

# Finanzielle Nachhaltigkeit, ESG und Value Investing

FIRM Redaktion

Die Studie „Finanzielle Nachhaltigkeit, ESG und Value Investing“ baut auf dem Messkonzept zur finanziellen Nachhaltigkeit von Gleißner/Günther/Walkshäusl aus dem Jahr 2022 auf und beleuchtet, wie sich die Berücksichtigung der finanziellen Nachhaltigkeit bei der Aktienauswahl auf die Performance gängiger Anlagestrategien wie ESG und Value Investing auswirkt.

Die Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen erfolgte typischerweise primär unter Betrachtung der Dimensionen Umwelt (Environment), Soziales (Social) und Unternehmensführung (Governance), was zum bekannten ESG-Dreiklang führt. Die Studienautoren zeigen auf, dass ein für den langfristigen Fortbestand von Unternehmen besonders wichtiger Aspekt der Nachhaltigkeit, die finanzielle Nachhaltigkeit, prinzipiell ein Element von „Governance“ im ESG-Modell, erst in jüngster Zeit näher beleuchtet und bisher sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis stiefmütterlich behandelt wurde [vgl. Günther/Günther 2017, S. 79].

Die Bedeutung der finanziellen Nachhaltigkeit resultiert aus dem Grundverständnis von Nachhaltigkeit, wie sie beispielsweise durch die Brundtland-Kommission für die Vereinten Nationen (UN) skizziert wurde. Von einem nachhaltigen Wirtschaften wird dann gesprochen, wenn durch die heutigen Aktivitäten die Bedürfnisbefriedigung der Menschen zukünftiger Generationen nicht beeinträchtigt wird. Dies impliziert aber nicht nur, dass ein Unternehmen keine Schäden für Dritte, speziell Umwelt und Gesellschaft, verursachen soll. Notwendig ist auch, so die Autoren weiter, dass das Unternehmen selbst generationenübergreifend zur Befriedigung der Bedürfnisse von Menschen, speziell seiner Kunden und Investoren beiträgt, und dies langfristig. Aus Letzterem folgt, dass ein Unternehmen auf Dauer zur Bedürfnisbefriedigung von Kunden und Eigentümern beitragen muss, also zumindest nicht insolvent wird. Damit ein Unternehmen beständig zur Bedürfnisbefriedigung beitragen kann, bedarf es somit der „finanziellen Nachhaltigkeit“, stellen die Studienautoren klar.

In der kürzlich erschienenen Studie „Financial Sustainability: Measurement and Empirical Evidence“ leiten Gleißner/Günther/Walkshäusl ein Messkonzept für die finanzielle Nachhaltigkeit von Unternehmen her und belegen empirisch dessen Implikationen für die zukünftige Unternehmenswertentwicklung [Gleißner/Günther/Walkshäusl 2022 S. 467]. Die Ergebnisse der Studie zeigen auf, dass Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit langfristig und risikoadjustiert signifikant besser abschneiden als Unternehmen mit niedriger finanzieller Nachhaltigkeit. Aufbauend auf der in Günther/Günther [vgl. Günther/Günther 2017, S. 79] skizzierten finanziellen Nachhaltigkeit erfolgt die Operationalisierung im Rahmen eines formativen Modells anhand von vier Faktoren, deren Ausprägungen einen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben. Die Studienautoren zeigen auf, dass eine hohe finanzielle Nachhaltigkeit Qualitätsunternehmen charakterisiert und dies dann gegeben ist, wenn

- 1. ein Unternehmen langfristig real wächst,
- 2. die Insolvenzwahrscheinlichkeit niedrig ist,

- 3. das Ertragsrisiko, beispielsweise ausgedrückt durch den Variationskoeffizienten der Gewinne, gering ist und
- 4. die Kapitalrendite des Unternehmens höher ist als die risikogerechten Kapitalkosten, d.h. die risikogerechten Anforderungen an die Rendite [vgl. zur Berechnung Gleißner 2019].

Für jede der vier Anforderungen erhält ein Unternehmen einen Punkt, wenn das jeweilige Kriterium erfüllt ist. Der aus den vier Bedingungen abgeleitete FS-Score (Financial Sustainability Score) kann somit ganzzahlige Werte zwischen 0 und 4 annehmen. Ein Score von 0 repräsentiert hierbei ein Unternehmen mit niedriger finanzieller Nachhaltigkeit, während ein Score von 4 ein Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit kennzeichnet.

Aufbauend auf diesem Messkonzept untersucht die aktuelle Studie der Autoren, wie sich die Berücksichtigung der finanziellen Nachhaltigkeit bei der Aktienauswahl auf die Performance gängiger Anlagestrategien auswirkt. Hierzu betrachten die Wissenschaftler zwei Strategien auf dem europäischen Aktienmarkt näher, die in jüngster Zeit deutlich an Bedeutung gewonnen haben bzw. wieder in den Fokus der Marktteilnehmer gerückt sind: ESG-basierte nachhaltige Anlagestrategien und wertorientierte Strategien, die auf unterbewertete Unternehmen ausgerichtet sind.

## ESG und finanzielle Nachhaltigkeit

Die Autoren haben untersucht, wie die Berücksichtigung der finanziellen Nachhaltigkeit die Kapitalmarktpformance von ESG-basierten nachhaltigen Portfolios beeinflusst. ► Abb. 01 zeigt zunächst die jährliche geometrische Durchschnittsrendite sowie die annualisierte Volatilität für den Markt, das ESG-Referenzportfolio und die daraus abgeleiteten Subportfolios unter Berücksichtigung der finanziellen Nachhaltigkeit anhand des FS-Scores.

Über den Beobachtungszeitraum 2003–2021 betrug die Marktrendite im Durchschnitt 8,0% pro Jahr bei einer annualisierten Volatilität der monatlichen Renditen von 14,1%. Nachhaltige Unternehmen mit hohen ESG-Bewertungen schnitten mit 10,4% pro Jahr deutlich besser ab und zeigten tendenziell eine niedrigere Volatilität als die Marktbenchmark.

Die Abbildung veranschaulicht ferner, dass der Einbezug des FS-Scores eine starke Spreizung in den Renditen verursacht. Wie die Abbildung zeigt, kann ein nahezu linearer Renditeanstieg bei gleichzeitig abnehmender Volatilität von Unternehmen mit niedriger finanzieller Nachhaltigkeit (Score 0) zu Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit (Score 4) innerhalb des nachhaltigen Aktienuniversums festgestellt werden. Die Studienautoren können zeigen, dass die Kombination aus hoher ESG-basierter

Nachhaltigkeit und hoher finanzieller Nachhaltigkeit sich mit einer Durchschnittsrendite von 14,0% pro Jahr präsentiert, die deutlich über dem Markt und dem Referenzportfolio liegt, als besonders vorteilhaft.

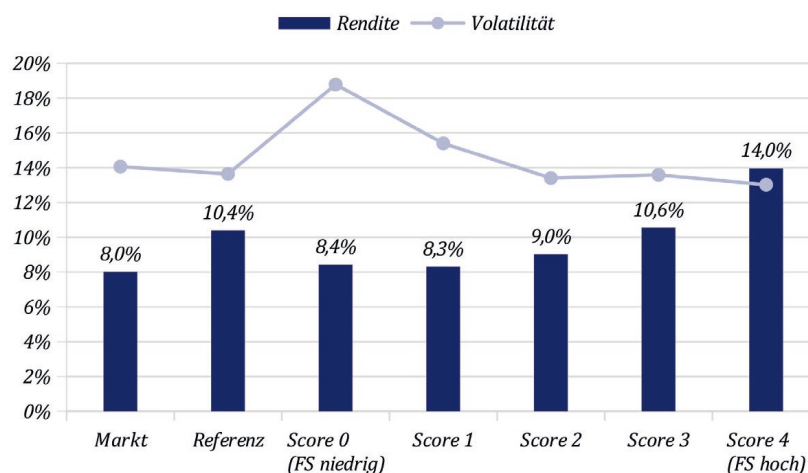
Die Wissenschaftler haben in einem nächsten Schritt untersucht, ob die beobachtbaren Unterschiede in der Wertentwicklung einer Risikoadjustierung standhalten und die Resultate auch im statistischen Sinne als robust bezeichnet werden können.

► Tab. 01 zeigt dazu die Sharpe-Ratio, das Beta als Maß für das systematische Marktrisiko sowie die risikoadjustierten Überrenditen (Alphas) auf der Basis des CAPM, Vier- und Sechs-Faktor-Modells für das ESG-Referenzportfolio sowie das daraus abgeleitete Subportfolio mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit (Score 4). Die p-Werte (in Klammern) zeigen die Wahrscheinlichkeit für die Nullhypothese, dass der jeweils geschätzte Alphawert in Wahrheit null entspricht [Die p-Werte berücksichtigen die Korrektur nach Newey/West, um für Autokorrelation und Heteroskedastizität zu kontrollieren. Siehe dazu Newey/West 1987 S. 703].

Die Ergebnisse bestätigen, dass der Einbezug finanzieller Nachhaltigkeit einen signifikanten Mehrertrag im Rahmen von nachhaltigen Anlagestrategien liefern kann. Nachhaltige Unternehmen mit hohem FS-Score zeigen eine höhere Sharpe-Ratio und weisen ein niedrigeres systematisches Marktrisiko im Vergleich zum Referenzportfolio auf, so die Wissenschaftler. Wie das CAPM-Alpha zeigt, schneiden Unternehmen mit hohen ESG-Bewertungen und hoher finanzieller Nachhaltigkeit risikoadjustiert um 0,54% pro Monat besser ab als die Marktbenchmark. Dieses signifikante Outperformanceverhalten bleibt auch nach Kontrolle für Size-, Value-, Momentum-, Profitabilitäts- und Investitionsfaktoren erhalten. Die multifaktoriellen Alphas zeigen sich mit Werten in Höhe von 0,41% bzw. 0,34% pro Monat statistisch hoch signifikant, so das Ergebnis der Studie.

Die letzte Spalte von ► Tab. 01 untersucht abschließend auf der Basis eines Differenzportfolios, ob der Mehrertrag des Subportfolios mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit gegenüber dem ESG-Referenzportfolio auch statistisch robust ist. Das Differenzportfolio geht hierfür eine Long-Position in das Subportfolio und eine Short-

Abb. 01: ESG und finanzielle Nachhaltigkeit: Rendite und Risiko, 07/2003–12/2021



Quelle: Walkshäusl/Gleißner/Günther 2022, S. 327



Position in das Referenzportfolio ein. Die Ergebnisse zeigen, dass sich der relative Performancevorteil mit Werten zwischen 0,33% und 0,26% pro Monat auch statistisch signifikant in den verwendeten Kapitalmarktmodellen widerspiegelt.

Da vor allem hochkapitalisierte Unternehmen eine ESG-Bewertung besitzen, sind die Ergebnisse bei gleichgewichteten Portfolios sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht sehr ähnlich zu den gezeigten wertgewichteten Resultaten. Das gleichgewichtete Score 4-Subportfolio zeigt eine jährliche Durchschnittsrendite von 14,6% und die risikoadjustierten Überrenditen weisen Größenordnungen und Signifikanzen wie in ► Tab. 01 auf.

### Zusammenfassung

Finanzielle Nachhaltigkeit ist ein wesentlicher Aspekt der Nachhaltigkeit, der in den üblichen ESG-Scores nicht erfasst wird, obwohl sie der Komponente „Governance“ (G) theoretisch zuzuordnen ist, so die Studienautoren. Die Wissenschaftler zeigen auf, dass die durchschnittliche Korrelation zwischen finanzieller Nachhaltigkeit und den hier verwendeten ESG-Scores mit einem Wert von

-0,10 nahe null ist, was eine zweidimensionale Betrachtung von ESG-basierter Nachhaltigkeit und finanzieller Nachhaltigkeit bei der Selektion von Unternehmen empfehlenswert erscheinen lässt. Die empirischen Ergebnisse über den Zeitraum 2003–2021 bestätigen dies. Ein Portfolio, bestehend aus Unternehmen mit hoher ESG-basierter Nachhaltigkeit und hoher finanzieller Nachhaltigkeit schneidet mit einer Durchschnittsrendite von 14,0% pro Jahr deutlich besser ab als ein Portfolio, das allein auf hohe ESG-Scores (10,4% pro Jahr) oder die Marktbenchmark (8,0% pro Jahr) fokussiert. Dieses Outperformanceverhalten bleibt auch nach Kontrolle für das systematische Marktrisiko sowie für Size-, Value-, Momentum-, Profitabilitäts- und Investitionsfaktoren mit einem Alpha von wenigstens 0,34% pro Monat statistisch hoch signifikant erhalten.

Eine Value Investing-Strategie, basierend auf dem von den Autoren betrachteten V/P-Verhältnis, generiert über den Beobachtungszeitraum 1990–2021 im Durchschnitt eine Rendite von 12,1% pro Jahr, während eine Marktanlage lediglich eine durchschnittliche Jahresrendite von 8,1% erzielt. Die Studienergebnisse zeigen, dass die Berücksichtigung von finanzieller Nachhaltigkeit innerhalb des

Tab. 01: ESG und finanzielle Nachhaltigkeit: Performance- und Risikomaße

|                   | Referenzportfolio | Subportfolio Score 4 | Differenz |
|-------------------|-------------------|----------------------|-----------|
| SR                | 0,206             | 0,285                | 0,079     |
| $\beta$           | 0,95              | 0,83                 | -0,12     |
| $\alpha$ (%)      | 0,21              | 0,54                 | 0,33      |
|                   | (0,000)           | (0,000)              | (0,002)   |
| $\alpha^{4F}$ (%) | 0,15              | 0,41                 | 0,26      |
|                   | (0,015)           | (0,000)              | (0,008)   |
| $\alpha^{6F}$ (%) | 0,08              | 0,34                 | 0,26      |
|                   | (0,157)           | (0,000)              | (0,004)   |

Value-Aktienuniversums insbesondere dabei helfen kann, sog. Value-Traps zu vermeiden, die mit weit unterdurchschnittlichen Renditen einhergehen (5,7% pro Jahr). Im Gegensatz zum ESG-Kontext, fällt der Mehrertrag der kombinierten Strategie aus hohem V/P-Verhältnis und hoher finanzieller Nachhaltigkeit mit 13,3% pro Jahr im Vergleich zur univariaten Strategie moderater aus. Dies liegt – nach Ansicht der Autoren – darin begründet, dass das V/P-Verhältnis als fortschrittlicheres Value-Maß konstruktionsbedingt bereits Aspekte zu Ertrags- und Insolvenzrisiken berücksichtigt, die in ähnlicher Form auch Eingang in das Maß für die finanzielle Nachhaltigkeit finden.

#### Literatur

- Gleißner W. [2019]: *Cost of capital and probability of default in value-based risk management*, *Management Research Review*, 42(11), S. 1243–1258.
- Gleißner, W./Günther, Th./Walkshäusl, Ch. [2022]: *Financial sustainability: measurement and empirical evidence*, in: *Journal of Business Economics*, Vol. 92, No. 3, S. 467–516, <https://link.springer.com/article/10.1007/s11573-022-01081-0>.
- Günther T./Günther E. [2017]: *Finanzielle Nachhaltigkeit – Messung, finanzielle Steuerung und Herausforderungen*, in: Hoffjan, A, Knauer, T, Wöhrmann, A (Eds) *Controlling – Konzeptionen, Instrumente, Anwendungen*, Schäffer-Poeschel: Stuttgart, S. 79–90.
- Newey, WK/West, KD [1987]: *A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix*, *Econometrica*, 55, S. 703–708.
- Walkshäusl, Ch./Gleißner, W./Günther, Th. [2022]: *Finanzielle Nachhaltigkeit, ESG und Value Investing*, in: *Corporate Finance*, Heft 11-12, S. 324–330.

#### INFO

Studie „Finanzielle Nachhaltigkeit, ESG und Value Investing“:

Walkshäusl, Ch./Gleißner, W./Günther, Th. [2022]: *Finanzielle Nachhaltigkeit, ESG und Value Investing*, in: *Corporate Finance*, Heft 11-12/2022, S. 324–330.



#### Autoren der Studie

Priv.-Doz. Dr. Christian Walkshäusl  
Head of Quantitative Research,  
The Value Group,  
München  
Privatdozent am Center of Finance,  
Universität Regensburg



#### Prof. Dr. Werner Gleißner

Vorstand,  
FutureValue Group AG,  
Leinfelden-Echterdingen,  
Honorarprofessor,  
Technische Universität Dresden



#### Prof. Dr. Thomas Günther

Inhaber der Professur für BWL,  
insb. betriebliches Rechnungswesen/Controlling,  
Technische Universität Dresden

## IMPRESSUM

### Herausgeber:

Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V.  
Schwarzwaldstraße 42  
D-60528 Frankfurt am Main  
VR 14261 Amtsgericht Frankfurt am Main  
info@firm.fm, www.firm.fm

### Verantwortlich für den Inhalt:

Frank Romeike,  
RiskNET GmbH, Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V.

### Layout:

Uta Rometsch, Stuttgart

© Das Urheberrecht liegt bei den jeweiligen Autoren und Autorinnen sowie bei der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V., Frankfurt am Main 2023. Die Artikel geben die Meinung der Autoren wieder und stellen nicht notwendigerweise den Standpunkt der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V. dar. Vervielfältigung und Verbreitung, auch auszugsweise, mit Quellenangabe gestattet.