

THE EUROPEAN

VALUE INVESTOR

INVESTMENTSTRATEGIEN



JENSEITS DES MAINSTREAM

The European ValueInvestor erscheint in Kooperation mit dem Zentrum für Value Investing. Hier finden Sie Informationen, Interviews und Investmentideen zum Anlagestil Value.



Mission, weniger Emission

„Nachhaltigkeit ist ein Wert an sich“, findet **Roland Rott**. Der promovierte Wirtschaftswissenschaftler ist Head of ESG (die Abkürzung steht für Environmental, Social, Governance) von La Française Asset Management. Er leitet in London ein sechsköpfiges Analysteam, das ein eigenes Modell zur Bewertung von Nachhaltigkeitskriterien entwickelt hat. La Française zählt zu den Unterzeichnern der Principles for Responsible Investments (PRI) und ist Mitglied in zahlreichen weiteren Nichtregierungsorganisationen, die den Nachhaltigkeitsgedanken fördern.

„Nachhaltigkeit ist Value“

Roland Rott, Geschäftsführer des ESG & Sustainable Investment Research Center der **La Française Group**, über Nachhaltigkeitskriterien als Baustein der Fundamentalanalyse

Impact Investing ist ein Trend, den sich immer mehr Assetmanager auf die Fahnen schreiben. Einerseits geht es darum, Portfolios mit möglichst geringem CO₂-Fußabdruck zusammenzustellen. Andererseits nehmen die Kapitalverwaltungsgesellschaften selbst Einfluss auf die Portfoliounternehmen, um ökologische, soziale und organisatorische Aspekte – die ESG-Kriterien – stärker in den Vordergrund zu rücken. Eine Vorreiterrolle auf diesem Gebiet kommt La Française Asset Management zu. Die französische Fondsgesellschaft hat mit

dem **LF Lux Inflection Point – Carbon Impact Global** einen Fonds am Markt, der sich einen CO₂-minimierten Fußabdruck zum Ziel gesetzt hat und diesen kontinuierlich optimiert. Ende Juli 2019 betrug der in Tonnen pro investierte Million Dollar umgerechnete CO₂-Ausstoß 33 Tonnen, während es der MSCI World Index auf 132 Tonnen bringt. Hinzu kommt, dass der Fonds in erneuerbare Energien investiert und so zusätzlich rund 77 Tonnen CO₂-Ausstoß vermeidet. Doch der Vorzeigefonds ist erst der Anfang.

Die Arbeit des von Roland Rott geleiteten ESG & Sustainable Investment Research Center der La Française Group findet in allen Aktienfonds ihren Niederschlag und wird demnächst auf Fixed-Income-Produkte (Rentenfonds) des Hauses ausgeweitet. Im Interview erklärt Rott, warum die Verantwortung für Umwelt und Gesellschaft zum wichtigen Baustein der Unternehmensanalyse geworden ist. **Herr Rott, lange Zeit galt Nachhaltigkeitsresearch als kostspieliges Feigenblatt ohne Mehrwert für die Rendite. Warum hat sich das geändert?** ▶

THE EUROPEAN VALUE INVESTOR

Volkswagen St.



WKN	766 400
Kurs	176,20 €
Hoch/Tief (52 W.)	181,95 €/135,10 €
Börsenwert	52,0 Mrd. €
KGV 2020e	6,1
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,8
Dividendenrendite	3,3 %

Stichtag: 09.12.2019

Geschäftsmodell: Deutscher Automobilhersteller mit zahlreichen Töchtern wie Audi, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Seat, Skoda und Traton.

Bewertung: Bereits vor dem Abgaskandal zählte VW wegen der Eigentümer- und Hierarchiestruktur zu den Unternehmen, die in Corporate-Governance-Fragen eher im roten Bereich anzusiedeln sind. Die von der EU gesteckten Ziele hinsichtlich des Flottenausstoßes werden nur schwer zu schaffen sein, aber das Bemühen ist da. Die Strategie von Vorstandschef Herbert Diess erscheint plausibel und glaubwürdig. Zudem ist die Bewertung niedrig. Der Buchwert der Stammaktie, über die Anleger wenigstens in begrenztem Maße Einfluss nehmen können, liegt bei 229 Euro. Das übersteigt den Börsenkurs bei Weitem. Ein Risiko bleiben eventuell weitere Strafzahlungen und Entschädigungsleistungen.

Roland Rott: Ich denke, es hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass Geld eben doch stinkt. Aber im Ernst: Ökologische, soziale und gesellschaftsrechtliche Faktoren werden die Zukunft eines Unternehmens langfristig fundamental beeinflussen. Wenn zum Beispiel eines Tages ein allgemeingültiger Preis für CO₂-Emissionen zu zahlen ist, wird das den Gewinn eines Unternehmens beeinflussen. Wir berechnen schon heute entsprechende Szenarien und berücksichtigen die CO₂-Intensität in der Investmententscheidung.

Demnach steht der wirtschaftliche Aspekt für Sie im Vordergrund?

Absolut. Unser Ansatz ist rein pragmatisch, ideologische Gesichtspunkte blenden wir weitgehend aus. Wir sind überzeugt, dass Politik und Gesellschaft sich ihrer klimapolitischen Verantwortung zunehmend bewusst werden. Das heißt, dass Unternehmen für ökologische und gesellschaftliche Schäden immer stärker zur Kasse gebeten werden. Wer sich diesem Trend verschließt, ist auf die Zukunft nicht hinreichend vorbereitet. Wir suchen „Transitioning Companies“ – Unternehmen, die ihren beträchtlichen CO₂-Fußabdruck verbessern wollen und idealerweise durch strategische Veränderungen oder Innovationen das Potenzial haben, dies zeitnah zu realisieren. Ebenfalls im Fokus sind die sogenannten Enabler, die entsprechende Technologien zur Verfügung stellen.

Mit anderen Worten: Die grüne Welle rollt, und wer nicht rechtzeitig aufspringt, wird abgehängt?

So kann man es sehen. Was uns stört, ist, dass das Thema von vielen Unternehmen und Investoren immer noch als Risiko definiert wird und nicht als Chance. Gerade in Deutschland sind wir mindestens zwei bis drei Jahre hinten dran. Wenn wir die von der EU bis 2030 vorgegebenen Klimaziele erreichen wollen, haben wir nicht noch zehn Jahre Zeit, die Geldströme umzusteuern. Nein, es muss jetzt passieren, auch wenn das Jahr 2030 noch weit weg erscheint.

Handeln Sie aktivistisch, um die Geldströme in die gewünschte Richtung zu lenken?

Wir sind keine klassischen Aktivisten, aber natürlich nutzen wir unser Stimmrecht, um das Bewusstsein in Unternehmen zu fördern. Wenn wir einen Beschlussvor-

schlag ablehnen, weil er nicht mit ESG-Kriterien in Einklang zu bringen ist, erläutern wir auch stets, warum. Zum Beispiel fordern wir Unternehmen dazu auf, auch an das Carbon Disclosure Project (CDP), eine seit dem Jahr 2000 aktive Nichtregierungsorganisation, zu berichten. Wenn das Management dazu nicht bereit ist, bringen wir das auf der Hauptversammlung und im persönlichen Dialog zur Sprache. Auch wenn die Frauenquote im Board beziehungsweise im Aufsichtsrat nicht bei mindestens 25 Prozent liegt, stimmen wir gegen die vorgeschlagene Besetzung dieser Gremien.

Sie investieren also nicht nur in Musterkna- ben, sondern auch in Unternehmen mit Verbesserungspotenzial. Und Sie arbeiten darauf hin, dieses Potenzial zu heben?

Das ist erwiesenermaßen die lukrativste Vorgehensweise. Empirische Untersuchungen belegen, dass die Unternehmen, deren ESG-Score sich kontinuierlich verbessert hat, an der Börse am besten performen. Wir haben zwei Datenanalysten, die aus dem Material der vielen spezialisierten Anbieter einen solchen Score berechnen. Zusätzlich haben wir vier Fundamentalanalysten, die tiefer recherchieren und daraus unser eigenes ESG-Rating bilden. Zehn ist die höchstmögliche Punktzahl, Werte zwischen null und drei stufen wir als hochriskant ein. Die schlechtesten 20 Prozent sortieren wir aus, solche Aktien sind für uns tabu. Beim Rest gilt es herauszufinden, welche Verbesserungspotenziale bestehen und ob der Wille vorhanden ist, diese auch umzusetzen. Unsere Portfoliomanager erhalten also nicht nur eine Zahl zwischen eins und zehn, sondern eine komplette ESG-Analyse. Für jeden Sektor haben wir spezifische Gewichtungen von E, S und G.

Würden Sie das näher erläutern?

Ganz einfach – in der Stahlindustrie achten wir besonders stark darauf, wie energieeffizient die Produktion ist. Die Softwareindustrie hat damit naturgemäß weniger Probleme. Hier werden die Arbeitsbedingungen stärker gewichtet, und bei kleinen, schnell wachsenden Unternehmen nehmen wir besonders die Corporate-Governance-Kriterien kritisch unter die Lupe. Insbesondere interessiert uns hier, wie stark die Führungsriege selbst investiert

EINE KOOPERATION MIT DEM ZENTRUM FÜR VALUE-INVESTING E. V.

ist. Unsere Bewertung ist nicht nur branchen-, sondern sogar unternehmensspezifisch. Impact Investing ist hochkomplex, da gibt es keine Daten, die man einfach so einkaufen kann, das muss man alles selbst analysieren.

Dann kommen wir mal zum Lieblingskind der Deutschen, der Autoindustrie. Investierbar oder nicht?

Es wird Sie vielleicht überraschen, aber eine der Kernpositionen in unserem Portfolio ist Volkswagen.

Was spricht ausgerechnet für VW?

Wir sind der Meinung, dass im Kurs alles Schlechte in Form von potenziellen Strafzahlungen aus der Dieselfläre eingepreist ist, und man nun in die Zukunft blicken kann. Wir haben den Eindruck, der Vorstand meint es ernst mit dem angekündigten Schwenk hin zur Elektromobilität. Das ist etwa durch langfristige Verträge mit Batterieherstellern dokumentiert. Hier haben wir den klassischen Fall, dass eine Aktie fast überall noch auf der „Controversity List“ steht, aber das Unternehmen sich von innen heraus stark verändert. Insofern sind wir oft auch Contrarians.

Haben Sie noch mehr solcher Überraschungen auf Lager?

UPS ist eines unserer Paradebeispiele. Der Paketdienst hat ein intelligentes Routenplanungssystem – Orion – entwickelt. Inzwischen plant das Unternehmen seine Touren in den USA so, dass die Fahrzeuge – soweit möglich – nur noch rechts abbiegen müssen. Das ist einer von vielen kleinen Schritten, aber sehr effizient, um Kraftstoff zu sparen und CO₂-Emissionen zu minimieren. Im Zusammenwirken mit dem Einsatz von Elektro- und Hybridfahrzeugen sollen so zwölf Prozent CO₂ bis 2025 eingespart werden. Derzeit sind es bereits 100 000 Tonnen pro Jahr. Das Beste ist, dass sich das auch in der Gewinn- und Verlustrechnung widerspiegelt: Die geplanten Einsparungen bei den Betriebskosten summieren sich auf 400 Millionen Dollar jährlich. Auch Walmart gefällt uns. Das Unternehmen hat 2017 das Ziel ausgegeben, bis 2030 in Summe eine Gigatonne CO₂ in der globalen Wertschöpfungskette einzusparen. Das ist eine gewaltige Menge, wenn man bedenkt, dass die jährlichen Emissionen weltweit bei etwa 40 Gigatonnen liegen.

Wie will Walmart das erreichen?

Es geht ausschließlich um die sogenannten „Scope 3“-Emissionen aus der Lieferkette, die 95 Prozent der Gesamtemissionen von Walmart ausmachen. Was Sie ansprechen, ist übrigens ein zentraler Punkt unserer Analyse. In Präsentationen und Nachhaltigkeitsberichten kann man viel hineinschreiben. Unsere Aufgabe ist es zu überprüfen, inwieweit sich die Unternehmen daran halten – und das betrifft tatsächlich auch die Zulieferer- und Kundenebene. Wenn es um die Arbeitsbedingungen geht, sind Jobportale eine gute Quelle.

Wie stehen Sie zu Airlines?

Auf Unternehmensebene? Ryanair nein, vor allem aus Gründen der Corporate Governance. Easyjet ja, denn hier ist der Wille erkennbar, die Schadstoffemissionen, etwa durch Forschung und Entwicklung – Stichwort: Hybridmotoren –, langfristig zu senken. Insgesamt sehen wir Energieversorger derzeit als problematischer an, denn Airlines sind gerade mal für drei Prozent der globalen CO₂-Emissionen verantwortlich.

Zurzeit sieht es so aus, als wären die Fluglinien die Ersten, die von einer CO₂-Steuer betroffen sein werden.

Und das ist gut so. Es ist insgesamt wünschenswert, dass die Steuergesetzgebung für Konsumenten sichtbar macht, ob Produkte oder Dienstleistungen CO₂-intensiv sind. So kommen wir dem eingangs angesprochenen Preisschild für CO₂-Emissionen ein großes Stück näher. Das wirkt sich dann direkt auf die Gewinnsituation eines Unternehmens aus. Wir stellen uns schon jetzt auf dieses Szenario ein. Die CO₂-Optimierer von heute können die Gewinner des wirtschaftlichen Wettbewerbs von morgen sein.

INTERVIEW: JENS CASTNER

Zentrum für Value Investing e. V.

Aachener Str. 197-199
50931 Köln
Tel: +49 (0)221 99 80 19-12
Fax: +49 (0)221 99 80 19-20
www.value-investing.net
info@value-investing.net

Vorstand: Prof. Dr. Max Otte (Direktor)

Geschäftsleitung: Kerstin Franzisi

Wissenschaftlicher Beirat:

Prof. Bruce Greenwald, Ph. D.

Walmart



WKN	860853
Kurs	108,50 €
Hoch/Tief (52 W.)	109,36 €/76,00 €
Börsenwert	309,7 Mrd. €
KGV 2020e	23,0
Kurs-Buchwert-Verhältnis	4,9
Dividendenrendite	1,8 %

Geschäftsmodell: US-Einzelhandelskonzern mit weltweitem Netz eigener Supermärkte und Kaufhäuser.

Bewertung: Das Unternehmen hat sich im Jahr 2017 zum Ziel gesetzt, bis 2030 eine Gigatonne CO₂ einzusparen, was etwa dem jährlichen Ausstoß Brasiliens entspricht. Die Energie für Heizung und Kühlung soll vollständig aus erneuerbaren Quellen bezogen werden. Zusätzlich werden 100 000 Zulieferer in 40 Ländern eingebunden. Wegen der zunehmenden Onlinekonkurrenz lief die Aktie jahrelang unterdurchschnittlich, doch wurde inzwischen eine Onlinestrategie entwickelt, die bereits Früchte trägt. Auch sonst punktet das Management mit Innovationen und Flexibilität. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 23,0 ist stattlich, aber für US-Verhältnisse akzeptabel, die Dividendenrendite liegt bei zwei Prozent.