

Juli 2022

Im Überblick

1	2015 stand VW im Mittelpunkt des Abgasskandals – und danach lange Zeit im Fokus amerikanischer Behörden.	2	Wegen des Skandals beurteilten wir VW zunächst negativ . Außerdem fiel das externe ESG-Rating auf den niedrigsten möglichen Wert .
3	In dieser Fallstudie beschreiben wir, weshalb wir aufgrund unserer Analysen und unseres Engagements VW dennoch fundamental attraktiv fanden und mit einer Verbesserung des ESG-Ausblicks rechneten.	4	Diese Fallstudie zeigt, was aktives Management bewirken kann und wie sich mit einem vorausschauenden, von ESG-Ratings unabhängigen Einzelwertansatz neue Anlagechancen nutzen lassen.

Der Dieselskandal: Rufschädigung und Erholung

2015 wurde VW vorgeworfen, den amerikanischen Clean Air Act verletzt zu haben. Zuvor waren Verstöße gegen Emissionsrichtlinien und Corporate-Governance-Mängel aufgedeckt worden.

Es begann mit folgenden Entwicklungen:

- Investoren und Kunden hatten massive Zweifel am Unternehmen. Außerdem fiel die Bewertung der VW-Aktie deutlich unter die anderer Autotitel.
- MSCI senkte das ESG-Rating von VW auf CCC, den niedrigsten möglichen Wert.¹ Nach den MSCI-Kriterien kam das Unternehmen daher nicht mehr für Investitionen infrage.
- VW musste daraufhin den UN Global Compact (UNGC) verlassen, eine von den Vereinten Nationen unterstützte Initiative, die Unternehmen zu mehr Nachhaltigkeit und Sozialverantwortung anhalten soll. Damit kam das Unternehmen für viele Portfolios nicht mehr infrage.
- Wir schätzten VW negativ ein und senkten daher auch unser eigenes Rating.

Am besten verkaufen? Argumente gegen einen schnellen Ausschluss

Natürlich machte uns der Dieselskandal Sorgen. Andererseits sahen wir in den gestiegenen Anleihenspreads eine Chance auf Mehrertrag für unsere Investoren.

VW hat großen Anteil am Automobilssektor und am Euro Corporate Bond Index. Bei einem Ausschluss wäre es uns wesentlich schwerer gefallen, für unsere Kunden Mehrertrag gegenüber der Benchmark zu erreichen. Wir glauben, dass sich Mehrwertchancen mit einer Kombination aus klassischer Kreditanalyse, ESG-Überlegungen und einem umfassenden Engagement finden lassen. Wichtig ist dabei ein genaues Verständnis der Unternehmensstrategie. Um Ertrag zu erzielen und die Risiken zu steuern, mussten wir unbedingt wissen, ob VW führend bleiben und langfristige Cashflows erwirtschaften kann.

Der Weg zur Erholung

Nachdem wir uns mehrere Jahre lang die neuen Initiativen von VW angesehen haben, schätzten wir das Unternehmen allmählich wieder positiver ein.

Umweltprogramme

- VW erklärte sich zur Dekarbonisierung bereit. Das Unternehmen setzte sich schon früh eines der ehrgeizigsten Elektrifizierungsziele der Branche.
- 2021 begab VW für 3 Milliarden Euro grüne Anleihen, um bereits begonnene Projekte zur Produktion batteriebetriebener Elektrofahrzeuge zu refinanzieren.
- Bis 2025 will VW die CO₂-Emissionen um 30% senken, ein ehrgeiziges Ziel. Bis 2050 soll CO₂-Neutralität erreicht werden.
- Nach dem Ausscheiden aus dem UNGC hat VW den Gründer der Initiative angeworben, um die neue ESG-Strategie zu steuern.
- Im Februar 2021 wurde VW wieder in den UNGC aufgenommen.

All das spricht aus unserer Sicht für Investitionen in VW. Unsere Einschätzung hat sich daher geändert. Nach unseren Fundamentalanalysen ist die Umweltstrategie von VW die umfassendste der Branche. Wir glauben, dass das Unternehmen mit dem neuen Nachhaltigkeitskonzept seinen Ruf wieder verbessern und damit langfristig krisenfester werden kann.

Corporate Governance neu gedacht

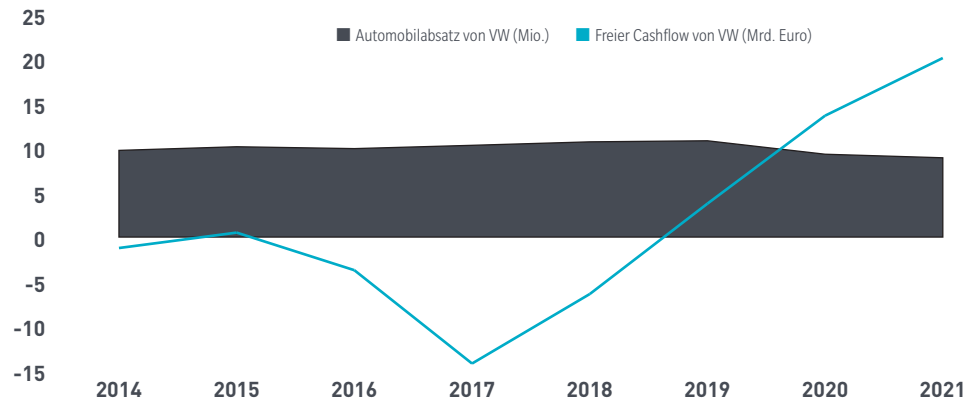
Einige der größten Probleme von VW waren hausgemacht und hatten mit der Corporate Governance zu tun, weil sowohl die Familie Porsche/Piëch als auch das Land Niedersachsen am Unternehmen beteiligt sind. Der Aufsichtsrat war daher nicht wirklich unabhängig, und seine Mitglieder hatten sehr lange Amtszeiten. Nach unseren Analysen ist man sich dieser Probleme bewusst. 2020 gab es daher in allen Sparten Veränderungen im Management, weil der Aufsichtsrat die Reputationsschäden durch den Dieselskandal reparieren wollte. Wir rechnen damit, dass die Zweifel an der Corporate Governance allmählich nachlassen, wenn die strategischen Reformen auf Basis eines soliden ESG-Konzepts Fahrt aufnehmen.

Und die Kunden?

Der Dieselskandal scheint den Investoren mehr geschadet zu haben als den Kunden. Die Reputationsschäden hatten keine so großen Auswirkungen auf die Fahrzeugverkäufe und den freien Cashflow. Abbildung 1 zeigt, dass der Automobilabsatz von VW trotz des Skandals stabil blieb und der freie Cashflow nach Zahlung der milliardenschweren Strafen wieder sehr hoch war.

Abbildung 1: Fahrzeugabsatz und freier Cashflow

Weiterhin gute Zahlen



Quelle: Unternehmensdaten.

VW hat zwar massiv gegen ESG-Regeln verstoßen, doch lieferte unser Engagement entscheidende Erkenntnisse. Sie waren für unsere Kunden wichtig und bestätigten unsere Investmentthese.

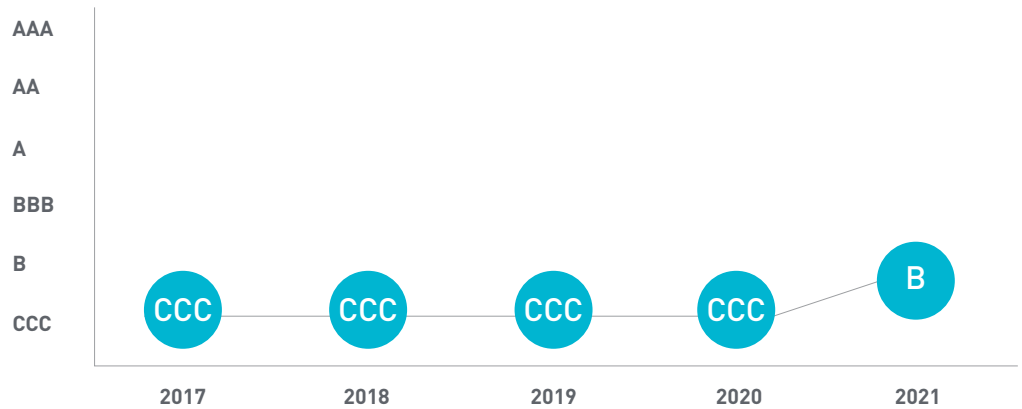
Externe Ratings: Blick in den Rückspiegel

MSCI hatte das ESG-Rating von VW nach dem Dieselskandal auf CCC gesenkt. Dennoch zeigt der Fall, dass Anlageentscheidungen auf einer solchen Grundlage ihre Grenzen haben. Wir meinen, dass sich die Ratings oft zu sehr an der Vergangenheit orientieren. Mitunter werden sie zu selten aktualisiert, um aktuelle ESG-Fortschritte von Unternehmen zu berücksichtigen:

- Aus unserer Sicht hat sich die externe Agentur zu sehr auf den Abgasskandal fokussiert. Die ökologischen Fortschritte des Unternehmens wurden nicht ausreichend gewürdigt.
- Zurzeit ist VW Europas größter Elektrofahrzeughersteller.
- VW hat auch eine klare Strategie vorgelegt, um die immer strengeren Regulierungsvorschriften und die von der Politik vorgegebenen Klimaziele zu erfüllen – unter anderem durch die Produktion von mehr Autobatterien.

Wir halten VW aufgrund dieser Dekarbonisierungsbemühungen und Umweltinitiativen für unterbewertet. Die Gespräche unserer Analysten mit der Ratingagentur haben das bestätigt: Nachdem wir mit MSCI über die gute ESG-Strategie von VW und die erheblichen Fortschritte nach dem Abgasskandal gesprochen haben, hob die Agentur das ESG-Rating von VW im April 2021 von CCC (nicht investierbar) auf B an. Dies zeigt uns, dass externe ESG-Ratingagenturen die Komplexität der ESG-Analyse oft nicht vollständig erfassen. Deshalb sind externe Ratings bei unserer Beurteilung von Unternehmen und Sektoren nur ein Kriterium unter vielen.

Abbildung 2: Das externe ESG-Rating von VW



Quelle: ESG-Ratings von MSCI, Stand April 2021.

Was bringt die Zukunft?

Unsere langfristige Eigentümerphilosophie setzt auf einzelwertorientierte Fundamentalanalysen und ein kluges Engagement bei Emittenten. VW ist hierfür ein gutes Beispiel. Die weiten Anleihenspreads, die schwachen ESG-Ratings und die Entwicklung hin zu Elektrofahrzeugen in Europa zeigen, wie wichtig konsequente Analysen und Engagement sind. Durch unser Engagement erfuhren wir mehr über die langfristige Unternehmensstrategie und die Relevanz des externen Ratings. Es wird Zeit brauchen, bis sich VW vollständig erholt hat. Umso wichtiger scheint uns aktives Management. Auch in Zukunft werden Fundamentalanalysen und unsere Unternehmenskontakte unsere Investitionen in VW bestimmen. ▲

Anmerkung

¹ Stand August 2017. Die ESG-Ratings von MSCI sollen messen, inwieweit ein Unternehmen von langfristigen ESG-Risiken betroffen ist. Die Unternehmen werden auf einer Skala von AAA bis CCC relativ zu ihrer Branche beurteilt. Kriterien sind die für das Geschäftsmodell des Unternehmens wichtigsten ESG-Risiken.

Bitte beachten Sie, dass auch ein nachhaltiger Investmentansatz keine Gewinne garantiert. Das gilt auch für die Berücksichtigung von ESG-Überlegungen. Auch der Verlust des eingesetzten Kapitals ist möglich.

Die hier dargestellten Meinungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und dient nur zur allgemeinen Information. Das spezifische Anlageziel, die finanzielle Situation und die besonderen Anforderungen einer bestimmten Person sind nicht berücksichtigt. Alle hier erwähnten Wertpapiere und/oder Sektoren dienen nur zur Illustration und sind nicht als Anlageempfehlung zu verstehen. Finanzanlagen sind mit Risiken verbunden. Die Performance der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die hierin enthaltenen Informationen dürfen ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS Investment Management (MFS) nicht kopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, können sie jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern oder Auslassungen sind oder dass die Informationen für die Zwecke einer bestimmten Person geeignet sind. Im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang schließt MFS jedwede Haftung oder Verantwortung für die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information oder für Anlageentscheidungen oder andere Handlungen aus, die auf der Grundlage dieser Informationen getroffen oder vorgenommen werden. Nicht zugelassen für Privatanleger.

Herausgegeben von: **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) (ABN 68 607 579 537) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.