

T. Bauckloh • V. Beyer • C. Klein

**Does it pay to invest in dirty industries? – New
insights on the shunned-stock hypothesis**

CFR working paper 22-07

Die zunehmende Relevanz nicht-finanzieller Nachhaltigkeitspräferenzen im Investitionsprozess wird begleitet von einer Debatte über die damit verbundenen Konsequenzen für die finanzielle Performance von Geldanlagen. Einerseits deuten die meisten empirischen Belege auf einen nicht-negativen Zusammenhang zwischen der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien im Investitionsprozess und finanzieller Performance hin. Auf der anderen Seite argumentieren eine Reihe von theoretischen Gleichgewichtsmodellen, dass Nachhaltigkeitspräferenzen zu einer Outperformance von weniger nachhaltigen Geldanlagen führen. Schon seit längerem gibt es in diesem Zusammenhang empirische Belege dafür, dass sogenannte „sin stocks“, d.h. Aktien von Unternehmen aus der Alkohol-, Tabak- und Wettspielbranche, von institutionellen Investoren gemieden werden und dies zu einer Unterbewertung und Outperformance führt.

Während die „Shunned-Stock Hypothese“ im Falle von sin stocks also empirischen Zuspruch erfahren hat, fehlt dieser weitgehend für die ökologische Dimension von Nachhaltigkeit. Deshalb untersuchen die Autoren der vorliegenden Studie, ob Aktien von Unternehmen aus stark Umwelt verschmutzenden Industrien („dirty stocks“) wie sin stocks behandelt werden. Im Gegensatz zu anderen Studien, die sich mit diesem Thema auseinandersetzen, nimmt diese an, dass die ökologischen Präferenzen institutioneller Investoren nicht auf Firmen- sondern auf Industrieebene angewendet werden, also zum Ausschluss ganzer Industrien führen.

Auf Basis von Emissionsdaten des U.S. Toxics Release Inventory (TRI) zeigen die Autoren, dass dirty stocks zu einem geringeren Anteil von institutionellen Anlegern gehalten und von weniger Finanzanalysten abgedeckt werden als vergleichbare Aktien. Dieser Ausschluss aus dem Anlageuniversum von Investoren führt zu einer Outperformance in Querschnitts- und Zeitreihenanalysen vom Ende der 1990er Jahre bis 2020. Diese Beobachtungen betreffen die Aktien aller Unternehmen innerhalb einer stark verschmutzenden Industrie, unabhängig davon, ob das einzelne Unternehmen niedrige oder hohe TRI-Emissionen hat. Dies bedeutet, dass vergleichsweise saubere Unternehmen allein aufgrund ihrer Branchenzugehörigkeit von Kapitalmarktteilnehmern gemieden werden, was zu Finanzierungsnachteilen und einer geringeren Motivation für eine Verbesserung der eigenen Nachhaltigkeitsleistung führen kann.