

The Blue Finance Paper

on

Straight talk on ESG Investing – Teil 1: Status Quo



Arno Grüter

1. Dezember 2021

0 SUMMARY

Seit etwa einigen Jahren sind sämtliche Finanz-Publikationen voll von das Investment-Mantra «ESG» preisenden Artikel. Es gibt durchaus Finanzdienstleister, die es als «late adopters» ernst meinen mit der Nachhaltigkeit. Vielfach aber geht den Texten die notwendige kritische Distanz zu Thematik ab. Mit diesem The Blue Finance Paper soll genau das gemacht werden: eine kritische Auseinandersetzung mit den Entwicklungen der letzten Jahre im Bereich des nachhaltigen Investierens. Um allfällige Missverständnis gleich aus dem Weg zu räumen: The Blue Finance hat die Nachhaltigkeit in ihrer DNA, aber eben angereichert mit den Wert-Komponenten Aufgeklärtheit und Wertschöpfung.

Der Bereich der nachhaltigen Anlagen, der ja schliesslich immer auf Aktivitäten in der Realwirtschaft fusst, ist in den letzten Jahren derart gewachsen, dass berechtigte Zweifel aufkommen müssen, ob denn all diese Investments (also Firmen oder Projekte) neuerdings ESG-konform ihr Dasein fristeten. Nicht aus dem leeren Raum sind in den vergangenen Monaten zudem Vorwürfe des «Greenwashings», also des Saubermachens von bestehenden Anlagen zwecks Etikettierung als nachhaltig, aufgekommen.¹

Nach einer ersten Zeit der Euphorie und unzähligen Marketing-Kampagnen ist das Thema im «Mainstream» angekommen und es ist Zeit zum Wohle der Thematik Zeit für eine kritische Auseinandersetzung damit. Dieses Paper analysiert den Status Quo aus einer gewohnt systematisch-philosophischen Perspektive und zeigt nach der Synthese Ansätze auf, wie ESG Investing fortan «blue», also aufgeklärt, verantwortungsvoll und wertschöpfend, praktiziert werden kann.

1 ISSUE: EINFÜHRUNG

ESG, Nachhaltigkeit, Sustainability, Impact – Diese Begriffe sind in den letzten 5 Jahren in der Investment-Welt wie Pilze aus dem Boden geschossen. Und damit nicht genug. Man könnte fast meinen, man sähe vor lauter Pilzen den Wald nicht mehr und wähe sich stattdessen in einer veritablen Pilz-Zucht.

In diesem The Blue Finance Paper gehen wir den Fragen nach,

1. was «nachhaltiges Investieren» überhaupt sein sollte (**Soll**, Definition),
2. was es ist (**Ist**, Status Quo), und
3. welche **Herausforderungen** sich bei der Annäherung des «Ist» an das «Soll» ergeben
4. wie diese Herausforderungen gemeistert werden können, um «Sound ESG», also vernünftiges nachhaltiges Investieren (Lösungen).

Den Fragestellungen geht The Blue Finance mit der selbst entwickelten Analyse- und Design-Methode «Lunar Buzz» nach.

¹ Im August 2021 ist der Deutsche Asset Manager DWS in die Schlagzeilen geraten, nachdem die zur «Whistleblowerin» gewordenen ehemalige Global Head of Sustainability von sich gab, dass DWS seine ESG-Praktiken fälschlicherweise in einem zu guten Licht darstelle.

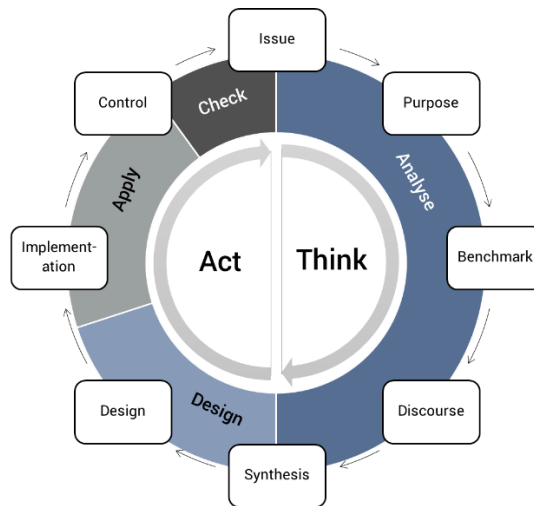


Abbildung 1: Die "Lunar Buzz"-Methodologie

Genau, wie für mich das Value Investing eine logische Basis für das Investieren an den Finanzmärkten ist (wer bezahlt schon gerne im Supermarkt oder an der Börse absichtlich zu viel), sollte es eine Geisteshaltung der Vernunft sein, dass das Allokieren von Geldern so zu geschehen hat, dass die Wirkung des Investierens der Ertragsbasis der Anlageobjekte zumindest nicht schaden.

Man kann durchaus der Ansicht sein, dieser Gedanke sei ja offensichtlich und schwingt implizit bei Anlageentscheidungen immer mit. Das mag sein. Aber nur die explizite Auseinandersetzung führt auch wirklich dazu, dass die Nachhaltigkeit von Anlagen einen festen Platz in den Überlegungen von privaten und insbesondere auch institutionellen Investoren hat.

Der Autor hat für das Thema Feuer gefangen, als er 2016 realisiert hat, dass er in der Industrie arbeitet, welche wichtige Hebel zur Lösung vieler aktueller gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Probleme in der Hand hält. Die Finanzbranche hat zu einigen der Herausforderungen beigetragen, sie kann aber einen massgeblichen Beitrag zur Bewältigung deren leisten. Sie ist also teilweise Ursache, gleichzeitig aber auch ein Teil der Lösung.

Die intensive Auseinandersetzung mit dem Thema „Nachhaltigkeit“ hat nach einiger Zeit zu folgenden Erkenntnissen geführt:

- Das Thema ist für immer mehr Investoren ein Anliegen
- Das Thema ist spannend und äusserst vielfältig, wobei letzteres auch ein Problem ist
- Nachhaltiges Anlegen ist stark durch Werte getrieben. Die Herausforderung ist es, die verschiedenen Wertesysteme auf einander abzustimmen.

Die folgende Grafik zeigt das Volumen von als nachhaltig bezeichneten Anlagen in der Schweiz.

Development of sustainable investments in Switzerland (in CHF billion)

Source: Swiss Sustainable Finance

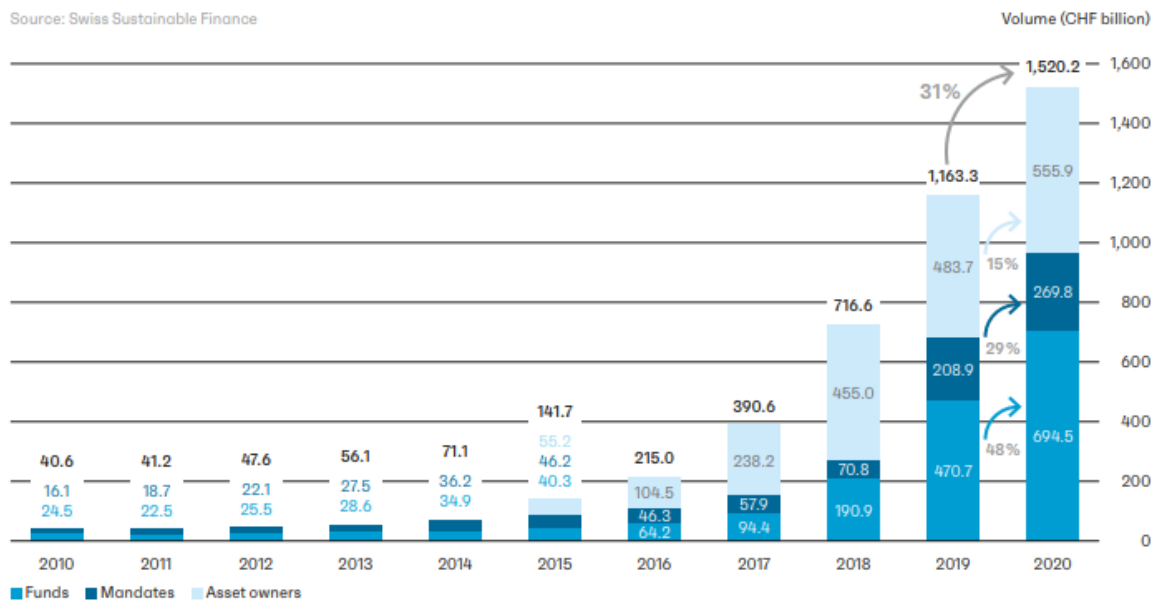


Abbildung 2: Nachhaltig angelegte Volumen in der Schweiz (Q: SSF)

Aus der Grafik wird sichtbar, dass die Volumen ab 2016 regelrecht explodiert sind. Solche massiven Volumenanstiege rufen nach einer kritischen Betrachtung. Nicht erst, seit 2021 erste Finanzdienstleister des «Greenwashings»² beichtigt werden, sind Zweifel angebracht. Kann es sein, dass sich das Volumen nachhaltiger Anlagen in der Schweiz innerhalb von so kurzer Zeit versechsfacht?

Gemäss Bloomberg Intelligence werden die nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögen bis 2025 auf 50 Billionen USD steigen.

2 ZIEL & BENCHMARK: NACHHALTIGES INVESTIEREN

2.1 NACHHALTIGKEIT

Wie in jedem guten Paper zuerst die Abgrenzung «What are we talking about?»

The Blue Finance unterscheidet zwischen der primären und der sekundären Kapitalallokation. Die **primäre** Kapitalallokation findet unmittelbar an der Quelle des Investierens, also in einer Firma oder einem Projekt, statt. Es geht um die Allokation des der Firma zu Verfügung stehenden Kapitals und somit die nachhaltige Unternehmensführung. Die **sekundäre** Kapitalallokation ist die Zuteilung von Kapital durch Investoren and Firmen oder Projekte, was klassischerweise über die Mechanismen der Kapitalmärkte passiert.

Gegenstand dieses Papiers ist die vorgelagerte, sekundäre Kapitalallokation, was gemeinhin als nachhaltiges Investieren bezeichnet wird. Neuere Literatur spricht in diesem Zusammenhang auch vom

² Gabler Wirtschaftslexikon: «Greenwashing» bezeichnet den Versuch von Organisationen, durch Kommunikation, Marketing und Einzelmaßnahmen ein „grünes Image“ zu erlangen, ohne entsprechende Maßnahmen im operativen Geschäft systematisch verankert zu haben.

«Investor Impact». Dazu aber später. Nichtsdestotrotz muss definiert werden, was mit Nachhaltigkeit gemeint ist. The Blue Finance definiert Nachhaltigkeit als ein Verhalten, welches seine Basis langfristig intakt erhält. Die Basis können dabei naheliegenderweise die Natur, aber auch durch den Menschen geschaffene, synthetische Systeme wie Firmen oder andere soziale Konstrukte sein.

2.2 NACHHALTIGES INVESTIEREN

Grundsätzlich kann eine Anlage als Eigenkapital oder als Fremdkapital erfolgen. Dieses Kapital wird verwendet, um in Firmen oder Projekte zu investieren. Diese Firmen oder Projekte wiederum setzen das Kapital dafür ein, um verschiedene Projekte oder schlichtweg den Betriebszweck zu erfüllen. Neben dem erfreulichen Effekt, dass dabei ein ökonomischer Gewinn für die Beteiligten (Kapitalgeber, Firmen, Projekte) resultiert, verursachen diese Projekte auch eine Wirkung auf die Umwelt, die Gesellschaft als Ganzes und die Wirtschaft. Die Wirkung kann dabei direkt oder indirekt und unmittelbar oder zeitlich verzögert entstehen.

Dabei ist wichtig zu erkennen, dass die entstandenen Effekte eine Art Rückkoppelung auf die Firmen oder Projekte, in die investiert wird, haben. Die Kernbotschaft dabei lautet: Haben Investments eine dauerhaft negative Wirkung auf eine der drei Dimensionen Umwelt, Gesellschaft oder Wirtschaft, wird auf diese Weise das Fundament für die Firmen oder Projekte untergraben. Es ist deshalb als langfristiger Anleger rational, sich um die Effekte der Anlagen zu kümmern und dafür besorgt zu sein, dass diese nicht negativ sind.

Die Vorwürfe rund um das «Greenwashing» zeigen auf, dass «nachhaltiges Investieren» kein fest definierter Begriff sind und immer wieder der konkreten Interpretation bedürfen.

Der Bereich der nachhaltigen Anlagen ist ein relativ weites Feld, welches in den vergangenen Jahren an Beliebtheit gewonnen hat. Dies hat dazu geführt, dass das Angebot an nachhaltigen Anlagen und der Grad der Professionalisierung stetig gestiegen sind. Nachhaltigkeit ist ein relativ neues Phänomen, weil einerseits die Religion, welche bislang die Fragen nach der Zukunft der Individuen und der Menschheit geregelt hat, auf dem Rückzug ist oder andere Formen annimmt. Andererseits hat sich für die Menschheit bislang die Frage nicht gestellt, ob unsere Lebensgrundlage, die Erde und die Gesellschaft, durch unser eigenes Handeln in Gefahr gebracht oder zerstört werden kann. Erst in den letzten 40 Jahren haben die Menschen richtig realisiert, dass die Erde an und für sich eine endliche Struktur haben kann. Das Gebiet der nachhaltigen Anlagen ist sehr breit gefächert und die Ansätze unterscheiden sich teilweise stark voneinander. Allen Ansätzen aber ist gemein, dass der Investor die Überzeugung hat, dass viele ökologische und gesellschaftliche Probleme mithilfe von Finanz-Anlagen angepackt werden können.

Einerseits ist diese Diversität gut, denn sie ermöglicht es den Investoren, auf vielfältige Weise Einfluss auf die Aktionssphären Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft (ESG) zu nehmen. Andererseits aber führt die Diversität zu einer Komplexität, welche bisweilen schwierig zu überschauen ist.

Wie in anderen Bereichen des Lebens spielen beim Anlegen auch *Wertvorstellungen* eine wichtige Rolle. Diese Wertvorstellungen sind ein weiterer Komplexitätsfaktor, welchem Rechnung getragen werden muss. Die Herausforderung für den Investor, seinen Vermögensverwalter oder seinen Berater ist es, die Anlagen möglich präzise auf die Wertvorstellungen des Investors abzustimmen. Die Diversität gepaart mit den unterschiedlichen Wertvorstellungen und dem noch nicht (weit genug) gereiften Bewusstsein der Vermögensverwaltungsbranche haben dazu geführt, dass das nachhaltige Anlegen bislang eher ein Mauerblümchendasein gefristet haben. Gewisse Anlagendepots waren und sind zwar mit nachhaltigen Anlagen bestückt. Von aussen betrachtet handelte es sich bislang aber eher um ohne besonderes

Konzept oder Struktur „eingepflanzte“ Portfoliobestandteile. Das hat sich seit 2016 rasant geändert. Finanzprodukte mit dem Label «ESG» sind wie Pilze aus dem Boden geschossen.

Im Folgenden soll deshalb die bereits zur Verfügung stehenden Möglichkeiten zur nachhaltigen Anlage in einem konzeptuellen und strukturierten Kontext gestellt und kritisch analysiert werden.

3 DISKURS: ANSÄTZE DES NACHHALTIGEN INVESTIERENS

3.1 STRUKTUR

Es können zwei grundsätzliche *Methoden* des nachhaltigen Investierens unterschieden werden. Eher **passive Ansätze** setzen auf bestehenden Strukturen auf und nutzen diese. Im Gegensatz zur bekannteren „Grünen Wiese“, bewegt man sich auf der „Braunen“, bereits bewirtschafteten Wiese. Passiven Ansätze des nachhaltigen Anlegens erzielen in der Regel eine indirekte Wirkung auf das Investitionsobjekt. Die Wirkung ist entsprechend schwierig zu messen und rapportieren.

Wählt man dagegen einen **aktiven Ansatz** erzielt man die Wirkung meist, in dem neue Strukturen auf der „Grünen Wiese“ erschaffen werden. Man kann auch von eher «kreativen» Ansätzen sprechen. Da solche Anlagen vielfach den Charakter von Projektfinanzierungen haben, werden sie meist nur in institutionellen Strukturen angeboten und sind nur selten für ein breites Publikum eine Option. Projektfinanzierungen zeichnen sich durch eine relativ lange Kapitalbindungsdauer, eine geringe bis keine Liquidität und relativ hohe Mindestanlage-Vorschriften aus. Aktive Ansätze funktionieren nach dem physikalischen, 3. Newtonschen Gesetz Prinzip «Actio = reactio». Um also ein Wirkung zu erzielen, muss initial eine Aktion stattfinden.

Will man nachhaltiges Anlegen weiter systematisieren, kann zwischen Anlagen, welche positiv fördernde Effekte haben, und Investments, welche mitigierende, das heisst abschwächende oder mildernde, Effekte haben, unterschieden werden.

Eine weitere Dimension unterscheidet zwischen sogenannten „Voice“- und „Choice“-Strategien. Erstere können als aktiv bezeichnet werden, weil sich bildlich gesprochen die «Stimme erheben», um einen Effekt zu erzielen. Choice-Strategien tragen etwas weniger Energie in sich. Sie begnügen sich mit der Auswahl oder Nicht-Wahl von gewissen Anlagen.

Die folgende Tabelle gibt nun einen Überblick über diese eben beschriebene Systematisierung.

Ansätze nachhaltigen Investierens		
Methoden	Aktiv/kreativ	Passiv
Mittel	«Voice»	«Choice»
Philosophie	Impact/Wirkung	Nachhaltigkeit/Sustainability
Ziel		
Funktionsweise	Schaffung von neuen Strukturen	Verwendung von bestehenden Strukturen
Prinzip	<ul style="list-style-type: none"> - «Grüne Wiese» - Aktiv Neues (er-)schaffen 	<ul style="list-style-type: none"> - «Braune Wiese» - Passiv Bestehendes nutzen
Fördernde Effekte (+)	<ul style="list-style-type: none"> - Investments for Development - Microfinance - Private Equity - Private Debt/Loans 	<ul style="list-style-type: none"> - Inklusion/Selektion/«Best in Class»-Ansatz/Value - Themenfonds - Green Bonds
Abschwächende Effekte (-)	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiv Änderungen herbeiführen 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausschluss-Verfahren
Neutrale Ausprägungen (=)	<ul style="list-style-type: none"> - Shareholder Engagement - Impact Investments 	<ul style="list-style-type: none"> - ESG-Integration in die Analyse

Tabelle 1: Ansätze nachhaltigen Investierens

ESG-Research

Die Basis für nachhaltiges Investieren ist die Erfassung der aktuellen und künftigen Eigenschaften der Objekte im Investitions-Universum. In der Regel sind dies Firmen, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren. Weniger häufig sind es private Projekte.

ESG-Research kann entweder "Top-Down" oder "Bottom-Up" betrieben werden. Dabei wird entweder systematisch vorgegangen oder man verlässt sich als Investor auf die Dienste einer ESG-Rating-Agentur.

Beim Top-Down-Research legt man sein Netz an Werten über ein bestimmtes Anlageuniversum. Häufig ist dies der Ausschluss von gewissen Branchen, Tätigkeiten oder geografischen Faktoren. Das Research ist entsprechend relativ standardisiert und automatisiert möglich, da objektiv beobachtbare Parameter analysiert werden. Es wird primär «gescreent» und nach dem Ausschlussprinzip vorgegangen. In der klassischen Finanzanalyse spricht man in diesem Zusammenhang von «Makro-Research».

Beim Bottom-Up-Research werden die individuellen, «endogenen» und der Firma eigenen Eigenschaften analysiert. Es geht um das «Verhalten» der Investitionsobjekte. Diese Art des Research gestaltet wesentlich aufwendiger, da subjektive Faktoren nicht so offensichtlich wahrnehmbar sind. In Analogie zur herkömmlichen Analyse kann man auch von Fundamental-Research sprechen.

3.2 PASSIVE ANSÄTZE

Die aktiven und passiven Ansätze werden nun weiter erläutert.

3.2.1 Value Investing

Sie taucht nirgends in den Übersichten zu den ESG-Ansätzen auf, aber Value Investing kann und sollte aus Sicht von The Blue Finance als die älteste nachhaltige Anlagestrategie bezeichnet werden. Sie wurde bereits in den 1930-er-Jahren von Benjamin Graham in seinem Buch „The Intelligent Investor“ beschrieben. Graham war an der Columbia University der Lehrmeister von Warren Buffet, welcher in der Folge ab den 1960-er-Jahren zum Inbegriff und zur Gallionsfigur der Value-Investoren werden sollte. Zusammen mit seinem Partner Charlie Munger hat er verschiedene Investment-Prinzipien geprägt, welche bis heute als nachhaltiges, verantwortungsvolles Investieren bezeichnet werden können. Beim Value Investing wird der „intrinsische“ Wert einer Aktie errechnet. Dieser Wert wird dann mit dem aktuell bezahlten Preis für eine Aktie verglichen. Ist der intrinsische Wert merklich tiefer, als der aktuelle Preis, kann die Aktie als Kaufgelegenheit betrachtet werden.

In die Berechnung des intrinsischen Wertes fließen vor allem Finanzkennzahlen ein – allen voran das zukünftige Potential zur Generierung von Erträgen. Dem Value Investing ist eigen, dass nicht einfach blind in günstig aussehende Firmen oder Projekte investiert wird. Um zu verhindern, dass in sogenannte „Value Traps“ („Wert-Fallen“) investiert wird, durchläuft eine Aktien neben der rein quantitativen Analyse auch eine Überprüfung und Interpretation der qualitativen Faktoren wie dem Geschäftsmodell, dem Geschäftsgebaren, das Management und die Produktpalette. Bereits Graham und Konsorten erkannten, dass eine Firma, welche keine nachhaltige Geschäftspolitik verfolgt, über kurz oder lang nicht dauerhaft erfolgreich sein kann, weil nicht nachhaltige Faktoren des Geschäftens früher oder später negativ auf die Firma respektive ihren Geschäftsgang zurückschlagen würden. Investoren wie Graham oder Buffett haben deshalb auch immer die moralische Seite des Investierens hervorgehoben und an die (Mit-) Aktionäre und das Management appelliert. Bei Herren haben genug Erfahrungen mit suboptimaler Governance und Führung gemacht.

Value Investing ist der beste Beweis dafür, dass eine langfristig orientierte und nachhaltige Geschäftspolitik für die Gesellschaft, die Firma und damit auch die Aktionäre die beste Art ist, Wert zu generieren. Wie allen nachhaltigen Methoden des nachhaltigen Anlegens ist dem Value Investing eigen, dass deren Vertreter die Philosophie in der Regel nicht nur aus einer rein rationalen, sondern auch aus moralisch-ethischer Überzeugung verfolgen. Durch die sorgfältige, ganzheitliche Analyse der Firma und insbesondere auch des Managements ist die Nachhaltigkeit ein Faktor, der sozusagen implizit (ohne ein konkret genanntes Kriterium zu sein) respektive immersiv (also eingebettet) angewendet wird.

3.2.2 Ausschlusskriterien

Es ist wohl die naheliegendste und bequemste Methode, von Investments, die man nicht gut findet, einfach die Hände zu lassen. Beim Ansatz des «Ausschlusses werden in Abhängigkeit der definierten Werte des Investors Anlagen oder Anlageklassen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen, welche aufgrund ihrer Ausgestaltung oder Basis dagegen verstossen. Weil Anlagen aufgrund eines vordefinierten Wertesystems ausgeschlossen werden, nennt diesen Ansatz auch „Negatives Screening“ oder ausschliessendes Filtern. Dabei kommen zwei Methoden des Ausschlusses zur Anwendung. Einerseits gibt es das bedingungslose oder „harte“ Ausschliessen aufgrund von mit dem subjektiven Wertesystem des *Anlegers* selber nicht vereinbaren Tätigkeiten oder Effekten von Firmen oder Projekten. Andererseits gibt es das bedingte oder „weiche“ Ausschliessen von Anlagen, weil diese gegen gewisse *Normen* (wie z.B. den Standards der UNO o.ä.) verstossen. Gängige objektive Ausschlusskriterien sind

Geschäftstätigkeiten oder Projekte wie Alkohol, Tabak, Waffen, Glücksspiel, Pornographie, Gentechnologie oder Kernenergie.

Das Investieren mit Ausschlusskriterien wird mitunter etwas kritisch betrachtet, weil das Unterlassen von Anlagen in gewisse Firmen zwar im Aggregat deren Aktienkurs etwas drücken können (resp. es fehlt der «Aufwärtsdruck»), es aber nicht notwendigerweise dazu führt, dass gewisse Waffen nicht mehr produziert werden oder die CO₂-Emissionen sinken. Weiter kann es sein, dass die angewendeten Werte oder Normen des Screenings der Rating-Agentur nicht unbedingt deckungsgleich mit denjenigen des Investors sein müssen. Wie auch bei der Stimmrechtswahrung stellt sich hier das Problem der globalen Diversität von Wert- und Normvorstellungen. Es zeigt sich, dass Amerikaner bei gewissen Fragen wie der Kernenergie oder der Pornographie andere, d.h. inverse Wertvorstellungen haben, als beispielsweise Europäer.

Das Negativ-Screening ist eine relativ einfache und bewährte Methode des nachhaltigen Anlegens. Ihr Effekt zeigt sich indirekt über die Zeit, da es sich um eine *passive* Strategie handelt und der Investor lediglich das Investieren in eine Firma oder in ein Projekt unterlässt, aber nicht aktiv eine Änderung des Status Quo herbeizuführen versucht. Entsprechend beschränkt ist auch der Effekt von «Exclusion». Einerseits ist – auch nach mehreren Jahren der expliziten ESG-Forschung – kein wirklicher Mehrertrag im Portfolio sichtbar.³ Andererseits bleibt auch die direkte Wirkung auf das Verhalten der Firma nicht spür- und beweisbar.

3.2.3 Best in Class

Der „Best in Class“-Ansatz investiert in Anlagen, welche in ihrer entsprechenden Kategorie zu den besten respektive vorbildlichsten gehören. Dabei wird ebenfalls ein Normen- oder Werte-Katalog als Referenz verwendet. In diesem Zusammenhang wird von einem *Positiven Screening* oder positiven Filtern gesprochen. Dieser Ansatz fördert löbliches Verhalten, indem der Kauf von vorbildlichen Aktien oder Obligationen von Firmen oder Projekten gefördert werden, was wiederum einen positiven Einfluss auf den Preis der Anteile hat. Die Methode kann deshalb zu den aktiveren der passiven (oder semi-aktiven) Nachhaltigkeitsansätzen gezählt werden: Der Investor wählt aktiv gewisse Titel, Obligationen oder Projekte aus, welche eine positive Wirkung zeigen. Die konkrete Umsetzung dagegen passiert oftmals über passive Gefässe wie ETF oder Indexfonds.

Beim positiven Filtern wird in der Regel ein zweistufiger Prozess angewandt. Zuerst werden generell Branchen selektiert, welche als Ganzes dem Werte- und Normen-System der Anleger entsprechen („Makro-Sicht“). In einem zweiten Schritt werden dann innerhalb der verbleibenden Branchen Firmen berücksichtigt, welche die Kriterien bezüglich Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft möglichst gut erfüllen. Da es für die meisten Investoren nicht möglich ist, die Analyse der Anlagen selbst durchzuführen, werden dafür spezialisierte Rating-Agenturen beauftragt. In den letzten Jahren haben die Fortschritte in der Informationstechnologie dazu geführt, dass die Agenturen relativ (aber eben nur relativ) passgenau auf die Wünsche und Wertvorstellungen von Investoren eingehen können. Positive oder negative Screenings werden im Übrigen nicht nur auf Firmen oder Projekte, sondern im Bereich der Staatsanleihen auch auf Staaten angewendet.

Der «Best in Class»-Ansatz ist in der Realität gut umsetzbar und mit herkömmlichen Methoden gut kompatibel, da er nicht gewisse Sektoren komplett ausschliesst. Die Diversifikation bleibt deshalb gewahrt. Wirkung erzielen kann dieser Ansatz indem er für kotierte Unternehmen ein Ansporn darstellen

³ vgl. dazu: Berk, J. B., van Binsbergen, J. H.: The Impact of Impact Investing, NBER-Paper, September 2021

kann, in der «Rangliste» möglichst weit oben und damit in der Gunst der Investoren zu stehen. Die höhere Beliebtheit der Titel bezahlt der Investor allerdings langfristig mit einer tieferen erwarteten Rendite.

3.2.4 ESG-Integration

Eng mit den beiden oben genannten Methoden verwandt ist die sogenannte „ESG-Integration“, bei welcher ESG-Kriterien in den normalen Analyseprozess *integriert* werden. Dabei können bei der Analyse die ESG-Faktoren explizit als separate Sequenz (sozusagen als ESG-Bericht innerhalb der Analyse), oder aber als implizite Einflussfaktoren auf die üblichen Analysekenzahlen integriert werden. Beispielsweise werden die ESG-Kriterien bei der Bewertung eines Unternehmens als ein Teil der Einflussfaktoren betrachtet. Positives Verhalten kann sich in einer Steigerung des Umsatzes oder in tieferen Kapitalkosten zeigen, was den Wert der Unternehmung steigert.

Die ESG-Integration ist mittlerweile in der Finanzanalyse relativ weit verbreitet, und sie kann als neutrale bis eher aktive Methode des nachhaltigen Investierens bezeichnet werden. Wie beim Value Investing bereits gezeigt wurde, ist die Integration von anderen, als nur reinen Finanzkennzahlen aus der Bilanz oder der Erfolgsrechnung kein neuer Ansatz. Neu ist hingegen, dass eine Analyse explizit auf ESG-Kriterien hinweist.

Die ESG-Integration, wie auch das Ausschlussverfahren oder der Best in Class-Ansatz führen dazu, dass ein Portfolio zwangsläufig vom Benchmark abweicht und gewisse Branchen oder Länder nicht vertreten sind. Die Integration von ESG-Kriterien in eine gesamtheitliche Analyse ähnelt wahrscheinlich am ehesten dem aus dem Factor Investing bekannten Anlagestil «Quality». Hierbei wird neben den üblichen finanziellen Indikatoren auch ein starkes Gewicht auf die Beurteilung des Geschäftsmodells und des Managements gelegt. Historisch betrachtet liefert eine solche Strategie relativ gleichmässige Erträge bei unterdurchschnittlicher Volatilität, weshalb das Rendite-Risiko-Profil vorteilhaft ist.

3.2.5 Nachhaltige Themenfonds

Eine seit mehreren Jahrzehnten existierende Form des nachhaltigen Investierens sind Themenfonds, welche einen oder mehrere Aspekte der Nachhaltigkeit als Investitionsthema haben. Am bekanntesten sind sicherlich die zahlreichen und teilweise seit langen bestehenden Wasserfonds. Weitere Beispiele sind die Themen Landwirtschaft, Holzwirtschaft, nachhaltiges Bauen. Themenfonds sind – wie der Name es schon sagt – thematisch in relativ engen Bandbreiten aktiv. Sie stellen an und für sich eine spezielle Form der «Best in Class»-Ansatzes dar – mit all seine Vor- und Nachteilen.

Neben dem «crowding out» in einem Thema mit der sich ergebenden Senkung des Renditepotentials muss der Anleger sich bewusst sein, dass die Diversifikation in einem mono-thematischen Fonds technisch, aber nicht thematisch gegeben ist. Themenfonds eignen sich lediglich als ergänzende Anlagen in einem Core-Satellite-Portfolio. Man muss damit rechnen, dass ein Sektor eine jahrelange Underperformance zeigt. Aufgrund des teilweise sehr beschränkten Anlageuniversums stellt sich die Frage, ob Investoren mit einem Sektor- oder Themen-ETF nicht besser bedient sind, weil die Kosten tiefer und das Risk-Return-Profil vorteilhafter ist.

3.3 AKTIVE ANSÄTZE

Bei passiven Ansätzen verwendete Ratings und Analysen basieren häufig auf dem Blick durch den «Rückspiegel». Aber:

Es ist ein Gebot des Investierens, dass man sich mit der Zukunft auseinandersetzt.

Aktive Ansätze haben ihren Blick in die Zukunft gerichtet. Wenn Investoren ihre Stimmen gebrauchen (Voice) und sich engagieren, um Reaktionen auszulösen, handelt es sich um aktive Ansätze des nachhaltigen Investierens.

3.3.1 Impact Investment

Wenn mit der Investition in eine Anlage eine ganz spezifische, gesellschaftliche oder thematisch respektive geographisch eingegrenzte Wirkung erzielt werden soll, spricht man von Impact Investment. „Impact“ steht für die Wirkung einer Aktion. Beim Impact Investing steht der konstruktive Prozess im Vordergrund. Es soll etwas erschaffen werden. Häufig handelt es sich um neuartige Projekte auf der «grünen Wiese», die einen konkreten Zweck verfolgen.

Unter den Impact Investments können auch die «Investments for Development», also die Investition in Entwicklungsprojekte, subsummiert werden. „Entwicklungs-Investments sind renditeorientierte Anlagen in private Unternehmen, von deren integrativen Geschäftsmodellen breite Bevölkerungsschichten in Schwellen- und Entwicklungsländern profitieren. Sie konzentrieren sich auf Sektoren, deren Dienstleistungen für den Wohlstand der Gesellschaft essentiell sind.“⁴ Diese Sektoren sind insbesondere das Banken- und Finanzwesen, die Energie- und Wasserversorgung, Bildung oder sonstige öffentliche Einrichtungen. Die Investments können als Eigenkapital (Aktien), Fremdkapital (Obligationen) oder einem Hybrid der beiden getätigt werden. Solche Investments haben einen ausgesprochenen Projektcharakter und es versteht sich von selbst, dass sie als private Eigenkapital- oder Fremdkapitalanlagen nur eine geringe bis keine Liquidität aufweisen.

Beim Impact, also der Wirkung, kann zwischen der Wirkung, die ein Investor erzielt, und der Wirkung, die das konkrete Investment-Objekt erzielt, unterschieden werden. Ersteres bezeichnet die Wissenschaft als «Investor Impact», Zweiteres als «Company Impact», wobei The Blue Finance eher von einem Impact des Investments, als einem «Investment Impact» sprechen würde. Folgende Grafik zeigt den Unterschied⁵.

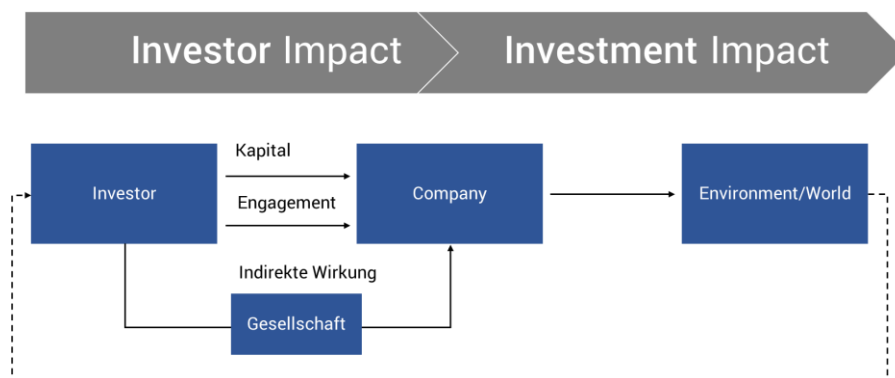


Abbildung 3: Impact-Struktur

Investor Impact ist die Verhaltensänderung, die Investoren beim Investitionsobjekt (meist eine Firma) herbeiführen. Das Verhalten des Investitionsobjektes wiederum hat einen Einfluss auf die Umwelt und die Gesellschaft.

Dem Impact Investing ist eigen, dass in der Regel relativ wenige Investoren verhältnismässig grosse Tranchen am Gesamtprojekt halten. Entwicklungs-Investments eignen sich deshalb insbesondere für

⁴ Etzensperger, Chr., «Entwicklungsinvestment», in: «Handbuch Nachhaltige Anlagen», Swiss Sustainable Finance, 2016, Seite 68

⁵ in Anlehnung an Leupold basierend auf Kölbl, Patzold, Heeb und Busch, 2021

institutionelle Investoren, welche Anteile von mehreren Millionen Franken zeichnen und diese über viele Jahre halten können. Verschiedene spezialisierte Fondsgesellschaften bieten bereits seit vielen Jahren Produkte an, die auch von Retail-Investoren gekauft werden können. In den letzten Jahren hat das Impact Investing auch das Interesse der klassischen Private Equity-Branche auf sich gezogen, was der Publizität und Professionalisierung einen Vorschub geleistet hat.

Mit Impact Investments können mittlerweile verschiedenste ökologische und gesellschaftliche Herausforderungen gezielt angepackt werden. Sie eignen sich deshalb für Investoren, welche konkrete Vorstellungen für Veränderungen haben.

3.3.2 Engagement

Die zweite Art des aktiven nachhaltigen Investierens ist das Engagement im Rahmen der Stimmrechtsausübung (oder auch Engagement Investing). Es zielt auf *bestehende* Strukturen ab, in denen die Investoren Defizite orten und entsprechend durch eine aktive Einflussnahme eine Änderung herbeiführen wollen. Die Stimmrechtsausübung ist neben dem Impact Investing die klassische Art der direkten Wirkung von Anlagen. Hierbei wird das Eigentum an einer Firma genutzt, um direkt Einfluss auf deren Verhalten zu nehmen. In den meisten Ländern verleiht das (Mit-) Eigentum an einer Firma oder eines Projektes dem Besitzer das Recht, über materiell wichtige Entscheidungen mitbestimmen zu können – als Aktionäre zum an der Generalversammlung. Ab einer höheren Schwelle (in der Schweiz CHF 1 Mio.) besteht das Recht zur Traktandierung eines Anliegens.

Intensität des Engagements

Als Faustregel kann gesagt werden, dass mit jedem Prozent Zunahme am Eigentum die Möglichkeit zur und die Erwartung an den Einfluss bei einer Firma zunimmt. In der Interaktion des Anlegers mit der investierten Firma gibt es verschiedene Tiefen. Die passivste Form der Stimmrechtsausübung ist bei einer Aktiengesellschaft ganz einfach das „Nichtstun“. Die Aktien des Investors werden nicht in ein Aktienregister eingetragen und er nimmt seine Stimmrechte nicht wahr. In diesem Fall hält der Aktionär seine Aktien, er erteilt aber der Bank das Recht zur Wahrnehmung seiner Stimmrechte. Dies sind die sogenannten Depotstimmrechte, welche in der Regel rund 20% der Stimmrechte ausmachen. Unterzeichnet der Investor bei der Depotbank ein Eintragungsgesuch, wird er nach dem Kauf in das Aktienregister der Firma eingetragen und die Firma hat die Möglichkeit respektive Pflicht, mit dem Anleger in Verbindung zu treten, wenn die Firma sein Stimmrecht betreffende Aktivitäten vornimmt. Allen voran die Einladung zur Generalversammlung und die damit verbundene Stimmabgabe sind klassische Akte der „Aktionärsdemokratie.“ Der Aktionär kann seine Stimmrechte entweder persönlich an der Generalversammlung wahrnehmen, oder aber einen unabhängigen, von der Generalversammlung bestimmten Stimmrechtsvertreter mit der Ausübung seiner Stimmrechte mandatieren. Der unabhängige Stimmrechtsvertreter vertritt alle an der Generalversammlung nicht vertretenen Aktionäre. Bei ausländischen Aktien ist die Wahrnehmung der Stimmrechte oftmals mit einigem Aufwand verbunden. Abgesehen von sogenannten „Corporate Actions“ (oder „Kapitalereignissen“ wie Wahldividenden, Aktiensplits, Übernahmeangebote, Fusionen) wird der Aktionär von der Gesellschaft nicht kontaktiert. Er muss sich beispielsweise für die Teilnahme an der Generalversammlung aktiv bemühen.

Die nächste Stufe des „Engagement“ ist das aktive Einholen von zusätzlichen Informationen bei der Gesellschaft. Hierbei ist es aber nicht so, dass dem Aktionär jede beliebige Information zur Verfügung gestellt wird. Die Schweizer Gesetzgebung schreibt vor, dass die Gesellschaft alle Aktionäre gleich behandeln muss. Es darf niemandem durch einen Informationsvorsprung ein Vorteil erfahren (z.B. Insider-Trading). Im Fachjargon spricht man hier von den *Publikationspflichten* einer Gesellschaft.

Die bloße Wahrnehmung von Stimmrechten ist noch kein Engagement im klassischen Sinn. Von wirklichem Engagement oder „Shareholder Engagement“ kann gesprochen werden, wenn der Aktionär eine substantielle Beteiligung an der Gesellschaft hält und deshalb kraft des Gesetzes oder der Statuten der Firma befähigt ist, an der Generalversammlung eigene Vorschläge traktandieren zu lassen oder anderweitig Vorschläge zu unterbreiten. In diesem Fall steht der Investor mit dem Management der Firma meist schon im Dialog und seine Anträge sollten dem Verwaltungsrat bekannt sein. Üblicherweise versucht der Verwaltungsrat mit einem aktiven Dialog zu verhindern, dass an der Generalversammlung ungewollte Anträge oder Voten vorgebracht werden. Gute, fortschrittliche „Investor Relations“ erlauben deshalb einen aktiven Dialog der Aktionäre mit der Gesellschaft.

Wenn die Kapitalbeteiligung schliesslich ein stattliches Mass (i.d.R. ab zirka 5%) angenommen hat, wird der Aktionär bemüht sein, seinen Einfluss durch einen Sitz oder eine Vertretung im Verwaltungsrat zu sichern. Sogenannt „aktivistische“ Investoren beteiligen sich oftmals schon mit einer relativ kleinen Summe am Unternehmen und versuchen, an der Generalversammlung einen Sitz im Verwaltungsrat zu erwirken.

Die folgende Pyramide zeigt von oben nach unten die Tiefe des Engagements mit der zunehmenden Beteiligung an einer Firma.

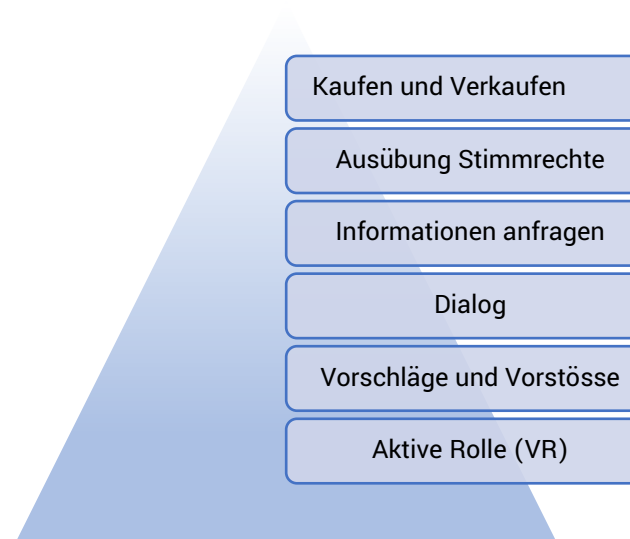


Abbildung 4: Tiefe des "Engagement"

Soweit der Diskurs zum Thema «Nachhaltige Anlagen» respektive «ESG».

Im Teil 2 der ESG-Reihe von The Blue Finance wird auf die aktuellen Herausforderungen eingegangen und es werden Möglichkeiten aufgezeigt, wie nachhaltiges Investieren in Zukunft mithilfe neuer Technologien praktiziert werden kann.