



Fully Integrated Social Responsibility Investment -



Nachhaltige Wertsteigerung durch
ein qualifiziertes
Fondsmanagement

PEER GmbH
Andreas Fornefett



Programm



- ◆ Verantwortungsvolles Investieren
- ◆ Integrated Social Responsibility
Financial Analysis
- ◆ Integrated Social Responsibility
Portfoliomanagement

Was verantworte ich als Fondsmanager?

- ◆ Man muss das Haus verlassen und einen Lottoschein ausfüllen, um im Lotto zu gewinnen: Erfolg setzt Leistung voraus!
- ◆ Bedeutet das, dass die Leistung, die man mit dem Gang zur ‚Lottostelle‘ erbringt, zugleich ursächlich für den Gewinn war?

Verantwortungsvolles Investieren

Social Responsibility Investment?
Ja, aber ...

- ✓ ... aus ‚guten‘ Gründen:
„Kundenfang genügt der Idee nicht“
- ✓ ... in der ‚richtigen‘ Art und Weise:
„Wer unter euch ohne Sünde ist, der werfe den ersten Stein“ (Joh. 8,7)

Was heißt verantwortungsvoll?

- ◆ Nachhaltiges Wirtschaften heißt:
Bedürfnisse heutiger Anspruchsgruppen optimal zu befriedigen, ohne Ressourcen der Bedürfnisbefriedigung zukünftiger Anspruchsgruppen zu gefährden.
- ◆ Im angelsächsischen Bereich hat sich in diesem Verständnis der Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) durchgesetzt.

Schein oder Sein?

- ◆ Besonders CSR Konzepte werden von den Unternehmen gern durch spontane Aktionen zu Werbezwecken verfolgt.
- ◆ Wichtig ist die Integration der Idee in Leitbild, Strategie & Wertschöpfungsprozesse des nachhaltig wirtschaftenden Unternehmens.
- ◆ Auch in die eines Vermögensverwalters?

Natur, Mensch & Finanzen

- ◆ Nachhaltigkeit betrifft nicht nur die Produktionsfaktoren:
Boden (Ökologie) und
Arbeit (Human Resources),
- ◆ sondern auch den Umgang mit der
Ressource: „Kapital“!

Sustainable Investment

- Kundenorientierte Investments: Risikomanagement
- Nachhaltige Prozesse: nachvollziehbar, dokumentiert, wiederholbar als Voraussetzung für Lernfähigkeit
- Transparenz & Rechenschaft gegen Machtmissbrauch
- **„SRI“ heißt: ökologische, soziale, ethische Belange in den gesamten Investmentprozess einbeziehen!**

Was heißt Integration?

- ♦ Von Unternehmen „externalisierte“ Kosten sollten dazu quantifiziert und mittels Unternehmensanalyse oder Rating „internalisiert“ werden. Denn
- ♦ mit „Social Responsibility Investment“ greift die Investment Community die Voran-Entwicklungen im Bereich einer „Corporate Social Responsibility“ auf.



Integrated Social Responsibility Financial Analysis



Das „Ethical Value
Integrated“ Modell

Programm

- ◆ Integrated SR Financial Analysis

Die Möglichkeiten einer Quantifizierung und die Wege zur Integration qualitativer CSR-Kriterien in die Cashflow-Unternehmensanalyse mit dem Ziel einer Vollintegrierten Finanzanalyse sowie eine Diskussion des Nutzens von Realoptionen

- ◆ *Integrated SR Portfoliomanagement*

Verantwortliches Management

Unternehmensethik

- ◆ Menschen, Elemente
- ◆ Unternehmen
- ◆ Konzern-Portfolios
- ◆ Vereine, Staaten
- ◆ Gesellschaften

Selbst-**Steuerung,**
Disziplin

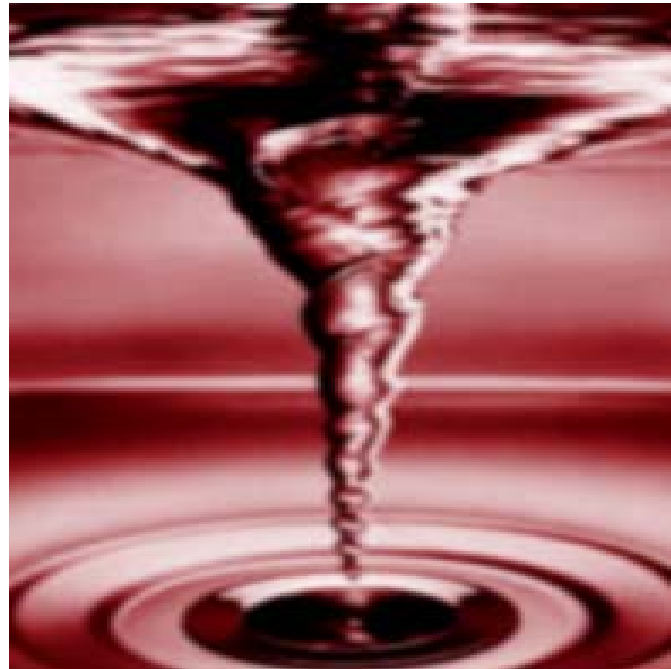
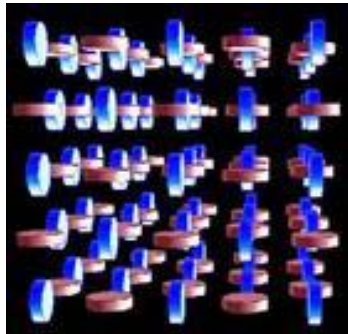
,Marktethik`

- ◆ Phänomene
- ◆ Märkte, Felder
- ◆ Finanz-Portfolios
- ◆ Gruppen, Völker
- ◆ Gemeinschaften

Mit-**Wirkung,**
Unabhängigkeit

Die ‚Physik‘ des Marktes

- ◆ Teilchen
- ◆ Strömung
- ◆ Welle



Marktteilnehmer, Cashflow und Optionen

- ♦ **Teilchen**

Punkte oder Strings

- ♦ **Strömung**

Pegelstände halten

- ♦ **Welle**

Sich Verstärken,
aber auch Aufheben

- ♦ **Menschen**

Eigenschaft oder Wesen

- ♦ **Cashflows (gewichtet)**

Korrelationen

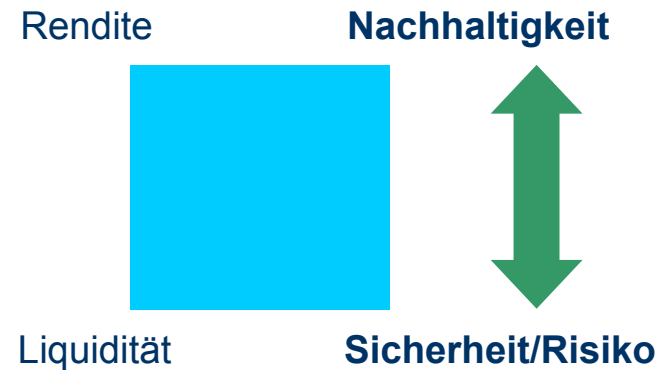
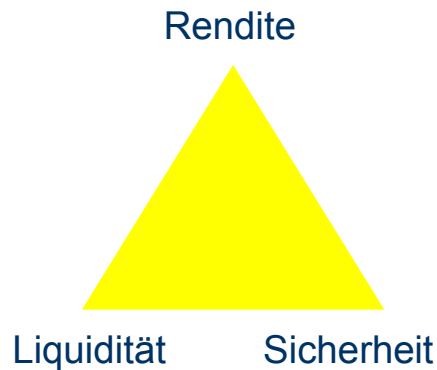
- ♦ **Optionen (gerichtet)**

Möglichkeiten der
Kompensation

Der Investmentprozess

Strategische Ebene	Planung	Anlegeranalyse	Zielfunktion & Meßgröße
		Finanzanalyse	Analyse/Prognose der Zielgrößen
		Portfolioplanung/ -konstruktion	Verknüpfung von Zielgrößen & Nebenbedingungen zu Gewichtungen
	Portfoliorevision		
Operative Ebene	Realisierung	Timing	kurzfristige Marktaspekte
		Handel	
	Kontrolle	Erfolgsmessung	Feststellen der Zielerreichung
		Reporting	

Erweiterung des Magischen Dreiecks ...



... mit dem Ergebnis einer Prozessorientierung

Wozu Prozessorientierung?

- ◆ Wertschöpfungsprozesse reichen über das nicht autarke Unternehmen hinaus.
- ◆ Betrachte ich Gesamtprozesse, so internalisiere ich ‚automatisch‘ vom funktional geführten Unternehmen externalisierte Effekte mit der Analyse.
- ◆ Das Unternehmen ist Prozess, nicht seine Mitarbeiter. Diese treiben ihn.

Exkurs: Funktion versus Prozessverantwortung

- ◆ Unternehmen ist ein Prozessvehikel
- ◆ Mitarbeiter treibt das Unternehmen
- ◆ Verantwortet den Gesamtprozess
- ◆ Teilt Macht und Freiheit
- ◆ Mitarbeiter steckt im Unternehmen
- ◆ Unternehmen treibt Mitarbeiter
- ◆ Der verantwortet Geschäftsvorgang
- ◆ Kämpft um Macht, Position, Freiheit

Die Strategische Ebene in Theorie und Praxis

	Traditionelle Theorie	gängige Praxis	CSR Integriert	Nachhaltigkeitsaspekte
Zielfunktion	Individuellen Nutzen/Vermögen maximieren	selten explizit ermittelt	langfristig gesellschaftlichen Wohlstand mehrten & partizipieren	Langfristigkeit gesellschaftliche Orientierung der Ziele
Meßgröße	Marktwert des Portfolios	Marktwert des Portfolios	risikobereingter Gewinn aggregiert über alle Unternehmen des Portfolios	Gerechtigkeit (soziale, generationenübergreifende) - Transparenz (gegen Machtmißbrauch) - Dokumentation (gegen Willkür)
Analyse/Prognose der Zielgrößen	Kurspotential & Volatilität & Korrelationen von Marktpreisen	Intransparenz & Unvergleichbarkeit	risikobereinigtes Gewinnpotential auf Basis der Unternehmensstrategie & Volatilität & Korrelation der Gewinne	Lernfähigkeit Meßbarkeit (quantifizierte Prognose) Wiederholbarkeit (Modellkonsistenz)
Portfolioplanung/-konstruktion	quadratische Optimierung	ad hoc & heuristisch intuitiv	Optimierung (Algorithmus wählbar)	
Revision	Anpassung bei abweichender Marktentwicklung (Störgröße)	spontan oder Auflage	beobachtet langfristig fundamentale Einflussfaktoren auf Wertreiber	Dokumentation Reflexion - anpassungsfähig - veränderungsfähig

,Fundamentaler' Shareholder Value

- ◆ EVA
(Economic Value Added)

Weitere Cash und
Marktansätze

- ◆ DCF
(Discounted Cash Flow)
 - Entity Ansatz
 - Equity Ansatz
 - Adjusted Present Value Ansatz

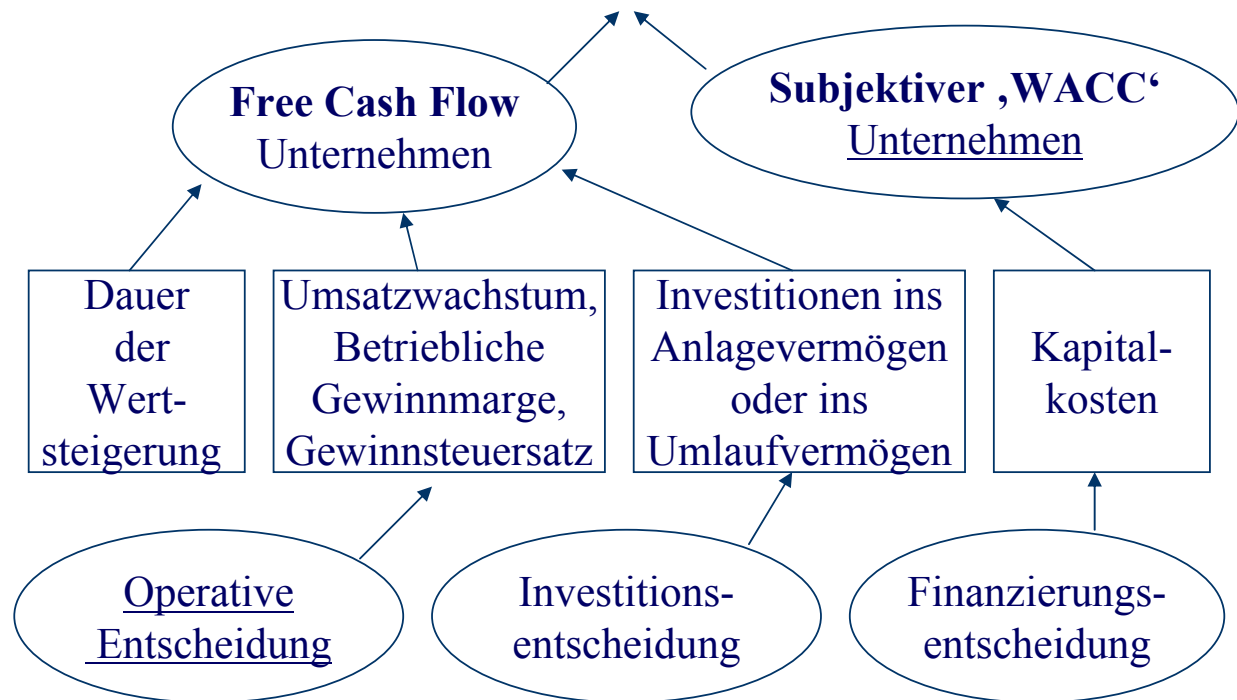
Environmental SHV-Modelle

Autoren	Gegenstand der Untersuchung	Einflussfaktoren auf Werttreiber (identifiziert)	Modellrahmen
Müller/Sturm (1996)	Wertorientiertes Umweltmanagement	Ökologieinduzierte technologische Innovationen, Kosten/Risikovermeidung	SHV Rappaport
Hummel/Schmidt (1997)	Betrieblicher Umweltschutz, Internalisierung externer Effekte	Ökologieinduzierte technologische Innovationen, Kosten/Risikovermeidung	SHV Rappaport, Valcor-Matrix u.a.
Schaltegger/Figge (1998)	Wertorientiertes Umweltmanagement, Externe Unternehmensanalyse	... dazu umweltspezifische Risiken in Bezug auf system. Unternehmensrisiko und Fremdkapitalkostensatz	SHV Rappaport
Wipfli/Hauser (1998)	Wertorientiertes Umweltmanagement, Externe Unternehmensanalyse	... dazu Stakeholderbetrachtung in Bezug auf Produkteigenschaften, ökologie-induzierte Risiken managen	SHV Rappaport
Epstein/Young (1998)	Wertorientiertes Umweltmanagement	Ökologieinduzierte technologische Innovationen, Kosten/Risikovermeidung	EVA
Reed (1998)	Wertorientiertes Umweltmanagement	... dazu Compliance und Entwicklung neuer Märkte	EVA
Kiernan (2001)	Externe Unternehmensanalyse, „Eco Value“	... dazu Makro-Mega-Trends wie Globalisierung, Humankapital u.a.	n.d.

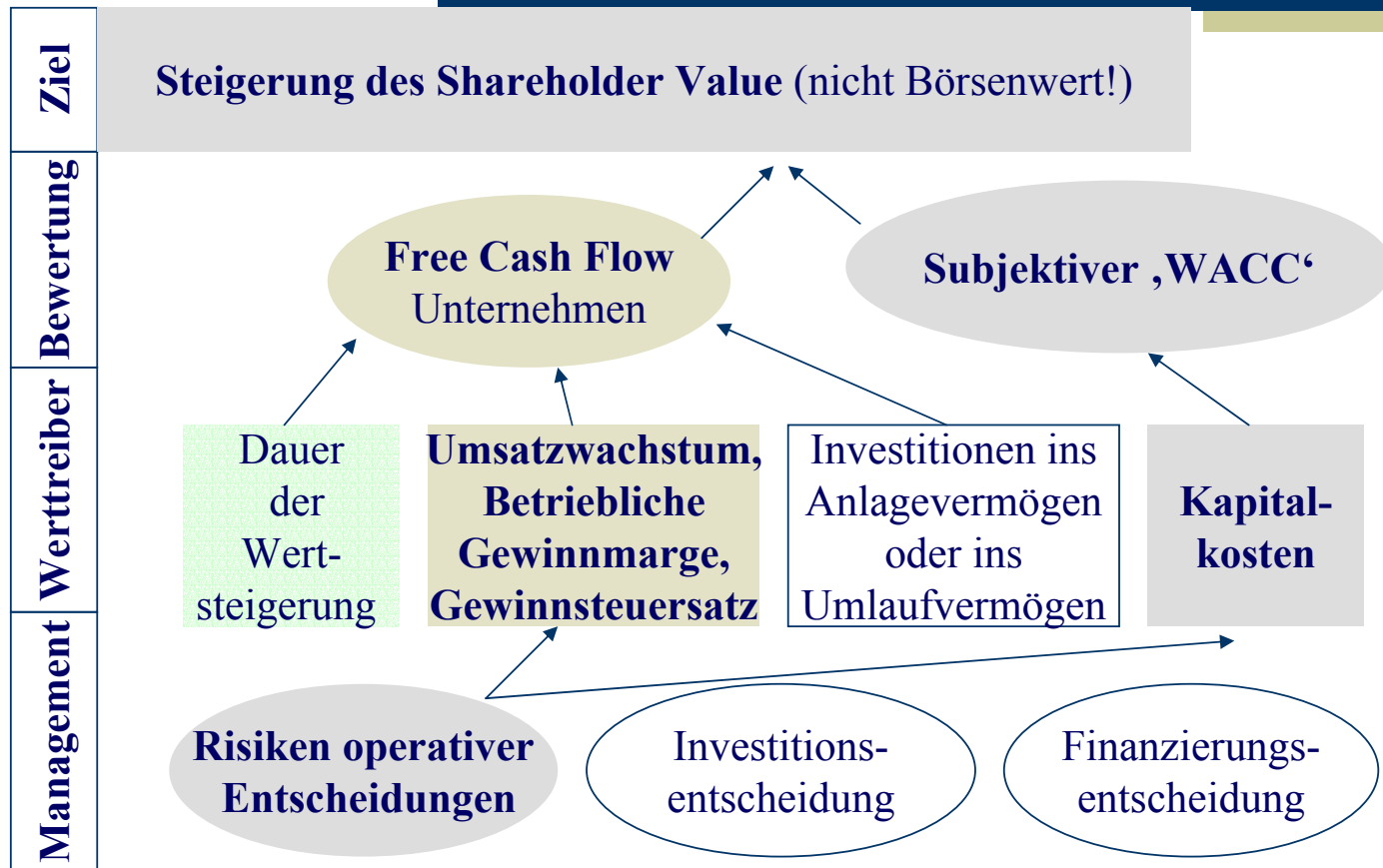
Sustainability und SHV

Ziel
Management Werttreiber Bewertung

Steigerung des Shareholder Value (nicht Börsenwert!)



Sustainability und Risiko



Von Risikogewichteten Cashflows bis Straf-Steuer

- ♦ Prognostizierte Zahlungsströme stets mit Ihren Wahrscheinlichkeiten gewichten (Cash at Risk)
- ♦ Kalkulatorische Kosten ansetzen für Haftungs-Rückstellungen, Schadensersatz für Umweltschäden
- ♦ Kalkulatorische Erträge für das ‚Gemeinwohl‘ fördernde Strategien, siehe ‚Hausfrau/-mannarbeit‘
- ♦ Kalkulatorische Umsatzveränderung für Imageänderung
- ♦ Gewinn- oder andere Steuersätze für Strafen, Bemessung nach juristischen Grundsätzen, siehe ‚Kinderarbeit‘
- ♦ Zeitschraube und WACC als Treiber bei Intransparenz
- ♦ Subjektive Eigenkapitalkosten statt Börsen-WACC

Risikofaktoren für die Schwankung des Cashflow

Beispiele für externe Faktoren:

- ◆ Konjunkturelle Stabilität
- ◆ Staatliche Eingriffe
- ◆ Verfügbarkeit von Ressourcen
- ◆ Technischer Fortschritt
- ◆ Arbeitnehmermacht
- ◆ Lieferantenmacht
- ◆ Wettbewerbsänderungen
- ◆ Ansehen, Image

Beispiele für interne Faktoren:

- ◆ Produktlebensphase
- ◆ Innovationskraft
- ◆ Prozessbeherrschung
- ◆ Kundenorientierung
- ◆ Mitarbeiterqualifikation
- ◆ Managementkompetenz
- ◆ Mitarbeitermotivation
- ◆ Mitarbeiterschulung
- ◆ Struktur

Scoring-Modell zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten I

Kriterien für Risikoprämie beispielhaft	Einfluss auf die Schwankung des Ertrags					
	1	Hoch = 5				
Konjunkturelle Einflüsse			x			
Haftungsrisiken		x				
Sensibilität staatliche Eingriffe		x				
Änderungen der Wettbewerbsverhältnisse				x		
Investitionsausfälle			x			
Schwankungen der Managerkompetenzen					x	
Schwankungen der Fähigkeiten der Mitarbeiter						
Schwankungen der Motivation der Mitarbeiter	x					
Kalkulatorische Strafen				x		
Hier eindimensionale Bewertung ohne Gewichtung:	1	4	6	8	5	24

Scoring-Modell zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten II

Ergebnis

Auch die Umrechnung erfolgt in diesem Beispiel ohne eine empfohlene Gewichtung

Risikoprämie in %	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Gesamtpunkte	9	10-12	13-15	16-18	19-21	22-24	25-27	28-30	31-33	34-36	37-39	40-42	43-45

Managementbefragungen z.B. können die Risikoprämien adjustieren und die Akzeptanz erhöhen

	Risikofreie Rendite	Risikoprämie	Gesamt Eigenkapitalkosten	
Ergebnis in %	4,3	5	=	9,3

Thema Modellieren

- ◆ Die Übersetzung einer Frage aus dem „Rest der Welt“ in die Sprache der Mathematik erfordert stets eine Vereinfachung!
- ◆ Wir müssen uns also fragen:
Was ist angemessen?
Welche Konsequenzen hat Einfachheit?

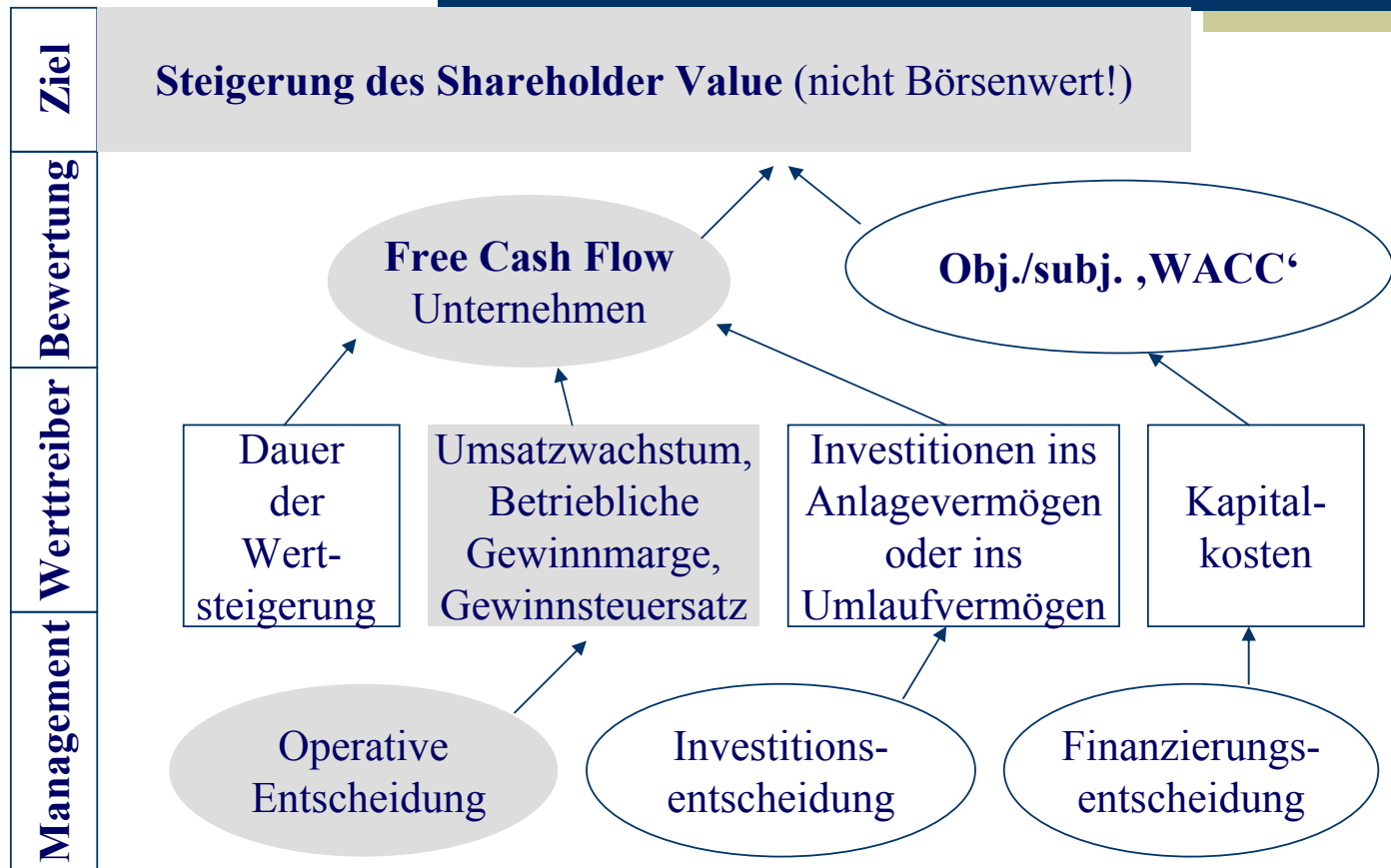
Beispiel: Die Fermi Frage

- ◆ Wie viele Klavierstimmer gibt es in Chicago?
- ◆ Über Alltagswissen (Expertenwissen im Team), plausible Annahmen und Unterfragen zum Modell
- ◆ Einwohner, Haushalt, Klavier/Haus, Stimmbedarf, Klavier pro Stimmer, Kapazitäten pro Jahr, ... 10 (5/100)

Einfache operative Humanfaktoren aus bekannten Größen abgeleitet

Operative Einflussgröße	Werttreiber	Ausprägung	Quantitative Maßzahl
Variable Vergütung	Umsatzwachstum	Steigerung der Umsätze	Anzahl der Mitarbeiter mit variabler Vergütung
		Steigerung des Umsatzwachstums	Anteil dieser Mitarbeiter an Gesamten Mitarbeitern
Fluktuationskosten	Gewinnmarge	Reduktion der Kosten	Fluktuationskosten gesamt
			Fluktuationskosten pro Mitarbeiter
			Fluktuationsrate
Fehlzeiten	Gewinnmarge	Reduktion der Kosten	Krankenstandskosten
			Krankenstandsraten
			Unfallraten

Sustainability und SHV



Human Capital Management

Theodore Schultz, 1979 Nobelpreis:

„Es ist ... davon auszugehen, dass alle menschlichen Fähigkeiten entweder angeboren oder erworben sind. Jeder Mensch kommt mit einer genetischen Grundausstattung zur Welt, die seine angeborenen Fähigkeiten bestimmt ... In diesem Buch werden die angeborene Bevölkerungsqualität, soweit sie bewertbar ist, und durch geeignete Investitionen erworbene und vermehrte Bevölkerungsqualität zusammen als Humankapital bezeichnet“

(Schultz, 1986, *In Menschen investieren*).

Zunehmende Bedeutung immaterieller Werte

- ♦ Der Wert immaterieller Vermögenswerte vieler Unternehmen überschreitet den Wert materieller Vermögenswerte erheblich.
- ♦ Die Bewertung der wichtigsten immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens ist notwendig, um die wesentlichen Werttreiber eines Unternehmens zu identifizieren und damit eine ökonomisch sinnvolle Allokation der Ressourcen zu ermöglichen (Humanvermögen 40-65%).
- ♦ Personalfreisetzung zur Kostenreduktion bedarf der Prüfung und Beachtung damit einhergehender Wertvernichtung. Die Totale Kostenproduktivität zu betrachten reicht nicht hin.

Grundlegende Bewertungsverfahren für immaterielles Vermögen

◆ Marktbewertung

Wertermittlung basierend
auf Marktpreisen oder
vergleichbaren
Markttransaktionen
(z.B. Multiplikatoren)

◆ Kostenansatz

Wertermittlung beruht auf
Reproduktions- oder
Wiederbeschaffungskosten
unter Berücksichtigung von
Abschreibung und
Veralterung

◆ Ertragsbewertung

Wertermittlung =

Barwert zurechenbarer Cash
Flows oder
Kosteneinsparungen
aufgrund des Besitzes an
dem Vermögenswert

Lizenzpreisanalogie

Mehrgewinnmethode (PWC)

Residualwertmethode

Realoptionsbewertung

Humankapitalbewertung I

- ♦ **Outputmodelle**
definieren das Humankapital über Ansätze der künftigen Erträge, die durch das Personal, Anteilseigner oder andere Anspruchsgruppen des Unternehmens erwirtschaftet werden.
- ♦ **Input-Modelle**
beinhalten Humankapitalbewertungsformeln, die die Summe der Investitionen in das Personal berechnen.
- ♦ **Indikator-Modelle**
versuchen den Einfluss verschiedener Faktoren wie Führungsleistung, Qualifikation und Motivation aufs Unternehmensergebnis darzustellen.
- ♦ **Vergleichswertmodelle**
z.B. je höher die Differenz zwischen Marktpreis und Investitionen in das Personal, desto höher der Personalwert.

Humankapitalbewertung II

- ♦ Marktwertorientierte Ansätze
Die Basisformel enthält: Marktwert, Buchwert und die Mitarbeiterzahl.
- ♦ Accounting orientierte Ansätze
Die Basisformel enthält: Personalaufwandsgrößen und Abschreibungen.
- ♦ Value Added Ansätze
Mehrwert errechnet sich aus Differenz von Output und Input.
- ♦ Ertragsorientierte Ansätze
Die Basisformel: Abgezinste Rückflüsse, Kapitalkostenansatz.
- ♦ Mischansätze wie „Saarbrücker Formel“

Humanvermögenswert als Kapazitätswert nach „SF“

Bewertungs-
grundsätze

Wertbasis

Marktorientierung

Wertverlust

Accountingaspekt

Wertstärke (Risiko)

Indikator

$$\sum_i^g \left[\left(FTE_i * l_i * \frac{w_i}{b_i} + PE_i \right) * M_i \right]$$

Saarbrücker Formel,
Prof. Dr. Scholz

Personal-
Wirtschaftliche
Aspekte

Beschäftigungs-
gruppen
Marktgehälter

Wissensrelevanz vs.
Personalentwicklung

Motivation,
Commitment,
Retention

Branchenspezifische Wissensrelevanzzeit

Branche	Wissensrelevanzzeit
Chemie/Pharma	5 Jahre
Investitionsgüter	8 Jahre
Elektrotechnik	6 Jahre
IT	2 Jahre
Transport und Verkehr	7 Jahre
Finanzdienstleistung	7 Jahre
Energie	8 Jahre
Konsumgüter	8 Jahre
Maschinenbau/Metallverarbeitung	6 Jahre
Dienstleistung (allgemein)	7 Jahre
Medien/ Telekommunikation	3 Jahre
Handel (allgemein)	9 Jahre
Öffentlicher Dienst	10 Jahre

Parameter der SF

- ◆ Beschäftigungsgruppen (Summe i bis g)
- ◆ Marktorientierung
Marktübliche Mengenermittlung: Berechnung der FTEs mit „marktübliche Vergütung = erwartbarer Ertrag“: $FTE \cdot I$
- ◆ Accountingaspekt
Abschreibung des Vermögens als Quotient (w/b) aus Wissensrelevanzzeit und Verweildauer + Gegenrechnung der Maßnahmen zur Wissenserhaltung bzw. -aktualisierung: PE
- ◆ Indikator
Leistungserbringung als Motivationsfaktor (wollen-können-werden): M

Bedeutung fürs Unternehmen

- ♦ Wissenschaftlich nachgewiesen wurde, dass durch Investitionen in Fortbildung und Motivation höhere Umsätze erreicht sowie Fehltage und Fluktuation gesenkt werden konnten. *Fritz, 2006: Ökonomischer Nutzen weicher Kennzahlen*
- ♦ Forschungen ergaben eine Steigerung der umgesetzten Innovationen und eine: „verbesserte Nachhaltigkeit“. *Friedrichs, 2004*

Quantitativ orientierte Risikoanalyse mit DCF

- ◆ Cash at Risk (Ströme und Korrelationen)
- ◆ Monte Carlo Simulation (Objektivierung)
- ◆ Value at Risk (Restriktionen)
- ◆ Entscheidungsbaum (es wird ‚diskret‘)
- ◆ Realoptionentheorie
(Wellen und Kompensation)

Probleme der DCF-Verfahren

- ◆ Cash-Flow Prognosen/Segmentierung
- ◆ Risikoadjustierung traditionell im Diskontierungszinssatz
- ◆ Diskontierungszinssatz CAPM
- ◆ Monte-Carlo-Simulationen und die Schätzung von Autokorrelationen
- ◆ Value at Risk sieht nur die eine Seite
- ◆ Entscheidungsbaum unübersichtlich

Wozu Realoptionen?

- ◆ Das Management verfügt häufig über Entscheidungsflexibilität, um Strategien an sich verändernde Bedingungen anzupassen, zunehmende Kommunikation über weite Räume
- ◆ Prozesse existieren linear, aber auch diskret
- ◆ Optionen erlauben: Erweitern, Abbrechen oder zeitliches Verschieben, Verkleinern, Risiken zu kompensieren, d.h. Fließprozesse zu treiben

Realoptionen, die Zukunft?

- ♦ Handlungsflexibilität des Managements kann den „Wert“ strategischer Entscheidungen beeinflussen, die unter Risiko/Unsicherheit getroffen werden. **Finanzanalyse muss dies berücksichtigen.**
- ♦ Realoptionen erlauben eine interne wie externe Kompensation von Risiken - Verzicht auf Verbot.
- ♦ Optionen erleichtern nicht nur Asset-Liability Matching, sondern realen Ausgleich über Raum und Zeit (Vertrauen in Fremde/Zukunft stärkt die Investitionsbereitschaft). **Werden Sie genutzt?**

Vergleich mit Finanzoptionen I

Kaufoption auf Aktie	Realoption
Recht, die zugrunde liegende Aktie gegen Zahlung der Optionsprämie zu erwerben	Recht, den aus einer Investition resultierenden Cashflow gegen eine Investitionsauszahlung zu erwerben
Basispreis der Option (X)	Investitionsauszahlung
Aktueller Preis der Aktie (S_0)	Barwert der Cashflows des Investitionsobjekts
Laufzeit der Option (t)	Laufzeit der Handlungsflexibilität bei einer Investition bzw. Zeitspanne bis Investitionsmöglichkeit verfällt
Volatilität des Aktienpreises (s)	Volatilität des Barwerts der Cashflows
Risikoloser Zinssatz (z)	Risikoloser Zinssatz
Dividende (d)	Wertverlust einer Investition durch Eintritt von Wettbewerbern, Entnahme freier Cashflows aus dem Investitionsobjekt

Vergleich mit Finanzoptionen II

Verkaufsoption auf Aktie	Realoption
Recht, die zugrunde liegende Aktie zu einem festgelegten Basispreis zu verkaufen	Recht, den aus einer Investition resultierenden Cashflow gegen Erhalt eines Rest-/Verkaufswerts zu verkaufen
Basispreis der Option (X)	Restwert, Verkaufswert
Aktueller Preis der Aktie (S_0)	Barwert der Cashflows des Investitionsobjekts
Laufzeit der Option (t)	Laufzeit der Handlungsflexibilität bei einer Investition
Volatilität des Aktienpreises (s)	Volatilität des Barwerts der Cashflows
Risikoloser Zinssatz (z)	Risikoloser Zinssatz
Dividende (d)	Wertverlust einer Investition durch Eintritt von Wettbewerbern, Entnahme freier Cashflows aus dem Investitionsobjekt

Was heißt das für die integrierte Finanzanalyse?

- ◆ CSR Zielfunktion:
Langfristig gesellschaftlichen Wohlstand mehrten und daran partizipieren (Gesamtprozess)
- ◆ Messgröße:
Risikobereinigter ‚Gewinn‘ aggregiert über alle Unternehmen eines Portfolios
- ◆ Analyse/Prognose der Zielgrößen:
Risikobereinigtes Gewinn-Potential auf Basis Unternehmensstrategie & Volatilität & Korrelation der Gewinne
- ◆ Nachhaltigkeitsaspekte:
 - Langfristigkeit**, gesellschaftliche Orientierung der Ziele, Generationenaspekt
 - Gerechtigkeit** (soziale, generationenübergreifende)
 - Transparenz gegen Machtmissbrauch
 - Dokumentation gegen Willkür
 - Lernfähigkeit** wegen
 - Messbarkeit (quantifizierte Prognose) und
 - Wiederholbarkeit (total fundamental: Modellkonsistenz)



Integrated Social Responsibility Portfoliomanagement



Das „Ethical Value Added“ Modell

Programm

- ◆ Integrated SR
Portfoliomanagement

Anforderungen an Universum, Rendite-, Risikoschätzer und Index für die Optimierung und Lösungsvorschläge zur Integration moderner SRI-Standards: Rating/Ranking, in Rendite- und Risikoschätzer für ein regelbasiertes Investment

Der Investmentprozess

Strategische Ebene	Planung	Anlegeranalyse	Zielfunktion & Meßgröße
		Finanzanalyse	Analyse/Prognose der Zielgrößen
		Portfolioplanung/ -konstruktion	Verknüpfung von Zielgrößen & Nebenbedingungen zu Gewichtungen
		Portfoliorevision	
Operative Ebene	Realisierung	Timing	kurzfristige Marktaspekte
		Handel	
	Kontrolle	Erfolgsmessung	Feststellen der Zielerreichung
		Reporting	

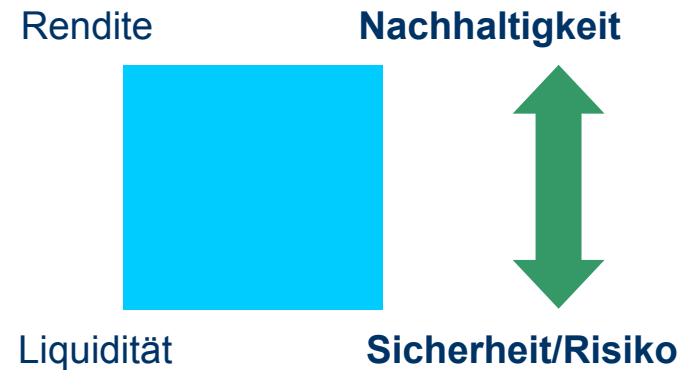
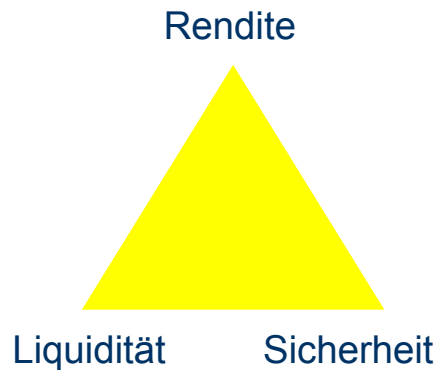
Die Strategische Ebene in Theorie und Praxis

	Traditionelle Theorie	gängige Praxis	CSR Integriert	Nachhaltigkeitsaspekte
Zielfunktion	Individuellen Nutzen/Vermögen maximieren	selten explizit ermittelt	langfristig gesellschaftlichen Wohlstand mehrten & partizipieren	Langfristigkeit gesellschaftliche Orientierung der Ziele Gerechtigkeit (soziale, generationenübergreifende) - Transparenz (gegen Machtmißbrauch) - Dokumentation (gegen Willkür) Lernfähigkeit Meßbarkeit (quantifizierte Prognose) Wiederholbarkeit (Modellkonsistenz) Dokumentation Reflexion - anpassungsfähig - veränderungsfähig
Meßgröße	Marktwert des Portfolios	Marktwert des Portfolios	risikobereingter Gewinn aggregiert über alle Unternehmen des Portfolios	
Analyse/Prognose der Zielgrößen	Kurspotential & Volatilität & Korrelationen von Marktpreisen	Intransparenz & Unvergleichbarkeit	risikobereinigtes Gewinnpotential auf Basis der Unternehmensstrategie & Volatilität & Korrelation der Gewinne	
Portfolioplanung/-konstruktion	quadratische Optimierung	ad hoc & heuristisch intuitiv	Optimierung (Algorithmus wählbar)	
Revision	Anpassung bei abweichender Marktentwicklung (Störgröße)	spontan oder Auflage	beobachtet langfristig fundamentale Einflussfaktoren auf Werttreiber	

Die Operative Ebene in Theorie und Praxis

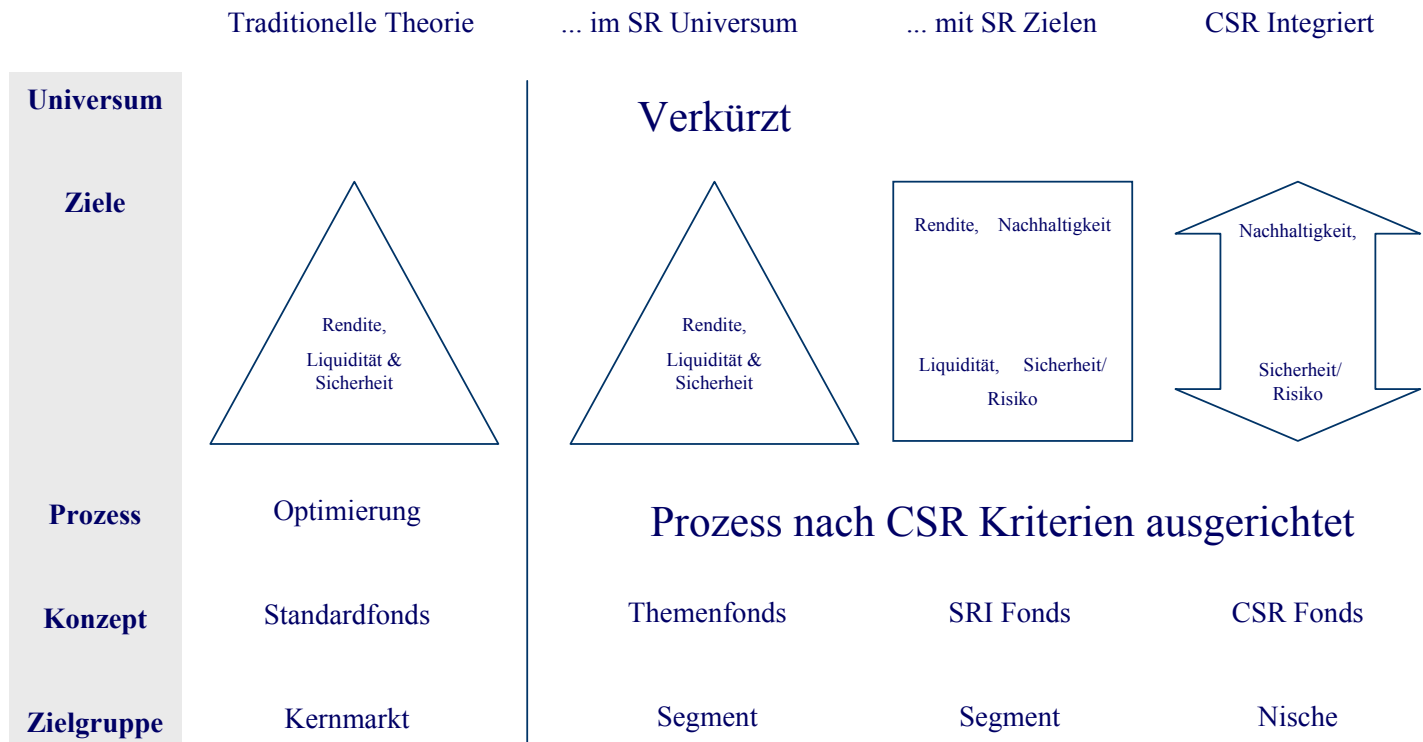
	Traditionelle Theorie	gängige Praxis	CSR Integriert	Nachhaltigkeitsaspekte
Timing	keine Aussage	Entwicklung einer Marktpreisvorstellung	Entwicklung einer "Wert-" Vorstellung	Gerechtigkeit - Transparenz (gegen Machtmißbrauch) - Dokumentation (gegen Willkür) Lernfähigkeit Meßbarkeit (quantifizierte Prognose) Wiederholbarkeit (Modellkonsistenz) Dokumentation Reflexion - anpassungsfähig - veränderungsfähig
	Bestimmung des besten Zeitpunktes	Schwerpunkt des PM	Bestimmung des besten Zeitpunktes	
Handel	beste Ausführung einzelner Transaktion	Schwerpunkt des PM	fares & ehrliches Handeln	
Erfolgsmessung	Wertentwicklung des Portfolios Beitragsanalyse	Wertentwicklung des Portfolios	fundamentale Wertentwicklung Timinggewinne Handelsgewinne	
Reporting	keine Aussage	Rechenschaftsbericht Halbjahresbericht	Bericht gemäß Transparenzleitlinien	

Erweiterung des Magischen Dreiecks ...



... zur Frage der Positionierung durch Prozess

Positionierung und Prozess



Kundenorientierung

- ◆ Segmentanbieter verlieren ihr Nischendasein, die Nische ist neu zu definieren: **Nachfrageorientierung**
- ◆ Nachhaltigkeitsanspruch wird von einigen Ziel- und Kundengruppen als Qualitätsmerkmal bewusster wahrgenommen: **Prozessorientierung**
- ◆ Angebot erfordert umfassende Strategie

Steuerung oder Mitwirkung

- ◆ Investor Relations: Notwendigkeit verstößt gegen Finanzmarktmodell
- ◆ Individuen richten Entscheidungen zunehmend nach „Genuss“ aus: Prinzip der Erregung statt Sättigung
- ◆ Fondsmanager greifen auf Quellen zur Information zurück die akute Ansteckungseffekte übertragen

Der Ball ist rund!

Schulz-Wimmer zur allgemeinen Finanzmarktsituation:

Wie beim Fußball wurden Aufgeregtheiten wichtiger als Informationen ... Die Wirtschaft war schon immer zu 50% Psychologie. Im Moment scheint aber nicht mehr klar zu sein, welche Hälfte dies ist.

Das zusätzliche Dilemma des SRI Ratings

- ◆ SRI auf der Suche nach Best-“Practice”
 - ◆ Vergangenheitsbezogen
 - ◆ Bestraft die ‚Bösen‘
 - ◆ Belohnt die ‚Guten‘
- Mögliche Lösung im Behavioral Finance?
- ◆ Marktteilnehmer auf der Suche nach Kurs-“Potential”
 - ◆ Erwartungswert
 - ◆ Bestraft die ‚Guten‘
 - ◆ Belohnt die ‚Bösen‘
- {
- ◆ Folgt den ‚Guten‘
 - ◆ Meidet die ‚Bösen‘

Wo stecken die Überrenditen?

- ◆ „Hollywood: Die Guten sind am Ende die Gewinner?“, behaupten die SRI-Anhänger. Passt die Behauptung in unsere Welt?
- ◆ Der Markt ist ein Handelsplatz, die Preisfaktoren hängen äußerst kurzfristig von Liquiditätsbedürfnissen bzw. Überschüssen ab, Überraschungen, Enttäuschungen, von Geschmacksänderung, Spekulationsneigung ... vom ‚Financial Behavior‘ aller Teilnehmer

Behavioral Finance und SRI?

In den vergangenen zwanzig Jahren erlebten Marktteilnehmer immer wieder spektakuläre Beispiele riesiger Finanzblasen, Kursstürze und andere ineffiziente Marktmechanismen

Die effiziente Markthypothese scheint nicht ohne weiteres haltbar, bedarf zumindest der Ergänzung durch verhaltensbezogene Aspekte in Bezug auf die Kursbildung

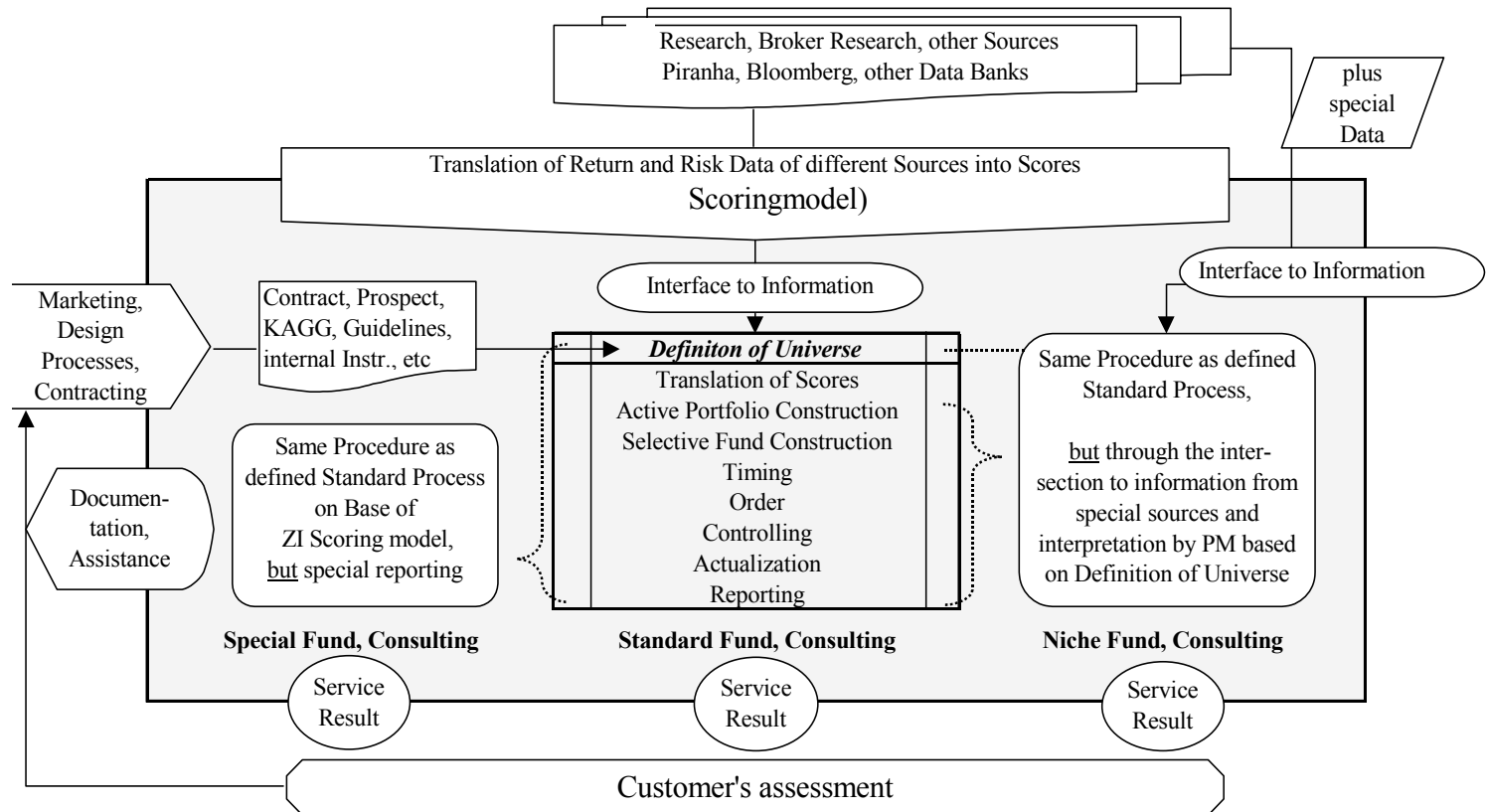
Das sogenannte Momentum bzw. die Tendenz steigender Kurse, weitere Käufe auszulösen e vice versa, ist ein Phänomen, das aus Gier und verschiedenen Ängsten resultiert: ein weites Feld also für SRI und Behavioral Finance? Ja, aber nur als Moralimpuls:

Disziplin, Vermeidung von Fehleinschätzungen, Fairness, ...

Behavioral Finance

- ◆ Eine junge Theorie, Index entwickelt
- ◆ Ehrlich bemüht um Quantifizierung psychologischer Phänomene
- ◆ Spekulation auf Verhaltensprognosen für Marktteilnehmer (Wettervorhersage)
- ◆ Welche Aspekte also sind ‚nachhaltig‘? Verstärker statt Stillhalter
- ◆ Nutzen liegt nur in Risikovermeidung

Portfoliomanagement Prozess im Überblick



Mehrfaktorenmodelle I

Modelltypen	Faktoreigenschaften					
	Hoher Erklärungs- gehalt kurzfristig	Hoher Erklärungs- gehalt langfristig	Stabil über die Zeit, erlaubt Lernen	Risiko- attribution entlang Investment Prozess	Risiko- faktoren nach Sektoren	Erlaubt integrierte SRI
Statistisches Faktormodell	X				X	
Strukturell Makro	X				X	
Strukturell Fundamental		X	ja/nein		X	bedingt
Fundamental Makro	X		X	X	X	bedingt
Fundamental nachhaltig		X	X	X	X	X

Dazu eine passende Risikomodellierung

Gedanke der Risikostreuung:

“Jede weitere Aktie mindert das Risiko!”

Viele Aktien bedeuten geringes Portfoliorisiko?

Stockpicker unterstellen etwas, das nicht gilt!

Beispiel: Im Gleichschritt über Hängebrücke

Gesetzliche Forderung gezielter Risikomischung
nach aktuellem Stand der Optimierung wie sie
z.B. Barra bietet: Korrelationen beachten!

Mit Optionen strategisch Risiken kompensieren.

Mehrfaktorenmodelle II

- ◆ Welches sind die für meine Kunden relevanten fundamentalen Faktoren für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmens(prozess-)werts?
- ◆ Welches sind die für mich relevanten Faktoren?
- ◆ Was sind realwirtschaftlich relevante Faktoren für fundamentale risikobereinigte Gewinne?

Kein Link zur Börse? Nein, erst beim Timing!

Absicherung z.B. über längere Kündigungsfristen!

Informationsaufbereitung – „Scoring“

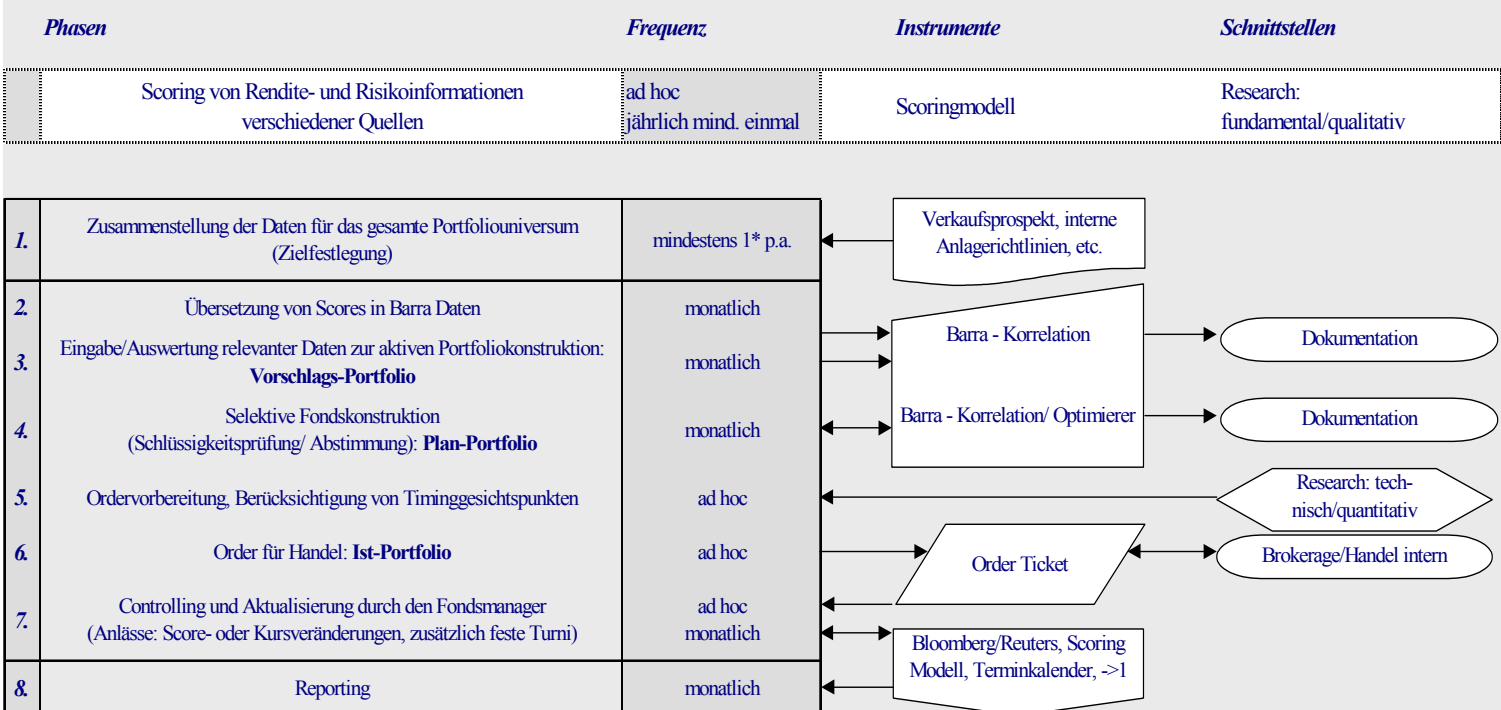
- ◆ Relevante Daten werden einheitlich und systematisch ausgewertet, Datenunabhängigkeit steht ganz vorn an
- ◆ Informationen zum Universum, dieses vollständig fundamental ,gescreened`
- ◆ vorhandene Analyseergebnisse, Ratings müssen konsistent eingebunden werden

Scoring - Rohdaten adjustieren

- ◆ Normalisierung: Scoring (enger Sinn), die unabhängigen Rohdaten werden in Scores transformiert
- ◆ Rangdaten werden dann in eine Normalverteilung überführt
- ◆ Rohdaten werden in absteigende Rangfolge gebracht, z.B. normalverteilt
- ◆ Scoreklassen reichen z.B. von -3 bis +3

Die praktische Umsetzung

Ablaufplanung II (Fondsmanagementprozess)



Real ,meets` irrational

- ◆ Unternehmensuniversum / -Index
- ◆ Fundamentale Analyse
- ◆ Fundamentales Scoring
- ◆ Fundamentale Optimierung
- ◆ Aktienhandel: Die Timingaspekte!
 - Unternehmen trifft Finanzmarkt

Warum fundamental orientiert einen Prozeß implementieren?

- ◆ Komplexität der Märkte bleibt erhalten (keine Reduktion auf einzelne Wetten oder die Börse)
- ◆ Kundenorientierte Portfolioentscheidungen werden dokumentiert, sind transparent, d.h.
- ◆ Kontrollierbar, wiederholbar, verbesserbar
- ◆ Portfoliomanager arbeitet systematisch und diszipliniert (SRI und CSR)
- ◆ Differenzierung gegenüber Wettbewerb: PM-Prozeß ist jeweils einzigartig, kundenorientiert, weil je nach Bedarf spezifisch gestaltbar

Was unterscheidet ethische von anderen Investmentprozessen?

- ♦ **Explizite Prognosen von Rendite und Risiko**
- ♦ Erfassung des Universums: vollständig, unmittelbar und vergleichbar
- ♦ Konsistente Umsetzung der Prognosen in der Portfoliokonstruktion (Optimierung)
- ♦ Risikomischung, d.h. Berücksichtigung von Korrelationen
- ♦ **Implizite und versteckte Annahmen**
- ♦ Inkompatible Teil-Universen einzelner Fonds
- ♦ Intuitive Zufallsportfolios (traditioneller Ansatz)
- ♦ Risikostreuung wie im Kreditgeschäft bzw. der Versicherung üblich

SRI eine große Chance für das Aktive Management!

