BNU *Fachbeiträge* zu Nachhaltiger Unternehmensführung

Dr. Thomas Schulz

Werttreiber Nachhaltigkeit: Einfluss der *Corporate Sustainability Performance* (CSP) auf die *Corporate Financial Performance* (CFP)

Frankfurt a.M., August 2015

Werttreiber Nachhaltigkeit:
Einfluss der Corporate Sustainability Performance (CSP) auf die Corporate Financial Performance (CFP)

von Dr. Thomas Schulz

Zusammenfassung

CFOs müssen sich zunehmend mit der Frage auseinandersetzen, ob sich durch das systematische Verfolgen einer umfassend nachhaltigkeitsorientierten Geschäftsstrategie positive finanzielle Effekte (Ertrag, Risiko, Wert) erzielen und somit die langfristige Sicherung der unternehmerischen Erfolgs- und Entwicklungspotentiale erreichen lassen.
Der Artikel beschreibt die Problematik der Bestimmung von Korrelation und Kausalität zwischen der Corporate Sustainability Performance (CSP) und der Corporate Financial Performance (CFP) von Unternehmen. Anhand zweier besonders belastbarer Kategorien von Studien (Meta-Studien und Studien von Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen) kann schließlich gezeigt werden, dass man grundsätzlich von einer positiven Korrelation und in der Regel von einer CSP/CFP-Kausalität ausgehen kann.
Diese Erkenntnis ist von entscheidender Bedeutung für die Ausrichtung des strategischen Managements von Unternehmen durch den CFO. Er muss sich nun ernsthaft die Frage stellen (lassen), ob er auf eine nachhaltigkeitsinduzierte Verbesserung der finanziellen Position seines Unternehmens zukünftig verzichten will.

1 Einführung

Oberstes Ziel des Unternehmens ist die langfristige Sicherung seiner Erfolgs- und Entwicklungspotentiale und damit seiner Überlebensfähigkeit. Das dauerhafte Erreichen dieses existentiellen Ziels wird Unternehmen nur dann gelingen, wenn sie eine nachhaltigkeitsorientierte Geschäftsstrategie verfolgen; hierfür gibt es gute Gründe (hinlänglich beschrieben bei Schulz 2014, S.3ff.):

- globale Entwicklungen von Umwelt, Energie, Ressourcen und Bevölkerung erfordert das Überdenken strategischer Stoßrichtungen,
- die Verknappung und zunehmende Bedeutung wesentlicher Ressourcen (natürliche Rohstoffe, Mitarbeiter, Reputation) zwingt zu ressourcenschonendem Umgang und zum Aufbau neuer Ressourcen-Potentiale,
- wesentliche Stakeholder-Gruppen, wie zum Beispiel Kunden (B2C und B2B), Investoren sowie NGOs, vertreten ihre nachhaltigkeitsorientierten Interessen durch Forderung und Entscheidungsverhalten zunehmend stark,
- die Verantwortung für die ökologischen und sozialen Bedingungen entlang internationaler Beschaffungsketten wird -einem wachsenden gesellschaftlichen Konsens folgend- den großen Unternehmen an der Kettenspitze übertragen, die darauf mit der Durchsetzung entsprechender Standards in der Lieferkette reagieren.

Aus jedem dieser Punkte leiten sich für Unternehmen mit einer nachhaltigen Unternehmensführung erhebliche Potentiale ab für Umsatzwachstum, Kostensenkung und Risikoreduzierung und damit für eine Steigerung des Unternehmenswerts.

Im Mittelpunkt dieser Arbeit steht die Frage, ob sich durch das systematische Verfolgen einer umfassend nachhaltigkeitsorientierten Geschäftsstrategie diese positiven finanziellen Effekte (Ergebnis, Risiko, Wert) durchgängig erzielen und somit die langfristige Sicherung der unternehmerischen Erfolgs- und Entwicklungspotentiale des Unternehmens und damit seine Überlebensfähigkeit erreichen lassen.
Die Beantwortung dieser Frage ist von höchster strategischer Relevanz, da sie einen großen Einfluss auf die grundsätzliche Akzeptanz des Nachhaltigkeitsthemas auf Ebene des Topmanagements und der Unternehmenseigner hat. Insbesondere CFOs börsennotierter Unternehmen wird man von der Notwendigkeit einer proaktiv gestalteten nachhaltigkeitsorientierten Geschäftsstrategie nicht überzeugen können, wenn hier keine ausreichend befriedigende Antwort geliefert werden kann.

2 Der CSP/CFP-Zusammenhang

2.1 CSP/CFP-Definitionen

Will man ermitteln, welche finanziellen Effekte die Verfolgung einer nachhaltigkeitsorientierten Geschäftsstrategie, also einer nachhaltigen Unternehmensführung bewirkt, müssen Korrelations- und Regressionsanalysen durchgeführt werden. Ziel solcher Verfahren ist die Feststellung, ob es einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen den untersuchten Merkmalen *Corporate Sustainability Performance* (CSP) und *Corporate Financial Performance* (CFP) gibt (Korrelation) und ob darüber hinaus ein funktionaler Zusammenhang im Sinne einer Ursache-Wirkungsbeziehung besteht (Kausalität).
Unter dem umfassenden Begriff der *Corporate Sustainability Performance* wird die ökologische, die soziale/gesellschaftliche und die Governance[1]-Leistung eines Unternehmens verstanden. Diese Leistung wird von Unternehmen erbracht, um

- ihre ökonomische Position (Ertrag, Wert, Risiko) langfristig zu verbessern und gleichzeitig
- einen Beitrag zur Lösung ökologischer und sozialer/gesellschaftlicher Probleme zu leisten.

Die Messung der CSP geschieht auf der Grundlage von KPIs, Ratings/Rankings, Nachhaltigkeitsberichten und Fragebogen-Ergebnissen.
An dieser Stelle erscheint folgender klärender Hinweis notwendig: Der Nachhaltigkeitsbegriff verfügt über die drei Dimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales/Gesellschaft. Deshalb muss eine Spitzenkennzahl (Key Performance Indicator) zur Steuerung eines nachhaltigen Unternehmens diese drei Leistungsbereiche und damit die sogenannte *Triple Bottom Line* komplett umfassen. Der in der wissenschaftlichen und unternehmerischen Praxis und auch in dieser Arbeit verwendete Begriff der Corporate Sustainability Performance (CSP) umfasst dagegen die Dimensionsvariante Ökologie, Soziales/Gesellschaft und Governance, also ohne den Aspekt der Ökonomie. Dies liegt an der für Eigentümer, Management, Investoren und Finanzanalysten (und damit auch für Wissenschaftler) langfristig relevanten Fragestellung, ob die unternehmerische Übernahme von Verantwortung für Umwelt und Mensch einen Einfluss auf die finanzielle Leistung des Unternehmens hat. Deshalb werden im Rahmen von Finanzanalysen, insbesondere bei Bewertung und Vergleich nachhaltiger (Wertpapier-) Investitionen, für die Beurteilung der Nachhaltigkeitsintegration das Kriterien-Set Ökologie, Soziales/Gesellschaft und Governance, im Englischen ESG (Environment, Social, Governance), verwendet[2]. Auch die von Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen (oekom research,

---

[1] Unter *(Good Corporate) Governance* wird die Führung und Überwachung eines Unternehmens nach dem Prinzip der Gewaltentrennung und Kontrolle, häufig zudem auch nach Kriterien einer als „gut“ erachteten Unternehmensführung verstanden. Hierunter fallen Bewertungskriterien wie zum Beispiel die Veröffentlichung von Vorstandsgehältern, die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats, Diversity in den Vorstands- und Aufsichtsgremien, Governance-bezogene Ereignisse oder Kontroversen etc. (Societe Generale 2013, S.9f.).
[2] Zum Beispiel stellt der deutsche Verband der Finanzanalysten und seine europäische Organisation in einer umfassenden Veröffentlichung eine Fülle von ESG-KPIs für 10 Branchen und 112 Teilbranchen zur Verfügung,

Sustainalytics etc.) erstellten Ratings basieren ausschließlich auf Informationen und Einschätzungen der ökologischen, sozialen/gesellschaftlichen und der Governance-Leistung (ESG) der zu klassifizierenden Unternehmen. Das gleiche gilt für Nachhaltigkeitsindices, die von Börsenorganisationen angeboten werden (DJSI, FTSE4GOOD, MSCI World ESG Index etc.)[3].

Die *Corporate Financial Performance* beschreibt die ökonomische Leistung eines Unternehmens. Kernleistung ist die dauerhafte Erzielung eines Jahresüberschusses, der ausschließlich der Stakeholder-Gruppe der Eigentümer in Form von Dividenden und Unternehmenswertsteigerungen zukommt. Die Messung der CFP erfolgt auf Marktebene (z.B. Aktienrenditen), auf Buchhaltungsebene (z.B. Ergebnisgrößen) und auf Basis von Fragebogenergebnissen.

2.2 Kategorien des CSP/CFP-Zusammenhangs

Da die Frage nach der finanziellen Vorteilhaftigkeit einer nachhaltigen Unternehmensführung weltweit zu den zentralen Forschungsgegenständen der Nachhaltigkeits- / Nachhaltigkeitsmanagement-Wissenschaften zählt, gibt es seit den 1980er Jahren eine nicht mehr zu überschauende Anzahl entsprechender Korrelationsstudien. Sie lassen sich in nachfolgende Kategorien unterteilen[4].

Studien über börsennotierte Aktien

Diese mit Abstand häufigste Form der Untersuchung beschreibt den Zusammenhang zwischen der CSP eines Unternehmens und seines Aktienkurses bzw. einer buchhalterischen Ergebnisgröße (als Ausdruck der CFP). Die ermittelten Ergebnisse sind nicht nur für Investoren interessant, sondern auch für die Unternehmen selbst, da sie Einfluss auf ihre Kapitalkosten bzw. auf wesentliche Ergebnis-KPIs haben. Die Probleme der CSP/CFP-Messung und der Bewertung ihres Zusammenhangs sowie relevante aktuelle Studienergebnisse werden im nächsten Kapitel ausführlich dargestellt.

---

die Investoren und Analysten in die Lage versetzen sollen, Nachhaltigkeit in die rein ökonomisch ausgerichtete Finanzanalyse zu integrieren (EFFAS/DVFA 2010).

[3] Möchte ein Unternehmen zum Beispiel in den globalen Nachhaltigkeitsindex Dow Jones Sustainability Index (DJSI) aufgenommen werden, muss es einen Fragebogen ausfüllen, der folgende ESG-Kriterien umfasst: Corporate Governance, Risikomanagement, Compliance, Lieferkette, Steuerstrategie, Umwelt und Soziales, CO_2 / Energie / Abfall / Wasser, Arbeitsbedingungen und Menschenrechte, Mitarbeiterentwicklung, Talent Management und Corporate Citizenship (RobecoSam 2015).

[4] Der Vollständigkeit halber erwähnt sei die Vielzahl der Korrelationsstudien über den Zusammenhang zwischen einzelnen Nachhaltigkeitsaspekten, wie zum Beispiel Diversity, Governance, Reputation, Emissionen, und der CFP. Sie finden hier keine Berücksichtigung, da betrachtet werden soll, ob die Verfolgung eines „umfassenden“ Nachhaltigkeitsmanagements zu finanziellen Effekten führt.

Studien über börsennotierte Anleihen und Kreditkonditionen

Anleihe-bezogene Studien prüfen den Zusammenhang zwischen der CSP eines Unternehmens und dem zu zahlenden Credit Spread (risikoinduzierter Bestandteil der Kreditkosten). Zwei aktuelle Veröffentlichungen (als Review: Schröder 2014, als Studie inkl. Review: oekom research 2014) kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit einem hohem Nachhaltigkeits-Rating geringere Kreditkosten zu tragen haben (z.B. oekom research 2014, S.27) und ein geringeres Ausfallrisiko für Kredite und Anleihen darstellen (z.B. Schröder 2014, S.523). Dies gilt häufig sogar auch dann, wenn der Einfluss nur einzelner ökologischer (z.B. Umweltmanagementsysteme) oder sozialer/gesellschaftlicher (z.B. Arbeitnehmerbelange) Aspekte untersucht worden ist. In einer weiteren Untersuchung wird nachgewiesen, dass „nachhaltige Unternehmen langfristig ein besseres Kreditrating, einen höheren Entschuldungsgrad und eine geringere Fremdkapitalquote“ haben als weniger nachhaltige Unternehmen (Barthruff 2014, S.231). Schließlich beschreibt alleine der aktuelle Handelsblatt Newsletter Nachhaltige Investments drei teils noch nicht veröffentlichte Studien, die alle einen robusten Zusammenhang herstellen zwischen hoher Umweltleistung sowie Leistungstransparenz und niedrigeren Credit Spreads (Bergius 2015, S.3f.).

Studien über den Zugang zu Kapitalmärkten

In solchen Studien wird untersucht, ob eine hohe CSP den Zugang zu Kapitalmärkten zwecks Aufnahme von Finanzmitteln erleichtert. Die bekannteste und auch diejenige mit einer sehr breiten internationalen Ausrichtung kommt zu dem Ergebnis: „Firms with better CSR performance face significantly lower capital constraints“ (Cheng et al. 2014, S.1). Dieser Zusammenhang wird zurückgeführt vor allem auf ein ausgeprägtes Stakeholder Engagement und auf ein hohes Maß an CSR-Transparenz, beides reduziert Informationsasymmetrien und Agency Costs.

Studien über Immobilienprojekte

Unter Immobilienprojekten werden im Rahmen entsprechender Korrelationsstudien einzelne große oder Portfolios mit großen Gewerbe- und Mietobjekten verstanden, selten auch REITs (Real Estate Investment Trust), also börsennotierte Unternehmen, die Eigentum an in- und ausländischen Immobilien erwerben, verwalten und veräußern.

Da große Wirtschaftsunternehmen in der Regel über erhebliche Immobilienbestände verfügen, vor allem auch solche, die nicht der unmittelbaren Produktion dienen, ist die Kenntnis der Wirkung einer nachhaltigkeitsorientierten Planung und Steuerung großer Immobilienobjekte von zentraler Bedeutung, um nachhaltigkeitsinduzierte Wertschöpfungspotentiale zu erkennen und zu heben.

Einige umfassende aktuelle Publikationen mit unterschiedlichen Untersuchungsregionen sind hervorzuheben, die die finanzielle Vorteilhaftigkeit nachhaltiger Immobilienprojekte beschreiben.

Ein Report der Europäischen Kommission kommt zu dem Ergebnis, dass Gebäude mit Energiezertifikaten pro Verbesserung um eine Rating-Klasse („one-letter improvement“) eine Steigerung des Verkaufspreises (der Miete) um 1 bis 11% (1 bis 5%) erzielen (European Commission 2013, S.117).
Das Green Building Information Gateway (Portal des U.S. Green Building Council USGBC) liefert eine umfangreiche Forschungsanthologie der über 30 meistzitierten Arbeiten über Investitionskosten und Nutzen nachhaltiger Gebäude weltweit. Die wissenschaftlichen Studien, Praxisberichte etc. ermitteln durchweg eine finanzielle Vorteilhaftigkeit nachhaltiger Immobilien; beispielhaft sei aus einer dieser Studien zitiert: „The report concludes with an impressive list of references on a certified green building´s effect on rental rate and sales price, occupancy and time to market, operational cost savings and payback periods, and investment yield requirements (USGBC 2014, S.1).
Auch für den US-amerikanischen Markt für Gewerbeimmobilien konnte in einer überschaubaren Meta-Studie die Outperformance bei Miete und Preis von energieeffizienten Gebäuden gezeigt werden (Schröder 2014, S.523ff.).

3 Problematik der Messung des CSP/CFP-Zusammenhangs

Vor allem in den Finance-Bereichen, und auch grundsätzlich im Top-Management der Unternehmen herrscht noch immer eine ausgeprägte Skepsis vor gegenüber einer potentiellen finanziellen Vorteilhaftigkeit einer nachhaltigen Geschäftsstrategie. Deshalb sei an dieser Stelle die ernsthafte, umfassende und weltweite wissenschaftliche Forschungstätigkeit über den CSP/CFP-Zusammenhang kurz skizziert.
Besonders der Nachweis einer Korrelation und der Kausalität der Wirkungsbeziehung zwischen CSP und CFP eines Unternehmens ist äußert schwierig zu führen. Dies liegt an der Fülle von Einflussfaktoren, die auf das Ergebnis solcher Untersuchungen einwirken können und am Mangel an einer belastbaren Theorie, die zu einer Erklärung dieses vermuteten Zusammenhangs in der Lage ist.
Vor diesem Hintergrund ist in den letzten Jahren ein kleines, aber bedeutsames internationales Forschungsfeld entstanden, das versucht, einen Theorierahmen für den CSP/CFP-Zusammenhang zu entwickeln. Hier lassen sich besonders zwei Arbeiten hervorheben, die auch die Entwicklung des Forschungsprozesses kennzeichnen.
Die erste zu nennende Arbeit aus dem Jahre 2011 von Chegut et al. mündet in die Erstellung von zehn Empfehlungen für Best Practices für die Analyse und Bewertung von SRI-Fonds (Socially Responsible Investment) (Chegut et al. 2011, S.88)[5].

[5] Die zehn Empfehlungen betreffen die Bereiche Datenqualität, Definition von Social Responsibility, Survivorship Bias (Ergebnisverzerrung durch Weglassen nicht mehr existierender Fonds), Wahl von Benchmarks

Die zweite bemerkenswerte und sehr verdienstvolle Arbeit beschreibt den Status Quo der Korrelationsmodell-Forschung. Günther/Hoppe entwerfen in 2014[6] eine Kartografie („Mapping“) des Zusammenhangs zwischen CEP[7] und CFP. Dabei differenzieren sie u.a. folgende Größen, die Einfluss auf den CSP/CFP-Zusammenhang nehmen können:

- 6 CEP-Messgrößen (z.B. Ranking/Rating, Emissionen)
- 4 CFP-Messgrößen (z.B. Aktienkurse, Ertragsgrößen)
- 8 theoretische Erklärungsmodelle, über die CSP und CFP verbunden sind (z.B. Value Creation Theorie, Trade off-Theorie, Slack Resources Theorie)
- 6 Mediatoren, i.e. Faktoren als indirekte Erklärungsvariablen (z.B. Reputation, Innovation)
- 9 Moderatoren, i.e. Faktoren, die in der Lage sind, Effekte zu stärken, abzuschwächen oder umzudrehen (z.B. Unternehmensgröße, Branche) (Günther Hoppe 2014, S.689ff.)

Vor dem Hintergrund dieses Erklärungsmodells erstellen dieselben Autoren ebenfalls in 2014 eine sehr umfangreiche Meta-Studie[8] über den CEP/CFP-Zusammenhang (Endrikat/Günther/Hoppe 2014). Da sie wie keine andere bisherige Studie die Verzerrungseffekte von Messkonzepten, Moderatoren und Mediatoren berücksichtigt, kann sie als die aktuell belastbarste Meta-Studie über den CEP/CFP-Zusammenhang gelten. Eine Übertragung der Studienergebnisse zum *CEP*/CFP-Zusammenhang auf das *CSP*/CFP-Verhältnis erscheint zulässig angesichts direkter und indirekter finanzieller Wirkungen entsprechender Ausgaben[9]. Die Ergebnisse der Meta-Studie sind Teil des nächsten Kapitels.

Abbildung 1 stellt die Kartografie des CEP/CFP-Zusammenhangs grafisch dar.

---

sowie Sensitivität und Robustheit (Fondszusammensetzung, Fondsmanagement, SRI-Strategien etc.) (Chegut et al. 2011, S.87).

[6] Die Arbeit von Günther/Hoppe (2014) entwickelt das Analysekonzept von Schreck (2009) erheblich weiter.

[7] Die Untersuchung von Günther/Hoppe umfasst nur Daten der Corporate Environmental Performance (CEP). Die Struktur der erarbeiteten Kartografie, die im Ergebnis nichts über die finale Ausprägung der einzelnen untersuchten Zusammenhänge aussagt, lässt sich allerdings auf die Corporate Sustainability Performance (CSP) übertragen.

[8] Meta-Studien sind statistische quantitative Verfahren, mit deren Hilfe Einzelergebnisse vergleichbarer Studien (Abhängigkeit zweier Variablen) erneut analysiert und objektiv sowie nachvollziehbar vereint werden. Zu einer Beschreibung von Verfahren und der Bedeutung der ersten Meta-Studie über den CSP/CFP-Zusammenhang (Orlitzky et al. 2003) und zu ersten konsistenten und heutigen Analysen bereits vorweggreifenden Ergebnissen siehe Wahl 2011, S.42ff.

[9] Die Übertragung der Ergebnisse einer Meta-Studie über den *CEP*/CFP-Zusammenhang auf den *CSP*/CFP-Zusammenhang erscheint auf den ersten Blick schwierig, da die CSP gegenüber der CEP ein um soziale/gesellschaftliche und Governance-Aspekte erweitertes Konstrukt darstellt. Bei näherer Betrachtung erscheint dies aber zulässig, wenn man bedenkt, welche direkten und indirekten finanziellen Effekte entsprechende Ausgaben haben können, zum Beispiel für Employer Branding (Steigerung Mitarbeiterbindung), für die Verbesserung der Arbeitsbedingungen am Ende von Lieferketten (Reduzierung Reputationsrisiken), für Anti-Korruptionsprogramme (Reduzierung von Strafzahlungen) oder für die spezielle Ausbildung von Autisten (Optimierung der Qualitätssicherung durch Nutzung von Inselbegabungen).

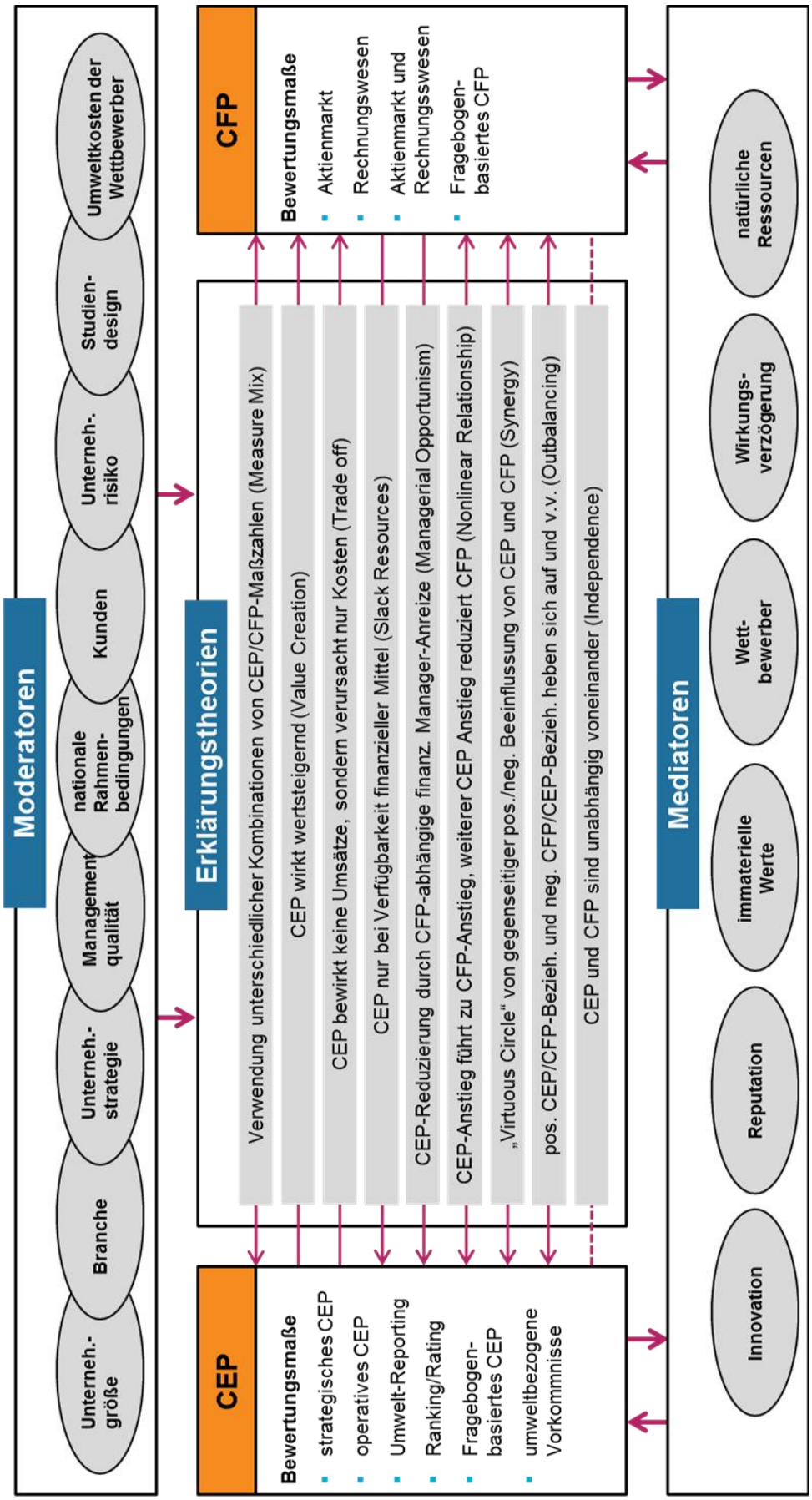

Abb. 1: Kartografie des Zusammenhangs zwischen Corporate Environmental Performance (CEP) und Corporate Financial Performance (CFP) (Günther/Hoppe 2014, S.697, kleine Weglassungen)

Eine gänzlich andere Forschungskonzeption präsentieren Peylo/Schaltegger (2014), die die beiden bis dahin exklusiven Investitionskriterien der modernen Portfolio-Theorie (Markowitz) *Rendite* und *Risiko* um ein drittes Kriterium *Nachhaltigkeit* ergänzen. Sie argumentieren, dass im Marktmodell die wesentlichen Treiber der finanziellen Performance von Aktienportfolios die Risiko-Ertrag-Diversifikation, der Einfluss von Marktphasen (Baisse, Hausse etc.) sowie ihre Wechselbeziehungen sind. Sowohl diese Faktoren als auch die in manchen Studien mangelhafte Quantifizierung von Nachhaltigkeit im Zeitablauf führen dazu, dass sich Nachhaltigkeitseffekte auf die finanzielle Performance mit den anderen Effekten vermischen und sich deshalb nicht klar beschreiben lassen. Zwecks Separierung der Effekte definieren Peylo/Schaltegger mit Hilfe eines dreidimensionalen Optimierungssystems (Peylo 2012) zehn Musterportfolios ansteigender Nachhaltigkeitslevels mit jeweils optimierter Risiko-Ertrag-Diversifikation. Diesen Ansatz wenden sie auf den Deutsche Aktienindex (DAX) an, um den Zusammenhang zwischen unterschiedlichen Nachhaltigkeitsintensitäten und der finanziellen Investment-Performance zu ergründen. Die Belastbarkeit der Ergebnisse wird überprüft, indem der Ansatz für unterschiedliche Marktphasen Anwendung findet. Die Untersuchungsergebnisse sind Bestandteil des nächsten Kapitels.

4 Aktuelle belastbare Korrelationsstudien

Aus der enormen Fülle der CSP/CFP-Korrelationsstudien lassen sich zwei Kategorien von Studien hervorheben, die als am belastbarsten bezeichnet werden können:

- Meta-Studien und
- Studien von Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen und Nachhaltigkeits-Index-Anbietern.

Es hat sich immer wieder gezeigt, dass die Untersuchungsergebnisse der einzelnen Korrelationsstudien teilweise streuen und sich in Einzelfällen sogar widersprechen (Endrikat et al. 2014, S.735f.). Einen besseren Eindruck vom CSP/CFP-Zusammenhang vermitteln deshalb sogenannte *Meta-Studien*, die bis weit über 100 bestehende Korrelationsstudien integriert untersuchen und deshalb in der Lage sind, die Bedeutung von Ausreißern, Widersprüchen sowie von Moderator- und Mediator-Effekten etc. für den Gesamteindruck des CSP/CFP-Zusammenhangs aufzuzeigen.

Für die Korrelationsstudien von *Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen* und *Nachhaltigkeits-Index-Anbietern* spricht die Überlegung, dass für die realitätsnahe Messung eines komplexen Konstrukts wie die CSP viel eher gesamthafte Messverfahren wie externe Nachhaltigkeits-Ratings und -Rankings geeignet sind als andere Messkonzepte, wie zum Beispiel einzelne operative und strategische Maßzahlen, die eigene Umweltberichterstattung der Unternehmen oder eine Fragebogen-basierte CSP (intern/extern wahrgenommene CSP). Interessanterweise stellen gerade solche Studien, bei denen die CSP anhand von Ratings oder Rankings gemessen wird, deutlich häufiger eine positive Korrelation und Kausalität zwischen CSP und CFP fest als alle anderen CSP-Messkonzepte (Günther/Hoppe 2014, S.692+694).

Abb. 2: Aktuelle Meta-Studien über den Zusammenhang von Corporate Sustainability Performance und Corporate Financial Performance, eigene Darstellung

Autor / Jahr	Gegenstand der Meta-Studien	Kernaussagen
Deutsche Bank / DB Climate Change Advisors 2012	4 Metastudien über 100 Einzelstudien 56 Forschungspapiere 2 Literatur-Reviews	▪ Unternehmen mit hohen CSR/ESG Ratings weisen niedrigere **Kapitalkosten** für Eigen- u. Fremdkapital aus; sie stellen damit fundamentalanalytisch ein geringeres Risiko dar. ▪ Unternehmen mit hohen CSR/ESG Ratings weisen eine hohe Financial **Out-performance** auf (Markt-basiert und/oder Rechnungswesen-basiert).
Steinbeis-Hochsschule Berlin Research Center for Financial Services 2013	13 Metastudien 73 Aktien/Anleihen-bezogene Studien 85 Fonds/Indices-bezogene Studien 24 weitere Studien	▪ Über alle Asset-Klassen hinweg existieren nur sehr wenige / keine Untersuchungen, die nachhaltigen Anlagen ein eindeutig schlechteres **Rendite-Risiko-Profil** zuweisen. ▪ Tendenziell wirkten sich Nachhaltigkeitsaspekte bei einer Gesamtbetrachtung sogar (leicht) positiv aus.
Clark/Feiner/Viehs University of Oxford / Arabesque Partners 2014	126 empirische Studien und Meta-Studien	▪ Einhaltung solider ESG-Standards verringert die **Kapitalkosten**. (90% der Studien) ▪ Verfolgung substantieller ESG-Praktiken führt zu einer Verbesserung der **operativen Leistung**. (88% der Studien) ▪ **Aktienkursentwicklung** ist positiv beeinflusst durch gute NH-Politik. (80% der Studien)
Endrikat/Günther/Hoppe 2014	149 wissenschaftliche Studien, die in einem aufwändigen Verfahren selektiert worden sind (vor allem nach Bereit-stellung statistischer Daten)	Die **Beziehung zwischen CEP und CFP** ▪ ist grundsätzlich positiv ▪ ist bidirektional kausal: mit positivem CEP-Einfluss auf CFP / mit teils positivem CFP-Einfluss auf CEP ▪ variiert mit den CEP-Dimensionen (Prozess- bzw. Outcome-basiert) und den CFP-Dimensionen (Markt- bzw. Rechnungswesen-basiert) ▪ ist stärker für proaktive CEP-Ansätze ▪ ist beeinflusst durch das finanzielle Risiko des Unternehmens ▪ unterliegt moderierenden Effekten, z.B. Datensätze nur aus einer Branche

CEP Corporate Environmental Performance
CFP Corporate Financial Performance

Abb. 3: Aktuelle Studien von Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen und -Index-Anbietern über den Zusammenhang von Corporate Sustainability Performance und Corporate Financial Performance, eigene Darstellung

Autor / Jahr	Gegenstand der Studien v. NH-Rating/Index-Agenturen	Kernaussagen
sam/Robeco 2011	3 CS-optimierte Anlagestrategien (auf Basis des sam CSA Portfolios[1]) vs. sam CSA Portfolio	**2001-2010 (p.a.)** — **Outperformance** / **Tracking error** / **Information ratio** ▪ 1. Sustainability Leaders — 1,74% / 3,27% / 0,53% ▪ 2. Sustainability Laggards — -1,87% / 2,70% / -0,69% ▪ 3. Long/Short (Lead./Lagg.) — 3,68% / 5,08% / 0,72%
MSCI Applied Research 2013	3 ESG-optimierte Anlagestrategien (auf MSCI World-Basis) vs. MSCI World Index	**2007-2012 (p.a.)[2]** — **Outperformance** / **Tracking error** / **Information ratio** ▪ 1. ESG exclusion — -0,16% / 0,66% / -0,24% ▪ 2. simple ESG-tilt — 0,05% / 0,46% / 0,10% ▪ 3. ESG momentum — 0,35% / 0,36% / 0,97%
Börse Hannover (Index-Konzept von oekom research) 2013	Global Challenges Index (NH-Index der Börse Hannover) vs. DAX / MSCI World / EuroStoxx	**Performance 2007-2013 (kumuliert)** ▪ Global Challenges Index 29,3% ▪ DAX 8,97% ▪ MSCI World 17,1% ▪ EuroStoxx -20,5%
oekom research (Durchführung durch DPG[3]) 2015	oekom Prime Portfolio Large Caps vs. MSCI World Total Return Index	**Performance 2005-2014 (kumuliert)** / **Risiko (Volatilität p.a.)** ▪ oekom Prime Portfolio 116,03% ▪ oekom Prime Portfolio 12,76% ▪ MSCI World 113,04% ▪ MSCI World 12,42%

[1] **CSA** Corporate Sustainability Assessment. Seit 2001 lassen Unternehmen ihre „Corporate Sustainability" von sam/Robeco bewerten, im Durchschnitt 465 weltweit . Diese Unternehmen werden in fünf Kategorien gleichmäßig aufgeteilt (Kat A: Sustainability Leaders / Kat E: Sustainability Laggards)

[3] **DPG** Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios

[2] ESG exclusion: Ausschluss der Unternehmen mit dem niedrigsten ESG-Rating („CCC")
sipmle ESG-tilt: Übergewichtung/Untergewichtung der Unternehmen mit hohen/niedrigen ESG-Ratings
ESG momentum: Übergewichtung/Untergewichtung der Unternehmen, die ihr ESG-Rating in den vergangenen 12 Monaten verbessert/verschlechtert haben

Abb. 2 und 3 zeigen die Ergebnisse von vier Meta-Studien (2012 bis 2014) sowie von vier Studien von Nachhaltigkeits-Rating-Agenturen und -Index-Anbietern (2011 bis 2015).

Da die theoretischen Entscheidungsgrundlagen für Portfolioinvestitionen häufig das Marktmodell liefert, sollen auch die - sehr validen und interessanten - Forschungsergebnisse von Peylo/Schaltegger (2014) in die abschließende Beschreibung des CSP/CFP-Zusammenhangs einfließen.

Die Ergebnisse dieser insgesamt neun Untersuchungen lassen sich nun wie folgt zusammenfassen:

- Die Beziehung zwischen CSP und CFP ist
  - grundsätzlich positiv,
  - überwiegend charakterisiert durch einen kausalen CSP-Einfluss auf die CFP, und sie ist stärker für proaktive CSP-Ansätze (gehen über rechtliche Verpflichtungen hinaus)[10].
- Unternehmen mit hohen Nachhaltigkeits-Ratings
  - weisen niedrigere Kapitalkosten aus und
  - erwirtschaften eine -in der Regel leichte- finanzielle Outperformance sowohl bei Markt-basierter (z.B. Aktienkurs) als auch bei Rechnungswesen-basierter (z.B. RoA) Messung sowie bei quasi unverändertem Risiko.
- Der CSP/CFP-Zusammenhang ist nicht linear,
  - bis zu einem Wendepunkt steigt mit anwachsender CSP auch die CFP,
  - eine weiter anwachsende CSP führt dagegen wieder zu einer CFP-Reduzierung (Peylo/Schaltegger 2014, S.122)[11].
- Unternehmen mit höheren Nachhaltigkeitsintensitäten reagieren in Marktkrisenphasen mit geringeren Kursabschlägen, verfügen demnach über eine stärkere Resilienz gegenüber ungünstigen Marktentwicklungen (Peylo/Schaltegger 2014, S.122).

5 Schlussfolgerungen

Für alle vier Kategorien von Vorteilhaftigkeitsprüfungen (Aktien, Anleihen, Kapitalmarktzugang, Immobilienprojekte) liegen belastbare Untersuchungsergebnisse darüber vor, dass die

---

[10] Diese Aussagen beziehen sich in der zugrundeliegenden Studie von Endrikat et al. 2014 (S.748) lediglich auf die Corporate Environmental Performance (CEP). Es kann aber als zulässig erachtet werden, die Ergebnisse auf das um soziale/gesellschaftliche Aspekte erweiterte Konstrukt Corporate Sustainability Performance (CSP) zu übertragen.

[11] Dieses Ergebnis korrespondiert mit der phänomenologischen Beschreibung des „Business Case for Sustainability“ durch Schaltegger, der für das einzelne Unternehmen plausibel feststellt, dass bei immer weiteren Investitionen zum Beispiel in Abfallvermeidung der Grenzertrag der Maßnahmen ab einer gewissen Grenze nicht mehr die durch sie entstehenden Kosten deckt (Schaltegger/Synnestvedt 2002, S.341f.).

Verfolgung einer nachhaltigen Unternehmensführung keine finanziellen Nachteile zur Folge hat, sondern im Gegenteil in der Regel unterschiedliche positive finanzielle Effekte bewirkt. Diese Erkenntnis ist von entscheidender Bedeutung, wenn es um eine grundsätzliche Entscheidung für die nachhaltigkeitsorientierte Ausrichtung der Geschäftsstrategie geht oder auch um die Bewertung einzelner strategischer Optionen. Rein finanzielle Gründe rechtfertigen keinesfalls mehr die Ablehnung des Nachhaltigkeitsparadigmas in der Unternehmensführung. CFOs müssen sich viel eher die Frage stellen (lassen), ob sie gewillt sind, durch die Ignorierung von Nachhaltigkeit in der strategischen Steuerung ihres Unternehmens auf dringend benötigte Wettbewerbsvorteile zu verzichten bzw. sogar Wettbewerbsnachteile in Kauf zu nehmen, wenn entscheidende Wettbewerber sich bereits entsprechend positionieren.

Fakt ist zudem, dass aktuell 66% der ranghohen Manager zwischenzeitlich davon ausgehen, dass es auf lange Sicht (fünf bis zehn Jahre) einen kausale Verbindung gibt zwischen der Verfolgung von ESG-Zielen und der finanziellen Performance des Unternehmens (The Economist 2014, S.7)[12]. Und schon 2012 sahen 49% (35%) der CFOs eine starke (leichte) Verbindung zwischen der Nachhaltigkeits-Performance und der finanziellen Performance ihres Unternehmens (Deloitte 2012, S.4)[13].

[12] Im Rahmen der Studie über das Nachhaltigkeitsmanagement ihrer Unternehmen wurden 285 Senior Executives befragt aus Europa, Nord-Amerika und Asien/Pazifik, zusätzlich gab es acht Tiefen-Interviews. 37% der Unternehmen hatten einen Umsatz von mehr als USD 500 Mio., und 58% der Unternehmen kamen aus Industrieländern.

[13] Im Rahmen der Studie über den Wandel der Haltung des CFOs gegenüber Nachhaltigkeitsthemen wurden die CFOs von 250 Unternehmen in 14 Ländern auf fünf Kontinenten befragt, jeweils mit einem Umsatz von über USD 1,0 Mrd. (Durchschnitt: USD 12,0 Mrd.).

Literaturverzeichnis

Barthruff, Christian (2014) Nachhaltigkeitsinduzierte Kreditrisiken. Empirische Untersuchung über die Wirkungszusammenhänge zwischen Nachhaltigkeits- und Kreditrisiken unter besonderer Berücksichtigung des Klimawandels, Wiesbaden, SpringerGabler Verlag

Bergius, Susanne (2015) Nachhaltigkeit rechnet sich nachweislich, Handelsblatt Business Briefing Nachhaltige Investments, 7/2015, S.2-4

Chegut, Andrea / Schenk, Hans / Scholtens, Bert (2011) Assessing SRI Fund Performance Research: Best Practices in Empirical Analysis, Wiley Online Library, Erstveröffentlichung 16.02.2011, DOI: 10.1002/sd.509

Cheng, Beiting / Ioannou, Ioannis / Serafeim, George (2014) Corporate Social Responsibility and Access to Finance, Strategic Management Journal, 1/2014, S.1-23

EFFAS/DVFA (2010) KPIs for ESG. A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation, Version 3.0, Frankfurt a.M.

Endrikat, Jan / Günther, Edeltraud / Hoppe, Holger (2014) Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance, European Management Journal, 5/2014, S.735-751

European Commission (DG Energy) (2013) Energy performance certificate in buildings and their impact on transaction prices and rents in selected EU countries. Final report, Brussels 19.04.2013

Günther, Edeltraud / Hoppe, Holger (2014) Merging Limited Perspectives. A Synopsis of Measurement Approaches and Theories of the Relationship Between Corporate Environmental and Financial Performance, Journal of Industrial Ecology, 5/2014, S.689-707

oekom research (2014) Die Bedeutung von Nachhaltigkeitskriterien für die Beurteilung von Anlagechancen und -risiken bei Unternehmensanleihen, München

Orlitzky et al. (2003) Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis, Organization Studies, 3/2003, S.403-441

Peylo, Benjamin Tobias (2012) A Synthessis of Modern Portfolio Theory and Sustainable Investment, The Journal of Investing, 4/2012, S.33-46

Peylo, Benjamin Tobias / Schaltegger, Stefan (2014) An equation with many variables: unhiding the relationship between sustainability and investment performance, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2/2014, S.110-126

RobecoSam (2015) RobecoSam´s Corporate Sustainability Assessment Companion, Zürich, Abruf am 06.08.2015 unter: http://www.sustainability-indices.com/library/publications.jsp

Schaltegger, Stefan / Synnestvedt, Terje (2002) The link between `green´ and economic success: environmental management as the crucial trigger between environmental and economic performance, Journal of Environmental Management, 4/2002, S.339-346

Schreck, Philipp (2009) The Business Case for Corporate Social Responsibility. Understanding and Measuring Economic Impacts of Corporate Social Performance, Heidelberg, Physica-Verlag

Schröder, Michael (2014) Performance nachhaltiger und konventioneller Kapitalanlagen im Vergleich, in: Faust, Martin / Scholz, Stefan (Hrsg.) Nachhaltige Geldanlagen. Produkte, Strategien und Beratungskonzepte, 2. Auflage, Frankfurt a.M., Frankfurt School

Schulz, Thomas (2014) CFO-Agenda: Gute Gründe, Nachhaltigkeit auf die Tagesordnung zu setzen, in: Schulz, Thomas / Bergius, Susanne (2014) CSR und Finance. Beitrag und Rolle des CFO für eine Nachhaltige Unternehmensführung, Berlin Heidelberg, SpringerGabler Verlag

Societe Generale (2013) SRI: Beyond integration. Positive ESG ratings linked to material stocks outperformance, Präsentation 27.09.2013, Abruf am 04.08.2015 unter: http://www.sustainalytics.com/socgen_report_esg_company_financial_performance

The Economist Intelligence Unit (2014) New Business Models. Shared value in the 21st century, Report, London

U.S. Green Building Council (USGBC) (2014) High Performance Building Benefits and Investment Costs, Spring 2014, Washington DC

Wahl, Michael (2011) Ökologische, soziale und ethische Aspekte in der Unternehmensbewertung. Ansätze zur Berücksichtigung monetären und nichtmonetären Nutzens, Hamburg, Diplomica Verlag

Publikationen

von

BNU / Dr. Thomas Schulz

Publikationen zu Nachhaltiger Unternehmensführung

Stand: Juli 2016

Intangibles als Werttreiber einer nachhaltigen Unternehmensführung
in: Wunder, Thomas (Hrsg..): CSR und Strategisches Management. Wie man mit Nachhaltigkeit langfristig im Wettbewerb gewinnen kann
Berlin 2016, SpringerGabler

Werttreiber Nachhaltigkeit: Einfluss der Corporate Sustainability Performance (CSP) auf die Corporate Financial Performance (CFP)
in: Wunder, Thomas (Hrsg..): CSR und Strategisches Management. Wie man mit Nachhaltigkeit langfristig im Wettbewerb gewinnen kann
Berlin 2016, SpringerGabler

Deutsche Großbanken vergeben große ökonomische Chancen der Nachhaltigkeit
in: Börsen-Zeitung, 19.04.2016, S.5

Keine Formel für milde Gaben
Interview durch Jan Schrader
in: Börsen-Zeitung, 15.10.2015, S.3

Die Governance-Analyse muss forciert werden
Interview durch Christiane Lang
in: Fonds & Finanzen. Assetmanagement-Newsletter der Börsen-Zeitung, 13.10.2015

CR und Finance. Der CFO als Treiber einer nachhaltigen Unternehmensführung
in: American Chamber of Commmerce in Germany (Hrsg.): Corporate Responsibility 2015. Jubiläumsausgabe – Bestandsaufnahme und Zukunftsperspektiven für Corporate Responsibility
Frankfurt 2015, S.32-35, ACC Verlag & Services

CSR and the Finance Function
in: Idowu, Samuel O. / Capaldi, Nicolas / Fifka, Matthias / Zu, Liangrong / Schmidpeter, Réne (Hrsg.): Dictionary of Corporate Social Responsibility. CSR, Sustainability, Ethics and Governance
Berlin 2015, SpringerGabler

Bedarf und Angebote berufsbegleitender CSR-Weiterbildungsmaßnahmen
CSR News (Online), veröffentlicht am 22.09.2014

BNU Marktstudie CSR-Qualifizierung (D/A/CH). Anbieter und Angebote für die berufsbegleitende Weiterbildung im Bereich Corporate Social Responsibility (CSR)
Frankfurt a.M. 22.09.2014

CFO Agenda: Gute Gründe, Nachhaltigkeit auf die Tagesordnung zu setzen
in: Thomas Schulz, Susanne Bergius (Hrsg.): CSR und Finance. Beitrag und Rolle des CFO zu einer Nachhaltigen Unternehmensführung
Berlin 2014, S.40-72, SpringerGabler

CSR und Finance. Beitrag und Rolle des CFO zu einer Nachhaltigen Unternehmensführung
(herausgegeben zusammen mit Susanne Bergius)
Berlin 2014, SpringerGabler

Deutsche Nachhaltigkeits Akademie (DNA): Durch Bildung die Welt „enkelfähig“ machen
in: Baden-Württembergische Bank (Hrsg.): Stiftungsmanagement. Impulse für Stiftungen, Ausgabe I/2013, S.34-37

Experten-Interview: Orientierung am Gewinnmaximum kann nicht das alleinige Ziel sein
FAZ-Beilage: Nachhaltigkeit, 29.10.2010, S.14

Nachhaltigkeit ist wie ein Mosaik
Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Arbeitskreis Nachhaltige Unternehmensführung (AKNU), veröffentlicht auf der AKNU Website am 31.05.2010

Werttreiber Nachhaltige Unternehmensführung
FAZ-Beilage: Nachhaltigkeit, 03.04.2010, S.6

Sonstige Publikationen

Beteiligungscontrolling. Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund des Shareholder Value
(zusammen mit Alexander Bassen)
Finanz Betrieb, 2/2000, S.67-72

Leasing: Die Vertragsstruktur kritisch prüfen. Zunehmende Orientierung an US-Norm - Eine rechtliche Betrachtung
Deutsche Lebensmittelzeitung Nr.39 vom 25.09.1998, S.74

Leasing-Verträge nach US-GAAP. Bilanzierung: Wie ein Wechsel der Norm das Bilanzbild verändern kann
Handelsblatt Nr.78 vom 23.04.1998, S.30

Immobilien-Rechnungslegung
(zusammen mit Ulrich Nack und Karl-Werner Schulte)
in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie , Bd.1 (Betriebswirtschaftliche Grundlagen)
München 1998, S.739-761, Oldenbourg

Risiko-Publizität. Formen der Darstellung von Marktrisiken im Jahresabschluss der Unternehmung
Wiesbaden 1996, Gabler

Börsengehandelte Finanzmarktinstrumente mit Ausübungsrechten
Die Bank, 8/1993, S.476-484

BNU Leistungen

Zielgruppe

Unternehmen, Organisationen und öffentliche Verwaltungen

Gesprächspartner	Themen	BNU Services
Inhaber **Vorstand** **Geschäftsführung** **Präsidium** **Verwaltungsleiter**	▸ ökonomischer und gesellschaftlicher Nutzen einer Nachhaltigen Unternehmensführung ▸ Verantwortung, Unternehmensethik und Licence to Operate ▸ nachhaltige Geschäftsstrategie (Vision, strategische Ziele, Maßnahmen, KPIs) ▸ NH in Betrieb und Kerngeschäft ▸ Zukunftsthemen, Potentiale, Innovationen ▸ Materialitätsmatrix / SWOT-Analysen ▸ NH-Implementierung ▸ Mitarbeiter-Einbindung und -Begeisterung ▸ NH-Organisation etc.	**Beratung** **Training** **Coaching** **Sparring** **Moderation** **Vorträge**
Leiter ▸ Finanzen / Risiko ▸ Personal / PE ▸ Marketing ▸ Kommunikation ▸ Einkauf / Beschaffung ▸ Supply Chain etc.	▸ Transformation der nachhaltigen Geschäftsstrategie in die Bereichsstrategie ▸ Mitarbeiter-Einbindung und -Begeisterung ▸ KPI-Definitionen ▸ Zusammenarbeit mit CSR-Office, Controlling und anderen Funktionsbereichen ▸ Weiterbildungsbedarf und -konzeption etc.	

Zielgruppe

Agenturen, Verlage, Online-Plattformen und (NH-) Kommunikationsbereiche von Unternehmen

BNU Services	NEWS *Dauer-Lieferung*	ANALYSEN *Erstellung*	KOMMUNIKATIONSMEDIEN *Produktion*
	▸ Tools, Instrumente ▸ Weiterbildungsangebote ▸ Gesetzesinitiativen ▸ Studien ▸ Forschungsergebnisse ▸ Institutionen, Personen ▸ neue Entwicklungen ▸ Trends etc.	▸ NH-Benchmarking ▸ Gesetzesfolgenabschätzung ▸ Weiterbildungsbeurteilungen ▸ Themenanalysen ▸ Trendstudien ▸ Buchrezensionen etc.	▸ Panorama-Plakate ▸ Präsentationen ▸ E-Learning-Module etc.

NH = Nachhaltigkeit

Nutzen Sie unsere umfassende strategische und operative Kompetenz!

Stand: August 2015

BNU Beratung für Nachhaltige Unternehmensführung

Bockenheimer Landstraße 101 · 60325 Frankfurt
Tel +49 69 97 57 07-970 · Fax +49 69 97 57 07-971 · Mob +49 177 56 84 282
schulz@bfnu.de · www.bfnu.de