

INTERVIEW MIT URS VON ARX, ÖKONOM AN DER ETH ZÜRICH

„Echtes Bedürfnis nach nachhaltigen Fonds“

Experte bemängelt fehlende Datenlage und fehlende wissenschaftliche Untermauerung

Börsen-Zeitung, 5.5.2009
Anbieter von Nachhaltigkeitsfonds argumentieren gern, dass sich ökologisch und sozial verantwortungsbewusstes Anlegen finanziell lohnt. Der Schweizer Ökonom Urs von Arx befasst sich mit dieser Fragestellung und kritisiert die methodischen Unzulänglichkeiten in Studien der Nachhaltigkeitsindustrie.

Herr von Arx, behaupten Fondsanbieter zu Recht, es gebe einen positiven Zusammenhang zwischen nachhaltigen Anlagen und der finanziellen Rendite?
Viele Analysen, die das zu beweisen versuchen, sind methodisch unzulänglich. Wenn etwa ein Anbieter einen Aktienindex mit nachhaltig agierenden Unternehmen erstellt und dessen Entwicklung mit jener eines Basisindex vergleicht, lassen sich daraus keine Aussagen über einen Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und finanzieller Performance ableiten. Weist der Nachhaltigkeitsindex eine bessere Performance auf, stellt sich die Frage, ob das wirklich auf den Faktor Nachhaltigkeit oder eher auf andere Faktoren zurückzuführen ist.

Welche Faktoren sollten denn berücksichtigt werden?
Empirisch können vier Risikofaktoren die Kursentwicklungen der verschiedenen Aktien am besten erklären. Neben der grundsätzlichen Entwicklung des jeweiligen Aktienmarktes sind das die Größe eines Unternehmens, die Frage, ob es sich um einen Wachstums- oder Substanzwert handelt, und der Momentum-Faktor, nach dem die Gewinneraktien der letzten zwölf Monate in der Regel auch in den folgenden Monaten besser abschneiden. Oft verfolgen Nachhaltigkeitsfonds, weil sie kleine und innovative Firmen übergewichten, indirekt eine Small-Cap-Strategie. Kleinere Firmen entwickeln sich langfristig im Schnitt aber grundsätzlich besser als die großen.
Sie haben in einer Ihrer Studien versucht, diese Faktoren herauszurechnen, mit welchem Resultat?
Wir haben für den Zeitraum von 2003 bis 2006 für insgesamt 456 eu-

ropäische und US-Firmen untersucht, wie die von der Bank Sarasin gemessenen Nachhaltigkeitskriterien die durchschnittlichen Aktienrenditen beeinflussen. Wichtig dabei ist, dass es 2000/2001 einen Strukturbruch gab. Ab dem Zeitpunkt haben Substanzwerte wieder besser als Wachstumstitel abgeschnitten. Die von Sarasin als nachhaltig eingestufteten Werte sind aber tendenziell wachstumsorientiert. Erst nachdem wir dies berücksichtigt haben, konnten wir nachweisen, dass es in dem von uns betrachteten Fall zwischen Nachhaltigkeit und Finanzrendite einen leichten, statistisch aber robusten positiven Effekt gibt.

Da stellt sich die Frage, ob es nicht noch andere Risikofaktoren als die von Ihnen erwähnten gibt, die die Performance beeinflussen, aber von der Wissenschaft noch nicht erkannt sind.

In einem derzeit laufenden, vom Schweizerischen Nationalfonds unterstützten Forschungsprojekt analysieren wir erst kürzlich entdeckte Faktoren, die eine bessere theoretische Fundierung aufweisen. In den USA hat sich gezeigt, dass sich mit diesen Faktoren die Aktienrenditen besser erklären lassen. Wir analysieren nun, ob das auch für den europäischen Aktienmarkt zutrifft. Zum Beispiel prüfen wir, ob die Liquidität der Aktien die Kursentwicklungen noch besser erklären kann als der reine Größenfaktor.

Lässt sich aus wissenschaftlicher Sicht nun ein Urteil darüber treffen, ob nachhaltiges Handeln tatsächlich profitabel ist?

Die bisherige empirische Forschung hat gezeigt, dass es nur einen geringen Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Finanzperformance gibt. Falls man überhaupt einen festgestellt hat, dann war er in der Regel leicht positiv. Nur sehr, sehr wenige Studien haben für die von ihnen untersuchten Fälle einen negativen Zusammenhang nachgewiesen. Sehr häufig sind die Studienresultate aber statistisch nicht signifikant.

Dann macht es für einen renditeorientierten Anleger aber wenig

Sinn, Produkte der Nachhaltigkeitsindustrie zu erwerben?

Wenn es keinen klaren Zusammenhang gibt, stellt sich natürlich die Frage, weshalb der Anleger für die aktive Verwaltung eines Nachhaltigkeitsfonds extra Gebühren zahlen sollte. Und es hat noch einen kritischen Punkt in der Nachhaltigkeits-

diskussion. Bisher gibt es meines Wissens kein theoretisches Modell, das schlüssig aufzeigen kann, weshalb eine stärkere Gewichtung von sozialen und ökologischen Faktoren im Anlageprozess die Finanzrendite über die nächsten Jahre verbessern sollte. Die theoretische Fundierung empirischer Analysen ist schwach.

Ist es nicht auch so, dass nach Nachhaltigkeitskriterien zusammengestellte Aktienfonds oft ziemlich die gleichen Titel enthalten wie ganz normale Fonds?

Ich nehme an, dass viele Nachhaltigkeitsfonds und -indizes auch mit einem Auge zum Beispiel auf die Marktkapitalisierung oder andere finanzökonomische Größen zusammengestellt werden, um das Abweichungsrisiko zu gängigen Indizes in Grenzen zu halten. Kollegen vom Departement Umweltwissenschaften an der ETH Zürich haben übrigens die ökologische Performance von Nachhaltigkeitsfonds und von ähnlich gelagerten herkömmlichen Fonds analysiert, also sie hinsichtlich des Umweltnutzens verglichen. Sie kamen zum Schluss, dass der Unterschied relativ gering ist.

Vieles in der Nachhaltigkeitsindustrie mutet handgestrickt an. Es wird auch eine Unzahl unterschiedlicher Indikatoren zur Nachhaltigkeitsbewertung eingesetzt. Ist eine Standardisierung der Kriterien und Methoden nicht erreichbar?

Die Industrie ist eben noch jung. Wenn sie reifer wird, wird es wie in anderen Industrien irgendwann vermehrt zu Standardisierungen kommen. Es ist aber eine legitime Forderung, dass sich die Anbieter von Nachhaltigkeitsprodukten rascher einigen und die Standardisierungsbemühungen beschleunigen sollten. Solange das nicht geschieht, ist der Vorwurf kaum zu entkräften, dass Nachhaltigkeitsprodukte vor allem ein zusätzliches Marketinginstrument für die Finanzbranche sind. Dabei muss aber angeführt werden, dass bei vielen privaten wie institutionellen Investoren ein echtes Bedürfnis nach nachhaltigen Fonds besteht.

Das Interview führte Andreas Kälin.

ZUR PERSON Branchenkenner



Urs von Arx

Der Schweizer Urs von Arx (53) arbeitet als Ökonom am Department of Management, Technology and Economics an der Eidgenössischen Technischen Hochschule, ETH Zürich, sowie am Center for Corporate Responsibility and Sustainability der Universität Zürich. Er ist mit dem Deutschen Andreas Ziegler in der Studie „The Effect of Corporate Social Responsibility on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe“ der Frage nachgegangen, ob unternehmerisch nachhaltiges Handeln tatsächlich profitabel ist und sich positiv auf die Aktienkurse auswirkt, wie das die Anbieter von Nachhaltigkeitsfonds gern behaupten. Von Arx kann auf Erfahrungen aus der Praxis verweisen: Für die Zürcher Kantonalbank, die niederländische ABN Amro und die Genfer Privatbank Pictet hatte er Aktien- und Obligationenfonds gemanagt. (Börsen-Zeitung, 5.5.2009)

Nebenwerte-Indizes heben ab

TecDax erreicht höchsten Stand seit Mitte Oktober 2008 – Solarwerte stark gefragt

Börsen-Zeitung, 5.5.2009
ck Frankfurt – Zunehmende Hoffnungen auf eine Stabilisierung der Konjunktur und der immer stärker werdende Performance-Druck haben zum Wochenauftakt bei den Neben-

10,9% sowie Roth & Rau um 10,6%. Zweitstärkste TecDax-Komponente waren Infineon, die sich um 13,7% verteuerten. Die französische Natixis hat das Kursziel für den weiter mit „Reduce“ eingestufteten Wert von 1,20 auf 1,70 Euro erhöht. Ferner hat Credit Suisse das Kursziel von 0,50 auf 1,70 Euro angehoben. Die Einstufung lautet weiterhin auf „Neutral“.

Außerhalb des TecDax legte außerdem die Aktie des Windpark-Projektierers Plambeck Neue Energien stark zu. Die Aktie reagierte auf den Quartalsbericht der Gesellschaft mit einem Anstieg um 14,1%. Das Unternehmen wies für das erste Quartal ein gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum von 1,2 Mill. auf 7,2 Mill. Euro gesteigertes Ergebnis vor Zinsen und Steuern aus.

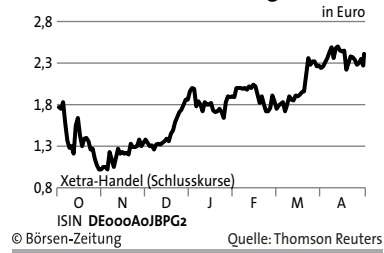
Im MDax waren Heidelberg Cement mit einem Gewinn von 15,2% Spitzenreiter. Der Bundesverband

der deutschen Zementindustrie erklärte, dass er in diesem Jahr im günstigsten Fall mit einem Rückgang des inländischen Zementverbrauchs um 5% rechnet. Die Hilfsprogramme der Bundesregierung seien geeignet, die Folgen der Krise für die Baubranche abzumildern. Ferner erklärte Andreas Kern, Vorstandsmitglied der Heidelberg Cement, dass das Unternehmen nicht auf Notverkäufe zur Schuldentilgung angewiesen sei.

Zweitstärkste MDax-Komponente waren Hugo Boss mit einem Anstieg um 12,5% auf 17,10 Euro. Exane BNP Paribas hat das Kursziel für den weiter mit „Neutral“ eingestufteten Titel von 11,80 auf 16,50 Euro angehoben. Equinet stufte den Wert von „Sell“ auf „Hold“ hoch.

Auch im SDax legten einige Werte sehr stark zu. Spitzenreiter waren SKW Stahl mit einem Gewinn von 18,5% sowie C.A.T. Oil mit einem

Die Plambeck Neue Energien-Aktie



Plus von 11,5%. Außerhalb der Indizes legten Einhell vorübergehend sehr stark zu. Der Wert stieg bis auf 19,30, ehe er mit einem Plus von nur noch 2% bei 17,75 Euro schloss. Das Unternehmen gab bekannt, dass sein Erlös im ersten Quartal nach vorläufigen Daten bei 91 Mill. nach im Vorjahr 97,6 Mill. Euro lag.

Bericht zu Plambeck Seite 12

Gewinner und Verlierer gegenüber dem Euro

Veränderungen in der Woche zum 4. Mai 2009 in Prozent

| | |
|-------------------------|-------|
| Südafrikanischer Rand | 3,37 |
| Südkoreanischer Won | 3,15 |
| Mexikanischer Peso | 3,03 |
| Brasilianischer Real | 1,77 |
| Australischer Dollar | 1,74 |
| Kanadischer Dollar | 1,27 |
| Norwegische Krone | 1,12 |
| Schwedische Krone | 0,61 |
| Dänische Krone | 0,00 |
| Britisches Pfund | -0,11 |
| Taiwanesischer Dollar | -0,17 |
| Schweizer Franken | -0,17 |
| Neuseeländischer Dollar | -0,46 |
| Singapur-Dollar | -0,86 |
| US-Dollar | -2,29 |
| Japanischer Yen | -4,95 |

© Börsen-Zeitung

Quelle: Bloomberg

EZB-Zinsentscheid rückt ins Blickfeld

Von Martin Hampel, Frankfurt

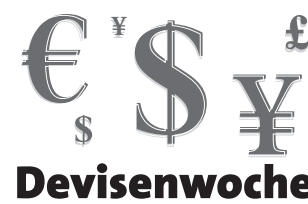
Börsen-Zeitung, 5.5.2009
Die Aufmerksamkeit der Anleger fokussiert sich in dieser Woche besonders auf den Donnerstag. An Daten und Informationen über die konjunkturelle Lage wird es dann nicht mangeln: Die Europäische Zentralbank entscheidet über den Leitzins und etwaige quantitative Lockerungen, die Bank of England tut das ebenfalls, und Deutschland veröffentlicht Daten zu den Auftragse-

politik, für den Euroraum nicht sinnvoll ist. Für das Währungspaar Euro-Dollar „wird entscheidend sein, ob die EZB den Markt von dieser Sicht überzeugen kann“, sagt Ulrich Leuchtmann, Leiter Devisenresearch bei der Commerzbank.

Sollte die EZB auf zusätzliche quantitative Lockerungsmaßnahmen verzichten, rechnen die Experten der Unicredit mit einem Ansprung aller Euro-Wechselkurse, denn, so die Logik der Analysten, der Verzicht ließe Optimismus der Notenbank erkennen. „Eine lang anhaltende Eur(o)phorie erwarten wir jedoch nicht“, heißt es, weil die EZB-Vertreter in der vergangenen Woche erklärt hätten, dass der Aufkauf von Anleihen nach wie vor eine Option sei, um die Kreditströme wieder in Gang zu setzen. Darüber hinaus erhoffen sich Marktteilnehmer weiterführende Äußerungen Trichets zu der Frage, ob mit dem Leitzins von 1% das Ende der Fahnenstange erreicht ist oder ob die Notenbank darüber nachdenken, den Satz noch weiter zu senken.

Kein Zinsschritt in England

Bei der Bank of England drängt sich diese Fragestellung so nicht auf: Dort liegt der Leitzins aktuell bei 0,5%, und Anleihen werden schon durch die Notenbank angekauft. „Eine Änderung des Zinsniveaus und der Maßnahmen zur mengenmäßigen Lockerung sind nicht zu erwarten“, schreibt Ralf Umlauf, Analyst der Helaba. Für das Pfund dürften in den kommenden Tagen eher Konjunkturdaten wie das Konsumentenvertrauen und der Einkaufsmanagerindex des Dienstleistungsgewerbes (beide



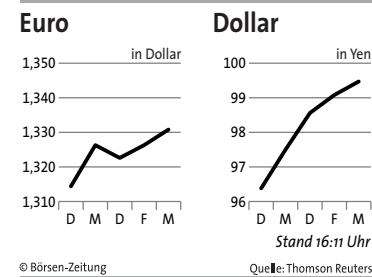
Devisenwoche

gängen. Und als reiche das alles nicht, kommen nun noch die Ergebnisse des Banken-Stresstests aus den USA hinzu. Die waren eigentlich für den gestrigen Montag zur Veröffentlichung vorgesehen, aber offenbar kam es bei der Auswertung zu Verzögerungen. Ohne Frage werden in den Tagen bis Donnerstag immer wieder kleinere Informationshappen und Spekulationen den Markt in Atem halten. So machten am Montag Gerüchte die Runde, dass bei 14 der 19 geprüften US-Institute die Kapitaldecke nicht ausreichend sein könnte.

Ungemach für den Euro

Sollte der Test überraschend schwache Ergebnisse hervorbringen, droht nicht nur den Finanzwerten Ungemach. Dann könnte ein erneutes Aufblähen der Finanzkrise die Investoren einmal mehr verprellen und damit indirekt den Euro unter Druck setzen. Schließlich hat in den vergangenen Monaten der Dollar meist dann deutlich aufgewertet, wenn die Angst der Anleger am größten war und sie ihr Geld von den Börsen abgezogen haben.

Unter Druck könnte der Euro am Donnerstag auch geraten, wenn Jean-Claude Trichet, Präsident der Europäischen Zentralbank, nach dem EZB Zinsentscheid sein Statement abgibt. Dass die Notenbank den Zins um 25 Basispunkte auf 1% senkt, gilt als sicher. Fraglich ist: Was wird Trichet außerdem ankündigen? Wahrscheinlich ist eine Verlängerung der Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte, unklar ist, ob es weitere Schritte hinsichtlich einer Politik der quantitativen Lockerung geben wird. Fest steht, dass die Maßnahmen der EZB gegen den gigantischen Anleihekauf der US-Notenbank Fed eher klein wirken dürften. Es ist gut möglich, dass einige Investoren das Missverhältnis dem Euro zum Nachteil auslegen. Andererseits argumentieren einige EZB-Ratsmitglieder seit längerem, dass ein Programm wie das der Fed, also der Aufkauf von Anleihen verbunden mit einer Nullzins-



© Börsen-Zeitung

Quelle: Thomson Reuters

heute) von Relevanz sein. Zudem könnten im Vereinigten Königreich Unternehmenszahlen wie beispielsweise von Barclays (Donnerstag) und der RBS (Freitag) Aufschluss über die Lage geben.

Aus Deutschland stehen am Donnerstag der Auftragseingang für März und am Freitag die Industrieproduktion zur Veröffentlichung an. Bei den Aufträgen erwarten die Analysten der Postbank einen Rückgang um 2% gegenüber Februar. Die Produktionszahlen dürften nach Einschätzung der Postbank um 1% sinken. „Immerhin würde sich damit eine Verlangsamung des Abwärtstrends abzeichnen“, heißt es. Im Februar habe es schon erste Anstiege bei den Auftragseingängen außerhalb des Euroraums gegeben. Sollten sich auch die Aufträge aus der Eurozone stabilisieren, wäre das ein gutes Zeichen für die deutsche Industrie in den kommenden Monaten, schreiben die Analysten. „Dort ist in allen Teilbereichen noch viel Luft nach oben.“

TAGESGEWINNER UND -VERLIERER

| Dax | Kurs | in % |
|-----------------|----------------|------------|
| ThyssenKrupp | 17,59 | 8,3 |
| Hannover Rück | 26,61 | 8,3 |
| MAN | 50,29 | 7,0 |
| Salzgitter | 57,63 | 6,8 |
| K+S | 48,26 | 6,0 |
| Dax | 4902,45 | 2,8 |
| Merck | 67,56 | -0,6 |
| Münchener Rück | 103,71 | -0,9 |
| VW | 235,00 | -1,8 |
| Fres. Med. Care | 28,97 | -2,6 |
| Dt. Telekom | 8,44 | -7,7 |

| MDax | Kurs | in % |
|------------------|----------------|------------|
| Heidelb. Cement | 36,75 | 15,2 |
| Hugo-Boss-Vz. | 17,10 | 12,5 |
| Leoni | 12,61 | 12,5 |
| Praktiker Bau | 6,15 | 11,8 |
| Klöckner | 10,91 | 9,4 |
| Gildemeister | 8,08 | 8,6 |
| MDax | 5767,45 | 3,6 |
| Rational | 77,00 | -0,1 |
| Vossloh | 77,65 | -0,5 |
| Hypo Real Estate | 1,39 | -0,7 |
| IVG | 6,42 | -1,8 |

| TecDax | Kurs | in % |
|---------------|---------------|------------|
| Phoenix Solar | 40,10 | 17,4 |
| Infineon | 2,29 | 13,7 |
| Q-Cells | 18,00 | 10,9 |
| Roth & Rau | 20,00 | 10,6 |
| Centrotherm | 32,41 | 10,4 |
| TecDax | 616,05 | 4,5 |
| BB Biotech | 44,00 | -0,2 |
| Medigene | 4,49 | -0,7 |
| Wirecard | 6,20 | -1,6 |
| Rofin Sinar | 15,88 | -3,4 |
| SMA Solar | 45,66 | -3,7 |

| Stoxx 50 | Kurs | in % |
|---------------------|----------------|------------|
| ArcelorMittal | 20,26 | 12,6 |
| ABB | 17,60 | 7,5 |
| Axa | 13,42 | 5,3 |
| RBS | 0,31 | 5,3 |
| Philips | 14,48 | 5,2 |
| Stoxx 50 | 2054,46 | 1,4 |
| GlaxoSmithKline | 10,37 | -1,7 |
| Brit. Amer. Tobacco | 16,05 | -2,0 |
| Ericsson | 69,50 | -2,1 |
| AstraZeneca | 23,25 | -2,5 |
| Dt. Telekom | 8,44 | -7,7 |

| Dienstag | Devisenwoche |
|------------|----------------------|
| Mittwoch | Technische Analyse |
| Donnerstag | Kreditwürdig |
| Freitag | Geld oder Brief |
| Samstag | Die Börse spricht... |