederlande	NL	A-	60,6	53	56	70	64	AAA	4	3	2	3	5	17
9	Österreich	AT	A-	60,2	52	57	69	63	AAA	1	4	3	3	5	16
10	Australien	AU	A-	59,3	49	56	68	64	AAA	3	2	2	1	2	10
11	Deutschland	DE	A-	59,1	53	57	63	63	AAA	12	9	5	6	10	42
12	Taiwan	TW	A-	59,0	54	78	56	48	AA-	16	12	8	10	26	72
13	Großbritannien	GB	A-	58,6	50	59	64	62	AAA	5	4	3	5	16	33
14	Japan	JP	B+	57,3	54	57	65	54	AA	53	43	21	31	104	252
15	Belgien	BE	B+	56,9	52	51	64	62	AA+	5	5	4	3	4	21
16	Frankreich	FR	B+	55,8	52	51	60	60	AAA	10	8	4	7	13	42
17	Malaysia	MY	B+	55,5	47	67	59	48	A-	14	12	5	9	5	45
18	Luxemburg	LU	B+	55,5	51	41	64	66	AAA	0	1	0	0	0	1
19	Zypern	CY	B+	55,0	48	52	61	60	AA-	1	1	0	1	0	3
20	Slovenien	SI	B	54,6	45	55	59	59	AA	1	2	1	3	1	8
21	Singapur	SG	B	54,2	55	35	66	61	AAA	4	4	2	2	4	16
22	Portugal	PT	B	54,0	44	56	58	58	A+	3	3	2	3	4	15
23	Tschechische Rep.	CZ	B	53,8	47	57	60	51	A+	3	1	2	3	4	13
24	Brasilien	BR	B	53,8	39	82	47	47	BBB-	2	1	1	0	1	5
25	Spanien	ES	B	53,7	45	54	59	57	AA+	8	6	3	4	8	29
26	Slovakei	SK	B	53,3	44	60	58	51	A+	3	3	0	3	1	10
27	USA	US	B	52,9	53	46	60	52	AAA	60	33	27	19	35	174
28	Irland	IE	B	52,9	46	42	65	60	AA	2	2	1	3	3	11
29	Südkorea	KR	B	52,8	48	54	54	55	A+	15	7	2	2	4	30
30	Polen	PL	B-	51,2	40	59	54	51	A-	5	3	2	2	2	14
31	Ungarn	HU	B-	51,1	40	57	56	51	BBB	5	3	2	2	2	14
32	Thailand	TH	C+	48,7	42	56	54	43	BBB+	6	6	5	7	9	33
33	Israel	IL	C+	48,4	45	40	57	52	A	4	3	2	2	1	12
34	Mexiko	MX	C+	48,1	36	60	50	47	BBB	4	4	2	2	7	19
35	Griechenland	GR	C+	47,7	39	47	55	49	BBB	7	6	3	4	7	27
36	Russland	RU	C+	46,7	36	62	47	42	BBB	8	1	1	4	2	16
37	Italien	IT	C+	46,7	40	44	53	49	AA-	14	7	5	8	15	49
38	Südafrika	ZA	C	45,4	42	47	41	52	BBB+	1	2	1	3	3	10
Gesamt									299	214	133	170	325	1141	

* per 17. Mai 2010; Mittelwert aus Moody's, S&P und Fitch Rating, in der Notation von Fitch und S&P

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Ergebnisse in den Einzelkategorien ansonsten häufig inhomogen

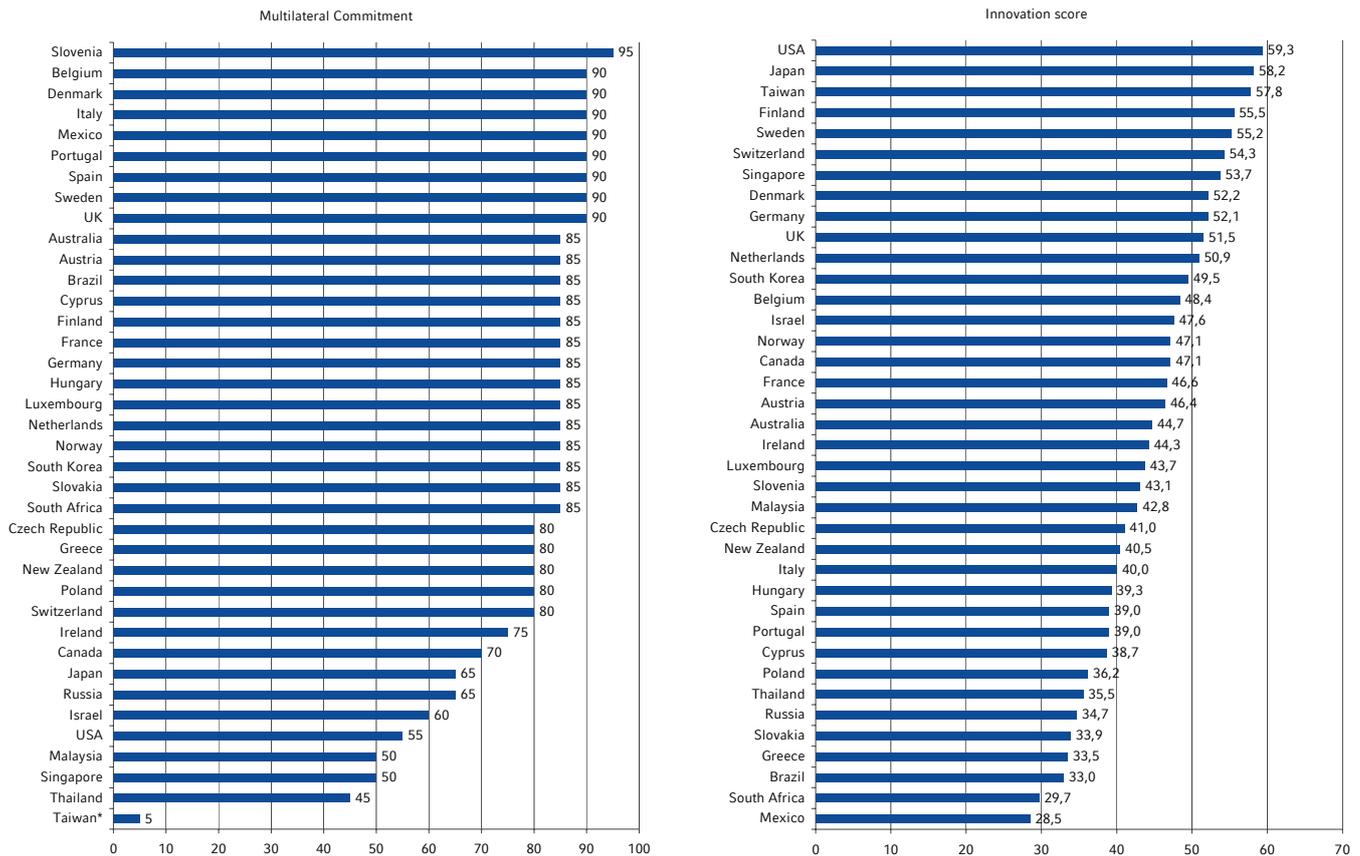
Die Tabelle zeigt, dass die Performance vieler Länder nicht homogen ist. So schneidet etwa Norwegen in den drei Kategorien Environment, Social und Governance sehr gut ab, erreicht mit Blick auf Economics aber innerhalb der Gruppe der G0PG-Länder nur den 17. Platz. Dänemark fällt durch ein äußerst schlechtes Environment-Rating, das ihm einen 29. Rang in der Gruppe beschert, negativ auf. In Sachen Social und Governance erreicht das Land dagegen jeweils die höchste Punktzahl und damit Rang 1. Auch die Niederlande schneiden im Bereich Environment vergleichsweise schlecht ab (Rang 21), während das Land in den anderen Kategorien jeweils unter die Top-Ten kommt. Taiwan schneidet in den Bereichen Economics und Environment sehr gut ab (Rang 6 bzw. 2), während die Bereiche Social und Governance abfallen (Rang 28 bzw. 34).

Beispiele für Teilindikatoren: Multilateral Commitment ...

Interessant sind auch einzelne Teilindikatoren, wir haben Multilateral Commitment und Innovation grafisch dargestellt. Ersteres fragt nach der Ratifizierung von insgesamt 20 internationalen Vereinbarungen/Verträgen (eine vollständige Liste befindet sich im Anhang, siehe S. 86). Für jede Ratifizierung vergeben wir fünf Punkte – ein Land, das alle 20 Verträge ratifiziert hat, erreicht damit eine maximale Punktzahl von 100. Slowenien hat als einziges Land immerhin 19 der 20 ausgewählten Vereinbarungen ratifiziert.

28 der 38 Länder aus dem GOPG haben mindestens 16 der 20 Verträge ratifiziert. Weit abgeschlagen sind die USA mit lediglich 55 Punkten, also 11 ratifizierten internationalen Verträgen. Japan mit 65 Punkten, also 13 Ratifizierungen, ist kaum besser. Am schlechtesten innerhalb der Gruppe der GOPG-Länder liegt Taiwan mit einer einzigen Ratifizierung, den WTO-Vereinbarungen. Dies erklärt sich allerdings aus seiner völkerrechtlichen Stellung. Der Indikator wird daher in der Bewertung Taiwans nicht berücksichtigt.

Sovereign EESG-Rating – Vergleich von Teilindikatoren



* Taiwans Punktzahl aus „Multilateral Commitment“ fließt aufgrund seiner völkerrechtlichen Stellung nicht ins Rating ein

Quelle WestLB Research

... und Innovation

Ganz anders sieht das Bild in der ersten Reihe im Bereich Innovation aus. Hier liegen die Vereinigten Staaten klar vorn mit 59,3 Punkten, gefolgt von Japan (58,2) und Taiwan (57,8). Daneben erreichen auch hier die im Gesamtrating herausragenden Länder Finnland, Schweden und die Schweiz erneut sehr hohe Punktzahlen. Mexiko, das bei Multilateral Commitment mit zu den führenden Ländern zählt, liegt dagegen beim Indikator Innovation abgeschlagen an letzter Stelle aller im Index vertretenen Länder.

EESG-Rating – Non-Investment Grade Länder

Lateinamerikanische Länder hier oft führend

Im Non-Investment-Grade-Bereich erreicht kein einziges Land ein Gold-Standard-Rating. Klar vorn sind hier vor allem lateinamerikanische Länder wie Panama, Costa Rica, Uruguay und Kolumbien, die alle mit einem EESG-Rating von 'B+' abschneiden. Darüber hinaus erreichen Litauen ('B'), Georgien, Argentinien, Rumänien und Ecuador (alle 'B-') Silber-Standard-Ratings. Die geringste Punktzahl aus dem Emerging Markets Sovereigns Index erreicht Serbien mit 40,6 bzw. 'C-', etwas besser, nämlich mit 'C', schneiden Pakistan, Ghana, Dominikanische Republik und die Türkei ab.

EESG-Ratingüberblick Non-Investment-Grade-Länder (Global Emerging Markets Sovereigns, IG00)*

Emittentenland	Länder-Code	EESG Rating	EESG Score	EESG Kategorien - Scores				Kredit-rating*	Anzahl Bonds in Laufzeitklasse...					ges.
				Eco	Env	Soc	Gov		1-3J	3-5J	5-7J	7-10J	10+J	
1 Panama	PA	B+	57,2	41,3	82,9	52,6	51,8	BB+	0	1	0	1	4	6
2 Costa Rica	CR	B+	56,8	40,1	73,6	59,8	53,6	BB	2	1	0	0	1	4
3 Uruguay	UY	B+	56,5	37,3	80,5	52,0	56,3	BB-	0	1	0	1	4	6
4 Kolumbien	CO	B	54,7	36,9	86,0	51,6	44,1	BB+	3	1	2	2	4	12
5 Lettland	LV	B	53,2	39,9	65,9	56,3	50,8	BB+	0	1	0	1	0	2
6 Georgien	GE	B-	50,9	35,7	63,0	54,0	50,9	B+	0	1	0	0	0	1
7 Argentinien	AR	B-	50,7	32,7	73,7	52,0	44,3	B-	0	0	0	0	4	4
8 Rumänien	RO	B-	50,4	37,5	61,8	50,4	51,8	BB+	1	1	0	1	0	3
9 Ecuador	EC	C+	48,5	28,8	74,9	46,9	43,4	CCC+	0	0	1	0	0	1
10 Sri Lanka	LK	C+	48,1	41,7	54,5	49,8	46,4	B+	1	1	0	0	0	2
11 Ägypten	EG	C+	48,1	39,7	51,5	50,8	50,4	BB+	1	0	0	0	0	1
12 Venezuela	VE	C+	47,6	28,4	81,5	45,1	35,6	B+	2	3	1	3	8	17
13 Guatemala	GT	C+	47,2	37,0	57,6	50,5	43,6	BB	1	1	0	0	1	3
14 Vietnam	VN	C+	47,1	37,5	56,4	51,2	43,5	BB-	0	0	1	1	0	2
15 Indonesien	ID	C+	46,8	41,1	48,6	54,2	43,2	BB	0	3	3	3	3	12
16 Philippinen	PH	C+	46,6	35,6	56,0	50,1	44,9	BB-	1	2	4	3	8	18
17 El Salvador	SV	C+	46,5	37,8	54,7	51,7	41,7	BB	1	0	0	1	4	6
18 Jamaica	JM	C	46,0	36,7	53,7	50,6	42,8	B-	1	0	1	2	4	8
19 Ukraine	UA	C	45,6	36,6	47,2	52,7	45,9	B-	1	1	2	1	0	5
20 Türkei	TR	C	45,3	38,3	54,0	42,5	46,2	BB	4	3	3	5	8	23
21 Dominikanische Rep.	DO	C	44,7	32,9	55,5	50,3	40,1	B	0	0	0	1	1	2
22 Ghana	GH	C	44,5	34,0	51,1	43,9	48,9	B+	0	0	0	1	0	1
23 Pakistan	PK	C	43,6	34,7	59,1	41,2	39,6	B-	0	0	1	1	1	3
24 Serbien	RS	C-	41,0	32,8	NA	43,5	46,8	BB-	0	0	0	0	1	1
25 Belize	BZ	NA	NA	NA	NA	NA	NA	B	0	0	0	0	1	1
26 Gabun	GA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	BB-	0	0	0	1	0	1
27 Irak	IQ	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0	0	0	0	1	1
28 Libanon	LB	NA	NA	NA	NA	NA	NA	B	5	4	4	1	2	16

* Für Belize, Gabun, Irak und Libanon haben wir aufgrund unzureichender Daten in den von uns ausgewerteten Quellen kein EESG-Rating berechnet. **Quelle** WestLB Research, Bloomberg

Ausschlaggebend meist hohe Punktzahl im Environment-Bereich

Ein Blick auf die Unterkomponenten unseres EESG-Ratings zeigt klar, dass vor allem die lateinamerikanischen Länder aufgrund ihrer hohen Punktzahlen im Umweltbereich diese vergleichbar guten Gesamtratings erhalten. Zum einen verfügen gerade diese Länder noch über eine in weiten Teilen intakte Natur mit großen Waldflächen und ausgeprägten Wasserressourcen, zum anderen ist der industrielle Sektor noch vergleichsweise schwach ausgeprägt, sodass Umweltverschmutzung und insbesondere der Ausstoß an klimaschädlichen Gasen noch relativ gering ist. Gerade die ökonomischen Rahmenbedingungen sind in diesen Ländern dagegen deutlich weniger günstig, diese Teilkomponente unseres Ratings fällt damit eher durchschnittlich aus.

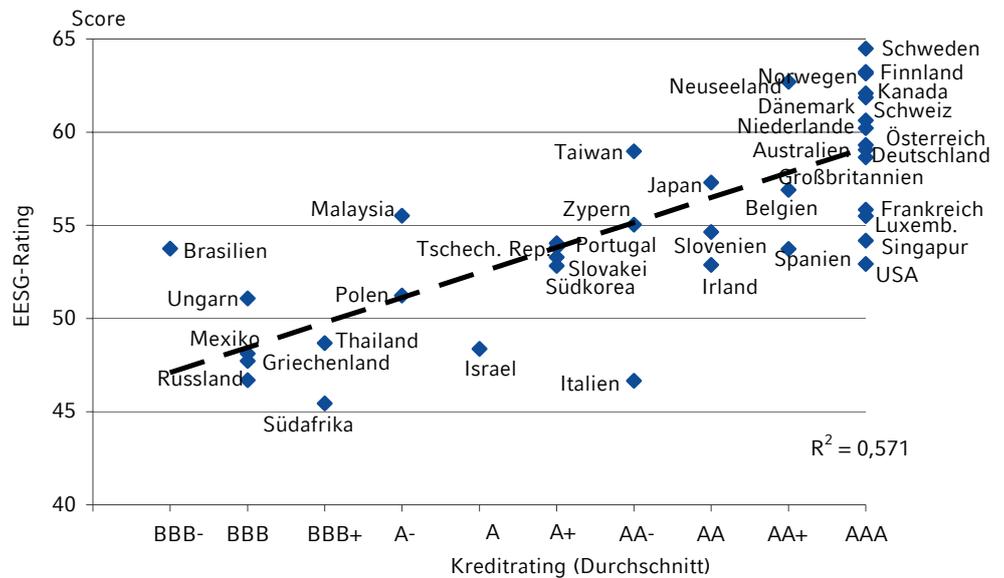
Bevor wir zu den einzelnen Portfolios im Sovereign-Bereich kommen, werfen wir noch kurz einen Blick auf den Zusammenhang zwischen Kredit- und Nachhaltigkeitsratings auf der Länderebene.

Kredit- vs. Nachhaltigkeitsratings

Statistisch signifikanter positiver Zusammenhang für Investment-Grade-Länder

Unsere empirische Analyse zeigt einen statistisch signifikanten, positiven Zusammenhang zwischen beiden Größen: Je höher das EESG-Rating, desto höher ist tendenziell auch das Kredit-Rating. Das R^2 liegt immerhin bei 0,57.⁵⁹

Sovereigns Kredit- vs. EESG-Rating – Substitute oder Komplementäre?



Quelle WestLB Research, Bloomberg

Im AAA-Bereich allerdings recht breite Spannweite der EESG-Scores

Deutlich oberhalb der Regressionsgeraden und damit mit einem EESG-Score, der erheblich besser ist, als es das Kreditrating erwarten lässt, liegen Brasilien, Malaysia, Taiwan und Neuseeland. Deutlich nach unten weichen Italien, Südafrika, Israel, Irland und Spanien von der Regressionsgeraden ab. Im 'AAA'-Bereich fällt auf, dass sich eine ganze Reihe von Ländern mit gleichem Kreditrating signifikant unterschiedliche EESG-Scores aufweisen. Die Spanne reicht von Schweden (65,2) bis USA (52,9). Das zeigt, dass trotz des vergleichsweise hohen R^2 keineswegs von einer Redundanz beider Ratings auszugehen ist. Mit anderen Worten sprechen unsere Ergebnisse dafür, dass das EESG-Rating tatsächlich einen über das Kreditrating hinausgehenden Zusatznutzen für Investitionsentscheidungen aufweisen könnte.

Zusammenhang im Non-Investment-Grade-Bereich deutlich geringer

Der Zusammenhang zwischen Kredit- und EESG-Rating ist im Non-Investment-Grade Bereich insgesamt deutlich weniger signifikant als im Investment-Grade-Bereich (R^2 : 0,169 vs. 0,571 auf der Ebene des Gesamtratings; siehe auch die Abbildung auf S. 86 im Anhang). Am ehesten weisen Kredit- und EESG-Rating – wie auch im Investment-Grade-Bereich – für die Kategorie Economics in die gleiche Richtung – allerdings ist auch hier eine deutlich geringere Korrelation auszumachen ($R^2 = 0,39$).⁶⁰

⁵⁹ Auf der Ebene der Unterkomponenten unseres EESG-Ratings zeigt sich, dass die paarweisen Korrelationen zwischen dem Economic-, dem Social- und dem Governance Rating auf der einen Seite und dem Kreditrating auf der anderen Seite sehr hoch sind (R^2 liegt zwischen 0,70 und 0,73). Keinen signifikanten Zusammenhang konnten wir dagegen zwischen dem Environment- und dem Kreditrating feststellen (R^2 von lediglich 0,02).

⁶⁰ Governance: $R^2 = 0,199$; Social: $R^2 = 0,106$; Environment: $R^2 = 0,0034$.

Sovereign-Portfolios

Investment-Grade – Euro-Bill-Portfolio

Geldmarktportfolio auf
Eurozone beschränkt

Zunächst wollen wir einen Blick auf das Portfolio werfen, mit dem wir den Geldmarkt abbilden. Aus Gründen die wir bereits erläutert haben beschränken wir uns in der Auswahl auf Geldmarktpapiere staatlicher Emittenten aus der Eurozone. Sie müssen auf Euro lauten und eine Restlaufzeit von mindestens einem Monat und weniger als einem Jahr aufweisen. Als Benchmark und Anlageuniversum verwenden wir den Merrill Lynch Euro Treasury Bill Index (EGB0). Als Filterkriterium haben wir uns für eine Rating-Spanne von 'A+' bis 'B+' entschieden. Dies hat zur Folge, dass Geldmarktpapiere aus insgesamt fünf Ländern für eine Aufnahme ins Portfolio in Frage kommen. Damit ist aus unserer Sicht eine gute Balance zwischen einem hohen EESG-Anspruch auf der einen Seite und einer vernünftigen Diversifizierbarkeit des Portfolios sichergestellt.

Mit EESG-Selektion 'A+'
bis 'B+' je Laufzeitklasse
18-20 Titel zur Auswahl, ...

Die für die schlussendliche Portfolioauswahl zur Verfügung stehende Titellanzahl liegt in allen drei Laufzeitsegmenten zwischen 18 und 20. Zu den insgesamt 57 Emissionen steuert Frankreich den größten Anteil bei (21 Emissionen oder rund 37%), gefolgt von Deutschland mit 16 Emissionen (rund 28%). Finnland bildet mit nur einer Emission das Schusslicht und trägt von daher nur begrenzt zur Diversifizierbarkeit des Portfolios bei. Vier der fünf Länder weisen ein 'AAA'-Kreditrating auf, nur Belgien schneidet mit einem 'AA+' etwas schwächer ab.

Cash/Money Market – Sovereign-Rating als Basis für Titelselektion (Benchmark: Euro Treasury Bill Index, EGB0)

Emittentenland	Länder- Code	EESG		EESG Kategorien - Scores				Kredit- rating*	Anzahl Bonds in Laufzeitklasse			
		Rating	Score	Eco	Env	Soc	Gov		1-3M	3-6M	6-12M	ges.
1 Finnland	FI	A+	64,5	54,7	65,1	70,6	67,5	AAA	0	1	0	1
2 Niederlande	NL	A-	60,6	53,2	55,9	69,7	63,8	AAA	4	2	2	8
3 Deutschland	DE	A-	59,1	53,4	56,6	62,9	63,3	AAA	5	6	5	16
4 Belgien	BE	B+	56,9	51,6	50,8	63,6	61,6	AA+	2	3	6	11
5 Frankreich	FR	B+	55,8	51,9	51,1	60,4	60,0	AAA	9	6	6	21
6 Portugal	PT	B	54,0	44,4	55,9	58,1	57,8	A+	1	2	3	6
7 Spanien	ES	B	53,7	44,6	53,9	59,1	57,3	AA+	2	3	6	11
8 Slowakei	SK	B	53,3	44,1	59,9	58,5	50,8	A+	1	0	0	1
9 Irland	IE	B	52,9	45,8	41,5	64,7	59,5	AA	1	0	0	1
10 Griechenland	GR	C+	47,7	39,3	47,4	55,0	49,2	BBB	2	1	1	4
11 Italien	IT	C+	46,7	39,8	44,4	53,4	49,1	AA-	6	5	6	17

Quelle WestLB Research

... aus denen je Land die
Anleihe mit dem höchsten
Indexgewicht gewählt wird

Bei der Portfoliobildung sind wir so vorgegangen, dass wir aus dem oben beschriebenen Universum der 57 Emissionen jeweils für jede Laufzeitklasse und jedes Land diejenige Emission ausgewählt haben, die das höchste Marktkapitalisierungsgewicht innerhalb der Benchmark aufweist. Auf diese Weise bekommen wir ein Portfolio mit insgesamt 13 Werten, die wir gleichgewichtet haben. Das Portfoliorisiko liegt mit 0,224% unterhalb des Benchmarkrisiko von 0,301%, das Portfoliobeta ist deutlich kleiner 1 (0,701). Das aktive Risiko (Tracking Error) beträgt lediglich 0,12% und ist praktisch vollständig auf den Faktor „Term Structure“ zurückzuführen.

Investment-Grade – Euro-Geldmarktportfolio* (Benchmark: Euro Treasury Bill Index, EGB0)

Dur. class	ISIN code	Emittent	EESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	Mkt % Weight	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap
			Rating	Score							
1-3M	NL0009040088	DUTCH TSY CERT	A-	60,6	AAA	30.06.2010	EUR	2,1837	0,057	0,195	-45
	DE0001115418	GERMAN T-BILL	A-	59,1	AAA	30.06.2010	EUR	1,6783	0,057	0,194	-46
	FR0116843410	BTF	B+	55,8	AAA	01.07.2010	EUR	1,9763	0,06	0,241	-41
	BE0312657266	BELGIUM T-BILL	B+	56,9	AA1	15.07.2010	EUR	1,1059	0,098	0,258	-39
3-6M	FI2200007150	FINNISH T-BILL	A+	64,5	AAA	12.10.2010	EUR	0,2618	0,341	0,415	-49
	NL0009040112	DUTCH TSY CERT	A-	60,6	AAA	30.09.2010	EUR	1,495	0,309	0,155	-68
	DE0001115475	GERMAN T-BILL	A-	59,1	AAA	29.09.2010	EUR	0,9323	0,306	0,058	-77
	FR0117173734	BTF	B+	55,8	AAA	23.09.2010	EUR	1,7133	0,29	0,208	-58
6-12M	BE0312660294	BELGIUM T-BILL	B+	56,9	AA1	14.10.2010	EUR	0,7257	0,347	0,273	-64
	NL0009312990	DUTCH TSY CERT	A-	60,6	AAA	31.12.2010	EUR	0,8997	0,561	0,209	-88
	DE0001115541	GERMAN T-BILL	A-	59,1	AAA	26.01.2011	EUR	1,1175	0,632	0,213	-84
	FR0117836637	BTF	B+	55,8	AAA	10.02.2011	EUR	1,7265	0,673	0,282	-75
	BE0312664338	BELGIUM T-BILL	B+	56,9	AA1	17.02.2011	EUR	0,4102	0,691	0,491	-54

* EESG-Rating: Gold & B+; je Land und Laufzeitklasse: Emission mit höchstem Indexgewicht **Quelle** WestLB Research

Investment-Grade – Global-Bond-Portfolios

Investierbares Universum von 272 Titeln

Wie bereits dargestellt dient hier der Global Sovereign Broad Market Plus Index (G0PG) als Benchmark und Anlageuniversum. Als EESG-Filter verwenden wir die Anforderungen des Gold-Standard-Ratings. Hierdurch reduziert sich das ursprüngliche Universum von 1.141 Titeln auf ein investierbares Universum von 272 Titeln. Aus diesem Pool haben wir dann pro Land und Durationsklasse jeweils die Anleihe mit dem höchsten Indexgewicht ausgewählt und die so erhaltenen 64 Titel gleichgewichtet in unserem Modellportfolio zusammengefasst. Die folgende Tabelle bildet den Restlaufzeitbereich von ein bis drei Jahren ab (die übrigen vier Restlaufzeitklassen findet man im Anhang auf S. 84).

Investment Grade – Global Bond Portfolio – Restlaufzeit 1-3 Jahre (Benchmark: Global Sovereigns Broad Market Plus Index, G0PG)

Dur. class	ISIN Code	Emittent	EESG		Credit rating	Maturity	Curr.	Par Wtd Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap	Mkt % Wght
			Rating	Score								
1-3y	SE0000909640	SWEDEN GOVT	A+	65,2	AAA	08.10.2012	SEK	5,50	2,35	1,53	-29,00	0,05
	FI0001006165	FINNISH GOV'T	A+	64,5	AAA	15.09.2012	EUR	4,25	2,32	1,13	-48,00	0,05
	CA135087XB51	CANADA-GOV'T	A	63,2	AAA	01.06.2011	CAD	6,00	1,10	1,28	-5,00	0,06
	NO0010052467	NORWEGIAN GOV'T	A	63,1	AAA	16.05.2011	NOK	6,00	1,03	2,26	-63,00	0,04
	NZGOVD1111R9	NEW ZEALAND GVT	A	62,7	AAA	15.11.2011	NZD	6,00	1,49	3,76	-22,00	0,03
	CH0010840897	SWISS (GOVT)	A	62,1	AAA	10.06.2011	CHF	4,00	1,13	0,30	-24,00	0,04
	DK0009919961	DENMARK - BULLET	A	61,9	AAA	15.11.2011	DKK	6,00	1,54	1,10	-83,00	0,05
	NL0000102606	NETHERLANDS GOVT A-	A-	60,6	AAA	15.07.2011	EUR	5,00	1,22	0,69	-45,00	0,11
	AT0000385356	REP OF AUSTRIA	A-	60,2	AAA	15.07.2012	EUR	5,00	2,13	1,15	-39,00	0,08
	AU0000XCLWG7	AUSTRALIAN GOVT.	A-	59,3	AAA	15.06.2011	AUD	5,75	1,12	4,53	-53,00	0,05
	DE0001135184	DEUTSCHLAND REP	A-	59,1	AAA	04.07.2011	EUR	5,00	1,19	0,70	-43,00	0,19
	TW000A911040	TAIWAN GB-A91104	A-	59,0	AA3	08.03.2012	TWD	3,63	1,87	0,75	0,00	0,01
	GB00B3F2K012	TREASURY	A-	58,6	AAA	07.12.2011	GBP	3,25	1,61	0,95	-41,00	0,14

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Portfoliorisiko deutlich unter Benchmark, aber hoher Tracking Error

Die Risikoanalyse des Portfolios (siehe Tabelle auf S. 73) zeigt, dass das Portfoliorisiko mit 5,025% recht deutlich unterhalb des Benchmarkrisikos liegt. Das Portfolio-Beta ist mit 0,388 auffällig niedrig. Aus absoluter Sicht hat man es hier also mit einem sehr risikoarmen Portfolio zu tun. Allerdings sind die Abweichungsrisiken deutlich ausgeprägt, wie der hohe Tracking Error von 6,48% zeigt. Haupttreiber für den hohen Tracking Error ist das Währungsrisiko, während die lokalen Marktrisiken, also insbesondere die Zinsstrukturrisiken, überschaubar sind.

Non-Investment-Grade – Emerging-Markets-Bond-Portfolio

Auswahl wie im Investment-Grade-Bereich, aber EESG-Rating bis 'C+' erlaubt

Im Non-Investment-Grade-Bereich dient als Benchmark und zugrunde liegendes Universum der Global Emerging Markets Sovereign Plus Index (IG00) mit insgesamt 162 Anleihen aus 28 Ländern. Unser EESG-Filter reduziert dieses Universum, wenn man neben Gold- auch Silber-Standard-Ratings am unteren Rand auch noch Länder mit einem 'C+' Rating akzeptiert, was wir im vorliegenden Fall für sinnvoll erachten, auf 100 Titel.

Wählt man hieraus je Land und Restlaufzeitklasse wiederum den Wert mit dem jeweils höchsten Indexgewicht aus, so bleiben am Ende 49 Anleihen übrig. Diese fassen wir wiederum gleichgewichtet in einem Portfolio zusammen.

Non-Investment-Grade – Emerging-Markets-Bond-Portfolio – Restlaufzeit 1-3 Jahre (Benchmark: Global Emerging Markets Sovereign Index, IG00)

Dur. class	ISIN code	Emittent	EESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	Par Wtd	Effective Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap	Mkt % Wght
			Rating	Score									
1-3y	US221597AH02	COSTA RICA	B+	56,8	BB	01.02.2012	USD	8,11	1,69	2,43	143,00	0,141	
	US195325BG98	COLOMBIA REP OF	B	54,7	BB+	17.03.2013	USD	3,81	0,19	3,75	331,00	0,133	
	XS0147466501	ROMANIA	B-	50,4	BB+	08.05.2012	EUR	8,50	1,84	3,57	225,00	0,555	
	US24811EAA64	REP OF SRI LANKA	C+	48,1	B+	24.10.2012	USD	8,25	2,23	5,07	363,00	0,281	
	US038461AB58	ARAB REP EGYPT	C+	48,1	BB+	11.07.2011	USD	8,75	1,19	1,49	83,00	0,562	
	XS0132229088	VENEZUELA	C+	47,6	B+	25.07.2011	EUR	11,13	1,16	6,01	518,00	0,192	
	US401494AB59	REP OF GUATEMALA	C+	47,2	BB	08.11.2011	USD	10,25	1,44	2,46	165,00	0,191	
	US718286AT41	PHILIPPINES(REP)	C+	46,6	BB-	15.02.2013	USD	9,00	2,56	2,51	87,00	0,571	
	US283875AG71	EL SALVADOR REP	C+	46,5	BB	25.07.2011	USD	8,50	1,22	2,38	173,00	0,362	

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Auch hier bleibt das Portfoliorisiko unterhalb der Benchmark und das Beta kleiner 1

Ein Blick auf die Ergebnisse der Risikoanalyse zeigt, dass auch bei diesem Portfolio gilt, dass sein Gesamtrisiko unter dem der Benchmark liegt, sprich die Volatilität der Renditen geringer ist als im gewichteten Marktdurchschnitt. Diese Beobachtung haben wir bei allen Sovereign-Portfolios gemacht, wie die folgende Tabelle noch einmal dokumentiert. Das gleiche gilt mit Blick auf das Portfolio-Beta. Bei allen drei Portfolios ist das Beta kleiner 1.

Hoher Tracking Error bestimmt durch lokale Marktrisiken

Bei der Zerlegung des aktiven Risikos fällt auf, dass die Währungsrisiken beim Investment-Grade-Portfolio (Portfolio 1) sehr hoch sind, während sie beim Emerging-Markets-Portfolio (Portfolio 2) nahezu vernachlässigbar gering erscheinen. Das ist schlicht damit zu begründen, dass Emerging-Markets-Anleihen in Euro oder US-Dollar begeben worden sein müssen, um sich überhaupt für die Benchmark qualifizieren zu können. Bei den lokalen Marktrisiken, die beim Emerging-Markets-Portfolio deutlich stärker ausgeprägt sind als beim Investment-Grade-Portfolio, liegt der Schwerpunkt auf den spezifischen Risiken der einzelnen Titel. Aber auch die Faktoren „Term Structure“ und „Spread“ tragen gleichermaßen signifikant zum Tracking Error bei.

Risikoanalyse Sovereign-Portfolios

Strategie	(1) IG_Gold_TopMCap	(2) HY_GoldSilverC+_TopMCap	(3) MM_GoldB+_TopMCap
Investmentstrategie	Inv.Grade Länder mit EESG Gold-Rating, pro Land und Laufzeitklasse der Bond mit dem höchsten Indexgewicht	High Yield Länder mit Gold-, Silber- und C+ Rating, pro Land und Laufzeitklasse der Bond mit dem höchsten Indexgewicht	Euro Government Bonds mit Gold-, und B+ Rating, pro Land und Laufzeitklasse der Bond mit dem höchsten Indexgewicht
Anzahl unterschiedl. Bonds	64	49	13
Benchmark	GOPG	IG00	EGB0
Numeraire	Euro	Euro	Euro
Portfolio Beta	0,388	0,785	0,701
Portfolio Risk (%)	5,025	10,451	0,224
Benchmark Risk (%)	8,620	11,910	0,301
Tracking Error (%)	6,476	5,335	0,117
Value at Risk (VAR)(000)	748.689.939	1.370.368.541	9.193.400
Risikoquelle - Aktives Risiko			
Total	6,48	5,33	0,12
Currency	6,81	0,03	0,00
Emerging Market	0,00	3,99	0,00
Local Market	1,46	3,55	0,12
Term Structure	1,46	1,54	0,12
Spread	0,00	1,54	0,00
Specific	0,07	2,73	0,01

Quelle WestLB Research

Anhang

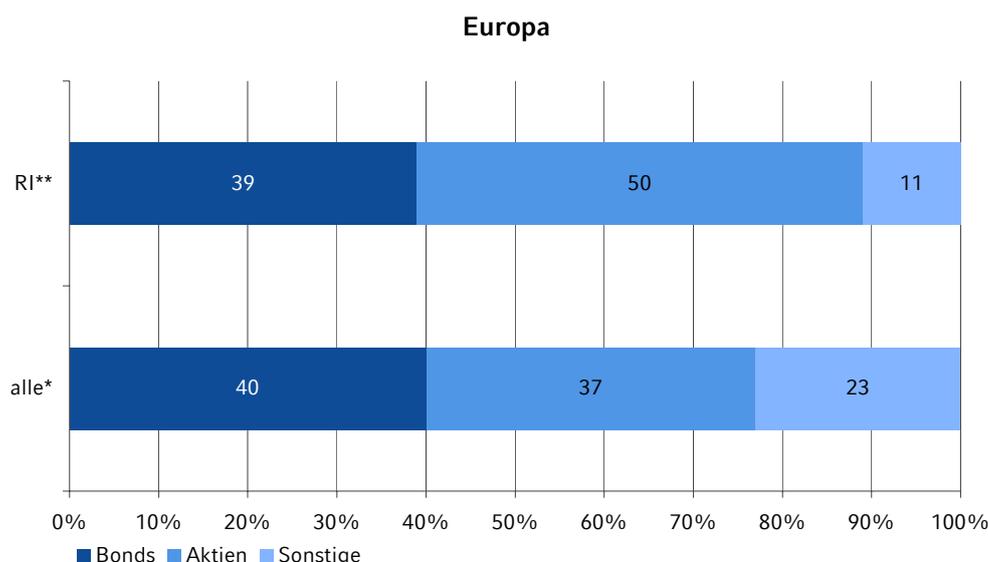
Ergänzende Grafiken & Tabellen

Europas größte RI-Fonds (per 31 März 2010)⁶¹

Fonds	Kategorie	Nettovermögen (Mio €)
CIS UK Growth Trust Inc	UK Large-Cap Blend Equity	1.242,3
Allianz Valeurs Durables R (C)	Eurozone Large-Cap Equity	1.094,6
SAM Sustainable Water EUR B	Global Equity Small/Mid Cap	1.060,8
Macif Court terme ISR (C)	Euro Money Market, Stable	1.007,4
Pioneer Funds - Global Ecology Class A EUR Non-Distributing	Sector Equity Ecology	940,7
SG Monétaire ISR C	Euro Money Market, Stable	666,4
ESPA Bond Euro-Mündelrent A	Euro Government Bond	665,6
Dexia Money Market Euro Sustainable C Acc EUR	Euro Money Market, Stable	634,5
KBC Obli Euro Acc	Euro Diversified Bond	614,3
Raiffeisen-Österreich-Rent A	Euro Government Bond	586,0
F&C Stewardship Growth 1 Acc	UK Mid-Cap Equity	584,7
BNP Paribas Moné Ethéis P (C)	Euro Money Market, Stable	544,1
Swisscanto BVG 3 Oeko 45	CHF Aggressive Balanced	513,6
SAM Smart Energy EUR B	Sector Equity Alternative Energy	489,9
Dexia Sust Euro Corp Bds C Acc	Euro Corporate Bond	452,9
LIGA-Pax-RentUnion Inc	Euro Diversified Bond	439,0
BNP Paribas Groen Fonds	Euro Corporate Bond	428,8
Allianz-dit Global EcoTrends A EUR	Sector Equity Ecology	422,9
UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators (EUR) P-acc	Sector Equity Ecology	399,8
Vontobel Fund Global Trend New Power A	Sector Equity Alternative Energy	392,3

Quelle Morningstar, Eurosif

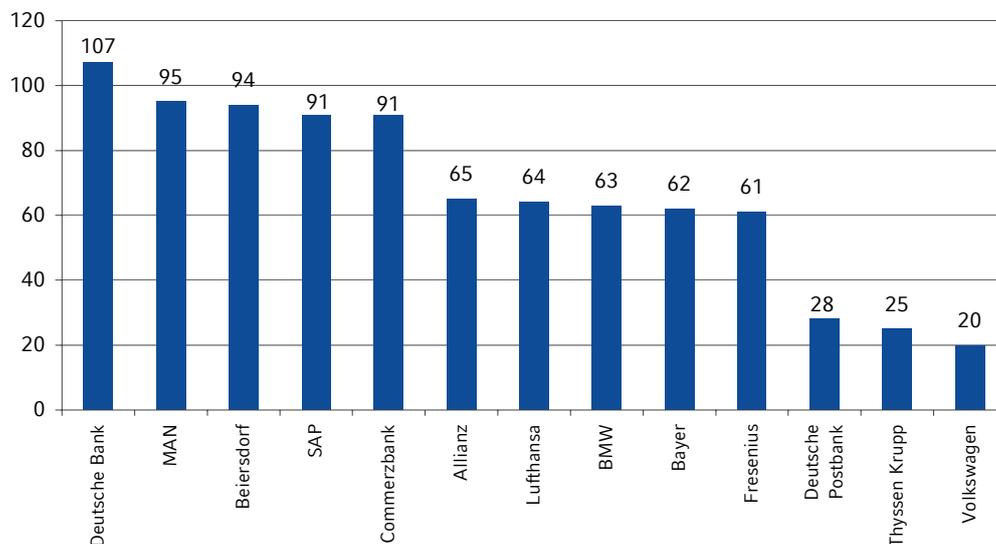
Europäische RI Asset Allocation sehr aktienlastig – Shift zu Fixed Income nötig und zu erwarten



Quelle * EFAMA Asset Management in Europe 2009, ** Eurosif, European SRI study 2008

⁶¹ Lipper weist per Ende Mai 2010 zwei Geldmarktfonds als die größten RI Fonds Europas aus, die in unserer Datenbasis nicht auftauchen. Dabei handelt es sich um den „Amundi LCL Monetaire Large“ (2,4 Mrd Euro), den „Allianz Securicash SRI“ (1,6 Mrd Euro).

Ausfinanzierungsgrad ausgewählter DAX-Unternehmen per 31.12.2008 (in %)



Quelle Rauser Towers Perrin, Juli 2009

Alpha/Risiko-adjustierte Überschussrendite (Vier-Faktor-Modell)

	SRI Bond	Conventional Bond	SRI Balanced	Conventional Balanced
Durchschnittl. Rendite*	7,05%	6,66%	9,08%	8,17%
Standardabw.	4,13%	3,71%	9,45%	9,92%
Sharpe-Ratio	0,53	0,48	0,45	0,33
Kosten	1,02%	1,17%	1,42%	1,30%

* Nettorendite (nach Kosten)

Quelle Derwall/Koedijk, 2008

Europäischer RI Mutual Fund Markt – Performance-Statistiken

Kategorie	Durchschnittsrendite p.a.				Standard-abw. 3 Jahre	Anz. Fonds/ Peer Group-Kategorien	Total Net Assets (Mio €)
	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre			
Equities							
SRI funds	51,89	-8,04	2,33	-2,90	22,3	346	27.012
Peer group	50,26	-2,52	0,59		22,1	36	
Active return	1,63	-5,22	1,78				
Balanced							
SRI funds	21,47	-1,59	2,33	-0,13	9,5	88	5.364
Peer group	21,11	-0,43	0,48		11,0	9	
Active return	0,36	-1,15	1,88				
Bonds							
SRI funds	11,94	3,52	2,72	3,97	5,3	86	9.549
Peer group	17,58	0,84	0,47		7,5	16	
Active return	-5,64	2,73	2,29				
Money market							
SRI funds	3,97	2,77	2,33	2,07	2,6	15	3.306
Peer group	2,55	0,72	0,42		4,1	3	
Active return	1,42	2,08	1,94				

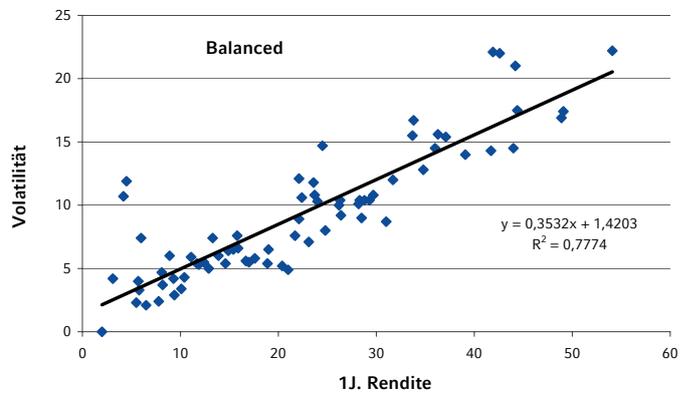
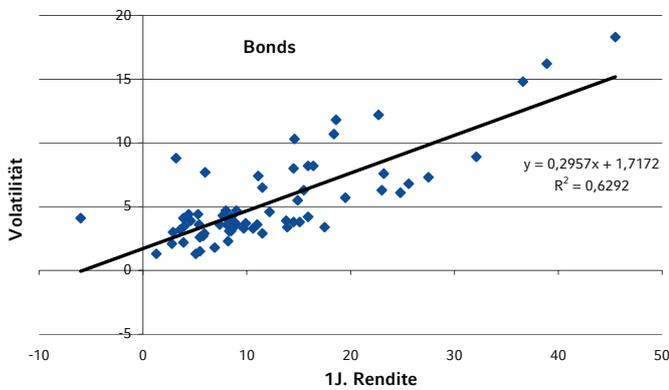
Quelle WestLB Research, Morningstar, Eurosif

Europäische RI Cash/Money Market Mutual Funds (per 31. März 2010)

BNP Paribas Moné Ethéis P (C)	Monétaire Responsable S1 (C)
CPR Monétaire SR A (C)	Monétaire Responsable S2 C/D
D.Monétaire ISR Plus C/D	Monétaire Responsable S3 C/D
Dexia Money Market Euro Sustainable C Acc EUR	Natixis Impact Cash C
ESPA Vinis Cash T	SG Monétaire ISR C
Fortis Money Prime Euro SRI A (C)	SUPERIOR 5 - Ethik Geld T
KPA Etisk Råntefond	UFG Sarasin Cash Plus ISR R (C)
Macif Court terme ISR (C)	

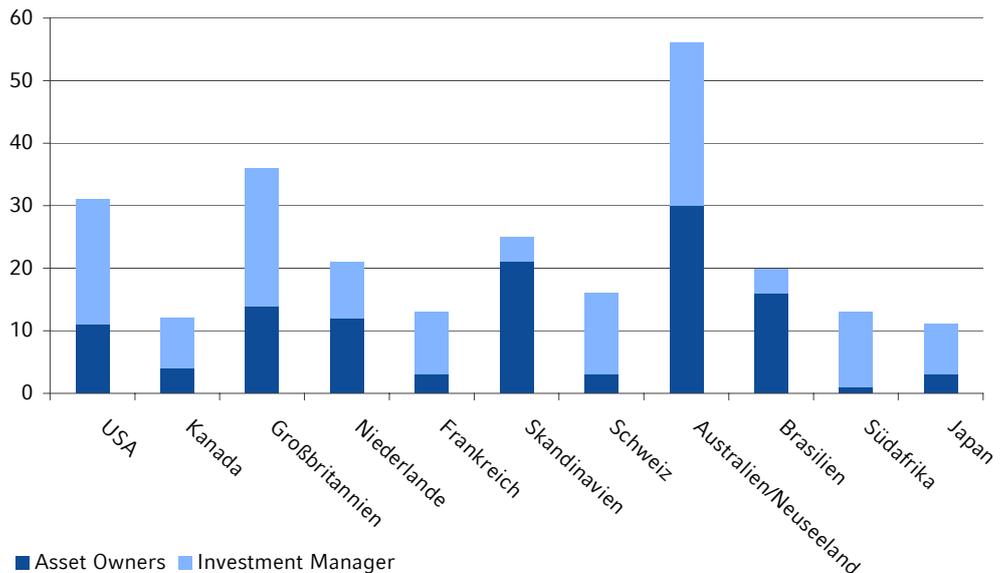
Quelle WestLB Research, Morningstar, Eurosif

Europäischer RI Mutual Funds Markt – Active Returns



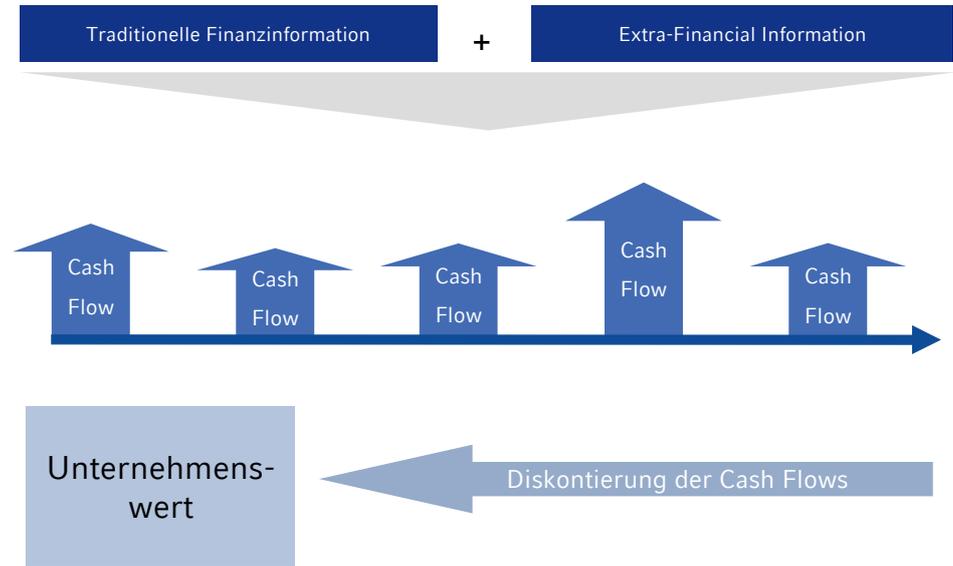
Quelle WestLB Research, Morningstar, Eurosif

Breakdown der UN PRI Signatories nach Region und Typ



Quelle UN PRI, 2009

Integration von ESG-Informationen in die Finanzanalyse



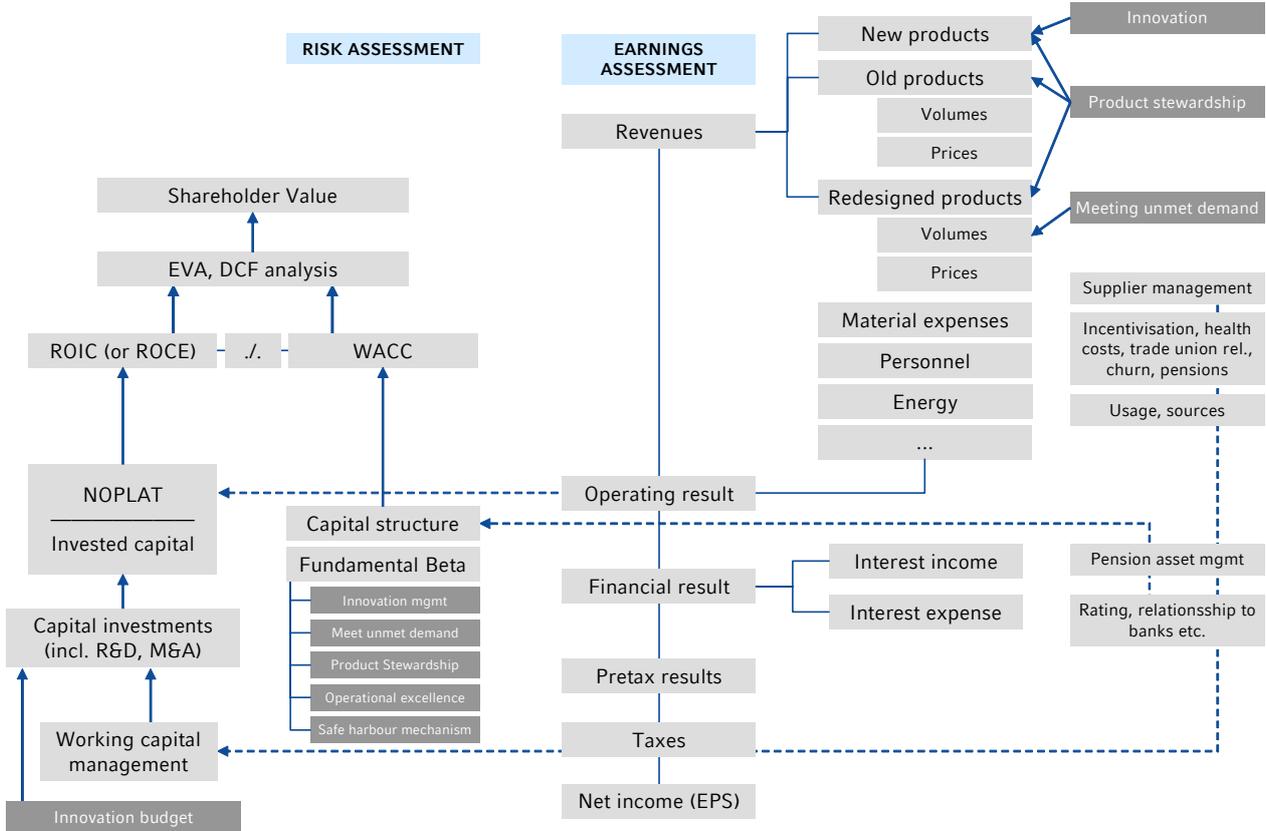
Quelle WestLB Research

Entflechtung des Business Case für Nachhaltigkeit - die fünf Komplexitätsebenen

Complexity	Layer	Concept	Explanation	Addressable risks/opportunities	Examples
Advanced	5	Innovation	Disruptive technologies can help to address emerging scarcity issues of the future. Innovation should help new and existing customers to cope with, for instance, the internalisation of external costs via CO2 certificates, for instance.	Achieving a first-mover advantage in markets at an early stage of a growth cycle; winning mindshare and establishing footprint	Carbon capture and storage, more efficient battery technology and alternative electric drive technology, renewable energy technologies
	4	Fulfill unmet demand	This addresses the budget constraint issue in developing markets. It is related to design-to-cost practices and results in effective stripped down versions of existing products.	Opportunities relate to open up completely new markets; a potential risk could be substitution effects in existing markets	Alstom's transport strategy to compete in emerging markets with 'good enough' products
	3	Product stewardship	We see this as the pro-active flip side of layer 1. Active and regular management of the supply chain can increase reputation and brand appeal.	Companies can turn this into positive product marketing and image campaigns	SonyEricsson's introduction of 'Greenheart' mobile devices
	2	Operational excellence	This is related to the management of input factors (labour, energy, assets etc.) and are reflected in COGS, OPEX and CAPEX lines.	Limit misalignment of incentives with strategy; opportunities relate to margin expansion and higher capital efficiency	GE's initiative to improve employee health resulting in lower medical costs
Basic	1	Safe harbour mechanisms	Having - at least formally - structures and procedures in place that document that the company is abiding to ethical standards of business conduct.	Reputation or PR risks; mitigates risks of being excluded from tender activity	UN Global Compact guidelines, Global Reporting initiatives, Corporate Governance Codes, internal codes of conduct

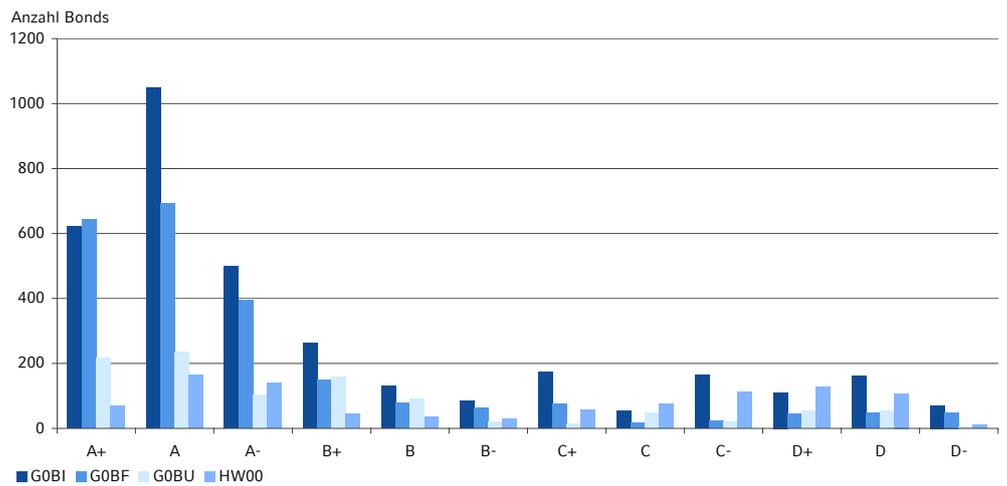
Quelle Unternehmen, WestLB Research

Integration von ESG-Informationen in die Finanzanalyse – Einbindung der fünf Komplexitätsebenen



Quelle WestLB Research

Verteilung der ESG-Ratings für Anleihen in den Benchmarkuniversen



Quelle WestLB Research

ESG-Abdeckung der Benchmarkuniversen

	Investment Grade						Non-Investment Grade			
	Global Bond Market Industrial Index (GOBI)		Global Bond Market Financial Index (GOBF)		Global Bond Market Utilities Index (GOBU)		Global High Yield Index (HW00)		Global Emerging Market Credit Index (IC00)	
Anzahl Bonds	4.040		3.225		1.233		2.323		110	
- davon mit identifizierter Muttergesellschaft	3.639	90%	2.384	74%	1.096	89%	1.633	70%	46	42%
- davon mit ESG Rating	3.384	84%	2.276	71%	1.018	83%	967	42%	13	12%
- davon Gold-Standard	2.171	64%	1.729	76%	555	55%	372	38%	5	38%
- bzw. Silber-Standard	476	14%	291	13%	267	26%	106	11%	1	8%

Quelle WestLB Research

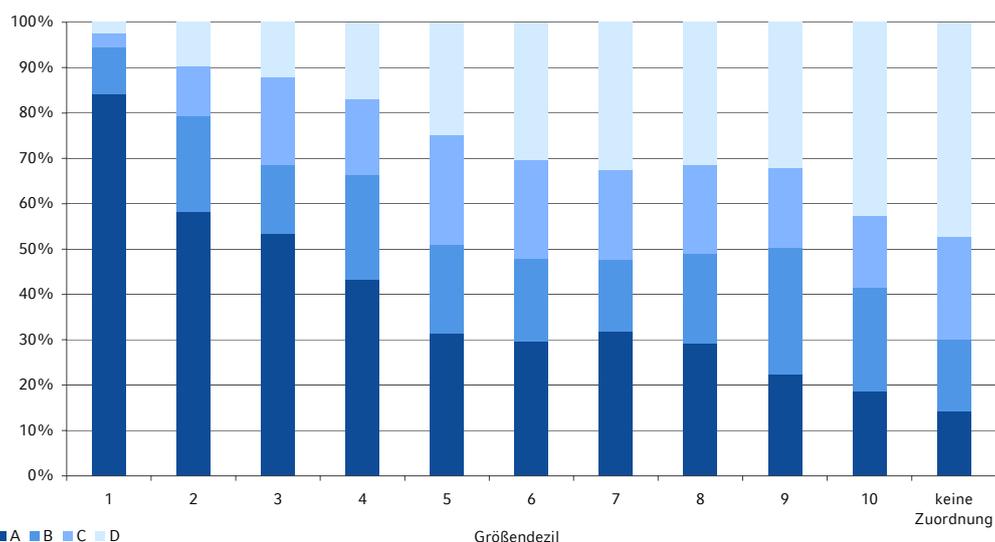
ESG Leaders & Laggards*

GICS Sector (Level 1)	Max. Score	Unternehmen	Min. Score	Unternehmen
Energy	95,3%	Imperial Oil Limited	4,0%	Sinopec Kantons Holdings Limited
Materials	95,4%	Air Products & Chemicals Inc	3,8%	Tokyo Steel Manufacturing Limited
Industrials	95,9%	Herman Miller Inc	3,6%	Keisei Electric Railway Company Limited
Consumer Discretionary	96,0%	Whitbread PLC	3,5%	Shimamura Company Limited
Consumer Staples	96,0%	Sainsbury (J) PLC	3,5%	UNY Company Limited
Health Care	93,5%	ELI Lilly & Company	3,6%	Faes Farma SA
Financials	96,3%	ING Groep NV	3,5%	Bank Of Greece SA
Information Technology	95,7%	Agilent Technologies Inc	3,6%	Oracle Corp. Japan
Telecommunication Services	94,0%	Telecom Italia	3,6%	Carso Global Telecom Sab De CV
Utilities	94,2%	Endesa SA	4,4%	Cheung Kong Infrastructure Holdings Ltd

* Branchen gemäß MSCI-Klassifizierung (GICS Level 1)

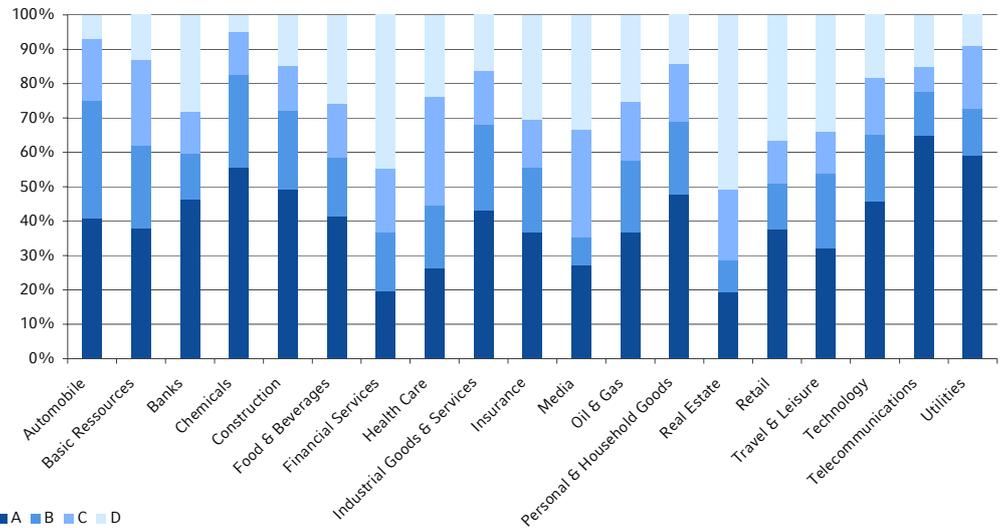
Quelle WestLB Research

Verteilung der ESG-Ratings nach Größenklasse*



* 1.653 Unternehmen aus unserem Universum, die auch im STOXX 1800 global enthalten sind, in 10 Größenklassen eingeteilt. Maßgröße war hierfür die Marktkapitalisierung in USD laut JCF vom 12.04.2010. Die größten Unternehmen sind demnach in der Größenklasse 1 zu finden, die kleinsten in der Größenklasse 10. Die verbleibenden 1.086 Unternehmen, für die uns keine Marktkapitalisierung vorliegt – und das sind in der Regel kleinere Unternehmen, die nicht im STOXX 1800 global vertreten sind, wurden in einer weiteren Klasse zusammengefasst. Quelle WestLB Research

Verteilung der ESG-Ratings auf die Branchen (STOXX 1800)



* Branchen gemäß ICB-Klassifizierung (Level 2)

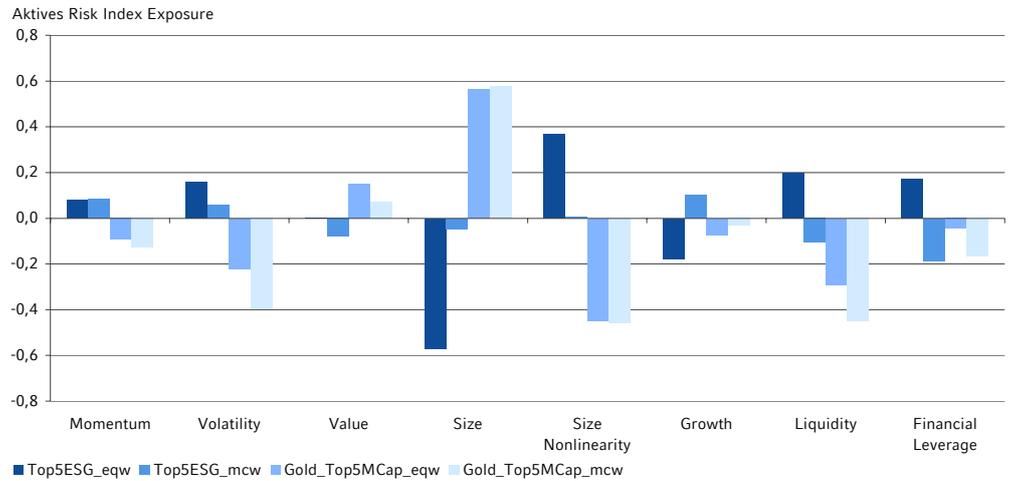
Quelle WestLB Research

RI Aktien Portfolio –ESG-Branchenführer weltweit

ICB Sektor (Level 2)	Unternehmen	Extra-Financial		Risk Discount	Environment		Social		Governance	
		Score	Rating		Score	Rating	Score	Rating	Score	Rating
Automobile	Fiat Spa	95,4%	A+	0,5%	92,2%	A+	95,2%	A+	94,8%	A+
Basic Ressources	Lonmin PLC	93,7%	A+	0,0%	86,2%	A	93,6%	A+	86,5%	A
Banks	Banco Santander SA	96,0%	A+	0,0%	90,1%	A	95,3%	A+	97,3%	A+
Chemicals	Air Products & Chemicals Inc	95,4%	A+	0,0%	91,9%	A+	95,2%	A+	90,7%	A
Construction	CRH PLC	95,3%	A+	0,0%	92,0%	A+	91,0%	A	94,0%	A+
Food & Beverages	Diageo PLC	94,4%	A+	1,5%	91,7%	A+	93,0%	A+	96,4%	A+
Financial Services	State Street Corp.	95,1%	A+	0,5%	91,6%	A	94,2%	A+	93,5%	A+
Health Care	ELI Lilly & Company	93,5%	A+	1,0%	82,7%	A-	92,5%	A+	95,8%	A+
Industrial Goods & Services	Agilent Technologies Inc	95,7%	A+	0,5%	92,6%	A+	94,6%	A+	97,4%	A+
Insurance	ING Groep NV	96,3%	A+	0,0%	92,8%	A+	95,3%	A+	97,3%	A+
Media	British Sky Broadcasting Group PLC	93,6%	A+	1,5%	90,6%	A	92,2%	A+	92,1%	A+
Oil & Gas	Imperial Oil Limited	95,3%	A+	0,5%	90,3%	A	93,4%	A+	97,4%	A+
Personal & Household Goods	Kimberly-Clark Corp.	95,5%	A+	0,5%	90,9%	A	95,1%	A+	96,7%	A+
Real Estate	Segro PLC	95,3%	A+	0,0%	92,5%	A+	90,7%	A	93,7%	A+
Retail	Sainsbury (J) PLC	96,0%	A+	0,0%	91,9%	A+	93,2%	A+	97,4%	A+
Travel & Leisure	Whitbread PLC	96,0%	A+	0,0%	91,9%	A+	95,1%	A+	95,5%	A+
Technology	Xerox Corp.	95,7%	A+	0,0%	93,3%	A+	94,6%	A+	92,3%	A+
Telecommunications	Telecom Italia	94,0%	A+	1,5%	88,4%	A	95,0%	A+	94,9%	A+
Utilities	Endesa SA	94,2%	A+	1,0%	90,6%	A	95,5%	A+	89,7%	A

Quelle WestLB Research

Aktienportfolios – Risk Index Exposures



Quelle BARRA, WestLB Research

Financials

	Financials							
	Gold Top5 MCap				Top5 ESG			
	(5) gleichgewichtet		(6) mcap-gewichtet		(7) gleichgewichtet		(8) mcap-gewichtet	
	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag	Risiko	Beitrag
Risk Indices	1,79	12,40	3,08	19,54	1,24	2,11	2,00	4,37
Industries	1,50	8,67	1,01	2,09	0,93	1,17	1,61	2,83
Country	1,54	9,18	2,55	13,36	4,76	30,98	4,83	25,50
Currency	1,76	12,02	1,72	6,09	5,14	36,00	4,84	25,62
Covariance * 2	N/A	-10,81	N/A	-7,12	N/A	-11,24	N/A	-1,01
Asset Selection	4,21	68,53	5,66	66,03	5,48	40,97	6,25	42,69
Active	5,08		6,97		8,56		9,56	
Benchmark	25,94		25,94		25,94		25,94	
Total	27,71		29,76		28,25		29,76	

Quelle WestLB Research

**Corporate Bond Portfolio – Investment Grade – Non-Financials (Top MCap-Variante, Portfolio 1)
 (Benchmark: Global Bond Market Industrial Index, GOBI) – übrige Restlaufzeitklassen**

Dur. class	ML Industry Level 3	Emittent	ESG		Credit		Index Par Wtd	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap	
			Rating	Score	rating*	Maturity					Curr. wght. %
3-5y	Automotive	DAIMLER INTL FIN	A+	92,7%	BBB1	16.01.2014	EUR 0,1073	7,88	3,37	3,14	125
	Basic Industry	RIO TINTO FINANC	A	83,7%	BBB1	15.07.2013	USD 0,0944	5,88	2,98	2,71	79
	Capital Goods	CATERPILLAR FINL	A+	92,0%	A2	17.02.2014	USD 0,0635	6,13	3,49	2,74	50
	Consumer Cyclical	CARREFOUR SA	A	84,8%	A3	10.10.2014	EUR 0,0767	5,13	4,06	2,68	47
	Consumer Non-Cyclical	PROCTER & GAMBLE	A-	75,5%	AA3	12.05.2014	EUR 0,0762	4,50	3,69	2,43	33
	Energy	SHELL INTL FIN	A-	82,9%	AA1	14.05.2013	EUR 0,1205	3,00	2,92	1,83	0
	Healthcare	PFIZER INC	A	86,7%	AA3	15.03.2015	USD 0,1122	5,35	4,42	3,19	50
	Media	WOLTERS KLUWER	A	87,5%	BBB1	27.01.2014	EUR 0,0345	5,13	3,51	2,98	98
	Real Estate	RODAMCO EUR FIN	A+	93,6%	A2	01.10.2014	EUR 0,0242	4,38	4,07	3,26	104
	Services	ATLANTIA	A	86,8%	A3	09.06.2014	EUR 0,1391	5,00	3,72	3,07	97
Technology & Electronics	HEWLETT-PACK CO	A	86,6%	A2	01.03.2014	USD 0,0768	6,13	3,52	2,76	52	
	CELLCO PART/VERI	A	89,8%	A2	01.02.2014	USD 0,1310	5,55	3,47	3,00	79	
5-7y	Automotive	BMW US CAP LLC	A+	92,3%	A3	28.05.2015	EUR 0,0892	5,00	4,49	3,26	90
	Basic Industry	BASF FIN EUROPV	A-	83,0%	A1	09.06.2015	EUR 0,1042	5,13	4,53	2,88	50
	Capital Goods	SIEMENS FINAN	A	86,3%	A1	20.02.2017	EUR 0,1012	5,13	6,01	3,30	56
	Consumer Cyclical	TESCO PLC	A	90,3%	A3	12.09.2016	EUR 0,0798	5,88	5,46	3,39	77
	Consumer Non-Cyclical	IMP TOBACCO FIN	A	91,5%	BBB3	17.02.2016	EUR 0,0844	8,38	4,91	3,89	153
	Energy	ENI SPA	A+	93,6%	AA3	28.01.2016	EUR 0,0754	5,00	5,18	3,10	58
	Healthcare	ROCHE HLDGS INC	A	87,4%	A1	04.03.2016	EUR 0,1423	5,63	5,22	3,06	52
	Media	WPP PLC	A	88,9%	BBB2	12.05.2016	EUR 0,0402	6,63	4,98	4,28	179
	Real Estate	HAMMERSON PLC	A+	92,4%	BBB2	19.06.2015	EUR 0,0334	4,88	4,51	4,52	211
	Services	ATLANTIA	A	86,8%	A3	06.05.2016	EUR 0,0787	5,63	5,12	3,64	108
Technology & Electronics	CISCO SYSTEMS	A+	92,5%	A1	22.02.2016	USD 0,1137	5,50	5,14	3,44	43	
	DEUTSCHE TEL FIN	A-	81,3%	BBB1	20.01.2017	EUR 0,1038	6,00	5,79	3,73	105	
7-10y	Automotive	VOLVO TREASURY	A	87,1%	BBB3	31.05.2017	EUR 0,0467	5,00	5,90	5,15	227
	Basic Industry	DOW CHEMICAL CO	A	87,5%	BBB3	15.05.2019	USD 0,1369	8,55	6,59	5,62	216
	Capital Goods	SIEMENS FINAN	A	86,3%	A1	11.06.2018	EUR 0,0868	5,63	6,67	3,46	52
	Consumer Cyclical	CVS CAREMARK	A	85,4%	BBB1	01.06.2017	USD 0,0651	5,75	5,93	4,53	119
	Consumer Non-Cyclical	KRAFT FOODS INC	A	90,5%	BBB3	10.02.2020	USD 0,1301	5,38	7,81	5,21	135
	Energy	SHELL INTL FIN	A-	82,9%	AA1	14.05.2018	EUR 0,1254	4,38	6,85	3,40	42
	Healthcare	ROCHE HLDGS INC	A	87,4%	A1	01.03.2019	USD 0,1690	6,00	7,16	4,62	99
	Media	TIME WARNER INC	A	88,3%	BBB2	15.03.2020	USD 0,0464	4,88	8,03	5,25	133
	Real Estate	PROLOGIS	A-	83,3%	BBB2	15.03.2020	USD 0,0272	6,88	7,31	6,94	302
	Services	AUTOROUTES DU SU	A	90,4%	BBB1	20.03.2019	EUR 0,0552	7,38	7,12	3,96	102
Technology & Electronics	IBM CORP	A	90,0%	A1	14.09.2017	USD 0,1131	5,70	6,27	4,04	65	
	DEUTSCHE TEL FIN	A	89,8%	A2	15.11.2018	USD 0,0975	8,50	6,40	5,00	160	
10+y	Automotive	DAIMLERCHRYSLER NA	A+	92,7%	BBB1	18.01.2031	USD 0,0634	8,50	10,77	6,51	239
	Basic Industry	VALE OVERSEAS	A-	77,1%	BBB2	21.11.2036	USD 0,0899	6,88	12,22	6,61	211
	Capital Goods	SIEMENS FINAN	A	86,3%	A1	17.08.2026	USD 0,0636	6,13	10,74	5,55	124
	Consumer Cyclical	WAL-MART STORES	A	84,3%	AA2	15.08.2037	USD 0,1144	6,50	13,59	5,68	124
	Consumer Non-Cyclical	KRAFT FOODS INC	A	90,5%	BBB3	09.02.2040	USD 0,1067	6,50	13,43	6,23	170
	Energy	CONOCOPHILLIPS	A	91,3%	A2	01.02.2039	USD 0,1051	6,50	13,82	5,70	125
	Healthcare	PFIZER INC	A	86,7%	AA3	03.06.2021	EUR 0,1082	5,75	8,46	4,08	81
	Media	TIME WARNER INC	A	88,3%	BBB2	01.05.2032	USD 0,0803	7,70	11,19	6,43	215
	Real Estate	SEGRO PLC	A+	95,5%	A3	23.11.2021	GBP 0,0171	6,75	8,20	5,88	198
	Services	AUTOROUTES DU SU	A	90,4%	BBB1	04.07.2022	EUR 0,0822	5,63	9,09	4,41	103
Technology & Electronics	CISCO SYSTEMS	A+	92,5%	A1	15.02.2039	USD 0,0693	5,90	14,00	5,82	127	
	DEUTSCHE TEL FIN	A-	81,3%	BBB1	15.06.2030	USD 0,1548	8,25	10,61	6,32	226	

* Durchschnittliches Kreditrating laut Bloomberg

Quelle WestLB Research, Bloomberg

RI Corporate Bond Portfolio – Investment Grade/Utilities
Benchmark: Global Bond Market Utilities Index G0BU

Dur. class	ML Industry Level 4	Emittent	EESG		Credit rating*	Maturity	Curr.	Index Wght %	Par Wtd Coupon	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap
			Rating	Score								
ESG rating Gold -> pro Laufzeitklasse die drei Bonds mit dem höchsten Indexgewicht												
1-3y	Electric-Integrated	ELEC DE FRANCE	A+	92,3%	AA3	23.01.2013	EUR	0,3938	5,63	2,43	1,89	38,00
1-3y	Electric-Integrated	RWE FINANCE BV	A-	83,1%	A1	26.10.2012	EUR	0,3635	6,13	2,17	1,73	28,00
1-3y	Electric-Integrated	E.ON INTL FIN BV	A	86,5%	A2	02.10.2012	EUR	0,3431	5,13	2,13	1,75	31,00
3-5y	Electric-Integrated	ELEC DE FRANCE	A+	92,3%	AA3	17.07.2014	EUR	0,6404	4,50	3,66	2,67	78,00
3-5y	Electric-Integrated	ELEC DE FRANCE	A+	92,3%	AA3	23.01.2015	EUR	0,3986	5,13	4,15	2,56	55,00
3-5y	Electric-Integrated	RWE FINANCE BV	A-	83,1%	A1	10.02.2015	EUR	0,3969	5,00	4,21	2,51	48,00
5-7y	Electric-Integrated	ENEL (ENTNZENEL)	A+	93,0%	A2	26.02.2016	EUR	0,3594	3,50	5,20	3,32	100,00
5-7y	Non-Electric Utilities	GDF SUEZ	A	87,3%	A1	18.01.2016	EUR	0,3069	5,63	4,89	2,92	69,00
5-7y	Electric-Integrated	E.ON INTL FIN BV	A	86,5%	A2	19.01.2016	EUR	0,3057	5,50	4,91	2,87	64,00
7-10y	Electric-Integrated	E.ON INTL FIN BV	A	86,5%	A2	02.10.2017	EUR	0,4940	5,50	6,10	3,28	74,00
7-10y	Electric-Integrated	ELEC DE FRANCE	A+	92,3%	AA3	26.01.2019	USD	0,3328	6,50	6,75	4,49	157,00
7-10y	Electric-Integrated	E.ON INTL FIN BV	A	86,5%	A2	30.04.2018	USD	0,3167	5,80	6,50	4,24	139,00
10+y	Electric-Integrated	ELEC DE FRANCE	A+	92,3%	AA3	11.09.2024	EUR	0,4708	4,63	10,59	4,28	99,00
10+y	Electric-Integrated	ENEL FIN INTL SA	A+	93,0%	A2	14.09.2022	EUR	0,4699	5,00	9,25	4,64	148,00
10+y	Electric-Integrated	PACIFIC GAS&ELEC	A+	92,1%	A3	01.03.2034	USD	0,4671	6,05	12,98	5,49	167,00
Pro Laufzeitklasse die drei Bonds mit dem höchsten ESG-Rating												
1-3y	Electric-Integrated	ARIZONA PUB SERV	A+	94,4%	BBB2	15.10.2011	USD	0,0610	6,38	1,26	1,84	106,00
1-3y	Electric-Integrated	CAROLINA P & L	A+	94,2%	A3	15.07.2012	USD	0,0797	6,50	1,91	1,98	96,00
1-3y	Electric-Distr/Trans	NATL GRID PLC	A+	93,2%	BBB1	21.03.2013	EUR	0,1864	4,13	2,61	2,34	79,00
3-5y	Electric-Integrated	ARIZONA PUB SERV	A+	94,4%	BBB2	30.06.2014	USD	0,0482	5,80	3,56	3,13	133,00
3-5y	Electric-Integrated	CAROLINA P & L	A+	94,2%	A2	15.09.2013	USD	0,0632	5,13	2,99	2,06	55,00
3-5y	Electric-Generation	CENTRICA PLC	A+	93,2%	A2	09.12.2013	EUR	0,1584	7,13	3,10	2,28	58,00
5-7y	Electric-Integrated	ARIZONA PUB SERV	A+	94,4%	BBB2	15.05.2015	USD	0,0453	4,65	4,42	3,43	126,00
5-7y	Electric-Integrated	CAROLINA P & L	A+	94,2%	A2	15.12.2015	USD	0,0637	5,25	4,89	2,93	60,00
5-7y	Non-Electric Utilities	UNITED UTIL WAT	A+	94,0%	A3	29.12.2015	GBP	0,1022	6,13	4,76	3,83	117,00
7-10y	Electric-Integrated	ARIZONA PUB SERV	A+	94,4%	BBB2	01.03.2019	USD	0,0907	8,75	6,41	5,20	247,00
7-10y	Electric-Integrated	PROG ENER CAR	A+	94,2%	A2	15.01.2019	USD	0,0957	5,30	7,01	3,96	96,00
7-10y	Non-Electric Utilities	UNITED UTIL WAT	A+	94,0%	A3	24.01.2020	EUR	0,0915	4,25	8,06	3,96	103,00
10+y	Electric-Integrated	ARIZONA PUB SERV	A+	94,4%	BBB2	01.09.2035	USD	0,0339	5,50	13,15	6,02	197,00
10+y	Electric-Integrated	FLORIDA PWR CORP	A+	94,2%	A2	15.06.2038	USD	0,1643	6,40	14,18	5,35	157,00
10+y	Non-Electric Utilities	UNITED UTIL WAT	A+	94,0%	A3	25.03.2022	GBP	0,0833	5,75	8,88	5,23	156,00

* durchschnittliches Kreditrating nach Bloomberg

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Top Alpha/ESG Gold Standard Portfolio, Defensives*

Bond	Emittent	ICB Sector	ESG Rating	ESG Score	Rating (Moody's)	Spread ALPHA	Spread (bp)	Spread forecast (bp)	Yield (%)	Maturity in years	Coupon (%)
PINAULT PTP. 2009 8 5/8% 03/04/14	PPR	RTS	A+	93,3%	na	-45,34	158	140	3,33	4,0	8,625
E.ON INTL FINANCE 2008 5 3/4% 07/05/20	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-37,50	79	60	3,94	10,1	5,750
E.ON INTL FINANCE 2008 5 1/4% 06/06/14	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-36,77	82	65	2,64	4,2	5,250
TESCO 2009 5 1/8% 24/02/15	Tesco PLC	RTS	A	90,3%	A3	-19,65	89	75	3,02	4,9	5,125
E.ON INTL FINANCE 2007 5 1/8% 02/10/12	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-19,59	73	54	1,86	2,5	5,125
E.ON INTL FINANCE 2008 5 1/8% 07/05/13	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-19,04	78	66	2,16	3,1	5,125
BRITISH TELECOM 2009 6 1/8% 11/07/14	BT Group PLC	TLS	A+	95,5%	Baa2	-16,78	198	187	3,85	4,3	6,125
VEOLIA ENVIRONNEMENT2009 6 3/4% 24/04/19	Veolia Environnement	UTI	A+	91,9%	A3	-16,73	106	95	4,04	9,1	6,750
RWE FINANCE 2003 5 3/4% 14/02/33	RWE AG	UTI	A-	83,1%	A2	-14,74	92	79	4,71	22,9	5,750
GAZ DE FRANCE 2003 4 3/4% 19/02/13	GDF Suez	UTI	A	87,3%	Aa3	-14,35	71	61	2,00	2,9	4,750
E.ON INTL FINANCE 2007 5 1/2% 02/10/17	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-14,16	80	68	3,53	7,5	5,500
ENEL 2007 5 1/4% 14/01/15	Enel SpA	UTI	A+	93,0%	na	-13,65	108	94	3,16	4,8	5,250
RWE FINANCE 2004 4 5/8% 23/07/14	RWE AG	UTI	A-	83,1%	A2	-12,86	70	56	2,58	4,3	4,625
RWE FINANCE 2009 6 1/2% 10/08/21	RWE AG	UTI	A-	83,1%	A2	-12,59	79	65	4,14	11,3	6,500
RWE FINANCE 2002 6 1/8% 26/10/12	RWE AG	UTI	A-	83,1%	A2	-12,31	75	58	1,90	2,6	6,125
RWE FINANCE 2003 5 1/8% 23/07/18	RWE AG	UTI	A-	83,1%	A2	-11,88	75	62	3,60	8,3	5,125
GAZ DE FRANCE 2003 5 1/8% 19/02/18	GDF Suez	UTI	A	87,3%	Aa3	-11,76	63	46	3,41	7,9	5,125
E.ON INTL FINANCE 2008 5 1/4% 08/09/15	E.ON AG	UTI	A	86,5%	A2	-11,31	79	56	3,06	5,4	5,250
DT.TKOM.INTL.FIN. 2008 5 3/4% 10/01/14	Deutsche Telekom AG	TLS	A-	81,3%	Baa1	-10,77	114	106	2,80	3,8	5,750
TESCO PLC 2008 5 5/8% 12/09/12	Tesco PLC	RTS	A	90,3%	A3	-9,81	87	73	1,98	2,4	5,625

* ausschließlich EUR Bonds

Quelle WestLB Research, Bloomberg

**Investment Grade – Global Bond Portfolio – übrige Restlaufzeitklassen
(Benchmark: Global Sovereigns Broad Market Plus Index, G0PG)**

Dur. class	ISIN Code	Emittent	EESG		Credit		Maturity	Curr. Coupon	Par Wtd Duration	Effective Duration	Effective Yield	Asset Swap	Mkt % Wght
			Rating	Score	rating	Maturity							
3-5y	SE0000412389	SWEDEN GOVT	A+	65,2	AAA	05.05.2014	SEK	6,75	3,54	2,14	-20,00	0,07	
	FI0001005407	FINNISH GOV'T	A+	64,5	AAA	04.07.2013	EUR	5,38	2,96	1,52	-34,00	0,05	
	CA135087XM17	CANADA-GOV'T	A	63,2	AAA	01.06.2013	CAD	5,25	2,89	2,50	-9,00	0,05	
	NO0010144843	NORWEGIAN GOV'T	A	63,1	AAA	15.05.2013	NOK	6,50	2,75	2,67	-86,00	0,06	
	NZGOVD0413R0	NEW ZEALAND GVT	A	62,7	AAA	15.04.2013	NZD	6,50	2,75	4,55	-13,00	0,03	
	CH0001480083	SWISS (GOVT)	A	62,1	AAA	06.01.2014	CHF	4,25	3,53	0,73	-63,00	0,03	
	DK0009920894	DENMARK - BULLET	A	61,9	AAA	15.11.2013	DKK	5,00	3,34	1,92	-51,00	0,08	
	NL0000102689	NETHERLANDS GOVT	A-	60,6	AAA	15.07.2013	EUR	4,25	3,04	1,50	-38,00	0,12	
	AT0000385992	REP OF AUSTRIA	A-	60,2	AAA	20.10.2013	EUR	3,80	3,33	1,74	-23,00	0,10	
	AU0000XCLWHS	AUSTRALIAN GOVT.	A-	59,3	AAA	15.05.2013	AUD	6,50	2,73	5,27	-28,00	0,08	
	DE0001141521	BUNDESUBL-152	A-	59,1	AAA	12.04.2013	EUR	3,50	2,82	1,29	-52,00	0,14	
	TW000A931089	TAIWAN GB-A93108	A-	59,0	AA3	15.09.2014	TWD	2,63	4,19	1,07	0,00	0,01	
	GB0008921883	TREASURY	A-	58,6	AAA	27.09.2013	GBP	8,00	3,13	1,96	-35,00	0,08	
5-7y	SE0001250135	SWEDEN GOVT	A+	65,2	AAA	12.08.2015	SEK	4,50	4,78	2,46	-18,00	0,04	
	FI0001005704	FINNISH GOV'T	A+	64,5	AAA	04.07.2015	EUR	4,25	4,71	2,34	-8,00	0,04	
	CA135087XX71	CANADA-GOV'T	A	63,2	AAA	01.06.2015	CAD	4,50	4,60	3,02	-18,00	0,06	
	NO0010226962	NORWEGIAN GOV'T	A	63,1	AAA	15.05.2015	NOK	5,00	4,43	3,06	-82,00	0,05	
	NZGOVD0004R7	NEW ZEALAND GVT	A	62,7	AAA	15.04.2015	NZD	6,00	4,37	5,20	0,00	0,02	
	CH0012385586	SWISS (GOVT)	A	62,1	AAA	10.06.2015	CHF	3,75	4,71	1,03	-63,00	0,02	
	DK0009921439	DENMARK - BULLET	A	61,9	AAA	15.11.2015	DKK	4,00	5,10	2,59	-30,00	0,08	
	NL0000102242	NETHERLANDS GOVT	A-	60,6	AAA	15.07.2015	EUR	3,25	4,85	2,32	-12,00	0,10	
	AT0000386198	REP OF AUSTRIA	A-	60,2	AAA	15.07.2015	EUR	3,50	4,82	2,46	3,00	0,08	
	AU0000XCLWI3	AUSTRALIAN GOVT.	A-	59,3	AAA	15.04.2015	AUD	6,25	4,31	5,52	-33,00	0,06	
	DE0001135283	DEUTSCHLAND REP	A-	59,1	AAA	04.07.2015	EUR	3,25	4,82	2,21	-22,00	0,16	
	TW000A901066	TAIWAN GB-A90106	A-	59,0	AA3	07.08.2016	TWD	3,75	5,67	1,24	0,00	0,01	
	GB0033280339	TREASURY	A-	58,6	AAA	07.09.2015	GBP	4,75	4,88	2,90	-9,00	0,23	
7-10y	SE0001811399	SWEDEN GOVT	A+	65,2	AAA	12.08.2017	SEK	3,75	6,47	2,85	-14,00	0,04	
	FI0001006066	FINNISH GOV'T	A+	64,5	AAA	15.09.2017	EUR	3,88	6,57	2,91	2,00	0,05	
	CA135087YF56	CANADA-GOV'T	A	63,2	AAA	01.06.2017	CAD	4,00	6,23	3,43	-10,00	0,06	
	NO0010313356	NORWEGIAN GOV'T	A	63,1	AAA	19.05.2017	NOK	4,25	6,07	3,42	-70,00	0,04	
	NZGOVD0008C0	NEW ZEALAND GVT	A	62,7	AAA	15.12.2017	NZD	6,00	6,12	5,72	10,00	0,03	
	CH0006448424	SWISS (GOVT)	A	62,1	AAA	05.06.2017	CHF	4,25	6,26	1,56	-43,00	0,04	
	DK0009921942	DENMARK - BULLET	A	61,9	AAA	15.11.2017	DKK	4,00	6,70	3,05	-19,00	0,06	
	NL0006007239	NETHERLANDS GOVT	A-	60,6	AAA	15.07.2017	EUR	4,50	6,29	2,83	-1,00	0,11	
	AT0000A06P24	REP OF AUSTRIA	A-	60,2	AAA	15.09.2017	EUR	4,30	6,49	3,01	14,00	0,05	
	AU300TB01224	AUSTRALIAN GOVT.	A-	59,3	AAA	15.03.2019	AUD	5,25	7,04	5,73	-40,00	0,05	
	DE0001135333	DEUTSCHLAND REP	A-	59,1	AAA	04.07.2017	EUR	4,25	6,31	2,69	-16,00	0,16	
	TW000A881037	TAIWAN GB-A88103	A-	59,0	AA3	22.01.2019	TWD	5,25	7,45	1,35	0,00	0,01	
	GB0008931148	TREASURY	A-	58,6	AAA	25.08.2017	GBP	8,75	5,86	3,49	16,00	0,12	
10+y	SE0001149311	SWEDEN GOVT	A+	65,2	AAA	01.12.2020	SEK	5,00	8,61	3,16	-12,00	0,06	
	FI4000010848	FINNISH GOV'T	A+	64,5	AAA	15.04.2020	EUR	3,38	8,81	3,33	7,00	0,03	
	CA135087YZ11	CANADA-GOV'T	A	63,2	AAA	01.06.2020	CAD	3,50	8,55	3,76	-16,00	0,05	
	NZGOVD0521C2	NEW ZEALAND GVT	A	62,7	AAA	15.05.2021	NZD	6,00	8,00	6,04	12,00	0,02	
	CH0021908907	SWISS (GOVT)	A	62,1	AAA	06.07.2020	CHF	2,25	9,29	1,88	-47,00	0,02	
	DK0009918138	DENMARK - BULLET	A	61,9	AAA	10.11.2024	DKK	7,00	10,24	3,57	-23,00	0,03	
	NL0000102234	NETHERLANDS GOVT	A-	60,6	AAA	15.01.2037	EUR	4,00	16,89	3,87	17,00	0,09	
	AT0000386115	REP OF AUSTRIA	A-	60,2	AAA	15.07.2020	EUR	3,90	8,60	3,47	20,00	0,09	
	AU3TB0000036	AUSTRALIAN GOVT.	A-	59,3	AAA	15.04.2020	AUD	4,50	7,91	5,80	-37,00	0,03	
	DE0001134922	DEUTSCHLAND REP	A-	59,1	AAA	04.01.2024	EUR	6,25	10,20	3,43	-8,00	0,10	
	TW000A941039	TAIWAN GB-A94103	A-	59,0	AA3	25.02.2025	TWD	2,38	12,98	2,04	0,00	0,01	
	GB0009997999	TREASURY	A-	58,6	AAA	07.06.2021	GBP	8,00	8,05	4,14	34,00	0,26	

Quelle WestLB Research, Bloomberg

Sovereign Rating – EESG-Indikatoren

Economics	Environment	Governance
Infrastructure	Climate change	Multilateral Commitment
Quality of overall infrastructure	Renewable Energy	Convention against Torture
Quality of railroad infrastructure	Emissions of Carbon Dioxide	Convention on the Rights of the Child
Quality of electricity supply	Waste & other emissions	Convention against Corruption
Competition & Market freedom	Municipal Waste	Convention on Certain Conventional Weapons
Intensity of local competition	Nuclear Energy Generation	Convention on the Law of the Sea
Extent of market dominance	Ressources	Convention on the Protection of the Rights of All Migrant Workers...
Effectiveness of anti-monopoly policy	Water consumption	Convention against Transnational Organized Crime
Prevalence of trade barriers	Renewable Water	Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide
Financing	Environment - other	Single Convention on Narcotic Drugs
Business impact of rules on FDI	Environmental Performance	Convention Relating to the Status of Refugees
Financing through local equity market		Convention on Biological Diversity
Ease of access to loans		Convention on Climate Change
Venture capital availability	Social	Convention on the Elimination of All Forms of Discrimination Against Women
Innovative capacity	Health	Convention on the Rights of Persons with Disabilities
Tertiary education	Infant mortality	Convention for the prevention of pollution from ships (1997 ammendment)
Brain drain	Life expectancy	Rome Statute of the International Criminal Court
FDI and technology transfer	Obesity	World Trade Organisation
Internet access	AIDS/HIV	Intenational Whaling Committee
State of cluster development	Physicians	Legal & regulatory framework
Nature of competitive advantage	Sanitation	Property rights
Value chain breadth	Education	Intellectual property protection
Production process sophistication	Primary education	Judicial independence
Capacity for innovation	Primary enrollment	Efficiency of legal framework in settling disputes
Quality of scientific research institutions	Education expenditure	Efficiency of legal framework in challenging regulations
R&D Expenditure	Secondary enrollment	Transparency of government policymaking
University-industry collaboration in R&D	Quality of the educational system	Strength of auditing and reporting standards
Researchers	International student assessment (PISA)	Protection of minority shareholders' interests
Patents	Workforce/Diversity	Strength of investor protection
Ageing societies	Extent of staff training	Regulation of securities exchanges
Investment in ICT	Employment rate total	Legal rights index
Relative earnings of graduates	Employment of youngest	Laws relating to ICT
Economic - other	Employment of women	Business Ethics
Degree of customer orientation	Expenditure on tertiary education	Diversion of public funds
Efficacy of corporate boards	Quality of life	Public trust of politicians
Control of international distribution	Subjective Well-being	Favoritism in decisions of government officials
	Youth inactivity	Ethical behavior of firms
	Road fatalities	The cost of crime
	Income inequality	Business costs of crime and violence
	Poverty	Organized crime
	Health status	Reliability of police services
	Social - other	
	Cooperation in labor employer relations	

Quelle WestLB Research

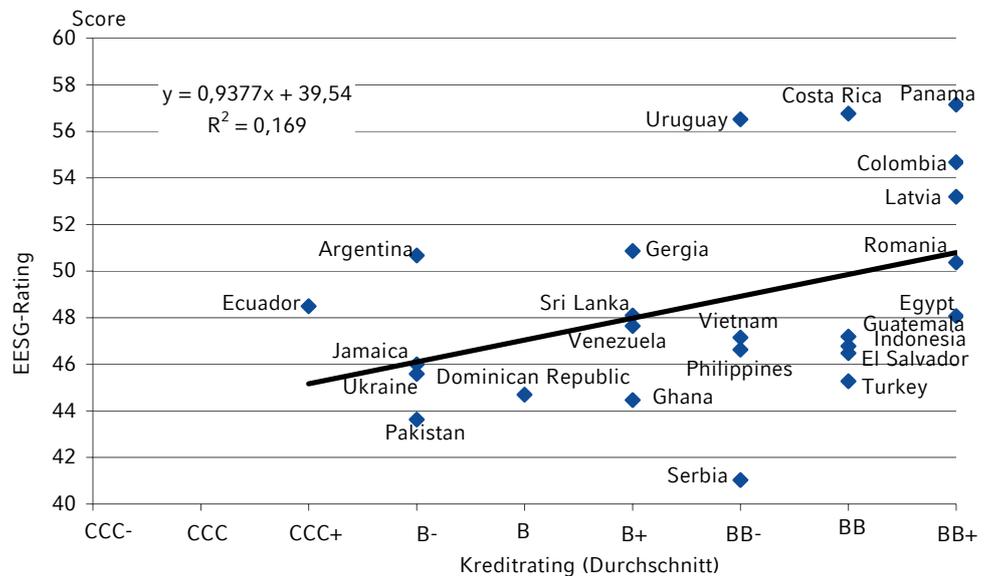
Multilateral Comittment Indicator – Internationale Konventionen, die einbezogen wurden

- United Nations Convention Against Torture
- Convention on the Rights of the Child
- United Nations Convention against Corruption
- Convention on Certain Conventional Weapons
- United Nations Convention on the Law of the Sea
- United Nations Convention on the Protection of the Rights of All Migrant Workers and Members of Their Families
- Convention against Transnational Organized Crime
- Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide
- Single Convention on Narcotic Drugs
- Convention Relating to the Status of Refugees
- Convention on Biological Diversity
- Catragena Protocoll on Biosafety
- United Nations Framework Convention on Climate Change*
- Convention on the Elimination of All Forms of Discrimination Against Women
- Convention on the Rights of Persons with Disabilities
- convention for the prevention of pollution from ships (MARPOL Protocoll 1997)
- Rome Statute of the International Criminal Court
- World Trade Organisation
- Intenational Whaling Committee
- Montreal Protocol on Substances that deplete the ozon layer

* einschließlich Kyoto-Protokoll

Quelle United Nations, WestLB Research

Sovereign Kredit- & EESG-Rating



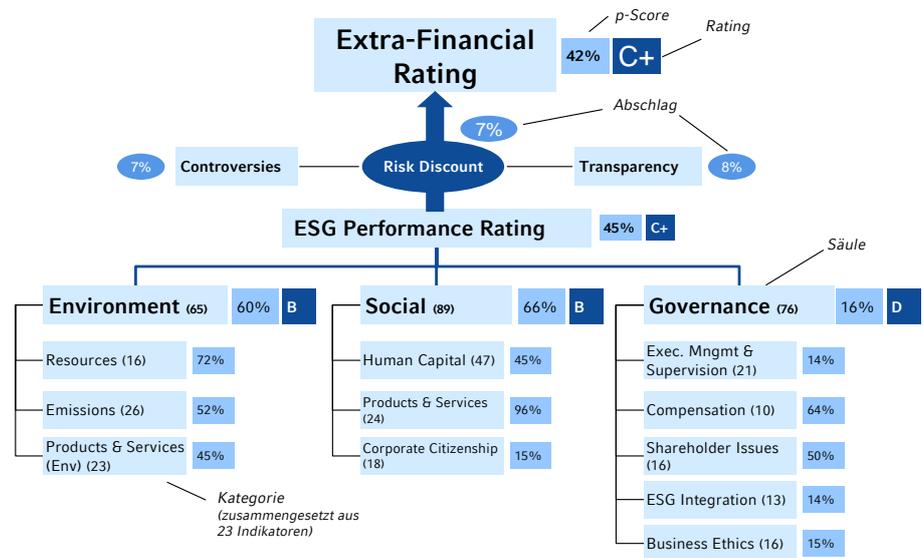
Quelle WestLB Research, Bloomberg

WestLB Extra-Financial-Rating – Methodik

Quantitatives Rating

Unser quantitatives Rating setzt sich aus zwei Hauptkomponenten zusammen: dem *ESG Performance Rating* und dem Risikoabschlag, welcher zwei Dimensionen umfasst: *Controversies* (Kontroversen) und *Transparency* (Transparenz). Wir bieten drei verschiedene Bewertungsformen: einen *Probability Score* (Wahrscheinlichkeits-Score, kurz *P-Score*), einen Risikoabschlag (ausgedrückt in %) und ein alphanumerisches Rating (nur verfügbar von der obersten bis zur ESG-Säulen-Ebene).

Struktur des WestLB Extra-Financial-Ratings



Source WestLB Research, Asset4

ESG Performance Rating

Das *ESG Performance Rating* basiert auf den drei Hauptsäulen *Environment* (Umwelt), *Social* (Mitarbeiter & Gesellschaft) und *Governance* (Unternehmensführung). Jede dieser drei Säulen besteht aus verschiedenen Kategorien, die auf Basis der entsprechenden Bereiche definiert wurden. Jede dieser Kategorien wird auf Basis von zwei Indikatorengruppen bewertet: (1) die **Treiberindikatoren** – Diese repräsentieren die Unternehmenspolitik, deren Umsetzung, die Überwachung und die vom Unternehmen vorgenommenen Verbesserungen (gemessen an den veröffentlichten Zielen) und (2) eine Reihe von **Ergebnisindikatoren**, die die fundamentale Performance des Unternehmens messen (z.B. Gesamtmenge der CO₂-Emissionen oder durchschnittliche Stundenzahl für Aus- und Weiterbildung der Mitarbeiter). Die Indikatoren selbst werden durch einen oder mehrere Datenpunkte auf Basis sogenannter Datenpunktregeln definiert.

Für jeden Indikator errechnen wir einen so genannten **P-Score**, der das Perzentil angibt, in dem das Unternehmen innerhalb der angenommenen Normalverteilung von Indikatorwerten für das gesamte Universum (derzeit ca. 2.400 Unternehmen) rangiert. Diese P-Scores werden dann erneut einer P-Score-Berechnung auf Ebene der Kategorie, der Säule und des ESG Performance Ratings unterzogen.

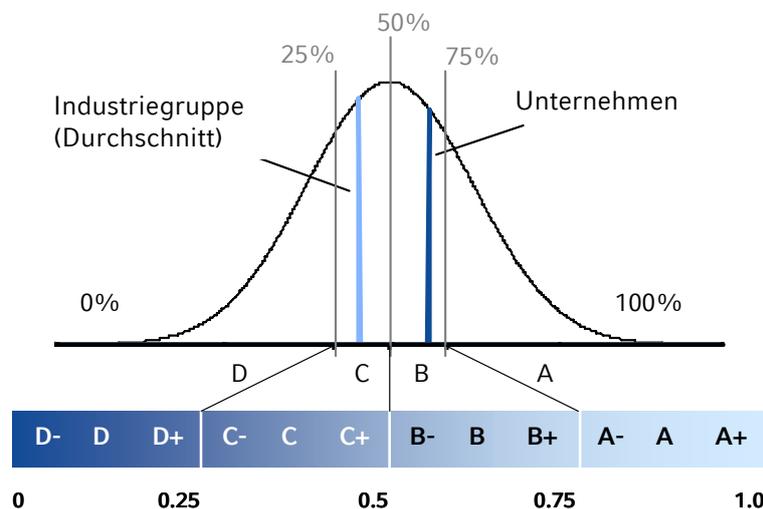
Risk Discount

Das endgültige *Extra-Financial Rating* wird durch Anwendung eines **Risikoabschlags** (Risk Discount) auf das ESG Performance Rating berechnet. Es besteht aus den zwei Komponenten Kontroversen und Transparenz. Die Komponente **Kontroversen** setzt sich aus einer Reihe von Kontroversen zusammen, in die das Unternehmen zum aktuellen Zeitpunkt involviert ist. Um das Exposure zu messen, überprüfen wir zunächst eine Liste von zwölf kontroversen Geschäftsaktivitäten (**Controversial Business Activities**) (z.B. Rüstung, Tabak). Anschließend suchen wir nach Kontroversen, die in eine der drei Säulen *Environment*, *Social* oder *Governance* fallen (z.B. Verletzungen von Rechtsbestimmungen) und die öffentlich in den Medien diskutiert werden. Die von uns geprüfte Liste umfasst 34 Felder von Kontroversen. Bei der Komponente **Transparenz** gibt es einen Abschlag, wenn das Unternehmen mangelnde Transparenz aufweist. Der Transparenz-Score wird gemäß der Verfügbarkeit der relevanten Indikatoren berechnet. Beide Komponenten – *Kontroversen* und *Transparenz* – tragen gleichermaßen zum gesamten Risikoabschlag bei.

Definition der Ratingklassen – Alphanumerische Ratings

Alphanumerische Ratings werden auf Basis der P-Scores definiert und entsprechen im Wesentlichen den Quartilen der Verteilung. Ein Rating von A (das A+ bis A- umfasst) bedeutet also, dass sich das Unternehmen innerhalb des oberen Quartils aller Unternehmen in unserem Universum befindet, während ein Unternehmen mit einem Rating von D (das von D+ bis D- reicht) im untersten Quartil unseres Universums zu finden ist.

Umrechnung von P-Scores in alphanumerische Ratings



Quelle WestLB Research

WestLB 'Shadow Rating'

Um die Vergleichbarkeit der Ratings zu gewährleisten verwenden wir für unser quantitatives Rating die Informationen unseres Datenanbieters Asset4 in gegebener Form. Gleichwohl ist uns klar, dass es wichtige Aspekte relevanter Themen gibt, die nicht mit Hilfe standardisierter, auf binäre Ja-/Nein-Antworten ausgelegte Fragen zu erfassen sind. Unser "Shadow-Rating" reflektiert daher zusätzlich auch die qualitativen Eindrücke, die wir gewinnen, wenn wir ein Unternehmen im Detail analysieren.

WestLB AG
Herzogstraße 15
D-40217 Düsseldorf
Deutschland

WestLB AG
London Branch
Woolgate Exchange
25 Basinghall Street
London EC2V 5HA
Großbritannien

T: +49 (0)211 826 71841
F: +49 (0)211 826 6154

T: +44 (0)20 7020 2000
F: +44 (0)20 7020 4209

Aufsichtsbehörde: Die WestLB AG verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin") und unterliegt deren Aufsicht. Ihre Geschäftsaktivitäten in Großbritannien verfügen über die erforderliche Erlaubnis der BaFin und unterliegen der begrenzten Aufsicht durch die Financial Services Authority ("FSA"). Einzelheiten über das Ausmaß der Regulierung durch die FSA sind von der WestLB auf Anfrage erhältlich.

Die von den Aufsichtsbehörden geforderte Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB AG, ihrer Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen („WestLB“) kann schriftlich vom Bereich Compliance unter einer der genannten Adressen angefordert oder im Internet unter http://www.westlb.de/disclosures_eq_de eingesehen werden.

Diese Finanzanalyse wurde von der WestLB AG, einem mit der WestLB Securities Inc. ('WSI') verbundenen Unternehmen, oder einer sonstigen Person erstellt, welche nicht als Broker/Dealer in den USA registriert und zugelassen sein muss. Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen unterliegt nicht notwendigerweise den US Regelungen in Bezug auf die Erstellung von Research und der Unabhängigkeit von Research-Analysten. U.S.-Personen, die Geschäfte in einem der in dieser Publikation behandelten Finanzinstrumenten tätigen möchten, sollten sich schriftlich oder telefonisch an WSI, 1211 Avenue of the Americas, New York, NY 10036, Telefon (212) 403-3900, Fax (212) 403-3939 wenden.

Die auf der Titelseite dieser Publikation namentlich aufgeführten Research-Analysten geben die Versicherung ab, dass a) alle die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen ihre persönliche Einschätzung hinsichtlich der genannten Finanzinstrumente und Emittenten darstellen und b) ihre Vergütung weder direkt noch indirekt, auch nicht in Teilen, in irgendeinem Zusammenhang mit ihren Empfehlungen oder Einschätzungen stand oder steht.

Die Vergütung der Research-Analysten der WestLB ist nicht von bestimmten Investment-Banking-Transaktionen abhängig. Ein Teil der Vergütung ist an den von der WestLB erzielten Gesamtgewinn gebunden, der auch den Gewinn des Bereichs Investment-Banking umfasst.

Die von der WestLB herausgegebenen Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten, die sie im Rahmen ihrer Research-Aktivitäten beobachtet, werden laufend überprüft. Ein Datum für eine aktualisierte Ausgabe dieser Publikation kann daher nicht angegeben werden.

Mögliche Interessenkonflikte

Diese Publikation wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der WestLB zum Umgang mit Interessenkonflikten im Research (die Research-Richtlinien) erstellt. Die Research-Richtlinien stehen im Internet unter http://www.westlb.de/research_policy_de zur Verfügung.

Erläuterung von Bewertungsparametern, Risikoeinschätzung und Empfehlungen

Sofern nichts anderes angegeben ist, werden die in dieser Publikation genannten Kursziele entweder mit Hilfe der Discounted Cash Flow-Methode, durch einen Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der Analyst als vergleichbar erachtet, oder anhand einer Kombination von beiden ermittelt. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht immer ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Unternehmens. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen im Bereich Technologie, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, bei den Wechselkursen und in einigen Branchen auch der geltenden Vorschriften können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten, wie z.B. American Depositary Receipts, können mit höheren Risiken verbunden sein bedingt durch die Auswirkung von Wechselkursen, Devisenkontrollen, Besteuerung sowie von politischen und sozialen Gegebenheiten. Die vorliegende Erläuterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

In ihrer Einstufung der Aktien beurteilen die Research-Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung in den der Abgabe ihrer Einschätzung folgenden 12 Monaten. Dabei fließt das, wie zuvor beschrieben, festgelegte Kursziel und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunktorentwicklung in die Bewertung ein.

Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen“, dass der erwartete Gewinn der Aktie mehr als 20% beträgt. „Akkumulieren“ bedeutet einen prognostizierten Gewinn zwischen 10% und 20%. „Reduzieren“ bedeutet einen prognostizierten Verlust zwischen 0% bis minus 10% und „Verkaufen“ bedeutet einen erwarteten Verlust von mehr als minus 10%. Die Einstufung mit „Neutral“ bedeutet, dass wir die Aktie auf ihrem derzeitigen Kursniveau als fair bewertet ansehen. Aus diesem Grunde verzichten wir bei dieser Einstufung auf die gesonderte Angabe eines numerischen Kursziels, dieses entspricht definitionsgemäß solange dem täglich neu ermittelten Marktpreis, bis wir zu einer anderen Einstufung gelangen.

Vertrieb und Verwendung dieser Publikation

Diese Publikation wurde von einer Research-Abteilung der WestLB AG erstellt. Im Vereinigten Königreich erfolgt die Verteilung durch die WestLB AG London Branch. Dort steht diese Publikation gemäß den Bestimmungen der Financial Services Authority nur Geeigneten Gegenparteien und Professionellen Kunden, nicht jedoch Privatkunden zur Verfügung. Personen, die nicht über professionelle Kenntnisse im Anlagebereich verfügen, sollten sie nicht verwenden.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Angaben stammen aus Quellen, die von der WestLB AG als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch keine Garantie oder Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck übernommen. Alle Meinungsäußerungen, Schätzungen oder Prognosen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstrumentes. Es besteht keine Gewähr, dass ein in dieser Publikation genanntes Portfolio oder eine Anlage eine positive Anlagerendite erzielt. Die Aussagen in dieser Publikation sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder irgendeiner anderen Handlung zu verstehen und sind nicht Grundlage oder Bestandteil eines Vertrages.

Weitere Informationen sind von Ihrem Ansprechpartner bei der WestLB AG erhältlich. Diese Publikation darf nicht, auch nicht in Kopie oder auszugsweise, ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis der WestLB AG an unberechtigte Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Art der Verteilung dieses Dokuments kann in einigen Ländern, so u.a. in den USA, gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich entsprechend zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Die WestLB AG London Branch ist Mitglied der International Capital Market Association.

Copyright: 2010 WestLB AG. Alle Rechte vorbehalten.