

Fachinformation – nur für professionelle Anleger, nicht zur Weitergabe an Privatanleger.

Unbekannte Gewässer: ESG-Checklisten am Beispiel nachhaltiger Wassernutzung

Jonathan Neve, CFA, Senior Credit Analyst

Mike Dolan, Director of Research, Fixed Income

Wen-Wen Lindroth, Senior Credit Analyst

James Richards, Equity Analyst

Adnan Siddique, CFA, Editorial

Mit Unterstützung von Martin Dropkin, Director of Research, Fixed Income

Nur ein Prozent der Wasservorkommen auf der Erde ist für die Bedürfnisse des Menschen geeignet – der Rest ist entweder Salzwasser oder in Eiskappen und Gletschern eingeschlossen. Wasserknappheit ist daher ein wichtiges Thema, denn unser Leben hängt von diesem Rohstoff ab. Mit der unaufhörlich wachsenden Bevölkerung und zunehmenden wirtschaftlichen Aktivität wächst die Nachfrage nach diesem einen Prozent. Da Wasser immer wertvoller wird, wollen Anleger von Unternehmen wissen, wie nachhaltig sie mit dieser lebenswichtigen Ressource umgehen. Darauf reagieren die Unternehmensentscheider. Aber nicht alle sind auskunftsfreudig. Wie können Anleger in Erfahrung bringen, was die Firmen in diesem Bereich wirklich tun? Und gibt es eine Möglichkeit, dies systematisch zu analysieren, damit es auf andere ESG-Themen übertragen werden kann? Wir glauben ja und haben hierzu ESG-Checklisten für Anleger aufgestellt, die wir an einigen interessanten Beispielen erläutern.

Stille Wasser

Stille Wasser gründen tief, warnt ein altes Sprichwort: Was an der Oberfläche ruhig und harmlos erscheint, kann gefährliche Strudel verbergen. Wasser ist ein wesentlicher Bestandteil unseres täglichen Lebens, und wir glauben, dass wir es gut verstehen. Aber Hydrologen lernen ständig dazu: Immer mehr finden sie über seine Bewegung, Verteilung, Qualität und sein begrenztes Vorkommen heraus. Für Unternehmen ist Wasser ein Gut, auf das sie im Tagesbetrieb nicht verzichten können. Allerdings wird die Ressource immer knapper, auch weil die Wirtschaft stetig wächst.

Viele Industriezweige sind besonders große Wasserverbraucher – und potenzielle Verschmutzer. Am offensichtlichsten auf Wasser angewiesen sind Versorger: Sie bringen es zu den Haushalten und entsorgen das Abwasser. H₂O wird jedoch auch zur Reinigung und Gewinnung von Rohstoffen im Bergbau verwendet, ist das Transportmittel für die Schifffahrt und wird im Abfallmanagement in der chemischen Industrie eingesetzt. Diese Nutzungen führen zu sehr unterschiedlichen wasserwirtschaftlichen Fragestellungen.

Die Sorge um unser Trinkwasser – und im weiteren Sinne um Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen (ESG) – hat einen spürbaren und direkten Einfluss auf die Bewertungen von Unternehmen. ESG-Analysen geben Aufschluss darüber, wo sich in Unternehmen Risiken verbergen. Deren Ausmaß wiederum ist der wesentliche Diskontierungsfaktor, mit dem zukünftige Zahlungsströme auf ihren Zeitwert abgezinst

Wichtige Information

Der Wert einer Anlage und die daraus erzielten Erträge können steigen, aber auch fallen, sodass Anleger den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück-erhalten.

Das vorliegende Material dient ausschließlich Informationszwecken und ist nur für die natürliche bzw. juristische Person bestimmt, an die es geschickt wurde.

Dieses Dokument stellt keine Vermarktung, Angebot oder Aufforderung zur Inanspruchnahme der Investmentmanagement-Dienstleistungen von Fidelity dar und ist auch kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Investmentprodukten.

Fidelity übernimmt keine Haftung, dass sich die Inhalte überall zur Nutzung eignen oder die erwähnten Transaktionen oder Dienstleistungen in allen Gerichtsbarkeiten oder Ländern oder für alle Anleger oder Gegenparteien verfügbar oder zum Vertrieb oder zur Nutzung geeignet sind.

Anleger sollten zudem berücksichtigen, dass die Einschätzungen möglicherweise nicht mehr aktuell sind und unter Umständen von Fidelity nach eigenem Ermessen verwendet wurden. Sie sind ausschließlich zum hier genannten Zeitpunkt gültig und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

werden, um ein Unternehmen heute bewerten zu können.

Dieser Ansatz ist für die Aktienanlage von zentraler Bedeutung und für die Analyse von Anleihen sogar unverzichtbar. Aktienkurse können theoretisch endlos steigen, während der Mehrwert aus festverzinslichen Anlagen wohl eher vom Risikomanagement abhängt als davon, ob der Anleger auf das richtige Pferd setzt. Die sorgfältige Prüfung von Verlustrisiken ist folglich das Herzstück einer Anlagethese bei Anleihen. Ein ESG-Risiko nicht zu erkennen kann leicht Wertverluste nach sich ziehen, insbesondere bei hoch verschuldeten Emittenten. Fundierte Analysen der ESG-Risiken können dagegen helfen, die Verlierer zu meiden und die Gewinner ausfindig zu machen. Eine Checkliste für ESG-Risiken ist bei der präziseren Bewertung von Unternehmen hilfreich.

Versorger: Auf Wasser gebaut

Versorgungsunternehmen gehören zu den ältesten und am stärksten regulierten Branchen. Ihre Privatisierung erfolgte in vielen Ländern erst in den letzten Jahren. Sie versorgen uns tagtäglich mit Wasser und Energie und entsorgen unsere Abfälle, was sie für uns unverzichtbar macht. Deshalb und wegen ihrer natürlichen Monopolstellung werden Versorger von staatlichen Aufsichtsbehörden streng überwacht. Diese Kontrolle kommt Anlegern zugute.

In vielen Ländern müssen Wasserver- und -entsorgungsbetriebe detaillierte Berichte über ihre Geschäftstätigkeit und über Vorfälle veröffentlichen. Das erleichtert Anlegern die Risikobeurteilung eines Versorgers. Unternehmen mit hoher oder steigender Zahl von Vorfällen machen eine genauere Begutachtung erforderlich. Ranglisten der in dieser Hinsicht besten Firmen sind leicht zu erstellen.

Das regulatorische Umfeld ist jedoch von Land zu Land verschieden, weshalb der Ansatz zur Messung von ESG-Risiken eine wichtige Rolle spielt. Ausgangspunkt dafür ist der rechtliche Rahmen eines Landes. Verfügt es über weit entwickelte Gesetze zur Regelung von Eigentumsrechten, Auftragsvergabe, Arbeitsmarkt, Insolvenzen, Versicherungs- und Arbeitsschutz? Und wie genau werden Projekte genehmigt und reguliert?

Eine eigenständige Regulierungsbehörde ist die effektivste Lösung, um die Einhaltung von ESG-Standards zu überwachen, insbesondere wenn die Behörde unabhängig und frei von politischer Einflussnahme ist. Das Vereinigte Königreich verfügt über einen der transparentesten und am strengsten regulierten Wassersektoren der Welt. Grundlage dafür ist ein weit entwickeltes Rechtssystem und eine autonome Regulierungsbehörde, die Ofwat. Sie verlangt von Wasserversorgern umfangreiche Angaben zur Kundenzufriedenheit, Zuverlässigkeit und Verfügbarkeit, zu Umweltauswirkungen und zur finanziellen Lage.

Dass die Wasserbehörde Ofwat auch Zähne zeigen kann, hat sie im Juni bewiesen. Gegen Thames Water verhängte sie eine Geldbuße in Höhe von 120 Millionen Pfund wegen zahlreicher Lecks im Versorgungsnetz. Solche Umweltvergehen können indes mehr als nur finanzielle Sanktionen zur Folge haben. Denn auch in den Bewertungen der Ratingagenturen hinterlassen sie ihre Spuren. Als Reaktion auf die Strafe gegen Thames Water setzte Moody's das Unternehmen im Juni mit negativer Tendenz auf seine Beobachtungsliste. Wie das Beispiel zeigt, kann der unzureichende Schutz von Verbrauchern und Umwelt schließlich sogar eine Verschlechterung der Kreditqualität und des Ratings und damit höhere Finanzierungskosten nach sich ziehen. Andererseits treffen Unternehmen, die in Sachen Betriebs- und Umweltstandards gut abschneiden und ihre Umweltfreundlichkeit erfolgreich nach außen kommunizieren, nicht selten auf wohlwollende Aufsichtsbehörden, Ratingagenturen und Anleiheinvestoren.

Bei der Regulierung mithilfe vertraglicher Vereinbarungen sind Versorgungsunternehmen an einen Vertrag mit der öffentlichen Hand als Eigentümerin der Vermögenswerte gebunden. Vertragspartner sind meist Kommunen, die allerdings nicht immer über die nötigen Ressourcen verfügen, um die Aktivitäten der Versorger zu kontrollieren. Ein dritter Ansatz ist die Selbstregulierung, bei der das Versorgungsunternehmen im Allgemeinen einem Vorstand oder dem Stadtrat gegenüber rechenschaftspflichtig ist. Dies führt in der Regel zu mehr Wettbewerb zwischen den Anbietern. Darunter leiden jedoch häufig deren Investitionen und Vermögensplanung, da die Versorger nicht sicher sein können, dass sich ihre Investitionen durch höhere Preise amortisieren. Eine auf Dauer ineffiziente Wassernutzung kann die Folge sein.

Große Unterschiede bei den regulatorischen Strukturen

Regulatorische Struktur	Vorteile	Nachteile
Unabhängige Aufsichtsbehörde wie z.B. in Großbritannien	Frei von politischer Einflussnahme, gute Abstimmung zwischen Politik und Behörde	Teuer, die Rechenschaftspflicht des Regulierers ist komplex
Regulierung durch vertragliche Vereinbarungen wie z.B. in Frankreich und Deutschland	Politik, Eigentum und Aufsicht sind klar getrennt, Verträge können angepasst werden	Begrenzte Kontrolle und uneinheitliche Durchsetzung, keine einheitlichen Gebühren
Selbstregulierung wie z.B. auf den Philippinen oder in einigen US-Bundesstaaten	Mehr Wettbewerb, standardisierte Tarife ermöglichen standardisierte Leistungen	Keine Unabhängigkeit, aus geringer Preissetzungsmacht resultieren ggf. unzureichende Investitionen und Vermögensplanung

Quelle: Weltbank, August 2018.

Wie wichtig die Regulierung ist, hat die Katastrophe in Fukushima im Jahr 2011 in Japan deutlich gemacht. Die japanische Atomaufsichtsbehörde NISA war formal dem Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie unterstellt, das für die Förderung der Kernenergie zuständig war. Dies verhinderte, dass die NISA ihre Befugnis nutzte, um klare Regeln aufzustellen, mehr Sicherheit anzumahnen und ihre Entscheidungen durchzusetzen. Als eine Lehre aus dem Reaktorunglück richtete die japanische Regierung eine neue unabhängige Regulierungsbehörde ein, die im Umweltministerium angesiedelt ist.

Kommunikation

Regulierer sind jedoch nur ein Teil des Puzzles. Denn Unternehmen entscheiden selbst, wie und was sie nach außen kommunizieren. Einige verstecken ihre wenig aussagekräftigen ESG-Berichte ganz unten auf ihrer Website, während andere klare ESG-Richtlinien und -Ziele formulieren und detaillierte Reports mit benutzerfreundlichen Visualisierungen veröffentlichen.

Gute ESG-Berichte sollten Bestandteil verschiedener Unternehmensmitteilungen sein: angefangen vom Geschäftsbericht über Präsentationen für Analysten und Aktionäre bis hin zu Quartalsberichten und eigenständigen Dokumenten. Sie sollten detailliert über Standards, Verfahren und etwaige Verstöße sowie die damit verbundenen Kosten informieren. KPI (= Key Performance Indicator) genannte zentrale Leistungskennzahlen geben Aufschluss darüber, wie gut ein Unternehmen seine Umwelt-, Sozial- und Governance-Ziele erreicht. Solche Angaben helfen, sich ein Bild von der ESG-Bilanz eines Unternehmens zu machen. Stehen jedoch nur unzureichende Informationen zur Verfügung, kann sich ein erfahrener Anleger durch eigene Analysen einen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern verschaffen.

ESG ist erst dann ein Thema, so heißt es, wenn es zu einem Problem wird. Da ist viel Wahres dran. Denn häufig stellen Unternehmen erst, wenn sich alle Augen des Marktes nach einem Vorfall auf sie richten, detaillierte ESG-Daten zur Verfügung. Eine schlechte Öffentlichkeitsarbeit kann die Lage noch verschlimmern. Auch Regulierer reagieren häufig erst, wenn das Kind schon in den Brunnen gefallen ist. Die Ereignisse in Fukushima hatten zur Folge, dass die Aufsichtsbehörden rund um den Globus ihre recht strengen Bestimmungen weiter verschärften. Dabei sind die Schwachstellen vor einem Ereignis oft schwer zu erkennen. Aber es gibt durchaus Methoden, die Anleger auf die richtige Spur bringen können.

Investitionen

Mit einer Analyse der Investitionen eines Unternehmens können Risiken im Vorfeld erkannt werden. Firmen, die ihre Investitionen kürzen, mögen damit zwar ihren Gewinn aufbessern. Zugleich aber legen sie möglicherweise die Saat für künftige Probleme: Denn Unterinvestitionen machen sich häufig in Verschleiß und maroden Anlagen bemerkbar. Zwischen geringer Investitionstätigkeit und der Häufung betrieblicher Probleme gibt es einen direkten Zusammenhang. Anleger sollten daher ein Unternehmen nicht automatisch höher bewerten, nur weil es seine Kapitalkaufwendungen kürzt. Grundsätzlich sollte die Höhe der Investitionen mindestens den Abschreibungen, also der natürlichen Abnutzung des Sachanlagevermögens, entsprechen, wenn die ordnungsgemäße Fortführung des Betriebs gesichert sein soll. Ein Vergleich der aktuellen Investitionen mit denen der Vergangenheit und der Wettbewerber kann Rückschlüsse darauf liefern, wie hoch die tatsächlichen Erhaltungsinvestitionen sein sollten. Kürzt ein Unternehmen seine Kapitalkaufwendungen, muss das Management dies hinreichend begründen.

Checkliste für Anleger

- **Wer ist der zuständige Regulierer?** Das regulatorische Umfeld gibt Hinweise darauf, wie sicher der Betrieb eines Unternehmens ist, welche Anreize zur Vermeidung von Vorfällen es gibt und wie schnell Verstöße vermutlich erkannt und behoben werden können.
- **Die Qualität des Managements.** Ist die Geschäftsführung kompetent und setzt betriebliche Maßnahmen zielgerichtet um? Ist die Erfolgsbilanz des Managements in seinem Geschäftsfeld gut oder schlecht?
- **Kommuniziert das Unternehmen seine Überlegungen rund um ESG-Themen?** Wie gut ein Unternehmen seine ESG-Politik und -Maßnahmen kommuniziert, zeigt, wie ernst es Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen nimmt.
- **Investitionen unter die Lupe nehmen.** Die Höhe der Investitionen gibt Aufschluss darüber, ob in Zukunft mit betrieblichen Problemen zu rechnen ist. Die Erhaltungsaufwendungen sollten mindestens so hoch sein wie die Abschreibungskosten.

Bergbau: Das Glas ist halb voll

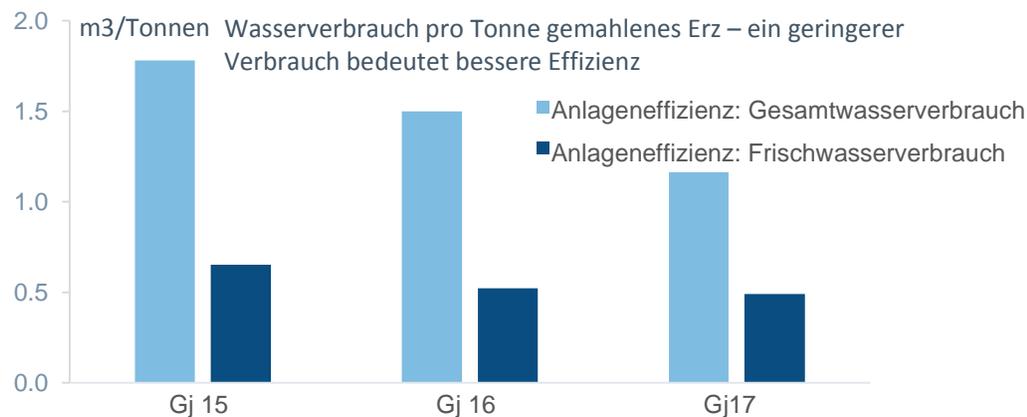
Wenn es um Wasser geht, steht es mit dem Ruf der Bergbaubranche nicht zum Besten. Das kommt nicht von ungefähr, gehört sie doch wegen der Gewinnung und Verarbeitung von Rohstoffen zu den wasserintensivsten Industriezweigen. Aber Minengesellschaften und insbesondere multinationale Konzerne haben mit die strengsten und am weitesten entwickelten Verfahren für eine effiziente Wassernutzung.

Für sie ist der schonende Umgang mit diesem wichtigen Rohstoff nicht nur im täglichen Betrieb unerlässlich, sondern auch, weil Aufsichtsbehörden und der Staat ihnen sehr genau auf die Finger schauen. Besonders dort, wo Bergbauunternehmen mit den lokalen Gemeinden um diese knappe Ressource konkurrieren. Eine Verunreinigung des Trinkwassers durch einen Minenbetreiber kann schnell geschehen. Für die umliegenden Gemeinden hätte sie katastrophale Folgen, weshalb die Behörden hier besonders wachsam sein müssen. Anleger wissen, dass die Beseitigung von Verunreinigungen hohe Kosten verursacht. Vorfälle dieser Art können daher ihre Bereitschaft mindern, künftige Projekte zu finanzieren. Zudem dürfte es für das betroffene Unternehmen schwieriger werden, neue Lizenzen zu bekommen.

Aus diesen Gründen wird ein gutes Bergbauunternehmen, noch bevor es den ersten Stein in einer neuen Mine umdreht, eine ausführliche Umweltevaluation vornehmen und einen umfassenden Minenplan erstellen. Detaillierte Strategien zu Wassergewinnung, -recycling und -entsorgung gehören selbstverständlich dazu.

Beim Genehmigungsprozess für eine Mine wird überdies häufig großen Wert auf die Akzeptanz in der lokalen Bevölkerung gelegt, was Bergbauunternehmen zwingt, ihre Karten auf den Tisch zu legen. Meistens erhalten sie eine Genehmigung erst dann, wenn sie einen klar kommunizierten Plan zur Wassernutzung vorlegen. Für Minengesellschaften sind ESG-Themen daher anders als man vielleicht meinen könnte seit Langem von großer Bedeutung, sind sie doch in einem Industriezweig mit naturgemäß hohen Umweltrisiken tätig. Weil Bergbaufirmen die leichten Maßnahmen zum Schutz der Wasserressourcen schon lange umgesetzt haben, haben Initiativen für eine effizientere Wassernutzung heute eher ergänzenden Charakter. Was aber nicht heißen soll, dass es in diesem Bereich nicht doch noch einiges zu verbessern gibt.

Effiziente Wassernutzung im Bergbau ist ein allmählicher Prozess



Quelle: Randgold Resources, August 2018

Die vielen Risiken bringen es jedoch mit sich, dass es immer wieder zu Zwischenfällen kommt. Unfälle passieren selbst bei großen Bergbauunternehmen, bei denen es seit Jahren keine Sicherheitsvorfälle mehr gegeben hat. **Samarco**, das brasilianische Eisenerz-Gemeinschaftsunternehmen von **BHP** und **Vale**, die beide über branchenführende Sicherheitsvorschriften verfügen, war der Betreiber des Bento-Rodrigues-Staudamms. Als dieser im Jahr 2015 brach, kam es zu katastrophalen Überschwemmungen, die 19 Menschenleben forderten und mehrere Orte überfluteten, die an anderer Stelle wiederaufgebaut werden mussten.

Wir hielten damals Anleihen von Samarco und schlossen uns nach dem Unfall mit anderen Anleihegläubigern zusammen, um mit dem Unternehmen zu verhandeln. Zusammen mit der Regierung forderte die Gruppe von BHP und Vale die Beseitigung der Schäden auf eigene Kosten und die Rückkehr zu einem sicheren Normalbetrieb, was aus ESG- und Unternehmenssicht sinnvoll war. Unfälle lassen sich nicht immer verhindern. Aber die Reaktion der Anleger kann erheblichen Einfluss darauf haben, wie ein Unternehmen mit den Folgen umgeht.

Neue Projekte

Wie nachhaltig ein Projekt ist, können Anleger anhand mehrerer Faktoren bewerten. Sehr wichtig sind dessen Lage und Geologie. Risiken bergen auch Lizenzen, das Engagement der Kommune und die Infrastruktur. Ein tiefes Verständnis der politischen Rahmenbedingungen hilft, solche Risiken richtig einzuordnen.

Wie sicher können Anleger sein, dass bei der Ausführung nichts schief geht? Selbst die besten Pläne können durch kontrollierbare und unkontrollierbare Faktoren über den Haufen geworfen werden. Um das Realisierungsrisiko abzuschätzen, ist es daher wichtig zu prüfen, wie das Unternehmen das Projekt umsetzen will: mit der Beauftragung eines externen Partners für Planung, Beschaffung und Errichtung, unternehmensintern oder mit einer Mischung aus beidem. Zudem sollte der Projektfortschritt so weit wie möglich anhand der wichtigsten Meilensteine evaluiert werden.

Ein weiterer wichtiger Faktor sind die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Inflation, Rohstoffpreise, Wechselkurse und andere makroökonomische Faktoren können die Zahlungsströme eines Projekts beeinflussen. Sollten sie zu höheren Kosten als erwartet führen, müssen Unternehmen möglicherweise zusätzliches Kapital aufnehmen, was zulasten vorhandener Geldgeber gehen könnte.

Innovationen

Im Bergbau sind technologische Innovationen gang und gäbe. Minenbetreiber sind Problemlöser: Ständig entwickeln sie neue, kreative Verfahren, die sich erheblich auf die ESG-Bewertung auswirken können. Ein jüngeres Beispiel ist die Einführung der Rohstoffgewinnung aus Grobstoffen. Neue Techniken ermöglichen die Gewinnung von Metallen aus größeren Partikeln, aus denen das Wasser leichter extrahiert werden kann, sodass weniger Frischwasser benötigt wird. Schätzungen zufolge können mit diesem Verfahren 30 bis 40 Prozent Wasser eingespart werden.¹

Checkliste für Anleger

- **Eine gute Erfolgsbilanz ist nicht genug.** Anleger sollten nicht davon ausgehen, dass die in der Vergangenheit in punkto Sicherheit besten Unternehmen vor Unfällen gefeit sind. Sofern möglich, sollten daher die Spezifikationen einzelner Projekte und Änderungen der politischen und regulatorischen Landschaft genau unter die Lupe genommen werden.
- **Die Analyse neuer Projekte ist wichtig.** Risikoanalysen sollten helfen, die wichtigsten Risikofaktoren zu identifizieren.
- **Nach innovativen Firmen suchen.** Unternehmen, die in Branchen mit hohen Umweltrisiken tätig sind, entwickeln nicht selten neue und kreative Lösungen, die die ESG-Risiken beeinflussen können.

Schiffstransport: Trübe Wasser

Durch die Verabschiedung neuer Vorschriften steht die Schifffahrt vor einem veritablen Umbruch. Im vergangenen Jahr trat das Übereinkommen zum Ballastwasser-Management der Internationalen Seeschiffahrtsorganisation IMO in Kraft. Hiermit soll der Transport von Ballastwasser in andere Teile der Welt kontrolliert werden. Ballastwasser verleiht Schiffen Stabilität und wird im Zielhafen abgepumpt. Aber die Entsorgung des Wassers am Zielhafen und Leckagen auf dem Weg dorthin können die lokalen Wassersysteme verschmutzen und mit Fremdorganismen belasten. In den USA gilt Ballastwasser als die Hauptursache für die Einbringung invasiver Arten in Meerestgewässer.²

Die IMO wird zudem eine ab 2020 geltende Obergrenze für Schwefelemissionen einführen, die den zulässigen Wert von 3,5 auf 0,5 Prozent senkt. Bei den Reedereien wird dies eine Reaktionskette auslösen, deren langfristige Folgen noch nicht absehbar sind.

Auf die neuen Vorschriften können Schifffahrtsunternehmen reagieren, indem sie auf schwefelarme Kraftstoffe umstellen oder Schwefelwäscher in die Abgaseinrichtungen ihrer Schiffe einbauen. Dies will allerdings gut überlegt sein, gilt es doch, viele komplexe Faktoren zu berücksichtigen, zu deren Folgen genaue Vorhersagen nahezu unmöglich sind.

Schwefelwäscher sind eine Möglichkeit, die Emissionen von Transportschiffen zu reduzieren. Sie sind jedoch teuer, und für den Einbau müssen die Schiffe in Trockendocks, was Umsatzeinbußen zur Folge hat. Auch das Alter der Schiffe muss berücksichtigt werden. Bei älteren Schiffen werden die Kosten für die umweltfreundliche Technik möglicherweise nicht durch Einnahmen während der verbleibenden Nutzungsdauer kompensiert.

Zudem ist unklar, welche Folgen die Umstellung auf schwefelarme Kraftstoffe für die Rentabilität der Reedereien hat. Saubere Kraftstoffe mit niedrigem Schwefelgehalt kosten mehr als solche mit hohem Gehalt. Zwar ist der Preisunterschied zwischen beiden derzeit relativ gering. Aber wird das auch in Zukunft so bleiben? Gegenwärtig gibt es nur relativ wenige Raffineriekapazitäten für Kraftstoffe mit niedrigem Schwefelgehalt, und bis zur Schaffung neuer Kapazitäten vergehen in der Regel etwa fünf Jahre. Wir gehen davon aus, dass sich die meisten Reedereien für schwefelarmen Treibstoff entscheiden. Bei zunehmender Nachfrage könnte dessen Preis jedoch steigen und die Umstellung zu einem kostspieligeren Unterfangen machen.

Der Preisunterschied zwischen sauberen und herkömmlichen Kraftstoffen könnte größer werden



Quelle: Bloomberg, August 2018

Ob es der Branche gelingt, die Kosten für die Einhaltung der neuen Vorschriften an die Kunden weiterzugeben, wird erheblichen Einfluss auf die Gewinnmargen der Reedereien haben. Aus unserer Sicht gibt es dafür einen gewissen Spielraum. Aber es ist unwahrscheinlich, dass sich die Mehrkosten vollständig auf die Kunden abwälzen lassen. Denn auch deren Margen stehen unter Druck, sodass sie möglicherweise ebenfalls nicht in der Lage sind, die höheren Kosten in voller Höhe an ihre Kunden weiterzugeben.

Selbst bei den Reedereien herrscht bislang noch große Unsicherheit darüber, wie die IMO-Vorschriften am besten umgesetzt werden. Einige wie **Mediterranean Shipping Co (MSC)** und **Evergreen** haben sich dafür entschieden, ihre neuen Schiffe mit Schwefelwäschern auszustatten. **Maersk** und **CMA CGM** dagegen werden ihre Schiffe künftig mit schwefelarmem Kraftstoff betreiben. Aber ganz gleich, für welche Lösung sie sich entscheiden: Die Umstellung wird teuer. CMA CGM erwartet einen Anstieg der jährlichen Treibstoffkosten um zwei Milliarden US-Dollar, das sind fast 60 Prozent mehr. Andere Schätzungen gehen von Gesamtkosten für die Branche bis 2020 von rund 240 Milliarden US-Dollar aus. Das ist eine Größenordnung, die die Schifffahrtsindustrie zweifellos maßgeblich verändern wird.

Ereignisse in ihre Bestandteile zerlegen

Solche und ähnliche Szenarien im Einzelnen zu verstehen ist zeitaufwendig und schwierig. Aber Szenarioanalysen oder Präzedenzfälle in anderen Branchen können bei der Analyse helfen. Das Durchdenken verschiedener Szenarien hilft, positive oder negative Annahmen zu treffen und die Bereiche einzugrenzen, in denen die Zeit des Analysten am produktivsten genutzt werden kann. Eine solche Herangehensweise gibt zudem Aufschluss darüber, welche Annahmen in Wertpapieren eingepreist sind. Auf diese Weise lassen sich Fehlbewertungen erkennen.

Aufschlussreich sind ferner Präzedenzfälle aus anderen Branchen, z.B. solchen, die seit Langem mit strengen Emissionsvorschriften zurechtkommen müssen. Oder auch wie oben beschrieben die Erfahrungen von Versorgungsunternehmen, bei denen Schwefelwäscher schon heute weit verbreitet sind. Hinzu kommt, dass einige dieser Industriezweige möglicherweise anfällig für Dominoeffekte sind. Wir erwarten, dass Raffinerien die Gewinner einer steigenden Nachfrage nach sauberen Treibstoffen sind und Logistikunternehmen aufgrund der höheren Transportkosten zu den Verlierern gehören werden.

Checkliste für Anleger

- **Komplexe Ereignisse in ihre Bestandteile zerlegen.** So wird deutlich, auf welche Bereiche sich die Analysen konzentrieren sollten. Szenarioanalysen und Präzedenzfälle aus anderen Branchen können hilfreich sein.
- **Annahmen verstehen.** Das Wissen darüber, welche Annahmen in welchem Umfang in Wertpapieren eingepreist sind, ist entscheidend. Die Annahmen können anschließend verifiziert und genutzt werden, um Fehlbewertungen zu erkennen.
- **Überprüfen externer Effekte.** Andere Branchen und Unternehmen zu finden, die indirekt betroffen sind, erhöht die Chance, die Gewinner von den Verlierern zu unterscheiden.

Chemie: Tiefer eintauchen

Chemieunternehmen, so die weitverbreitete Meinung, sind eine enorme Belastung für die Umwelt. Aber das stimmt nur zum Teil. Denn tatsächlich hat die Branche einige der ESG-bewusstesten Unternehmen in ihren Reihen. Deren Sinneswandel wurde nicht zuletzt durch eine Öffentlichkeit herbeigeführt, die durch die umweltgefährdenden Aktivitäten der Chemieriesen aufgeschreckt wurde.

Wie komplex das Thema ist, wird am Beispiel Kunststoff deutlich. Das wichtigste Produkt der Chemieindustrie kommt in einer Vielzahl von Anwendungen zum Einsatz, darunter Verpackungen, die Lebensmittel frisch halten. Würde man Kunststoffe verbieten, hätte das zusätzliche Berge an Lebensmittelabfällen zur Folge. Aber Kunststoffe, vor allem Einwegprodukte, verschmutzen die Ozeane.

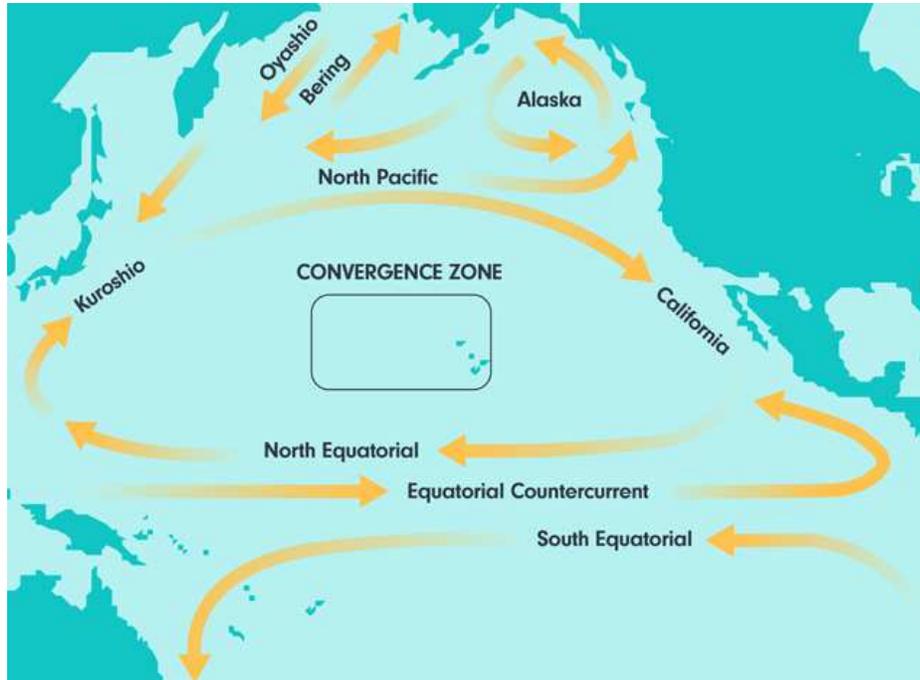
Plastisch, elastisch, fantastisch – Kunststoffe und ihre Vorteile

Kriterien					
	Energie	Chemische Beschränkungen	Produktion	Formbarkeit	Gewicht
Kunststoff	Für die Herstellung von Alternativen zu Plastik sind 82% mehr Energie erforderlich	Metall kann oxidieren oder rosten, während Plastik langsamer verrottet, was eine längere Haltbarkeit der Produkte gewährleistet	Schnellere Produktionszyklen ermöglichen geringere Stückkosten	Sehr flexibel im Vergleich zu steifen Werkstoffen	Im Schnitt sind Alternativen wie z.B. Glas 3,5 Mal schwerer

Quelle: Berry Global, Ocean Conservancy, August 2018

Einweg-Kunststoffe werden nicht recycelt, und es kann 500 bis 1.000 Jahre dauern, bis sie in der Natur abgebaut sind. Flaschen aus Polyethylenterephthalat, kurz PET, machen 15 Prozent der gesamten Abfälle in unseren Meeren aus. Sie sind das dritthäufigste in Meeresabfällen gefundene Produkt, gefolgt von Verschlüssen der PET-Flaschen.³ In den Meeren sammelt sich der Plastikmüll bevorzugt in Regionen, die stark von Meereslebewesen bevölkert werden, da sich beide mit derselben Strömung fortbewegen.

Der pazifische Müllteppich – Abfälle sammeln sich im Meer dort, wo die meisten Meerestiere leben



Quelle: NOAA Marine Debris Programm, August 2018

Die Lösung wäre ein verstärktes Recycling, das aber nicht so einfach zu bewerkstelligen ist wie bei Papier oder Glas. Artikel aus Plastik sind mitunter sehr komplex und bestehen aus mehreren Schichten unterschiedlicher Kunststoffe. Diese müssen in aufwendigen Verfahren getrennt werden, bevor sie wiederverwertet werden können. In vielen Ländern ist die für das Recycling erforderliche Infrastruktur nicht vorhanden, sodass nur 14 Prozent der weltweiten Plastikverpackungen recycelt werden.

Eine Lösung für das Kunststoffproblem wird auch dadurch erschwert, dass vielen Produkten kein einzelner Hersteller zugeordnet werden kann. Chemiefirmen produzieren Kunststoffgranulate, die dann von anderen Unternehmen bei der Produktion zu Verpackungen verschmolzen werden. Zudem besteht eine einzelne Verpackung oft aus mehreren Teilen. Angesichts derart komplexer und miteinander verflochtener Lieferketten ist es äußerst schwierig, die letztlich Verantwortlichen für den Müll zu benennen. Für ein erfolgreiches Recycling ist es somit entscheidend, sowohl Markenhersteller wie Coca-Cola als auch Kunststoffhersteller an Bord zu holen.

Die gute Nachricht: Die Chemieriesen nehmen die beschriebenen Probleme inzwischen sehr ernst. Nach unserer Erfahrung ist vielen bewusst, dass sie riesige Ressourcen verbrauchen und deshalb ESG-Themen ganz oben auf ihre Agenda setzen müssen. Als eine der ersten hat die Chemieindustrie moderne und strenge Normen für die Sicherheit am Arbeitsplatz entwickelt und so das Bewusstsein für soziale Auswirkungen gefördert, das sich zu einem allgemeinen Umweltbewusstsein weiterentwickelt hat. Neue Vorgaben zur Emissionsreduktion aus dem Pariser Abkommen treiben diesen Prozess weiter voran.

„Engagement“ oder aktives Aktionärstum

Fidelity steht im direkten und intensiven Dialog mit einigen der größten Chemiekonzerne, um sie von den Vorteilen einer Investition in nachhaltige Produktionsverfahren zu überzeugen. Dieser Dialog trägt inzwischen offenbar Früchte. In die richtige Richtung gehen leichtere Verpackungen, bei denen die Materialmasse in jedem Artikel reduziert wird, ohne Abstriche bei dessen Funktionalität zu machen. Ein weiteres Beispiel ist die Verwendung nur eines Kunststoffs, sodass die Kosten für die Trennung der Polymere entfallen und ein besseres Recycling möglich ist.

Großanleger haben dank ihres Zugangs zu Firmenentscheidern und ihrer Finanzkraft erheblichen Einfluss. **Ineos**, das drittgrößte Chemieunternehmen der Welt, gab anlässlich einer Präsentation vor Analysten und Aktionären im April die Einrichtung einer neuen Abteilung für Nachhaltigkeit bekannt. Einige Monate zuvor hatten einflussreiche Anleger dies vehement gefordert. Zudem hat Ineos seine Pläne zum Bau einer neuen Polymeranlage aufgegeben und will sich künftig stärker auf das Recycling konzentrieren. Den Abfall aus den Weltmeeren zu fischen, ist ein weiteres Thema, aber durch ein aktives Aktionärstum lassen sich andere Probleme lindern. Die Maßnahmen für ein besseres Wassermanagement haben bei vielen Branchenteilnehmern allein in diesem Jahr deutlich an Kontur gewonnen.

ESG-Ratingagenturen

Für ihre Analysen können Anleger auf die ESG-Ratings von Drittanbietern zurückgreifen, die jedoch nur begrenzt aussagekräftig sind. Insbesondere zu Beginn des Anlageprozesses, wenn die Berichte der ESG-Ratingagenturen die Aufmerksamkeit auf interessante Bereiche lenken und helfen können, ein Unternehmen mit seinen Wettbewerbern zu vergleichen, sind ihre Einschätzungen nützlich. Ihre Meinungen basieren jedoch allein auf öffentlich zugänglichen Finanzberichten. Tiefer gehende Informationen, die in der direkten Kommunikation und im Dialog mit den Unternehmen gewonnen werden, fließen nicht in die Analysen der ESG-Ratinganbieter ein. Manche Unternehmen machen keine oder nur die nötigsten Angaben zu Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen und bekommen daher von Ratingagenturen schlechtere Bewertungen. Aber ein Mangel an Informationen muss kein schlechtes ESG-Profil bedeuten.

Anleger können die Einschätzungen der Ratingagenturen daher ergänzen, indem sie Unternehmen direkt analysieren, die ESG-Ratings verifizieren und nach weiteren Quellen suchen, die ihr Urteil untermauern oder infrage stellen. Unternehmen, die nur wenige Angaben zu ESG-Themen machen, können um weitere Informationen gebeten werden, sodass sich Anleger mit zusätzlichen Details einen Informationsvorsprung gegenüber dem Markt verschaffen können. Auch der kontinuierliche Dialog mit Unternehmen basierend auf einer guten, langjährigen Geschäftsbeziehung zählt sich aus.

Checkliste für Anleger

- **Gängige Einschätzungen hinterfragen.** Herkömmliche Ansichten sind mitunter zu undifferenziert und nicht mehr zeitgemäß. Es lohnt sich daher, tiefer in Themen einzutauchen und ihre zahlreichen Facetten zu beleuchten.
- **ESG-Engagement zeigt Wirkung.** Ein direkter und ständiger Dialog mit Unternehmen kann eine gute Möglichkeit sein, Veränderungen anzustoßen und sich nachhaltige Vorteile gegenüber dem Rest des Marktes zu verschaffen.
- **Externe ESG-Ratings haben Nachteile.** Insbesondere zu Beginn einer Analyse sind ESG-Ratings nützlich. Sie sind aber kein Ersatz für eine umfassende, tiefgehende Einschätzung.

Fazit

Das Thema Wasser ist äußerst komplex, und häufig sind die gängigen Einschätzungen zu einzelnen Branchen und ihrem Wasserverbrauch nicht mehr zeitgemäß. In etlichen Industriezweigen greifen inzwischen weit entwickelte Regulierungsstrukturen, mit denen ihre Wassernutzung überwacht wird, während andere Branchen sich selbst regulieren und wieder anderen etwas mehr Aufsicht nicht schaden könnte.

Das Beispiel Wasser zeigt aber auch, dass es keine allgemeingültige Herangehensweise zur Beurteilung wichtiger ESG-Themen gibt. Anleger können deshalb auf fundierte Analysen einzelner Unternehmen und Projekte nicht verzichten. Beurteilungen externer Ratingagenturen sind ein guter Ausgangspunkt. Die wirkliche Arbeit beginnt jedoch mit detaillierten Analysen einzelner Firmen und ihrer Vorhaben. Dieses tiefe Eintauchen in die Materie kann langfristige Vorteile für Anleger schaffen, die bereit sind, diesen Mehraufwand zu betreiben. Zudem schafft es die Voraussetzung für eine produktive Zusammenarbeit mit Firmenentscheidern.

Zentrale Erkenntnisse

- Die Unterschiede bei den Regulierungsstrukturen können stark voneinander abweichende Beurteilungen von ESG-Risiken zur Folge haben.
- Wie ein Unternehmen seine Einschätzungen zu ESG-Themen kommuniziert, sagt viel über seine diesbezügliche Einstellung aus.
- Die ESG-Bilanz eines Unternehmens ist ein wichtiges Risikobarometer, aber für eine umfassende Beurteilung reicht sie meist nicht aus. Die Analyse von KPIs und Investitionen kann helfen, mögliche betriebliche Probleme aufzudecken.
- Generalisierungen sind häufig wenig hilfreich: Im Fokus sollten die Vorzüge einzelner Projekte und etwaige Innovationen stehen.
- Komplexe Ereignisse sollten in ihre Bestandteile zerlegt werden. Dabei helfen Szenarioanalysen, Beispiele aus anderen Branchen sowie die Analyse externer Effekte und Annahmen, die in Kursen von Wertpapieren eingepreist sind.
- ESG-Ratings von Drittanbietern sind nützlich, ihre Aussagekraft ist jedoch begrenzt.
- Ein laufender Dialog über ESG-Themen ist ein wirksames Instrument, um Einfluss auf das Verhalten der Unternehmen zu nehmen.

Quellen

¹Mining Weekly, August 2017

²Ocean Conservancy, März 2004

³Ocean Conservancy, 2017

Wichtige Informationen

Das Research und die Analysen, die in diesem Dokument enthalten sind, wurden von Fidelity International für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt. Vervielfältigung und Verbreitung dieses Dokuments sind nur mit vorheriger Genehmigung erlaubt.

Die Inhalte in diesem Dokument sind nicht an in den Vereinigten Staaten von Amerika ansässige Personen gerichtet und stellen kein Angebot für diese dar. Im Übrigen wenden sich die Inhalte nur an Personen in Ländern, in denen die relevanten Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Fidelity ist nicht befugt, Investmentfonds oder Anlageprodukte in China (ohne Hongkong) zu verwalten oder zu vertreiben oder Leistungen in den Bereichen Investment-Management oder Anlageberatung für dort ansässige Personen zu erbringen. Sämtliche Personen oder Körperschaften, die auf diese Informationen zugreifen, tun dies aus eigener Initiative, sind für die Einhaltung der geltenden lokalen Gesetze und Regulierungen verantwortlich und sollten sich gegebenenfalls an einen professionellen Anlageberater wenden.

Die Inhalte in diesem Dokument können Informationen von Dritten enthalten, die nicht mit einem Unternehmen von Fidelity verbunden sind (Third-Party-Material). Fidelity war nicht an der Vorbereitung, Einbeziehung oder Anpassung solcher Third Party-Materialien beteiligt und bestätigt oder belegt diese Inhalte weder ausdrücklich noch implizit.

Fidelity International bezeichnet den Unternehmensverbund, der als globale Investmentmanagement-Organisation Informationen zu Produkten und Dienstleistungen in bestimmten Ländern außerhalb Nordamerikas bereitstellt.

Fidelity, Fidelity International, das Fidelity International Logo und das F-Symbol sind Markenzeichen von FIL Limited. Fidelity stellt lediglich Informationen zu Produkten und Dienstleistungen bereit, erteilt keine Anlageempfehlung / Anlageberatung auf Grundlage individueller Umstände. Sollten Sie in Zukunft keine weiteren Marketingunterlagen von uns erhalten wollen, bitten wir Sie um Ihre schriftliche Mitteilung an den Herausgeber dieser Unterlage. Herausgeber in Deutschland für professionelle Anleger und Vertriebspartner: FIL Investment Services GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus; für Institutionelle Anleger: FIL Fondsbank GmbH, Postfach 110663, 60041 Frankfurt am Main. Stand, soweit nicht anders angegeben: September 2018. IC18-166 / MK10043

