Deutsche Bank
Wealth Management

Juni 2018

# CIO Insights Reflections

## Positiven Einfluss ausüben – auf Rendite und Gesellschaft

### ESG bewerten

# Positiven Einfluss ausüben – auf Rendite und Gesellschaft

Autoren:
Markus Müller
Global Head CIO Office
Enrico Börger
Financial Writer CIO Office
Michele Bovenzi
Diskretionärer Portfolio Manager

01 ESG und Anlage-Performance
02 Auswirkungen von ESG-Strategien auf das Risiko und die Kapitalkosten
03 ESG in Wachstums- und Schwellenländern
04 ESG-Auswirkungen auf die Portfolio-Transparenz
05 Wertentwicklung: aus Sicht der Metastudien
06 Zusammenfassung

Christian Nolting
Global CIO,
Deutsche Bank Wealth Management

## Vorwort

Nahezu fünf Monate sind vergangen, seitdem wir unser CIO Insights Spezial veröffentlicht haben, das Anlagen nach ökologischen („Environmental"), sozialen („Social") und Staatsführungskriterien (Governance) – oder kurz ESG – gewidmet war. Ich höre oft, dass Anleger das Thema interessant finden, jedoch besorgt sind, dass die Konzentration auf nichtfinanzielle Aspekte von der finanziellen Rendite ablenken könnte. Dies ist eine legitime und äußerst aktuelle Frage. Das neue CIO Insights Reflections ist darauf ausgerichtet, diese Aussage durch die Analyse von nahezu einem halben Jahrhundert an akademischen und empirischen Studien zum Thema sowie durch unsere eigene Erfahrung in der Verwaltung von ESG-Anlagen zu beleuchten.

Die Ergebnisse sind ermutigend. Zumindest kann mit Sicherheit gesagt werden, dass ESG-Kriterien sich nicht negativ auf den finanziellen Ertrag auswirken müssen. Genauer gesagt bedeutet dies, dass verschiedene ESG-Ansätze selbstverständlich unterschiedliche Ergebnisse hervorbringen. Wenn die Nachhaltigkeit entsprechend berücksichtigt wird, können die finanziellen Erträge in vielen Fällen unter Einhaltung bestimmter Bedingungen gesteigert werden, wie von uns ausführlich beschrieben wird. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass jeder Anleger versteht, was eine gewählte ESG-Strategie von einer vergleichbaren konventionellen Anlage unterscheidet, um die individuellen Überzeugungen erfolgreich an die finanziellen Ziele anzupassen. Dies ist wichtig, weil eine ESG-Anlage zusätzlich zu dem „herkömmlichen" Ziel einer konventionellen Anlage auch das Ziel hat, eine positive Auswirkung auf die Umwelt, die Gesellschaft oder auf die Corporate Governance zu entfalten. Unserer Analyse zufolge müssen sich diese Ziele nicht gegenseitig ausschließen.

Nach der Durchführung dieser Untersuchung zu Tausenden von Fallstudien zu diesem Sachverhalt bin ich überzeugt, dass Anlegern eine umfangreichen Auswahl an Anlagestrategien zur Verfügung steht, die sich positiv auf die Gesellschaft, die Umwelt und auf die Corporate Governance auswirken, während gleichzeitig die finanziellen Erträge optimiert und die Portfoliorisiken minimiert werden. Mit anderen Worten zeigt die Nachweislage, dass ESG nunmehr erwachsen geworden ist – ich hoffe, dass diese Publikation erfolgreich darlegen kann, warum dies der Fall ist.

Bitte klicken Sie hier oder verwenden Sie den QR-Code, um auf das vorherige CIO Insights ESG Spezial zugreifen zu können.

Deutsche Bank
Wealth Management

In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

01

# ESG und Wertentwicklung

Aufbauend auf das im November veröffentlichte CIO Insights Reflections „Heute handeln, um die Zukunft zu sichern“, werden wir uns nun die Beziehung zwischen den ESG-Überlegungen und dem finanziellen Ertrag genauer ansehen. Es wurde lange argumentiert, dass die Aufnahme von ökologischen, sozialen und Governance-Aspekten in einem Portfolio das Anlageuniversum verringert und demzufolge der Ertrag zwangsläufig beeinträchtigt wird. Wir zeigen in dieser Publikation, warum dies nicht der Fall ist und unter welchen Umständen ESG-Aspekte nicht nur keinen Kostenfaktor darstellen, sondern einen positiven Effekt sowohl auf die Anlageerträge als auch auf die Risikoüberlegungen haben können.

Das ESG-Spektrum erreicht in einigen Bereichen rasch ein gewisses Stadium der Reife, bleibt jedoch teilweise in anderen Bereichen noch unterentwickelt. Informierten Anleger können diese Divergenzen sinnvoll nutzen, um von diesen sich entwickelnden Trends zu profitieren, bevor diese Teil des Allgemeinwissens werden. Dazu ist es erforderlich, dass sie die Auswirkungen von ESG auf die Anlageerträge verstehen. Auch wenn die direkten Auswirkungen von ESG-Überlegungen auf Erträge von offensichtlichem Interesse für Anleger sind, zeigen unsere Ergebnisse, dass die weniger sichtbaren, indirekten Auswirkungen eine entscheidende Rolle bei der Bestimmung der Wertentwicklung spielen, wie bei den Auswirkungen auf das Risikoprofil des Unternehmens, auf seine Governance und Geschäftspraktiken. Diese wiederum haben tiefgreifende Auswirkungen auf die Umsatzstabilität und die langfristige Rentabilität. Beispielsweise wissen wir von Portfoliomanagern, die Unternehmen aus ethischen Gründen einem ESG-Screening unterziehen, bevor sie deren Schuldtitel kaufen. Sie finden immer wieder heraus, dass sie ihre Portfolios vor Ausfällen schützen, indem sie nicht in die Unternehmen investieren, die diesen Test nicht bestehen. Dies zeigt auf beachtliche Weise, inwiefern nichtfinanzielle Überlegungen direkte finanzielle Auswirkungen haben, und so wie in diesem Fall Portfolioverluste verringern können. Dies heißt mit anderen Worten, dass ESG-Überlegungen eingesetzt werden können, um ökonomische Entscheidungen zu vervollständigen, damit finanzielle Risiken erkannt werden, die möglicherweise in Finanzberichten nicht deutlich werden.

Im ersten ESG Reflections haben wir das sozial verantwortungsvolle Investieren als langfristiges Experiment in der Vermögensverwaltung dargestellt. Im akademischen Bereich hat allein die Existenz dessen eine Unmenge an Untersuchungen nach sich gezogen, um die „ethischen“ Überlegungen, die ESG-Tests und die Anlage-Performance miteinander zu verbinden. Bevor wir uns mit den wesentlichen Erkenntnissen der Finanzliteratur zu diesem Thema beschäftigen, gehen wir zunächst auf den vorstehend genannten Kritikpunkt ein, dass ESG-Filter („Beschränkungen“) die Performance zwangsläufig belasten, da durch sie das Anlageuniversum verringert wird. Wie von Cengiz[1] und anderen (2010) hervorgehoben, beinhalten die Nachhaltigkeit oder die ESG-Filter eine neue Analyseebene, die die Anlageerträge tatsächlich verbessern können, da besser

Einige Portfoliomanager im Anleihebereich, die Unternehmen aus ethischen Gründen einem ESG-Screening unterziehen, bevor sie deren Schuldtitel kaufen haben gemerkt, dass sie ihr Portfolio vor Ausfällen schützen, indem sie nicht in die Unternehmen investieren, die diesen Test nicht bestehen.

[1]Cengiz, CBs, D. Braun und R. von Nitzsch. 2010. Alpha-Vehikel oder Preis für das Gute Gewissen? Eine Performanceanalyse ethischer Investments, Corporate Finance biz 1(4): 263–271.

Deutsche Bank
Wealth Management

In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

sichtbar wird, wo investiert werden sollte und wo nicht.

## Bewertung der ESG Performance-Treiber

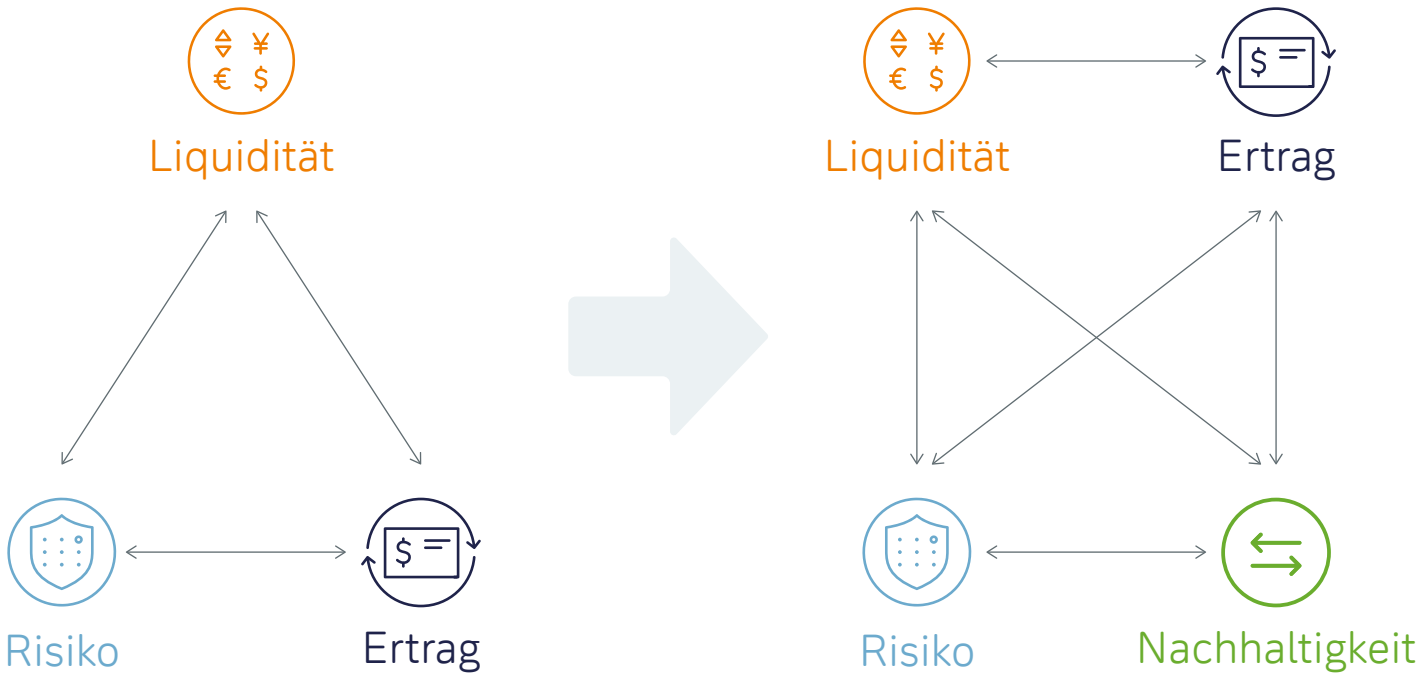
Eine umfassende Studie aus dem Jahr 2006 von Alexander Kempf und Peer Osthoff an der Universität zu Köln[2] hat die Beziehung zwischen sozial verantwortungsvollen Anlagekriterien und der Wertentwicklung bei Aktien untersucht. Die Forscher begannen mit der Feststellung, dass verantwortungsvolle Anleger theoretisch nicht in der Lage sein sollten, im Vergleich zu anderen Anlegern eine höhere Performance zu erzielen, da die Preise von Wertpapieren gemäß der Effizienzmarkthypothese jederzeit sämtliche verfügbare Informationen widerspiegeln. Demzufolge sollte eine Anlage zu Marktpreisen in eine ESG-Strategie keine Art von Outperformance zulassen.

Darüber hinaus sollte das, was die Forscher als ein „künstlich beschränktes sozial verantwortungsvolles Portfolio" definierten zu einer geringeren Performance führen, weil es unter Ausschluss der Aktien, die gemäß den gewählten ESG-Kriterien nicht als geeignet erachtet werden, weniger diversifiziert ist.

Es gibt jedoch aussagekräftige Belege dafür, dass soziale und ökologische Themen von Finanzmärkten preislich nicht richtig bewertet werden und somit langfristig Spielraum für überdurchschnittliche Renditen schaffen. Dieses Argument geht mit der Fehlbewertung von externen Effekten einher, die im vorherigen ESG Spezial erörtert wurden. Wirtschaftliche Tätigkeiten haben unzählige Nebeneffekte in Bezug auf die Umwelt, die Gesellschaft und auf Menschen, die oftmals unzureichend berücksichtigt und in die produzierten Waren und Dienstleistungen eingerechnet werden. Ein dramatisches Beispiel ist die Abholzung, die stattfindet, um Platz für Palmölplantagen zu schaffen. Der anschließende Verlust von Sauerstoff produzierenden Regenwäldern und die von Buschfeuern, die zur Landrodung eingesetzt werden verursachten Rauchgase, wirken sich negativ auf die Luftqualität für mehr als eine Milliarde Menschen in ganz Südostasien aus und gelten als Hauptursache für Atemwegserkrankungen in der Region. Doch Palmöl ist das günstigste Pflanzenöl, das es gibt, obwohl es natürlich mit Gewinn verkauft wird. Wenn die externen Auswirkungen, die durch die Produktion von Palmöl verursacht werden, korrekt in den Produktpreis eingerechnet werden würden, wäre es unerschwinglich, wodurch die Nachfrage und somit die Pruduktion vollständig eingestellt würden.

Es ist unser Ziel in diesem Bericht, die Frage zu beantworten, inwiefern sich ESG-Strategien empirisch gesehen anders auf die Portfolio-Performance auswirken. Zu diesem Zweck haben zahlreiche Studien die Renditen von ESG-Fonds mit denen von ähnlichen konventionellen Fonds verglichen, doch laut den zuvor genannten Forschern werden die Renditen von der Aktienauswahl und dem Geschick in Bezug auf das Markt-Timing

Abbildung 1:
Anlegerbedürfnisse im Anlageprozess
Quelle: Deutsche Bank Wealth Management, Stand Februar 2018




[2] The Effect of Socially Responsible Investing on Financial Performance* Alexander Kempf, Peer Osthoff, 2006, Institut für Finanzen und Zentrum für Finanzforschung, Universität zu Köln, Deutschland.

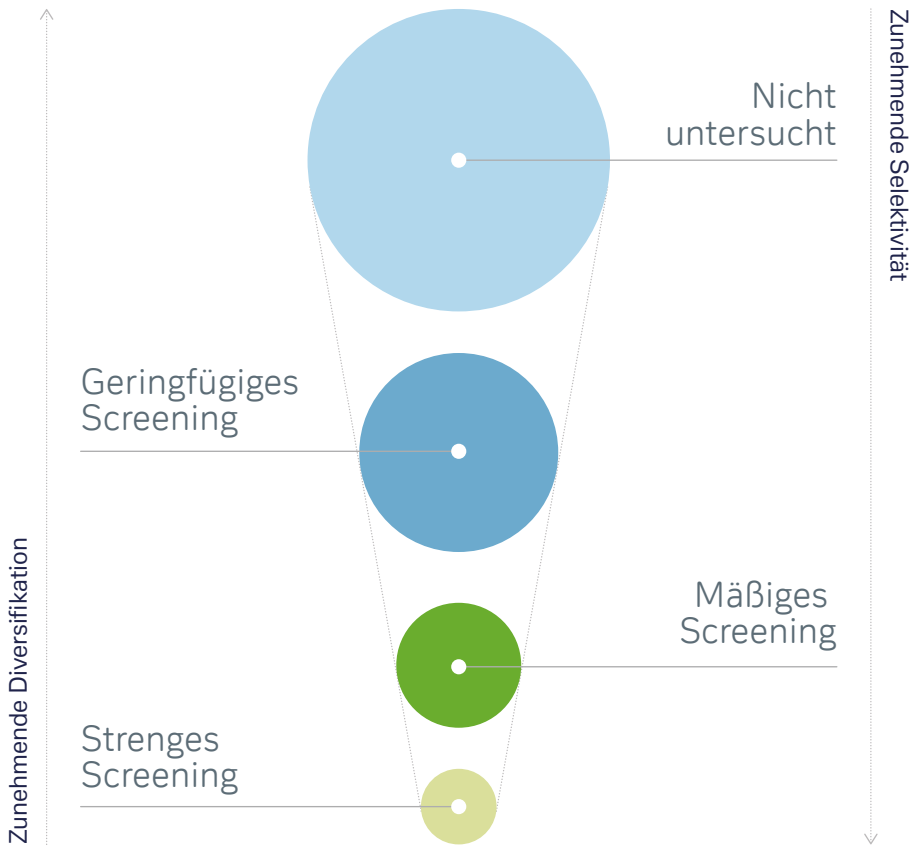


In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Aktien mit einem hohen ESG-Rating (auch Best-in-Class-Portfolio genannt) verzeichnen keine geringere Wertentwicklung als vergleichbare herkömmliche Aktien. Wie die Forscher folgerten, legen die Ergebnisse der hoch bewerteten Portfolios nahe, dass „sozial verantwortungsvolle Anleger die Rendite nicht dadurch opfern, dass sie ihre ethischen Ziele erreichen".

der jeweiligen Fondsmanager beeinflusst. Da das individuelle Geschick des Fondsmanagers nicht von der finanziellen Performance von ESG-orientierten Aktien getrennt werden kann, haben die Forscher börsennotierte Unternehmen auf typische ESG-Kriterien wie soziales Engagement, die Beziehung zu den Mitarbeitern, den Einfluß auf die Umwelt und die ethische Herstellung ihrer Produkte untersucht. Die Aktien der Unternehmen mit den besten Bewertungen hinsichtlich dieser Kriterien haben eine hohe ESG-Bewertung erhalten, die mit den schlechtesten Bewertungen eine niedrige Einstufung. Basierend auf Daten aus den Jahren 1991 bis 2004, einem Zeitraum, der sowohl starke Wachstumsphasen als auch Rezessionen umfasst, zeigten die Ergebnisse, dass Modellportfolios von Aktien mit einem hohen ESG-Bewertung (bezeichnet als Best-in-Class-Portfolio) keinen Performance-Verlust im Vergleich zu ähnlichen herkömmlichen Aktien erleiden. Wie die Forscher folgerten, legen die Ergebnisse der hoch bewerteten Portfolios nahe, dass „sozial verantwortungsvolle Anleger die Finanzperformance nicht dadurch opfern, dass sie ihre ethischen Ziele erreichen". Anderseits fanden die Forscher Performance-Einbußen bei niedrig bewerteten Aktien. Diese

Abbildung 2:
Die Auswirkungen von Social Screening auf das Universum der Aktienauswahl
Quelle: M. L. Barnett, R. M. Salomon (2006)




Ergebnisse wurden um den Einfluß von Gebühren, Brancheneffekten und von der Marktsensitivität die diese Ergebnisse verzerrt haben könnten, bereinigt.

## Kann ESG die Anlageerträge verbessern und Risiken reduzieren?

Zwei bekannte Studien[3] kommen zu dem Schluss, dass die Frage, die man sich stellen sollte nicht „Wie gut ist der durchschnittliche ESG-Anlageprozess?" lautet, da dies die Fähigkeiten der einzelnen befragten Vermögensverwalter mit den allgemeinen Vorzügen von ESG-Investitionen vermischen würde. Stattdessen argumentieren die Forscher, dass die zentrale Frage für den einzelnen Vermögensverwalter, institutionellen Anleger oder Privatkunden lautet: „Können ESG-Kriterien die Rendite von Anlageprozessen verbessern, wenn sie auf anspruchsvolle Weise umgesetzt werden?"

Intuitiv gesehen kann der Anspruch des Screenings das Wissen über jeden Aspekt des Unternehmens, in das jemand investiert, vertiefen, wodurch ein strenges Screening vermieden wird, das das Anlageuniversum zu sehr einschränken und die Diversifizierung des Portfolios beeinträchtigen würde.

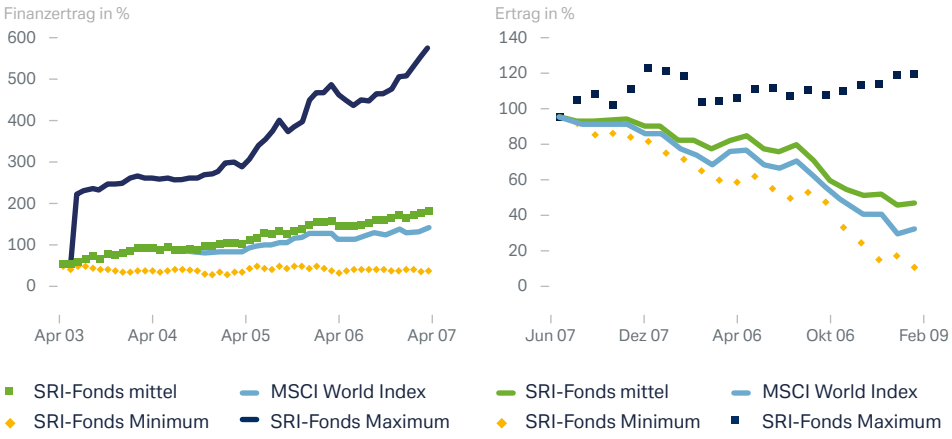
Eine wissenschaftliche Studie, die zwischen erfahrenen ESG-Vermögensverwaltern und Vermögensverwaltern ohne substanzielle ESG-Fähigkeiten unterscheidet, kommt zu dem Schluss, dass erstere deutlich besser abschneiden als ihre Kollegen, während letztere deutlich schlechter abschneiden als ihre konventionell vorgehenden

[3] KOSOWSKI, R., TIMMERMANN, A., WERMERS, R. UND WHITE, H. 2006. Can Mutual Fund „Stars" Really Pick Stocks: New Evidence From a Bootstrap Analysis. Journal of Finance, 61, 2551-2595.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Abbildung 3:
Monatliche Renditen von MSCI World und Socially Responsible Investment (SRI)-Fonds, analysiert in der Haussephase (links) und in der Baissephase (rechts)
Quelle: „Financial performance of SRI funds between 2002 and 2009“, Weber, Mansfield und Schirrmann, Working Paper, 2010




Kollegen (Gil-Bazo und andere, 2010). Daher ist die technische Ausgereiftheit für ESG-Anlageprozesse von entscheidender Bedeutung.

Dies umfasst den Zugriff auf ESG-Daten, die einen tieferen Einblick vermitteln, und die entweder über ein Team von internen Spezialisten gesammelt oder über einen dedizierten ESG-Research-Anbieter erworben werden. Anschließend müssen diese Daten dann für eine Anlagestrategie genutzt werden, die die Stärken von Wertpapieren nutzt, die mit „ESG-freundlichen“ Unternehmen verbunden sind. Mit anderen Worten ist es für einen anspruchsvollen Ansatz erforderlich, zu verstehen, wie jedes Unternehmen im ausgewählten Anlageuniversum positiv zu den Anlagerenditen im Rahmen der gewählten Strategie beitragen und gleichzeitig die gewünschte ESG-Wirkung erzielen kann.

Manchmal ist das Potenzial für ESG-Gewinne offensichtlicher. Es ist offensichtlich, dass beispielsweise mittels einer Verringerung des Energieverbrauchs durch Ökoeffizienz-Projekte sparsamer gewirtschaftet werden, und so die Rentabilität erhöht werden kann. Daher überrascht es nicht, dass in beiden Segmenten erhebliche Möglichkeiten zur Ertragssteigerung gefunden wurden (Derwall und andere, 2005, Eichholtz und andere, 2010). Ebenso sind die Bewertungen der Beziehungen zwischen Mitarbeiter und Unternehmen gleichermaßen von Bedeutung für jene Branchen, für die das Humankapital einer der wichtigsten Performance-Treiber ist, wie dies für die Informationstechnologie der Fall ist. Demzufolge ist auch die Erkenntnis von Edmans aus dem Jahr 2011, dass „die besten Arbeitgeber Amerikas“ um 2,1 % höhere Unternehmensgewinne als der Durchschnitt der jeweiligen Branche erwirtschaftat haben (Zeitraum de Studie: 1984 – 2009) keine Überraschung.

In Bezug auf die Corporate Governance, die nicht ausschließlich ESG-Strategien umfasst, aber dennoch einen der drei Hauptaspekte von ESG-Strategien darstellt, finden Gompers, Ishii und Metrick (2003) eine deutliche Outperformance von mehr als 8 % pro Jahr für Unternehmen mit den besten Bewertungen in puncto Corporate Governance gegenüber denjenigen mit den schlechtesten Bewertungen. Es wurde auch empirisch festgestellt, dass „Best-In-Class (BIC)-Strategien, die jeweils in Unternehmen mit den besten ESG-Ratings in jeder Branche investieren anstatt ganze Branchen zu meiden, tendenziell besser abschneiden als ESG-Anlagestrategien, die ganze Branchen aufgrund von negativem Screening ausschließen“. Dies erfolgt trotz der Tatsache, dass der BIC-Ansatz zu einer geringeren Anzahl von Aktien im Portfolio im Hinblick auf das Marktuniversum führt und somit theoretisch die Diversifizierung reduziert, was normalerweise die Performance beeinträchtigen sollte. Es zeigt sich, dass der Nachteil einer geringeren Diversifizierung durch das geringere unternehmensspezifische Risiko von ESG-Aktien ausgeglichen wird.

Die Ergebnisse in Abbildung 3 zeigen, dass ESG-Kriterien erhebliche Möglichkeiten zur Risikominderung bieten. Für jedes der fünf vorgegebenen Kriterien zur Umweltverantwortlichkeit hat das am besten bewertete Portfolio das niedrigste Worst-Case-Risiko, obwohl es in der Regel weitaus weniger Aktien als die alternativen Portfolios aufweist. Dieses Ergebnis ist wirtschaftlich sehr aussagekräftig (zwischen 200 und 1.000 Basispunkten) und wird nicht durch ein geringeres systematisches Risiko der bestbewerteten Portfolios getrieben. Aus diesem Grund scheinen anspruchsvolle ESG-Anlagestrategien ein starkes Potenzial für Risikoreduzierung zu haben - und demzufolge das Potenzial, überdurchschnittliche risikobereinigte Renditen zu erzielen.

In einer weiteren Studie[4] wurde die vergleichende Wertentwicklung von 80 Investmentfonds aus sieben europäischen Ländern zwischen 1996 und 1998 untersucht, von denen die Hälfte Wertpapiere nach ethischen Kriterien auswählt. Die Ergebnisse zeigen, dass ethische Fonds weniger risikobehaftet sind gemessen an der Volatilität von Renditen und am „Beta“ des Fonds (Performance des Fonds im Vergleich zum Gesamtmarkt), als ihre nicht-ethischen Pendants, was darauf hindeutet, dass ESG-Kriterien besonders wertvoll für risikoaverse Anleger sind.

Da Risiken bei Anleihen der wesentliche Performancetreiber sind, haben Forscher untersucht, ob diese ESG-induzierten Risikoreduktionen auch in Bezug auf festverzinsliche Anlageprodukte von Vorteil sind. Tatsächlich finden die Forscher Bauer und Hann heraus, dass

[4] Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis - N.Kreander, R.H.Gray, D.M.Power, and C.D.Sinclair, Department of Accountancy & Finance, The University of Glasgow



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

eine bessere Umweltverantwortung und bessere Bewertungen der Beziehungen zwischen Mitarbeiter und Unternehmen zu geringeren Fremdkapitalkosten und höheren Kreditratings führen (Bauer und andere, 2009, Bauer und Hann, 2010). Oikonomou, Brooks und Pavelin (2011) erweitern diesen Recherche-Schwerpunkt weiter und finden heraus, dass ESG-Kriterien im Allgemeinen negativ mit Anleihespreads assoziiert werden. Sie zeigen auch, dass bessere ESG-Bewertungen mit höheren Ratings und einer geringeren Wahrscheinlichkeit, mit einem spekulativen Rating bewertet zu werden, verbunden sind. Sie beobachten, dass diese Beziehungen für länger laufende Anleihen ausgeprägter sind als für Anleihen mit kurzer Laufzeit.

Alle diese Ergebnisse legen nahe, dass viele Unternehmen, die ESG-Kriterien erfüllen, erwiesenermaßen spezifische Wettbewerbsvorteile haben, die ihnen helfen, sich an den Finanzmärkten auf viele verschiedene Arten gut zu entwickeln. In einigen Fällen tragen die Vorteile einer loyalen Belegschaft zu einem Wettbewerbsvorteil bei, in anderen hilft ein Fokus auf die Optimierung der Umweltauswirkungen, um kosteneffizienter zu sein. Wiederum in anderen Fällen hilft eine besondere Beachtung der Corporate Governance, unangemessene Risiken zu vermeiden, die die langfristige Rentabilität des Unternehmens beeinträchtigen würden, um nur einige Beispiele zu nennen. Das Spektrum ist breit gefächert, aber der Punkt ist der gleiche: Viele Anleger befürchten, dass Unternehmen, die sich auf ESG-Themen konzentrieren, im besten Fall unnötige Kosten verursachen und im schlimmsten Fall vom Kerngeschäft abgelenkt werden. Das ist natürlich eine berechtigte Sorge. Wissenschaftliche Studien wie die vorstehend genannten zeigen jedoch, dass dies nicht unbedingt der Fall sein muss. Tatsächlich gelingt es vielen Unternehmen, sich zu ihren Gunsten auf ESG-Themen zu konzentrieren, was beweist, dass nichtfinanzielle Überlegungen zu einem positiven finanziellen Ertrag beitragen können.

02

# Auswirkungen von ESG-Strategien auf das Risiko und die Kapitalkosten

## Zu überprüfende Hypothesen

1) Haben Unternehmen mit mehr sozialen und ökologischen Stärken niedrigere Renditeaufschläge(geringere Fremdkapitalkosten) und höhere Ratings für Unternehmensanleihen (geringeres Ausfallrisiko)?

2) Haben Unternehmen mit mehr sozialen und ökologischen Bedenken höhere Kreditspreads (höhere Fremdkapitalkosten) und niedrigere Ratings für Unternehmensanleihen (höheres Ausfallrisiko)?

3) Ist der Einfluss der sozialen Performance von Unternehmen auf die Spreads von Unternehmen bei Anleihen mit längeren Laufzeiten ausgeprägter?

Franco Modigliani und Merton Miller stellten fest, dass in Abwesenheit von Steuern, Konkurs- und Transaktionskosten sowie asymmetrischen Informationen innerhalb eines effizienten Marktes der Wert eines Unternehmens nicht davon abhängt, wie dieses Unternehmen finanziert wird. Wir alle wissen jedoch, dass die Dinge in der Praxis viel komplexer sind.

Eine 2011 durchgeführte Corporate-Social-Studie[5] legt nahe, dass eine gute Performance insgesamt belohnt wird, während soziale Übertretungen der Unternehmen durch eine geringere Performance bzw. durch höhere Renditeaufschläge bei Unternehmensanleihen bestraft werden.

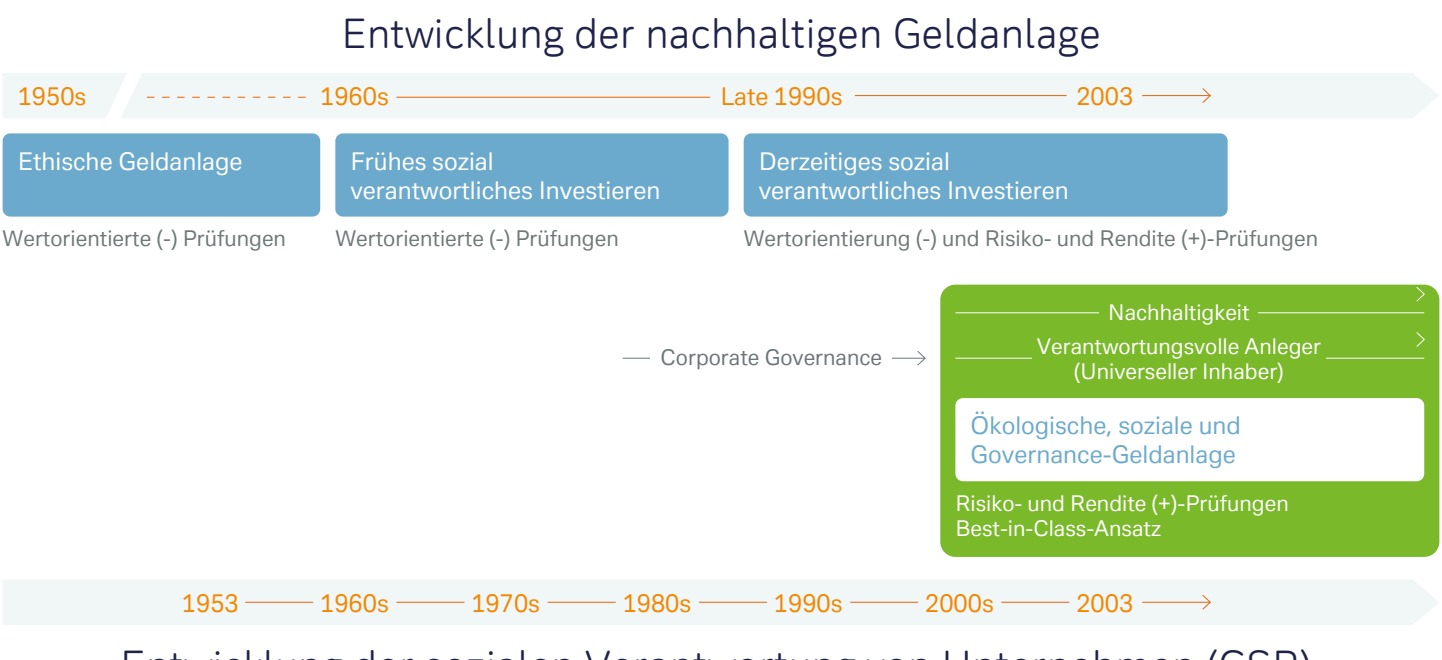
Ähnliche Schlussfolgerungen können gezogen werden, wenn man sich entweder auf das Anleihen-Rating konzentriert, das einer bestimmten Schuldtitelemission zugeordnet ist, oder auf die Wahrscheinlichkeit, dass die Anleihe als ein Vermögenswert mit spekulativem Rating gilt. Zusätzliche Untersuchungen zeigen, dass diese Beziehungen für Anleihen mit längeren Laufzeiten und solchen mit hohen oder sehr niedrigen Ratings ausgeprägter sind.

[5] The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings Ioannis Oikonomou, Chris Brooks ICMA Centre, University of Reading, Stephen Pavelin, School of Management, University of Bath, Oktober 2011, ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP2011-19)

Deutsche Bank
Wealth Management

In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Abbildung 4:
Zeitliche Entwicklung der nachhaltigen Geldanlage
Quelle: DBCCA-Analyse 2012




Diese Studie legt nahe, dass die soziale Unternehmensverantwortung (Corporate Social Responsibility, kurz „CSR“) verschiedenen Risiken (operatives Risiko, Marktrisiko, Liquiditätsrisiko, Ausfallrisiko) verringern und die Schaffung eines nachhaltigen Wettbewerbsvorteils ermöglichen kann.

## Anleihen gegenüber Aktien aus Sicht des Anlegers

Der mögliche Verlust für einen Kreditgeber ist der gesamte investierte Betrag, während die potenziellen Gewinne begrenzt sind, da die Rückzahlung auf die Zinsen und den Kapitalbetrag beschränkt ist und es keinen zusätzlichen Gewinn gibt, falls der Kreditnehmer sich besser als erwartet entwickelt. Aktionäre haben dagegen ein unbegrenztes theoretisches Aufwärtspotenzial. Aktionäre haben daher einen größeren Anreiz, die Manager zu riskanteren (und möglicherweise lohnenderen) Projekten zu drängen, während Anleiheinhaber gerne signifikante Risiken vermeiden und ihre vertraglichen Ansprüche anhand der gegenwärtigen und zukünftigen Liquidität des Unternehmens sichern möchten. Daher kann argumentiert werden, dass es für die Anleiheinhaber umso wichtiger ist, gut geführte Unternehmen von schlechten zu unterscheiden, wenn sie sich entscheiden, wem sie ihr Vermögen anvertrauen sollen, und so kann die Begründung für eine „gute Vermögensverwaltung“ eine größere beobachtbare Auswirkung auf den Anleihemarkt haben. Die Forscher haben drei Hypothesen überprüft:

1) „Unternehmen mit mehr sozialen und ökologischen Stärken haben geringere Fremdkapitalkosten und höhere Ratings für Unternehmensanleihen (geringeres Ausfallrisiko).“

2) „Unternehmen mit mehr sozialen und ökologischen Bedenken haben höhere Fremdkapitalkosten und niedrigere Ratings für Unternehmensanleihen (höheres Ausfallrisiko).“

3) „Der Einfluss der sozialen Performance von Unternehmen auf die Zinsaufschläge von Unternehmen ist bei Anleihen mit längeren Laufzeiten ausgeprägter.“

Die Analyse von mehr als 3.000 Anleihen von 742 Unternehmen in 17 verschiedenen Branchen hat gezeigt, dass diejenigen Unternehmen, die Wert auf Nachhaltigkeitskriterien wie die Unterstützung des lokalen Umfelds, die Sicherheit der vermarkteten Produkte sowie die Wohlfahrt der Belegschaft setzen, ihre Kapitalkosten dank niedrigerer Zinsaufschläge reduzieren können. Die Autoren der Studie kamen zu dem Schluss, dass „diese Ergebnisse unabhängig von den systematischen Schwankungen der jeweils für sie relevanten operativen Risiken sektorübergreifend ziemlich robust sind“. Damit konnten die Forscher nachweisen, dass „es eine finanzielle Belohnung für gute ESG-Praktiken gibt, die sich in geringeren Renditeaufschlägen widergespiegelt. Dieselben Schlussfolgerungen können gezogen werden, wenn man sich entweder auf das Anleihen-Rating konzentriert, das einer bestimmten Schuldtitelemission zugeordnet ist, oder auf die Wahrscheinlichkeit, dass die Anleihe als spekulativ eingestuft wird. Es scheint, dass ein höheres Niveau der



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

sozialen Performance von Unternehmen zu einer verbesserten Kreditqualität und einem niedrigeren wahrgenommenen Kreditrisiko führen kann".

## ESG und Value-at-Risk

Eine Studie, die den Value-at-Risk (VaR) einer Stichprobe von 1091 internationalen Aktien im Zeitraum von 2007-2012[6] gemessen hat, zeigt, dass sich die soziale Unternehmensverantwortung auf die Risikodynamik von Aktiengewinnen und die Vorhersehbarkeit von Risiken ausgewirkt hat. Die Forscher fanden heraus, dass „gute Corporate-Governance-Bewertungen das Risiko (gemessen am VaR) reduzieren und den Effekt negativer Renditen auf die Volatilität dämpfen, indem sie den Hebeleffekt und die Volatilität abschwächen".

Die Autoren dieser Studie weisen darauf hin, dass „Unternehmen, die höhere CSR-Standards haben, aufgrund des besseren Ausgleichs der Belange der verschiedenen Interessengruppen, einer besseren Reputation und einer geringeren Informationsasymmetrie theoretisch in Krisenzeiten weniger riskant und stärker belastbar sein sollten". Die Studie hat in der Tat gezeigt, dass „der Einfluss der Reputation auf die Performance hauptsächlich auf die Isolierung von negativen finanziellen Ergebnissen zurückzuführen ist". Sie identifizierten Corporate Governance als die relevanteste ESG-Dimension in Bezug auf das Unternehmensrisiko, da sie direkte Auswirkungen auf das Risikoniveau und die Risikomerkmale von Unternehmen hat. Ihre Studie kam insbesondere zu dem Schluss, dass eine gute Corporate Governance „das Niveau des Abwärtsrisikos (gemessen am VaR) senkt, die Auswirkungen negativer Renditen auf die Volatilität dämpft und die Volatilitätsbewegungen abschwächt".

Aus einer breiteren Perspektive heraus können ESG-Anlagen das Portfoliorisiko dank überlegener risikobereinigter Renditen verringern, wie in Abbildung 3 dargestellt.

# 03 ESG in Wachstums- und Schwellenländern

Eine Analyse von 3.670 Unternehmen in einem Stichprobenzeitraum von 2006-2014[7] zeigt, dass CSR-Initiativen in Umgebungen mit weniger entwickelten Kapitalmärkten und weniger Governance-Vorschriften eine besondere Wertschöpfungsfähigkeit besitzen. In Ländern, in denen Regulierungseinrichtungen weniger etabliert sind, können die ESG-Bemühungen eines einzelnen Unternehmens im Vergleich zu anderen Unternehmen einen größeren Unterschied machen als in fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einem stärkeren institutionellen Umfeld. In diesem Sinne können ESG-Überlegungen zu einem „Werkzeug werden, um diese schwachen dieses wenig regulierte Umfeld durch Interaktion mit dem Unternehmensumfeld zu überwinden". Mit anderen Worten, in Ländern mit institutionellen Lücken können Unternehmen leicht durch ESG-Initiativen Werte schaffen, die den Mangel an Aufmerksamkeit gegenüber diesen Faktoren im weiteren institutionellen, regulatorischen und ökonomischen Kontext kompensieren.

Dies ist von besonderem Interesse für Anleger in Schwellenländern. Diese Studie legt nahe, dass ein Portfoliomanager, der auf Märkten tätig ist, in denen Institutionen weniger etabliert sind und die Aufsicht weniger streng ist, durch die Auswahl

[6] The effects of CSR on Risk Dynamics and Risk Predictability: a Value-At-Risk Perspective Jean-Laurent Viviani, Christophe Revelli, Malick Fall. Working paper, 23. November 2015)
[7] Does CSR create firm value? - A Comparison of moderating effects of country and industry characteristics Christian Erich, Oskar Flachsland, Faculty of Economics and Business, Rijksuniversiteit Groningen, Uppsala Universitet)



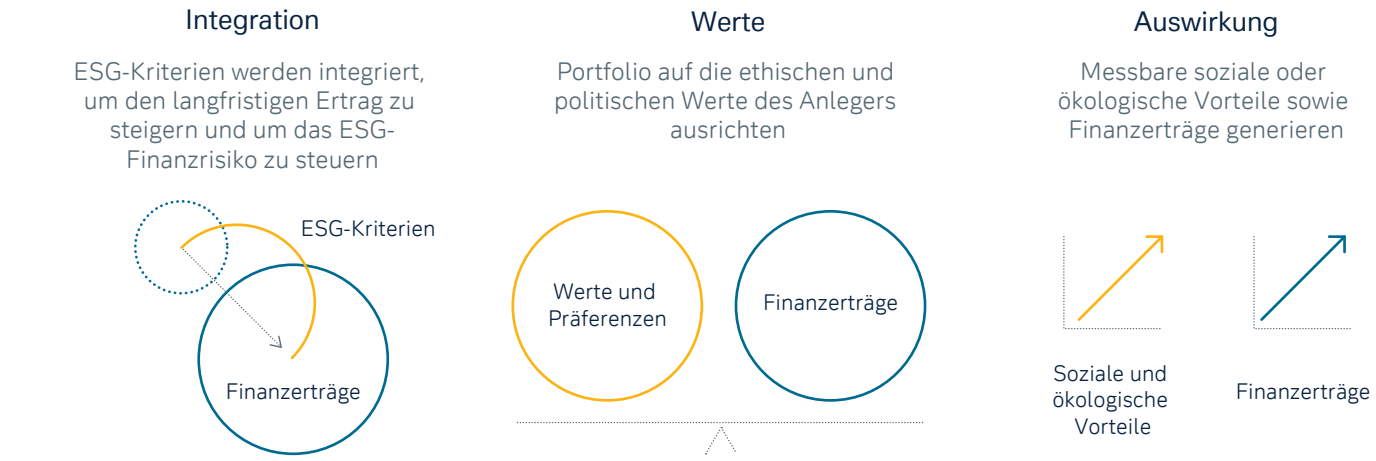
In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

von Aktien, die bestimmte ESG-Erwägungen berücksichtigen, einen erheblichen Wert hinzufügen kann. Daher spricht dieses Ergebnis für ein aktives ESG-Management auf Märkten mit weniger entwickelten institutionellen Rahmenbedingungen. Im Laufe der Zeit würden wir davon ausgehen, dass Schwellenländer ihre institutionellen Rahmenbedingungen so entwickeln, wie es die entwickelten Märkte getan haben. In diesem Fall würden sich frühe Anwender einer ESG entsprechenden Unternehmenspraxis in einer privilegierten Position befinden, verglichen mit denen, die diesbezüglich keine Anstrengungen unternommen haben. Dieses Ergebnis zeigt auch, dass die Maximierung des Shareholder Value gut mit sozial und ökologisch verantwortlichen Initiativen einhergehen kann.

# 04 ESG-Auswirkungen auf die Portfolio-Transparenz

Vermögensverwalter haben in der Regel eine treuhänderische Pflicht gegenüber ihren Anlegern, Wertpapiere zu wählen, die alle öffentlichen Informationen am besten ausschöpfen, mit dem Ziel, eine angemessene Rendite zu erwirtschaften. Eine Voraussetzung hierfür ist eine verstärkte „Due Diligence" durch den Anlageverwalter bei der Portfolioauswahl. Die Finanzberichterstattung ist und bleibt die Basis der Vermögensverwaltung, da sie den greifbarsten und direkt vergleichbaren Einblick in die Gesundheit jedes Unternehmens bietet. Kein Zweifel, Finanzberichte, wie wir sie kennen, bleiben die Grundlage jeder Anlageentscheidung. Der Fortbestand eines Unternehmens lässt sich jedoch sowohl hinsichtlich des Zeithorizonts (in Bezug auf die Quartalsberichte) als auch hinsichtlich der

Abbildung 5:
MSCI ESG Index Research Framework
Quelle: MSCI ESG Research




Deutsche Bank
Wealth Management

In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Implikationen (in Bezug auf ein breiteres Spektrum von Interessengruppen als die Leser der Quartalsberichte) aus einer umfassenderen Perspektive betrachten.

Im Jahr 2010 veröffentlichte das „International Accounting Standards Board" (IAS) eine Praxiserklärung zum Lagebericht, in der die Unternehmen aufgefordert wurden, ihren Lesern integrierte nichtfinanzielle Informationen zur Verfügung zu stellen, die bei wirtschaftlichen Entscheidungen verwendet werden könnten. Seither sind der International Integrated Reporting Council (IIRC), das Financial Stability Board und die Europäische Kommission einen Schritt weiter gegangen und haben die Unternehmen aufgefordert, mehr und mehr nichtfinanzielle Informationen in einem integrierten Bericht offenzulegen. Besonders hervorzuheben ist die Richtlinie 2014/95/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller Informationen: seit Beginn des Jahres 2018 haben alle betroffenen Unternehmen begonnen, diese Richtlinie auf die Informationen für das Geschäftsjahr 2017 anzuwenden.

Die Idee hinter diesen gesetzgeberischen Bemühungen ist es, Finanzdaten mit Informationen zu ergänzen, die über den Jahresabschluss hinausgehen, wie Personalmanagement, Mitarbeiterfürsorge, Kundenzufriedenheit sowie eine Reihe von Umweltindikatoren.

Der Grund, weshalb nichtfinanzielle Daten eine Fülle von Informationen liefern können, die zur Erzielung einer Outperformance beitragen können, liegt darin, dass Finanzdaten hauptsächlich rückwärtsgewandt sind und sich auf eine begrenzte Zeitspanne, in der Regel ein Quartal oder ein Geschäftsjahr, konzentrieren, während nichtfinanzielle Daten hauptsächlich vorausschauend sind. Mit anderen Worten, bei der Wahl zwischen zwei Unternehmen in der gleichen Branche und mit einer ähnlichen Marktkapitalisierung können, wenn andere Dinge gleich sind, nichtfinanzielle Daten den Ausschlag zugunsten des einen oder anderen Wertpapiers geben. Der Portfoliomanager zielt dabei darauf ab, Risiken wie Reputationsschäden, regulatorische Änderungen und Rechtsstreitigkeiten zu minimieren. Aus einer branchenübergreifenden Perspektive bietet ein integrierter Anlagerahmen, aus dem nichtfinanzielle Daten extrahiert werden, Vermögensverwaltern ein umfassenderes Verständnis der Unternehmen, in die sie investieren.

Wenn wir auf die Entwicklung der nachhaltigen Geldanlage zurückblicken, haben wir uns von einem negativen (d. h. restriktiven) Ansatz auf der Grundlage von Werten und Überzeugungen hin zu einem anspruchsvolleren ESG-Ansatz bewegt, der finanzielle und nichtfinanzielle Daten integriert und Unternehmen aus der Perspektive von Stakeholdern analysiert, die den Standpunkt des Aktionärs ergänzt.

05

# Performance: aus Sicht der Metastudien

Eine 2014[8] veröffentlichte Metastudie analysierte die Ergebnisse von Studien zu ESG der letzten 40 Jahre und deren Auswirkungen auf die Finanzerträge. Die Mehrheit der Forschungsarbeiten kam zu dem Schluss, dass ESG-Fonds im Vergleich zu herkömmlichen Anlagen keinen Renditeverlust erlitten, während eine breite Palette von Studien ESG-Fonds für ihre Outperformance gegenüber Nicht-ESG-Unternehmen ausweist. Eine Minderheit der Fälle hat negative Auswirkungen der ESG-Kriterien auf die Performance festgestellt. Auf der Ebene der Einzelunternehmen weist die Beziehung zwischen der finanziellen Performance eines Unternehmens und seinen Bemühungen, sozial verantwortliches Verhalten in seinem Unternehmen umzusetzen, auf einen positiven Effekt zwischen den von einem Unternehmen durchgeführten ESG-Aktivitäten und seinen Finanzergebnissen.

Abschließend sagte Oscar Wilde, dass ein Zyniker „den Preis von allem und den Wert von nichts kennt", während ein Idealist „in allem einen absurden Wert sieht und von nichts den Preis kennt". Die Beweise zugunsten von nachhaltigen Geldanlagen sind überzeugend und nicht an die Stimmung gebunden: die Rendite kann nicht nur durch die Ausweitung des Analysespektrums auf nichtfinanzielle Daten verbessert werden, sondern das Risikomanagement kann auch von einer Verringerung der Verluste profitieren, die durch Unternehmensskandale,

[8] Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing Miriam von Wallis, Christian Klein



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Missmanagement und Rechtskosten entstehen. In diesem Sinne sollte ein Best-in-Class-Ansatz in einer integrierten Anlageanalyse in der Lage sein, höhere risikobereinigte Renditen zu erzielen, von denen Anleger und Unternehmen gleichermaßen profitieren.

## ESG und die finanzielle Performance des Unternehmens - Mapping der globalen Landschaft

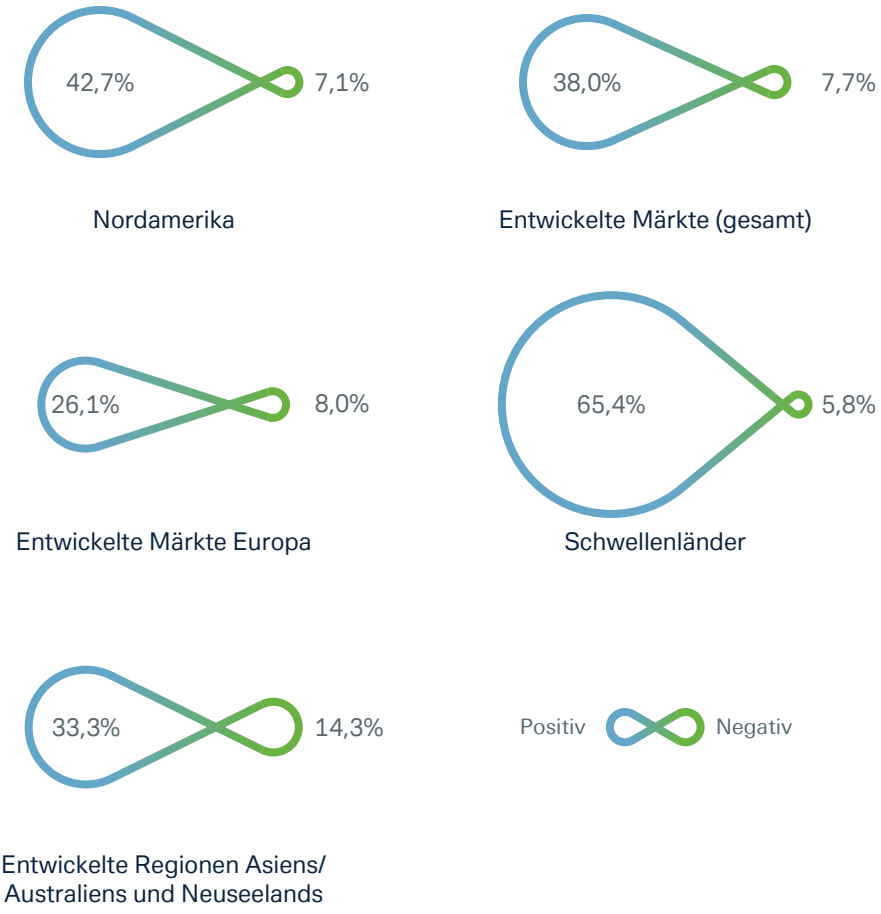
In einer umfangreichen Studie, die im Dezember 2015 durchgeführt wurde, untersuchten Deutsche Asset Management und die Universität Hamburg[9], ob sich die Integration von ESG in den Anlageprozess positiv auf die finanzielle Performance des Unternehmens (Corporate Financial Performance, „CFP") auswirkt, ob der Effekt im Laufe der Zeit stabil war und wie eine Verbindung zwischen ESG und CFP sich nach Regionen und Anlageklassen unterscheidet und ob eine bestimmte Unterkategorie von E (Umwelt), S (Sozial) oder G (Governance) einen dominierenden Einfluss auf CFP hatte. Die Forscher untersuchten rund 2250 wissenschaftliche Studien, die zwischen den 1970er Jahren und 2016 durchgeführt wurden, unterstützt durch Daten von 60 Review-Studien, in denen laut den Forschern „die umfangreichste Überprüfung der wissenschaftlichen Literatur zu ESG und CFP stattgefunden hat".

Die Ergebnisse zeigen, dass nur 10 % der Studien eine negative ESG-CFP-Beziehung aufweisen, während ein überwiegender Teil der Studien positive Ergebnisse darlegt, von denen 47,9 % in Vote-Count-Studien und 62,6 % in Meta-Studien positive Befunde ergaben. „Aus Sicht der Anlageklasse konzentrierten sich Studien in der Regel auf Aktien und aktiengebundene Investmentfonds und Indizes", so die Forscher. Sie fügen jedoch hinzu, dass „zwei wichtige Ergebnisse herausragen, nämlich die starke positive Korrelation zwischen ESG und CFP für Anleihen und Immobilien und die schwächere Korrelation zwischen ESG und CFP für Investmentfonds und Indizes".

Die Studie zeigt auch, dass die Kombination verschiedener ESG-Ansätze das Potenzial für Outperformance ausgleicht: weniger fokussierte Strategien neigen dazu, relativ niedrigere Renditen zu erzielen. „Unter den einzelnen Kategorien hat Governance jedoch die meisten positiven Reaktionen gezeigt. Hinsichtlich der Korrelation zwischen ESG und CFP im Laufe der Zeit zeigen die wissenschaftlichen Studien, dass diese seit Mitte der 1990er Jahre relativ konstant geblieben ist". Mit anderen Worten bedeutet dies, dass der Anstieg der nach ESG-Kriterien investierten Vermögenswerte das ESG-Alpha nicht verringert hat.

Bei den Investmentfonds zeigen diese Studien jedoch, dass in den meisten Fällen, in denen ESG-orientierte Fonds eine Underperformance gegenüber Nicht-ESG-Pendants aufweisen, dies auf höhere Gebühren und nicht auf einen Fehler in den Strategien oder dem Anlageuniversum dieser Fonds zurückzuführen ist. Daher erscheint es ausreichend, ESG-Fonds auszuwählen, die keine überdurchschnittlichen Gebühren erheben, um dieses Problem zu lösen.

Abbildung 6:
Verfolgen der Verbindung zwischen ESG und CFP über alle unterschiedlichen Anlageklassen hinweg (Vote-Count-Beispiel). Die blauen Bereiche zeigen Fälle an, bei denen sich ESG-Überlegungen in der nachfolgend genannten empirischen Studie positiv auf die Performance ausgewirkt haben, während die grünen Bereiche Fälle darlegen, in denen ESG-Betrachtungen sich negativ auf die Performance ausgewirkt haben. Die Größe der blauen und grünen Flächen zeigt, wie viele positive und negative Fälle in der Studie beobachtet wurden.
Quelle: Friede, Busch, Bassen (Dezember 2015). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung.




[9] ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape. Gunnar Friede, Michael Lewis, Deutsche Asset & Wealth Management (UK) Limited. Prof. Dr. Alexander Bassen, Prof. Dr. Timo Busch, Universität zu Hamburg, Deutschland. Dezember 2015.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

Abbildung 7:
Verfolgen der Verbindung zwischen ESG und CFP über alle wichtigen Anlageklassen (Vote-Count-Beispiel)
Quelle: Friede, Busch, Bassen (Dezember 2015). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung.

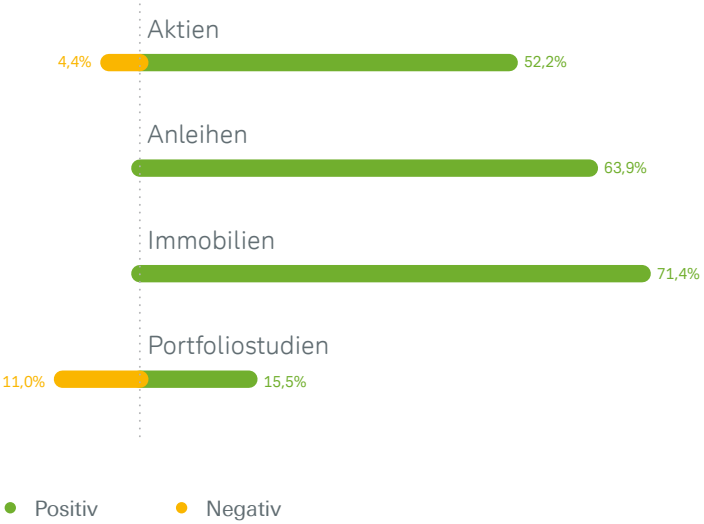
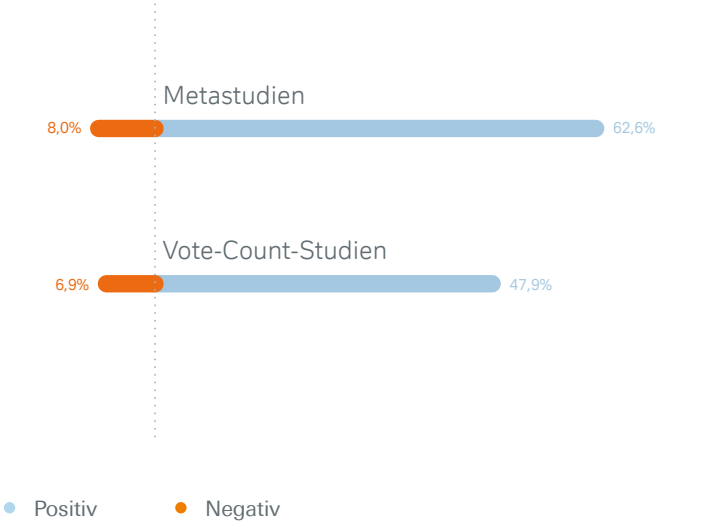



Abbildung 8:
Zusammenfassung der Ergebnisse
Quelle: Friede, Busch, Bassen (Dezember 2015). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung.




06

# Fazit

Abschließend weisen sowohl die Literatur als auch die empirischen Belege auf einen sehr diversifizierten Bereich von ESG-Anlagen hin, die jeweils eigene Risiko- und Renditeprofile aufweisen und natürlich unterschiedliche Auswirkungen auf die Gesellschaft haben. Daher sind Verallgemeinerungen schwer vorzunehmen, doch es ist offensichtlich, dass die anspruchsvolleren ESG-Ansätze der letzten Jahre im Durchschnitt kaum oder gar keinen Anlass hatten, herkömmliche Anlagen um ihre Renditen zu beneiden. In einigen Fällen entwickeln sich ESG-Strategien besser als ein ähnliches Nicht-ESG-Portfolio, was oftmals auf die Risikovermeidung und die Wertpapierauswahl zurückzuführen ist. Mit anderen Worten, nichtfinanzielle Auswahlkriterien haben letztendlich finanzielle Auswirkungen. Dies ist möglicherweise die wichtigste Erkenntnis aus dieser Studie und bedeutet, dass ESG-Überlegungen nicht nur dazu beitragen können, bestimmte wünschenswerte soziale oder ökologische Ziele zu erreichen, sondern auch dazu beitragen, aus rein finanzieller Sicht fundiertere Entscheidungen zu treffen. Für Anleger bedeutet dies, dass es nicht in ihrem eigenen finanziellen Interesse liegt, ESG-Investments als weniger finanziell attraktiv verglichen mit herkömmlichen Anlagen abzutun. Vielmehr hat sich gezeigt, dass eine große Vielfalt von ESG-Strategien während der Auf- und Abschwünge und über mehrere Jahrzehnte hinweg sowohl finanzielle Erwartungen als auch ESG-Erwägungen erfüllen kann. Daher gehen wir davon aus, dass das ESG-Thema, wie man es nennen könnte, künftig unter Anlegern an Bedeutung gewinnen wird. Man könnte auch sagen, die ESG-Geldanlage ist erwachsen geworden.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Quellennachweise

Prof. Dr. Alexander Bassen, Prof. Dr. Timo Busch, Universität zu Hamburg, Deutschland, Gunnar Friede, Michael Lewis, Deutsche Asset & Wealth Management (UK) Limited. ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape, Dezember 2015.

BAUER, R., DERWALL, J. UND HANN, D. 2009. Employee Relations and Credit Risk. Erhältlich unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1483112 [Stand: 28. Februar 2010].

BAUER, R. & HANN, D. 2010. Corporate Environmental Management and Credit Risk. Erhältlich unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1660470 [Stand: 21. November 2010].

Cengiz, CBs, D. Braun und R. von Nitzsch. 2010. Alpha-Vehikel oder Preis für das Gute Gewissen? Eine Performanceanalyse ethischer Investments, Corporate Finance biz 1(4): 263–271.

DERWALL, J., GUENSTER, N., BAUER, R. UND KOEDIJK, K. G. 2005. The Eco-Efficiency Premium Puzzle. Financial Analysts Journal, 61, 51-63.

EICHHOLTZ, P., KOK, N. UND QUIGLEY, J. M. 2010. Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings. American Economic Review, 100, 2494-2511.

EDMANS, A. 2011. Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. Journal of Financial Economics, 101, 621-640.

Christian Erich, Oskar Flachsland, Faculty of Economics and Business, Rijksuniversiteit Groningen, Uppsala Universitet), Does CSR create firm value? - A Comparison of moderating effects of country and industry characteristics.

GIL-BAZO, J., RUIZ-VERDÚ, P. UND SANTOS, A. A. P. (2010). The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies. Journal of Business Ethics, 94: 243-263.

GOMPERS, P., ISHII, J. L. UND METRICK, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, 118, 107-156.

Dr. Andreas G. F. Hoepner, Dozent für Bankwesen und Finanzierung an der University of St Andrews, April 2013, Global Financial Institute, Deutsche Bank AG: Environmental, social, and governance (ESG) data: Can it enhance returns and reduce risks?

Alexander Kempf, Peer Osthoff, 2006, The Effect of Socially Responsible Investing on Financial Performance Department of Finance and Centre for Financial Research, Universität zu Köln, Deutschland).

KOSOWSKI, R., TIMMERMANN, A., WERMERS, R. UND WHITE, H. 2006. Can Mutual Fund „Stars" Really Pick Stocks: New Evidence From a Bootstrap Analysis. Journal of Finance, 61, 2551-2595.

KOSOWSKI, R., NAIK, N. Y. UND TEO, M. 2007. Do hedge funds deliver alpha? A Bayesian and bootstrap analysis. Journal of Financial Economics, 84, 229-264.

N. Kreander, R.H. Gray, D.M. Power und C.D. Sinclair, Department of Accountancy & Finance, The University of Glasgow: Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis.

Modigliani, F. und Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review, 48(3), 261-297.

OIKONOMOU, I., BROOKS, C. UND PAVELIN, S. 2011. The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings. Erhältlich unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1944164 [Zugriff am 21. Oktober 2012].

Ioannis Oikonomou, Chris Brooks ICMA Centre, University of Reading, Stephen Pavelin, School of Management, University of Bath: The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings, Oktober 2011, ICMA Centre Discussion Papers in Finance (DP2011-19).

Jean-Laurent Viviani, Christophe Revelli, Malick Fall, The effects of CSR on Risk Dynamics and Risk Predictability: a Value-At-Risk Perspective. Working paper, 23. November 2015.

Miriam von Wallis, Christian Klein, Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. Oktober 2014, Business Research (2015) 8:61–98, DOI 10.1007/s40685-014-0015-7. JEL Classification M14, G11.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Glossary

CSR stands for Corporate Social Responsibility (soziale Unternehmensverantwortung)

ESG-Geldanlage verfolgt ökologische, soziale und Corporate Governance-Ziele.

Das Financial Stability Board ist eine internationale Organisation, die das globale Finanzsystem überwacht und Empfehlungen ausspricht.

Der International Integrated Reporting Council (IIRC) ist eine globale Koalition aus Regulierungsbehörden, Anlegern, Unternehmen, Standardgebern, Wirtschaftsprüfern und NGOs. Die Koalition fördert die Kommunikation über die Wertschöpfung als nächsten Schritt in der Entwicklung der Unternehmensberichterstattung.

SRI steht für Socially Responsible Investments (sozial verantwortliche Anlagen)



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Ihr globales CIO Team

### Global Chief Investment Officer
Christian Nolting[1]

### Regionale Chief Investment Officer
Larry V. Adam[4]
*CIO Amerika*

Tuan Huynh[5]
*CIO Asien*

Stéphane Junod[8]
*CIO EMEA*

### Strategie-Gruppe
Larry V. Adam[4]
*Globaler Chefstratege*

Matt Barry[4]
*Investmentstratege*

Moshe Levin[4]
*Investmentstratege*

Gerit Heinz[1]
*Chefstratege Deutschland*

Dr. Helmut Kaiser[1]
*Chefstratege Deutschland*

Daniel Kunz[7]
*Senior-Stratege EMEA*

### Chief Investment Office
Markus Müller[1]
*Globaler Leiter CIO Office*

Sebastian Janker[1]
*Leiter CIO Office Deutschland*

Konrad Aigner
Gundula Helsper
Ursula Morbach
Alisa Spital
Thomas Teufel

Jürg Schmid[7]
*Leiter CIO Office EMEA*

Enrico Börger[8]
Christian Kaelin[7]
Joshua Lister[2]

Graham Richardson[2]
*Financial Writer, CIO Office*

Khoi Dang[9]
*CIO Office Amerika*

Jason Liu[6]
*Leiter CIO Office Asien*

### Unsere Standorte weltweit
1. Deutsche Bank AG
   Mainzer Landstraße 11-17
   60329 Frankfurt am Main
   Deutschland
2. Deutsche Bank AG, London
   Zig Zag Building,
   70 Victoria Street
   London SW1E 6SP
   Großbritannien
3. Deutsche Bank Trust Company
   345 Park Avenue
   10154-0004 New York, NY
   Vereinigte Staaten
4. Deutsche Bank Securities
   1 South Street 21202-3298
   Baltimore, MD
   Vereinigte Staaten
5. Deutsche Bank AG, Singapur
   One Raffles Quay, South Tower
   048583 Singapur
   Singapur
6. Deutsche Bank AG, Hongkong
   1 Austin Road West
   Hongkong
   Hongkong
7. Deutsche Bank (Schweiz) Ltd.
   Hardstraße 201
   8005 Zürich
   Schweiz
8. Deutsche Bank (Schweiz) Ltd.
   Place des Bergues 3
   1211 Genf 1
   Schweiz
9. Deutsche Bank Trust Company
   Floor 1, 5022 Gate Parkway, Suite 400
   32256 Jacksonville, FL
   Vereinigte Staaten

Kontaktieren Sie uns über: WM.CIO-Office@db.com



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Wichtige Hinweise

Allgemeines
Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Handels- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank AG, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank"), in gutem Glauben vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder zur Erteilung von Ratschlägen zu Recherche, Anlagerecherche oder Anlageempfehlungen in einem beliebigen Rechtsgebiet dar. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Erklärt ein zuständiges Gericht eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses für nicht vollstreckbar, so bleiben die übrigen Bestimmungen hiervon unberührt. Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände einzelner Anleger wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen allgemeinen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Instrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Ausgeber zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Berichts dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können ohne Ankündigung und auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen, die sich als nicht zutreffend erweisen, geändert werden und können von den Schlussfolgerungen abweichen, die andere Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank gezogen haben. Wenngleich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von der Deutschen Bank sorgfältig zusammengestellt wurden und von Quellen stammen, die die Deutsche Bank als vertrauenswürdig und zuverlässig einstuft, kann und wird die Deutsche Bank keine Garantie bezüglich der Vollständigkeit, Angemessenheit oder Genauigkeit der Informationen abgeben, und Anleger sollten sich darauf auch nicht verlassen. Der Einfachheit halber kann dieses Dokument Verweise zu Websites und anderen externen Quellen enthalten. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien in Bezug auf ihre persönlichen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände und Instrumente geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzplänen und sind nicht garantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Wichtige Hinweise

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten.

Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse; der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

Bahrain
Für Einwohner Bahrains: Dieses Dokument ist kein Angebot zum Kauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds, die in Bahrain , im Rahmen der Auslegung der Monetary Agency Regulations von Bahrain vermarktet werden. Alle Geldanlageanträge sind von außerhalb Bahrains zu stellen, und alle Zuteilungen haben außerhalb von Bahrain zu erfolgen. Dieses Dokument wurde zu privaten Informationszwecken für Anleger erstellt, bei denen es sich um Institutionen handelt. Es stellt keine Einladung an die Öffentlichkeit des Königreichs Bahrain dar und wird auch nicht für die Öffentlichkeit ausgegeben, an diese weitergegeben oder dieser zur Verfügung gestellt. Die Central Bank (CBB) hat dieses Dokument oder die Vermarktung solcher Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain nicht geprüft oder genehmigt. Demzufolge dürfen die Wertpapiere, Derivate oder Fonds nach dem Gesetz Bahrains nicht in Bahrain oder an die Einwohner Bahrains angeboten oder verkauft werden. Die CBB ist nicht verantwortlich für die Entwicklung der Wertpapiere, Derivate oder Fonds.

Kuwait
Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihre Anfrage hin übersandt. Diese Präsentation dient nicht der allgemeinen Verteilung an die Öffentlichkeit von Kuwait. Die Wertpapiere wurden nicht von der Capital Markets Authority in Kuwait und auch von keiner anderen zuständigen Regierungsbehörde in Kuwait zum Angebot in Kuwait freigegeben. Das Angebot der Wertpapiere in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder einer Börsennotierung ist daher in Übereinstimmung mit dem Decree Law No. 31 von 1990 und den Implementierungsvorschriften (in der jeweils gültigen Form) und Law No. 7 von 2010 und den dazugehörigen Statuten (in der jeweils gültigen Form) nicht zulässig. Es erfolgt keine Privatplatzierung und keine Börsennotierung der Wertpapiere in Kuwait, und es wird keine Vereinbarung bezüglich des Verkaufs der Wertpapiere in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing-, Werbe- oder Anreizaktivitäten zum Angebot oder zur Vermarktung der Wertpapiere in Kuwait unternommen.

Vereinigte Arabische Emirate
Die Deutsche Bank AG im Dubai International Financial Centre (Registernummer 00045) wird von der Dubai Financial Services Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle DIFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende DFSA-Lizenz fallen. Hauptsitz im DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich professionellen Kunden gemäß der Definition der Dubai Financial Services Authority zur Verfügung.

Katar
Die Deutsche Bank AG im Qatar Financial Centre (Registernummer 00032) wird von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle QFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende QFCRA-Lizenz fallen. Hauptsitz im QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich Geschäftskunden gemäß der Definition der Qatar Financial Centre Regulatory Authority zur Verfügung.

Belgien
Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG in Belgien über die Zweigstelle Brüssel bereitgestellt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und berechtigt ist, das Bankgeschäft zu betreiben und Finanzdienstleistungen anzubieten und die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Brüssel, hat ihren Sitz in Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel unter der Umsatzsteueridentifikationsnummer BE 0418.371.094. Weitere Angaben sind auf Anfrage erhältlich oder können auf www.deutschebank.be nachgelesen werden.

Saudi-Arabien
Die Deutsche Securities Saudi Arabia Company (Registernummer 07073-37) wird von der Capital Market Authority reguliert. Deutsche Securities Saudi Arabia ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende CMA-Lizenz fallen. Hauptsitz in Saudi-Arabien: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi-Arabien.

Vereinigtes Königreich
Im Vereinigten Königreich (UK) gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von DB UK Bank Limited im Namen aller Unternehmen, die als Deutsche Bank Wealth Management im UK agieren, genehmigt. Deutsche Bank Wealth Management ist ein Handelsname von DB UK Bank Limited. Handelsrechtlich eingetragen in England und Wales (Nr. 00315841). Eingetragener Sitz: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited wird von der Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt, und die entsprechende Registrierungsnummer lautet 140848. Die Deutsche Bank behält sich das Recht vor, diese Veröffentlichung über eine ihrer britischen Niederlassungen zu verteilen, und in einem solchen Fall gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von der Niederlassung dort genehmigt, wo sie von der zuständigen britischen



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Wichtige Hinweise

Regulierungsstelle zugelassen wird (wenn die entsprechende Niederlassung hierzu nicht berechtigt ist, wird diese Veröffentlichung von einem anderen britischen Mitglied der Deutsche Bank Wealth Management Group genehmigt, das über die entsprechende Erlaubnis verfügt).

Hongkong
Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich Informationszwecken. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot einer Geldanlage oder als Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Geldanlage zu betrachten und ist auch nicht als Angebot, Einladung oder Empfehlung auszulegen.

In dem Umfang, in dem dieses Dokument Bezug auf konkrete Anlagemöglichkeiten nimmt, wurde sein Inhalt nicht geprüft. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft. Wir empfehlen Ihnen, in Bezug auf die hierin erwähnten Geldanlagen Vorsicht walten zu lassen. Falls Sie Zweifel bezüglich des Inhalts dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument wurde von der Securities and Futures Commission in Hongkong nicht genehmigt, und es wurde auch keine Kopie dieses Dokuments beim Companies Registry in Hongkong registriert; demzufolge (a) dürfen die Geldanlagen (mit Ausnahme der Geldanlagen, bei denen es sich um „strukturierte Produkte" gemäß Definition in der Verordnung über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 571 des Gesetzes von Hongkong) („Securities and Futures Ordinance – SFO") nicht durch dieses Dokument oder ein anderes Dokument angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht an „professionelle Anleger" im Rahmen der Bedeutung dieses Begriffs in der SFO und der darunter erlassenen Regeln oder unter anderen Umständen, die das Dokument nicht zu einem „Prospekt" gemäß der Definition des Begriffs in der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und Sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) („Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance – CO") oder wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot gemäß CO handelt und (b) darf keine Person in Hongkong oder anderswo eine Anzeige, eine Einladung oder ein Dokument ausgeben oder zur Ausgabe besitzen, das sich auf die Geldanlagen bezieht und sich an die Öffentlichkeit Hongkongs richtet oder deren Inhalt wahrscheinlich der Öffentlichkeit Hongkongs zugänglich gemacht wird (es sei denn dies ist im Rahmen der Wertpapiergesetze Hongkongs zulässig), es sei denn es geht um die Geldanlagen, die ausschließlich an Personen außerhalb von Hongkong oder ausschließlich an „professionelle Anleger" im Rahmen der Bedeutung des Begriffs gemäß SFO und den darunter erlassenen Regeln verkauft werden.

Singapur
Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von der von der Monetary Authority of Singapore („MAS") geprüft. Die hierin erwähnten Geldanlagen dürfen der Öffentlichkeit von Singapur oder einzelnen Mitgliedern der Öffentlichkeit von Singapur nicht angeboten werden, mit Ausnahme von (i) institutionellen Anlagern gemäß § 274 oder 304 des Gesetzes über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 289) („SFA") in der jeweils gültigen Form des SFA, (ii) relevanten Personen (darunter auch akkreditierte Anleger) gemäß § 275 oder 305 und in Übereinstimmung mit sonstigen in § 275 oder 305 SFA genannten Bedingungen in der jeweils gültigen Form des SFA, (iii) institutionelle Anleger, akkreditierte Anleger, Fachanleger oder ausländische Anleger (jeweils gemäß der Definition der Begriffe in den Finanzberatungsvorschriften) („FAR") (in der jeweils gültigen Form der Definition) oder (iv) Vorgängen gemäß den Bedingungen einer geltenden Bestimmung des SFA oder der FAR (in der jeweils gültigen Form).

USA
In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securites Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act") in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

Deutschland
Dieses Dokument wurde von Deutsche Bank Wealth Management über die Deutsche Bank AG erstellt und wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weder vorgelegt noch von ihr genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden Prospekte von den zuständigen Behörden genehmigt und veröffentlicht. Anleger sind aufgefordert ihre Anlageentscheidung auf der Grundlage solcher genehmigten Prospekte zu begründen, einschließlich möglicher Anhänge. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanzanalyse im Rahmen der Bedeutung des Begriffs im Wertpapierhandelsgesetz dar und muss daher nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Finanzanalyse entsprechen. Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB"), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.

# Wichtige Hinweise

Indien
Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt" gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Italien
Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Banca d'Italia und der CONSOB unterliegt.

Luxemburg
Dieser Bericht wird in Luxemburg von Deutsche Bank Luxembourg S.A. vorgelegt, einer nach luxemburgischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Commission de Surveillance du Secteur Financier unterliegt.

Spanien
Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ein Kreditinstitut, das von der Banco de España und von CNMV reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 019 eingetragen ist. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Bank- und Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der Hauptgeschäftssitz in Spanien ist in Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española bereitgestellt.

Portugal
Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Banco de Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, bereitgestellt.

Österreich
Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank Österreich AG, mit eingetragenem Sitz in Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 276838s, vorgelegt. Sie wird von der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Wien, und von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, beaufsichtigt. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden unter Umständen Prospekte veröffentlicht. In einem solchen Fall sollten Anlageentscheidungen ausschließlich auf der Grundlage der veröffentlichten Prospekte, einschließlich möglicher Anhänge, getroffen werden. Nur diese Dokumente sind bindend. Dieses Dokument stellt Marketingmaterial dar, das ausschließlich Informations- und Werbezwecken dient und nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder -recherche ist.

027042 180306



In EMEA und APAC gilt diese Publikation als Marketing Material, in den USA nicht. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich jederzeit ändern oder als falsch heraus stellen können. Die Informationen können sich jederzeit verändern und sollten nicht als Empfehlung angesehen werden. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Die Deutsche Bank beabsichtigt nicht, eine Wahlempfehlung auszusprechen. Die Wähler sollen selbstverständlich nach ihren eigenen Überzeugungen wählen.