

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	xv
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	xvii
Teil I: Theoretische Grundlagen	1
1 Einordnung der Thematik	1
1.1 Einführung, Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau und Abgrenzung der Arbeit	3
1.3 Verwendete Literatur und Gespräche	4
1.4 Grundlagen	5
1.4.1 Grundlagen zum Begriff der Nachhaltigkeit	5
1.4.1.1 Sustainable Development	5
1.4.1.2 Ökologie und ökologische Nachhaltigkeit	7
1.4.1.3 Ökonomie und ökonomische Nachhaltigkeit	7
1.4.1.4 Unternehmensethik und soziale Nachhaltigkeit	7
1.4.1.5 Öko-Effizienz	9
1.4.1.6 Corporate Sustainability	12
1.4.2 Finanztheoretische Grundlagen der Unternehmensbewertung	13
1.4.2.1 Begriff des Risikos	13
1.4.2.2 Risiken und erwartete Entschädigung aus Sicht der Eigenkapitalgeber	15
1.4.2.3 Risiken und erwartete Entschädigung aus Sicht der Fremdkapitalgeber	18
1.4.2.4 Gesamtkapitalkosten	20
1.4.3 Shareholder Value	21
1.4.3.1 Berechnung des Shareholder Value	22
1.4.3.2 Value Drivers	22
1.4.3.3 Vorteile des Shareholder Value gegenüber anderen ökonomischen Performance-Messgrößen	24
1.5 Zusammenfassung und Schlussfolgerung	24
2 Unternehmen, Umwelt und Rahmenbedingungen	26
2.1 Berücksichtigung der Umwelt in der Betriebswirtschaftslehre	26
2.1.1 Systemorientierter-Ansatz	26
2.1.2 Stakeholder-Ansatz	27
2.1.3 Integration der Umwelt im Zürcher Ansatz	30
2.1.3.1 Innen- und Aussenwelt	31
2.1.3.2 Integration der Stakeholder in die Umweltsphären	31

2.1.4	Empirische Studien zur Bedeutung der einzelnen Anspruchsgruppen	34
2.2	Veränderung der natürlichen Umwelt	36
2.3	Rechtliche Rahmenbedingungen	37
2.3.1	Marktwirtschaftliche Instrumente	38
2.3.1.1	Lenkungsabgaben, Steuern und Subventionen	39
2.3.1.2	Umwelthaftpflicht	40
2.3.1.3	Emissionszertifikate	41
2.3.1.4	Verhandlungslösungen und Branchenvereinbarungen	41
2.3.2	Ordnungsrechtliche Instrumente	42
2.3.2.1	Auflagen, Gebote und Verbote	42
2.3.2.2	Umweltstrafrecht	42
2.3.3	Umweltrechtliche Bestimmungen und deren Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen unterschiedlicher Nationen	43
2.4	Gesellschaftliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen	43
2.4.1	Gesellschaftliche Rahmenbedingungen	43
2.4.2	Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	45
2.5	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	46
Teil II: Nachhaltige Shareholder Value-Orientierung		49
3	Nachhaltigkeit und deren Einfluss auf die Free Cash Flows	50
3.1	Einbezug ökologischer Massnahmen im traditionellen Shareholder Value-Modell	51
3.1.1	Investitionsentscheidungen	51
3.1.2	Operative Entscheidungen	53
3.1.3	Finanzierungsentscheidungen	57
3.1.4	Schlussfolgerung hinsichtlich der Nachhaltigkeit im traditionellen Shareholder-Value-Ansatz	58
3.2	Einbezug ökologischer Massnahmen in den nachhaltigen Shareholder Value-Ansatz	58
3.2.1	Ökologische Ausrichtung in der Strategie und in der Vision	63
3.2.2	Ökologische Ausrichtung auf operativer Ebene	67
3.2.2.1	Primäre Aktivitäten	68
3.2.2.2	Unterstützende Aktivitäten	72
3.2.3	Stakeholder Satisfaction	75
3.2.3.1	Identifikation kritischer Stakeholder nach Clarkson	75
3.2.3.2	Identifikation kritischer Stakeholder nach Mitchell	76

3.2.3.3	Identifikation kritischer Stakeholder nach Schaltegger	78
3.2.3.4	Stakeholder-Management im nachhaltigen Shareholder Value-Ansatz	82
3.3	Wissenschaftliche Studien	84
3.3.1	Ereignisstudien	85
3.3.1.1	Studie von Blacconiere/Patten: Auswirkungen einer Umweltkatastrophe auf die Branche	85
3.3.1.2	Studie von White: Reaktion der Investoren auf das Exxon Valdez Unglück	86
3.3.1.3	Studie von Auckenthaler/Rauschenberger/Skaanes: Mehrwert für Aktionäre von ISO 14001-zertifizierter Unternehmen	87
3.3.2	Regressions- und Portfolioanalysen	90
3.3.2.1	Studie von Berman et al.: Ein gutes Stakeholder-Management und dessen Einfluss auf die finanzielle Performance eines Unternehmens	90
3.3.2.2	Studie von Cohen/Fenn/Konar: Weist die finanzielle Performance und die Umweltperformance eine positive Korrelation aus?	91
3.3.2.3	Studie von White: Umweltperformance und Shareholder Value	93
3.4	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	94
4	Nachhaltigkeit und deren Einfluss auf die Kapitalkosten	97
4.1	Ökologische Risiken aus Sicht des Unternehmens	97
4.1.1	Interne ökologische Risiken	97
4.1.1.1	Betriebsrisiken	98
4.1.1.2	Managementrisiken	100
4.1.1.3	Produktisiken	101
4.1.2	Externe ökologische Risiken	101
4.1.2.1	Politisch-rechtliche Risiken	102
4.1.2.2	Gesellschaftliche Risiken	102
4.1.2.3	Marktliche Risiken	102
4.1.2.4	Risiken aus Wissenschaft und Forschung	103
4.1.3	Aus ökologischen Risiken resultierende ökonomische Risiken	103
4.2	Ökologische Risiken aus Sicht des Fremdkapitalgebers	105
4.2.1	Risikoarten für den Fremdkapitalgeber	105
4.2.1.1	Das Bonitäts- / Ausfallrisiko	107
4.2.1.2	Das Besicherungsrisiko	107

4.2.1.3	Das Haftungsrisiko	107
4.2.1.4	Der Imageverlust	108
4.2.2	Monetarisierung ökologischer Risiken	108
4.2.3	Pricing eines Kredites unter ökologischen Gesichtspunkten	109
4.3	Ökologische Risiken aus Sicht des Eigenkapitalgebers	111
4.3.1	Eigenkapitalkosten	111
4.3.2	Ökologisches Risiko als systematisches Risiko	111
4.3.2.1	Senkung der Eigenkapitalkosten durch ein Umweltmanagementsystem	112
4.3.2.2	Veränderung der Eigenkapitalkosten durch Marktsegmentierung	115
4.4	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	118
Teil III: Unternehmensanalyse und Portfoliomanagement unter Nachhaltigkeitsaspekten		120
5	Unternehmensanalyse unter Nachhaltigkeitsaspekten	120
5.1	Betriebswirtschaftliche Unternehmensanalyse	120
5.1.1	Quantitative betriebswirtschaftliche Analyse mit Kennzahlen	120
5.1.2	Qualitative betriebswirtschaftliche Analyse	122
5.1.3	Konsequenzen für den Finanzanalysten	124
5.2	Ökologische und soziale Unternehmensanalyse	125
5.2.1	Definition von Umweltkriterien, Umweltindikatoren und Umweltkennzahlen	126
5.2.2	Erfassung von Stärken und Schwächen des Unternehmens durch ökologische und soziale Kriterien	128
5.2.3	Beurteilung der Kriterien mit Hilfe erfasster Daten	128
5.2.3.1	Beurteilung qualitativer Kriterien mittels Umweltindikatoren	128
5.2.3.2	Beurteilung quantitativer Kriterien mittels Umweltkennzahlen	129
5.2.4	Kriterien zur Beurteilung der ökologischen Strategie	129
5.2.5	Kriterien zur Beurteilung der operativen ökologischen Umsetzung	131
5.2.5.1	Kategorisierung von Umweltkennzahlen	131
5.2.5.2	Kriterien zur Beurteilung der ökologischen Ausrichtung des Managements	134
5.2.5.2.1	Unternehmensinfrastruktur	135
5.2.5.2.2	Personalwirtschaft	142
5.2.5.2.3	Technologieentwicklung	145
5.2.5.2.4	Beschaffung	145

5.2.5.3	Kriterien zur Beurteilung der ökologischen Ausrichtung des Betriebs	146
5.2.5.3.1	Eingangslogistik	147
5.2.5.3.2	Produktion	148
5.2.5.3.3	Marketing	150
5.2.5.3.4	Ausgangslogistik	151
5.2.5.3.5	Service und Entsorgung	151
5.2.5.4	Kriterien zur Beurteilung der ökologischen Ausrichtung der Produkte	153
5.2.5.4.1	Einzelproduktbeurteilung	153
5.2.5.4.2	Beurteilung des Produktportfolios	154
5.2.6	Kriterien zur Erfassung und Bewertung der Stakeholder Satisfaction	156
5.2.6.1	Balanced Scorecard zur Bewertung der Stakeholder Satisfaction	157
5.2.6.2	Stakeholder Value: Ein quantitativer Bewertungsansatz	162
5.2.7	Reduktion der Kriterien durch branchenspezifische Anpassung	163
5.3	Integration ökologischer und sozialer Kriterien in ein nachhaltiges Rating	164
5.3.1	Aufbau eines nachhaltigen Ratings	164
5.3.2	Gewichtung innerhalb eines nachhaltigen Ratings	167
5.3.3	Problembereiche eines nachhaltigen Ratings	168
5.4	Überblick zu den gegenwärtigen Umweltkriterien für Finanzanalysten in der Praxis	169
5.4.1	Umweltkennzahlen nach ISO 14031	169
5.4.2	Umweltkennzahlen (Öko-Effizienz) nach WBCSD	172
5.4.3	Umweltkennzahlen nach der Global Reporting Initiative	174
5.5	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	175
6	Portfoliomanagement unter Nachhaltigkeitsaspekten	178
6.1	Entwicklung der ethisch-ökologischen Fonds	178
6.1.1	Ethikfonds	179
6.1.2	Öko-Fonds: Umwelttechnologiefonds und Umweltfonds	179
6.1.3	Öko-effiziente Fonds	180
6.1.4	Nachhaltige Fonds	180
6.1.5	Ethisch-ökologische Fonds – ein Wachstumsmarkt	181
6.2	Portfoliomanagement, Anlagepolitik und Investment-Prozess	182
6.2.1	Portfoliomanagement: Aktiv versus passiv	183
6.2.2	Anlagepolitik	184
6.2.3	Investment-Prozess	185
6.3	Investmentprozess unter Nachhaltigkeitsaspekten	186
6.3.1	Ansprüche der Kunden und Nachhaltigkeitsanalyse	186

6.3.2	Primärresearch	187
6.3.2.1	Fragebogen	187
6.3.2.2	Unternehmensbesichtigungen	188
6.3.3	Sekundärresearch	188
6.3.3.1	Umweltberichte	188
6.3.3.2	Presseberichte	188
6.3.4	Asset Allocation-Prozess	189
6.3.4.1	Nachhaltigkeit in der strategischen Asset Allocation	189
6.3.4.1.1	Negativkriterien im strategischen Bereich	189
6.3.4.1.2	Positivkriterien auf Branchenebene	190
6.3.4.2	Nachhaltigkeit in der taktischen Asset Allocation	192
6.3.4.2.1	Negativkriterien im taktischen Bereich	193
6.3.4.2.2	Positivkriterien auf Unternehmensebene	194
6.3.4.3	Integration der Sustainability-Innovatoren	196
6.3.5	Performancemessung und Benchmark	197
6.4	Nachhaltiges Portfoliomanagement in der Praxis	199
6.4.1	Investmentprozess öko-effizienter und nachhaltiger Fonds	199
6.4.1.1	Swissca und Kantonalbanken: Swissca Green Invest	199
6.4.1.2	UBS: UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	201
6.4.1.3	Sustainable Asset Management: Sustainable Performance Group (SPG)	203
6.4.1.4	Credit Suisse: Credit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability	205
6.4.1.5	Bank Sarasin: ValueSar	205
6.4.2	Zusammenfassung und Beurteilung	207
6.5	Quantitative Untersuchung nachhaltiger Fonds	210
6.5.1	Rendite	210
6.5.2	Risiko bzw. Volatilität	212
6.5.3	Korrelation	213
6.5.4	Sharpe-Ratio	214
6.5.5	Treynor-Ratio	215
6.5.6	Tracking-Error gegenüber der Benchmark	216
6.6	Zusammenfassung und Schlussfolgerung	217
7	Zusammenfassung und Ausblick	219
7.1	Zusammenfassung	219
7.2	Ausblick	223

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Öko-Effizienz in der Nachhaltigkeit	11
Abbildung 2: Nachhaltiger Shareholder Value durch Sustainability	13
Abbildung 3: Normalverteilung	15
Abbildung 4: Capital Asset Pricing Model und Eigenkapitalkosten	17
Abbildung 5: Aktives Kreditrisiko	20
Abbildung 6: Shareholder Value-Netzwerk	23
Abbildung 7: Anspruchskategorien	27
Abbildung 8: Primäre versus Sekundäre Stakeholders	29
Abbildung 9: Nähere Beschreibung der Eigenschaften im Zürcher Ansatz	30
Abbildung 10: Erfassung der Anspruchsgruppen im Zürcher Ansatz	32
Abbildung 11: Einfluss der verschiedenen Stakeholders	35
Abbildung 12: Instrumente des Umweltrechts	38
Abbildung 13: Nachhaltige Unternehmensorientierung und deren Einfluss auf den Shareholder Value	50
Abbildung 14: Nachhaltige Shareholder Value-Pyramide	59
Abbildung 15: Wertkette	60
Abbildung 16: Nachhaltiger Shareholder Value-Ansatz	62
Abbildung 17: Zielsystem des Unternehmens	64
Abbildung 18: Portfolio der Marktchancen-Umweltrisiken-Analyse	65
Abbildung 19: Einfluss verschiedener Stakeholder	76
Abbildung 20: Kritische Stakeholder nach Mitchell	77
Abbildung 21: Motivation einer politischen Beeinflussung seitens der Stakeholder	79
Abbildung 22: Analyse der Organisations- und Durchsetzungsfähigkeit der Stakeholder	81
Abbildung 23: Kritische Stakeholder im nachhaltigen Shareholder Value-Ansatz	83
Abbildung 24: Interne ökologische Risiken	98
Abbildung 25: Externe ökologische Risiken	101
Abbildung 26: Kausalkette von ökologischen zu ökonomischen Risiken	104
Abbildung 27: Kreditrisiken der Bank infolge ökologischer Risiken des Unternehmens	106
Abbildung 28: Monetarisierung ökologischer Risiken	109
Abbildung 29: Umweltmanagementsystem und Umweltperformance sowie deren Einfluss auf die Eigenkapitalkosten	113
Abbildung 30: 50% verbessertes Umweltmanagementsystem (UMS) und Umweltperformance (UP) und der Einfluss auf das Beta	115
Abbildung 31: Boykott und Einfluss auf die Eigenkapitalkosten	117
Abbildung 32: Wichtigkeit der Non-Financials in der Shareholder Value-Pyramide	123

Abbildung 33: Nachhaltiger Shareholder Value-Ansatz inkl. kritische Stakeholder	125
Abbildung 34: Umweltkriterien und Umweltkennzahlen	127
Abbildung 35: Ökologisch orientierte Wertkette und Umweltkennzahlen	133
Abbildung 36: Ökologische Kriterien in den unterstützenden Aktivitäten der Wertkette	135
Abbildung 37: Ökologische Kriterien in den primären Aktivitäten	147
Abbildung 38: Schadschöpfungs-/Rentabilitätsportfolio	155
Abbildung 39: Kritische Stakeholder im Balanced Scorecard Konzept	158
Abbildung 40: Mögliche Kriterien zur Stakeholder-Beurteilung	161
Abbildung 41: Ökologische Relevanz	163
Abbildung 42: Vorgehen in einem Rating	166
Abbildung 43: Ursache der ökologischen Schadschöpfung und Einfluss auf die Gewichtung im Rating	167
Abbildung 44: ISO 14031	170
Abbildung 45: Operational Performance Indicators (OPIs) nach ISO 14031	171
Abbildung 46: Management Performance Indicators (MPIs) nach ISO 14031	172
Abbildung 47: Entwicklung der ethisch-ökologischen Fonds	181
Abbildung 48: Begriffseinordnung im Portfoliomanagement	183
Abbildung 49: Der Investment-Prozess	186
Abbildung 50: Ökologische Betroffenheit der Branche	191
Abbildung 51: Negativkriterien der Pictet Sustainable Equities	193
Abbildung 52: Nachhaltiges Anlageuniversum	195
Abbildung 53: Sustainability-Leader und Sustainability-Innovatoren	197
Abbildung 54: Investmentprozess: Swissca Green Invest	200
Abbildung 55: Investmentprozess: UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	202
Abbildung 56: Investmentprozess: SPG	204
Abbildung 57: Investmentprozess: ValueSar	206
Abbildung 58: Reihenfolge der Analysen	209
Abbildung 59: Renditen nachhaltiger Fonds im Vergleich zur Benchmark	212
Abbildung 60: Volatilität der nachhaltigen Fonds im Vergleich zur Benchmark	213
Abbildung 61: Korrelation nachhaltiger Fonds zur Benchmark	213
Abbildung 62: Sharpe-Ratios nachhaltiger Fonds im Vergleich zur Benchmark	215
Abbildung 63: Treynor-Ratio nachhaltiger Fonds im Vergleich zur Benchmark	216
Abbildung 64: Tracking-Error nachhaltiger Fonds	217