

Nachhaltiger Krisenschutz

Wertvolle Risikoinformation sozialer
und ökologischer Auswahlkriterien

Juni 2010

Mit dem Fokus auf soziale und ökologische Kriterien stellt die Nachhaltigkeitsanalyse bisweilen Risiken fest, die in der klassischen Kreditanalyse nicht vollständig erfasst werden. Die Nachhaltigkeitsanalyse berücksichtigt ökologische Risiken wie unerwartete regulatorische Eingriffe, Verrechnung von Abfallprodukten und Sammelklagen sowie soziale Risiken wie Reputationsverlust bei Kunden, Streiks oder Probleme mit Lieferanten. Erfahrungsgemäss materialisieren sich diese Risiken längerfristig in ökonomischen Risiken, weshalb sich der Nachhaltigkeits-filter gerade bei Bond Investments auszahlt.

Die positiven Risikoeigenschaften des Nachhaltigkeitsfilters zeigen sich nicht nur bei Unternehmensanleihen, sondern auch bei europäischen Staatspapieren. Die Kreditrisikoprämien nachhaltiger europäischer Länder – dazu zählen etwa die Schweiz, Deutschland oder Österreich – sind im Verlauf der jüngsten Kreditkrise wesentlich tiefer und stabiler geblieben als die Prämien nicht-nachhaltiger Staaten wie Griechenland, Spanien oder Irland.

Zahlreiche private und vermehrt auch institutionelle Schweizer Kunden legen einen wachsenden Anteil ihrer Vermögen in Sustainable Investments an. Im vergangenen Jahr umfasste der Markt für nachhaltige Anlagen (Kollektivanlagen, Vermögensverwaltungsmandate und strukturierte Produkte) ein Volumen von CHF 34 Mrd. Gerade im Nachkrisenjahr 2009 wuchsen die Vermögensbestände mit über 50% ausserordentlich stark, verglichen mit einem durchschnittlichen Wachstum des schweizerischen Fondsmarktes um etwas mehr als 10%.



**Zürcher
Kantonalbank**

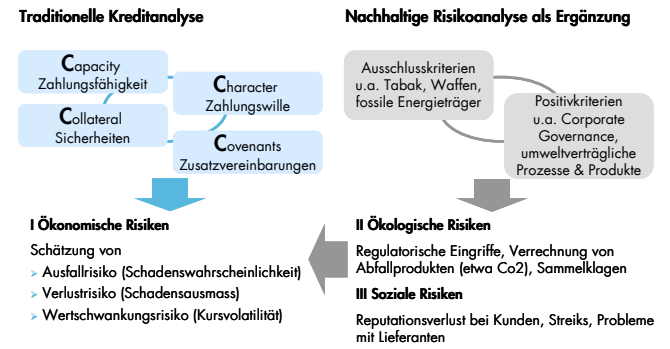
Nachhaltigkeit als Ergänzung zur Kreditanalyse

Überschuldete Staaten, ungenügende Risikokontrollen in Banken, wachsende Kosten aus Umweltschäden – so lauten die Schlagzeilen der vergangenen Monate und wohl auch jene der nächsten Jahre. Davon sind nicht zuletzt die Kapitalgeber betroffen, die Obligationen defizitärer südeuropäischer Länder halten oder überdurchschnittlich risikoreiche Finanzanleihen und Schuldpapiere von Unternehmen, die milliardenschwere Umweltklagen zu erwarten haben. Viele dieser Risiken werden in der klassischen Kreditanalyse nicht vollständig erfasst, die vor allem ökonomische Variablen wie Zahlungsfähigkeit (Capacity), Zahlungswille (Character), Sicherheiten (Collateral) und Zusatzvereinbarungen (Covenants) untersucht (Grafik 1). Daraus schätzen Kreditanalysten, etwa jene der bekannten Ratingagenturen Standard & Poor's oder Moody's, ökonomische Risiken wie Ausfallrisiko (Schadenswahrscheinlichkeit), Verlustrisiko (Schadensausmass) und Wertschwankungsrisiken (Kursvolatilität). Die Nachhaltigkeitsanalyse ergänzt diese ökonomische und tendenziell kurzfristige Risikosicht eines Unternehmens. In der nachhaltigen Unternehmensanalyse werden ökologische Risiken wie unerwartete regulatorische Eingriffe, Verrechnung von Abfallprodukten und Sammelklagen sowie soziale Risiken wie Reputationsverlust bei Kunden, Streiks oder Probleme mit Lieferanten berücksichtigt. Erfahrungsgemäss materialisieren sich diese Risiken längerfristig in ökonomischen Risiken, weshalb sich der Nachhaltigkeitsfilter gerade bei Bond Investments auszahlt.

Geringere Kreditrisikoprämien nachhaltiger Staatsanleihen

Die positiven Risikoeigenschaften des sogenannten Nachhaltigkeitsfilters lassen sich in verschiedenen Anleihssegmenten beobachten. Interessant scheint dieser

Grafik 1: Kredit- und Nachhaltigkeitsanalyse



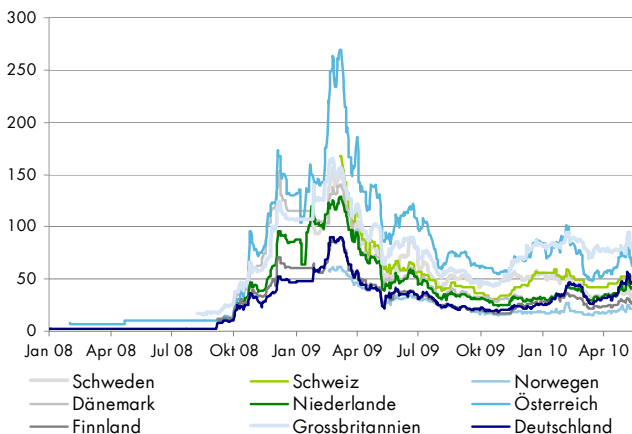
Quelle: eigene Darstellung

Tage ein Vergleich europäischer Staatsanleihen, die nach dem ZKB Nachhaltigkeitsansatz (Textkasten) als nachhaltig und nicht-nachhaltig eingestuft werden. Die Kreditrisikoprämien nachhaltiger europäischer Länder – dazu zählen etwa die Schweiz, Deutschland oder Österreich – sind im Verlauf der jüngsten Kreditkrise wesentlich tiefer und stabiler geblieben als die Prämien nicht-nachhaltiger Staaten wie Griechenland, Spanien oder Irland (Grafik 2). Die niedrigeren Kreditrisikoprämien, im Jargon auch Credit Spreads genannt, und deren geringere Schwankungen oder Volatilität sind beides positive Eigenschaften für Obligationäre, da mit steigenden und volatileren Prämien die Anleihenkurse tendenziell sinken.

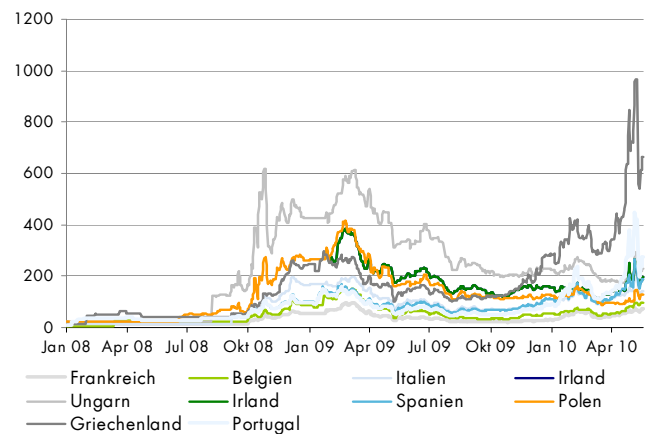
Wieso wurden gerade diese Länder als nachhaltig bzw. nicht-nachhaltig eingestuft? Die Schweiz hat im internationalen Vergleich besonders gute Werte in den Bereichen Wasser, Treibhauseffekt sowie Biodiversität und Luftqualität, was sich in einem guten Umweltrating niederschlägt. Im Gesundheitsbereich tragen die hohe

Grafik 2: Kreditrisikoprämien europäischer Staaten (CDS 5 Jahre EUR)

Nachhaltige europäische Staaten



Nicht nachhaltige europäische Staaten



Quelle: Bloomberg

Ärztliche, der geringe Anteil an Übergewichtigen und eine hohe beschwerdefreie Lebenserwartung zu einem guten Sozialrating bei. Ähnliches gilt für Deutschland und Österreich, die sich besonders nachhaltig verhalten in den Bereichen Emissionen und Menschenrechten bzw. Biodiversität, Bildung und Kultur. Dagegen schneidet Griechenland unter anderem wegen einer laschen Umweltpolitik sowie einer hohen Jugendarbeitslosigkeit und geringer Unterstützung der Arbeitslosen unterdurchschnittlich ab. Bei Spanien wirken sich ein überdurchschnittlicher Pro-Kopf-Wasserverbrauch und ein kräftiger Fleisch- und Fischkonsum negativ auf die Wasser- und Ressourcenbilanz aus. Zudem führt ein wesentlicher Anteil der Frachttransporte auf Strassen zu einem ungenügenden Ergebnis bei der Mobilität. Weit unter dem internationalen Schnitt liegen die Bereiche Lebensstandard und Fortschritt. Im Fall von Irland sind es unter anderem die Bereiche Mobilität und Forschungsausgaben, die zu einem geringeren Umwelt- und Sozialrating geführt haben.

Kasten 1: Nachhaltigkeit bei der ZKB

Die Zürcher Kantonalbank hat Nachhaltigkeit im Leitbild verankert. Sie übernimmt in verschiedenen Geschäftsbereichen soziale und ökologische Verantwortung und setzt sich aktiv für Nachhaltigkeit ein – auch in der Vermögensverwaltung: Seit dem Jahr 1996 betreibt die ZKB ein Nachhaltigkeitsresearch, das die Emittenten von Aktien und Anleihen auf soziale und ökologische Kriterien hin untersucht. In den nachhaltigen Anlagefonds der ZKB werden die Nachhaltigkeits- und die Finanzanalyse in einem nachvollziehbaren und systematischen Anlageprozess verbunden. In der Analyse wird ein Universum mit Branchenleadern, Innovatoren (klein- bis mittelkapitalisierte Unternehmen) und nachhaltigen Anleihen festgelegt. Für die Kategorien Staaten/Gliedstaaten, Städte sowie supranationale Gesellschaften werden jeweils angepasste Analyseverfahren verwendet. Zur Prüfung der Umweltkriterien werden zum Beispiel der Energieverbrauch, der Kohlendioxidausstoss, der Wasserverbrauch oder die Ratifizierung internationaler Umweltabkommen berücksichtigt. Auf der Sozialeseite fliessen Aspekte wie Einkommensverteilung, Arbeitslosenraten, Gesundheits- und Bildungsausgaben, Verstösse gegen Menschenrechte und Todesstrafe ein. Die Nachhaltigkeitsanalyse für öffentlich-rechtliche und private Unternehmen, die Anleihen herausgeben, erfolgt vor allem nach dem Branchenleaderansatz. Ausserdem gilt ein strenges Set von Ausschlusskriterien zu Unternehmenstätigkeiten: die Förderung von fossilen Energieträgern, die Herstellung von Automobilen und Flugzeugen, der Betrieb von Kernkraftwerken, Gentechnik in der Landwirtschaft und die Herstellung von Waffen und Tabakprodukten.

Früherkennung kritischer Faktoren

Offensichtlich hat die ZKB Nachhaltigkeitsanalyse früher als die klassische Kreditanalyse und eine Mehrheit der Marktteilnehmer kritische Faktoren erkannt – die Nachhaltigkeitskriterien liefen den rein ökonomischen Kriterien gewissermassen voraus. Dies erstaunt nicht weiter: Vermutlich handelt eine Regierung in ökonomischen Fragen, etwa bei der Konsolidierung des Staatshaushalts, ähnlich wie bei Umweltfragen oder sozialen Belangen. Auf jeden Fall materialisieren sich inzwischen die Risiken in wachsenden Kreditrisikoprämien gewisser südeuropäischer Länder und haben im Fall von Griechenland zu einer Schuldenkrise geführt.

Bis im Jahr 2009 teilten die Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's die griechischen Staatsanleihen ins Ratingsegment A ein, während sie Spanien und Irland sogar mit der Bestnote AAA auszeichneten. Ebenso sahen es die Finanzmärkte. Werden die Kreditrisikoprämien in die Skala der Ratingagenturen umgerechnet, stuften die Bondholder bis Jahresmitte 2009 Griechenland und Irland als AA Schuldner ein, Spanien bewerteten sie sogar mit der Höchstnote AAA. Inzwischen sind hat die soziale, ökologische und ökonomische Einschätzung konvergiert. Griechische Bonds werden an den Kapitalmärkten im B Bereich der Ratingskala gehandelt, spanische und portugiesische Kreditderivate (Credit Default Swaps) im BB Bereich.

Nachhaltigkeit und Kreditratings sind also nicht notwendigerweise aneinander geknüpft. Zwar weisen nachhaltige Staaten, zumal jene mit einem ausgezeichneten Sozialrating, häufig eine gute Bonitätsnote auf. In der Spitzengruppe der nachhaltigen Staaten haben alle Staaten das höchste Bonitätsrating (AAA). Der Umkehrschluss, dass Staaten mit einer guten Bonitätseinstufung auch nachhaltig sind, gilt allerdings nicht. So liegen die USA und Japan – beides Länder mit ausgezeichneten Bonitätsbestnoten AAA bzw. AA – in der Schlussgruppe der nachhaltigen Länder. Tendenziell hängen Nachhaltigkeitsratings eher mit der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes zusammen. Gute Leistungen im Sozialbereich können nur erbracht werden, wenn das volkswirtschaftliche Einkommen (Bruttonationalprodukt) ausreicht. Dennoch können auch ärmere Länder gut abschneiden: in der Umweltbewertung etwa durch einen geringeren Ressourcenverbrauch oder weniger Treibhausgasemissionen.

Krisenschutz auch bei Unternehmensanleihen

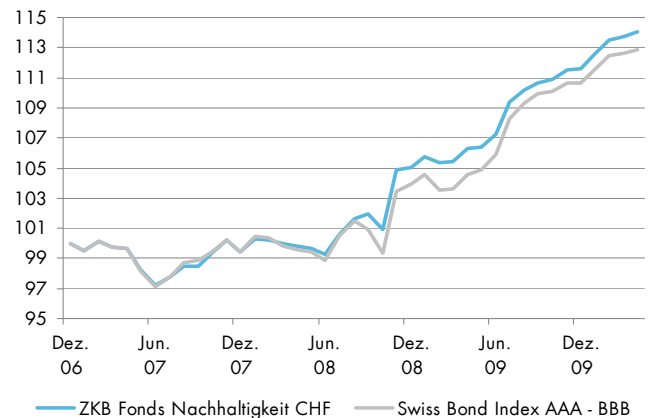
Der nachhaltige Krisenschutz wirkt nicht nur bei Staatsanleihen, sondern auch bei Unternehmensobligationen. In diesem Segment des Kapitalmarkts wurden einige krisenanfällige Anleihenemittenten wie General Electric oder Lehman Brothers durch das ZKB Nachhaltigkeitsresearch ausgeschlossen. Bei General Electric war der Bau von Atomkraftwerken ausschlaggebend, bei Lehman ein ungenügendes Nachhaltigkeitsreporting. Gerade in den kritischen Monaten der jüngsten Kreditkrise, also im Herbst 2008, setzte sich ein Portfolio nachhaltiger Frankenanleihen vom Gesamtmarkt ab. Dies kann mit Hilfe eines marktgewichteten Subindexes des Swiss Bond Indexes (SBI) dargestellt werden, der nur nachhaltige Frankenanleihen enthält. Zur Messung kann auch ein tatsächlich investierter Anlagefonds, etwa der ZKB Anleihenfonds Nachhaltigkeit CHF, herangezogen werden (Grafik 3). Dieser schnitt, wie auch der nachhaltige Swiss Bond Index, in den Krisenmonaten wesentlich besser ab als der klassische Swiss Bond Index und konnte diesen Vorsprung in den Folgemonaten halten.

Die nachhaltige Bondselektion hat demnach zwei Vorteile. Zum einen schützt sie den Obligationär genau dann vor Kreditverlusten, wenn dieser Schutz am wertvollsten ist, nämlich in der Krise. Diese geringe Korrelation in Krisenzeiten dient der Diversifikation der Kreditrisiken. Zum andern weisen nachhaltige Anleihen tendenziell eine geringere Volatilität aus, wie die unterdurchschnittlich schwankenden Kreditrisikoprämien nachhaltiger europäischer Staaten verdeutlichen.

Durchschnittliche Rendite – doch geringes Risiko

Lange Jahre galten nachhaltige Aktien oder Anleihen als renditearme Anlagen: Der Investor müsse mit einer Performanceeinbusse rechnen, wenn er bei der Titelselektion – anstatt rein ökonomischer – auch soziale und ökologische Kriterien anwende. In der gegenwärtigen Krise entpuppen sich allerdings gerade diese nachhaltig gewählten Investments zumeist als die bessere Wahl. Über einen Zyklus hinweg weisen sie dieselbe Rendite wie der Gesamtmarkt auf, allerdings bei geringerem Risiko (tiefere Volatilität und geringere Korrelation). Dass die Einschränkung auf Nachhaltigkeit keine Rendite kosten muss, belegen zahlreiche Studien zu Aktien und Anleihen. So stellte eine jüngere Untersuchung von Jeroen Derwall zu amerikanischen „Social Responsible Investments“ keine signifikanten Renditeunterschiede zwischen nachhaltig ausgerichteten und konventionell geführten Obligationenfonds fest.

Grafik 3: Nachhaltiger Krisenschutz am CHF Kapitalmarkt



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Auf den ersten Blick überraschen diese Beobachtungen. Das Kriterium der Nachhaltigkeit ist eine zusätzliche Restriktion, die sich der Investor auferlegt, vergleichbar mit einer Konzentration seiner Investitionen auf eine Region oder einen Sektor. Er schränkt sein Diversifikationspotenzial damit tendenziell ein. Aus praktischer Sicht stellt sich die Frage, ob diese Einschränkung statistisch und ökonomisch relevant ist, ob der Investor also mit einer Ertragseinbusse oder einem erhöhten Risiko rechnen muss. Entscheidend ist die Verfügbarkeit an Fixed-Income-Instrumenten mit Nachhaltigkeitsrating. In der Praxis zeigt sich, dass die Auswahl der Bonds mit Nachhaltigkeitsrating so gross ist, dass die aktive Steuerung von Währungs-, Zins- und Kreditallokation in einem nachhaltigen Bond Portfolio ebenso gut möglich ist wie ohne die zusätzliche Anforderung der Nachhaltigkeit. Dennoch sind nachhaltige Bondportfolios eher risikoarm ausgerichtet, insbesondere ist die Bildung von High-Risk-Portfolios mit Nachhaltigkeitsrating – so wie dies im Aktienbereich mit sogenannten Innovatorenfonds umgesetzt wird – im Bondbereich kaum möglich. Diese Unternehmen finanzieren sich (noch) wenig über den Kapitalmarkt und verfügen bei einer allfälligen Erstemission oft noch nicht über ein Nachhaltigkeitsrating.

Anziehende Kundennachfrage

Zahlreiche private und vermehrt auch institutionelle Schweizer Kunden legen einen wachsenden Anteil ihrer Vermögen in Sustainable Investments an. Im vergangenen Jahr umfasste der Markt für nachhaltige Anlagen (Kollektivanlagen, Vermögensverwaltungsmandate und strukturierte Produkte) ein Volumen von CHF 34 Mrd., wie die jüngste Erhebung von onValues hervorbrachte. Gerade im Nachkrisenjahr 2009 wuchsen die Vermögenbestände mit über 50% ausserordentlich stark, verglichen mit einem durchschnittlichen Wachstum des

schweizerischen Fondsmarktes um etwas mehr als 10%. In Europa sind Vermögensbestände bereits wesentlich grösser als in der Schweiz. Von ungefähr EUR 30 Mrd. im Jahr 2002 sind die „Sustainable Assets under Management“ innert weniger Jahre auf mehr als EUR 500 Mrd gewachsen. Ungefähr die Hälfte davon sind in Anleihen angelegt.

Markus Kramer, FRM
Portfolio Manager Fixed Income SRI Funds
ZKB Asset Management

Quellen

- Jeroen Derwall, The Economic Virtues of SRI and CSR, 2007
- onValues, Volumen nachhaltiger Anlagen in der Schweiz, März 2010
- ZKB, Fokus Fixed Income Investieren in nachhaltige Bonds, Juni 2008
- ZKB, Nachhaltigkeitsrating für Staaten, August 2009

