

The Blue Finance Paper

on

Straight talk on ESG Investing – Teil 2: Technologie als Lösung

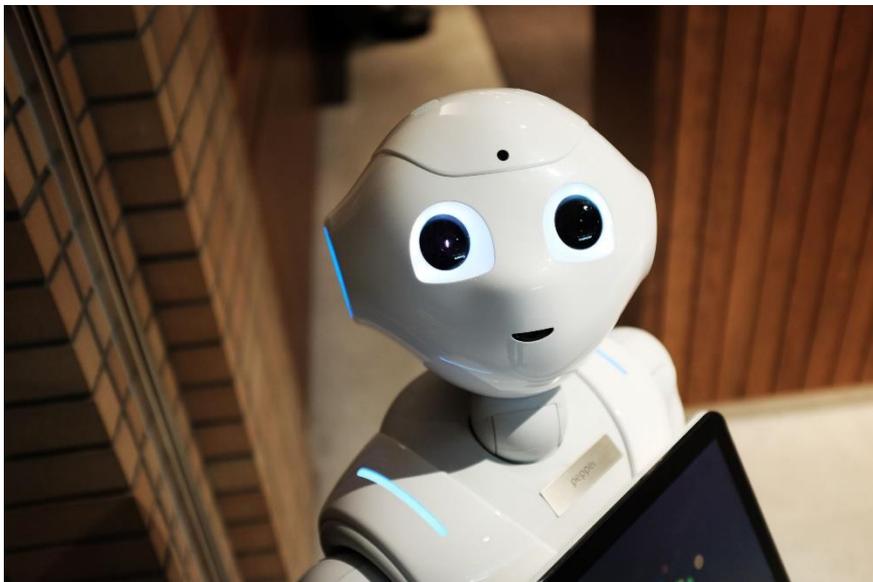


Bild: pexels, Alex Knight

Arno Grüter

18. Februar 2022

SUMMARY

Nachdem unter dem Titel «Straight Talk on ESG: Teil 1» im Dezember 2021 auf den aktuellen Stand im Bereich des nachhaltigen Anlegens eingegangen worden ist, widmet sich dieser Teil 2 «Technologie als Lösung» den aktuellen Herausforderungen und Lösungen darauf.

- Das nachhaltige Anlegen ist nach einer anfänglichen Euphorie in eine Reifephase eingetreten.
- Das Thema wird kontrovers diskutiert, was der Sache zuträglich ist. Gleichzeitig werden dessen Grenzen in der Praxis immer klarer.
- Digitalisierung als Lösung: Dieses Papier sieht in der Digitalisierung und deren zielgerichteten Anwendung Ansätze, damit das Thema ESG wirkungsvoller angewendet werden kann. Damit entsteht eine noch stärkere und solidere Akzeptanz.
- Wenn ESG aus Frust vieler Anlegerinnen und Anleger nicht zu einer Marketing- und Papier-Übung verkommen will, muss genau dies das Ziel sein.
- Mit einer «**Value Match-Maker**»-Technologie und einer Stimmrechtswahrnehmungs-Technologie «**Proxytech**» kann ESG in der Realität wirkungsvoll umgesetzt werden.

HERAUSFORDERUNGEN

Im Zusammenhang mit nachhaltigen Anlagen kristallisieren sich verschiedene Herausforderungen heraus, welche die Finanzbranche zusammen mit der Realwirtschaft angehen muss. The Blue Finance versucht, diese im Folgenden umfassend und strukturiert zusammenzufassen.

HYPE

Das Thema ESG kann durchaus als Hype bezeichnet werden. Wie erwähnt, sind die Volumen regelrecht explodiert. Wie immer, wenn Hypes in einem bestehenden System stehen, ist aber Vorsicht geboten. So kann striktes Investieren nach ESG-Kriterien unter Ausschluss von bewährten Prinzipien des Portfoliomanagements zu Klumpenrisiken und Blasen führen. Dies insbesondere, wenn die Auswahl selber und unter Ausschluss von Diversifikationsprinzipien getroffen wird. Das «tugendhafte Investieren» führt gleichzeitig zu massiertem Investieren in gleichgelagerte Firmen und auf diese Weise zu aufgeblähten Bewertungen. Aufgeblähte Bewertungen wiederum führen zu niedrigeren erwarteten Renditen. Wenn mehr Geld in ESG-Strategien fließt, bedeutet dies – bedingt durch höhere Preise der Aktien oder Obligationen – tiefere Renditen. Falls dem nicht so wäre, müsste der Schluss lauten, dass ESG-Investoren das Verhalten der Firmen nicht wirklich beeinflusst haben.

VERZERTE WAHRNEHMUNGEN

Diese Fehlbewertungen wiederum verzerren die Sicht für die vernünftige Bewertung und sämtliches Handeln, welches darauf basiert (z.B. Kapitalmarkttransaktionen wie M&A, Dividenden etc.). Während Cleantech-Firmen teilweise immer noch sehr hohe Bewertungen aufweisen, handeln klassische Energiefirmen beispielsweise zu rekordtiefen Bewertungen. Es gibt also eine grosse Schere zwischen der alten und neuen Welt. Es ist aber nicht davon auszugehen, dass klassische (Fossil-) Energiefirmen nicht bemerkt haben, dass der Wind gedreht hat. Weitsichtige Erdöl-Firmen wissen, dass die Transition zu erneuerbarer Energie nicht von heute auf morgen funktionieren wird und die Welt nach wie vor auf fossile Energiequellen angewiesen ist. Ihr Selbstverständnis ist zudem nicht mehr das von reinen Erdöl- oder

Erdgas-Lieferanten, sondern dasjenige von zukunftsorientierten Energieanbietern. Das ist eine positive Entwicklung.

Gleichzeitig ist es auch so, dass sich wohl im Cleantech-Bereich mehr Geld, als wirklich gute, markttaugliche Ideen tummeln und es in Zukunft zu einer Konsolidierung kommen wird. Wie im Fintech-Bereich spielen die arrivierten Player dabei eine Schlüsselrolle, denn sie verfügen über imposante Cash Flow-Quellen, jahrzehntelange Erfahrung im Handling von Energie und eine bestehende Kundenbasis. Tesla hat den Elektroautos zum Durchbruch verholfen, aber beispielsweise hat VW dafür ein etablierte Vertriebsnetz mit Millionen von Kunden.

UMFANG UND FOKUS

ESG ist ein enorm breites Feld. Es ist deshalb wichtig, dass der «Untersuchungsgegenstand» genau abgegrenzt wird. Kritiker monieren, dass die Eingrenzung der als nachhaltig geltenden Anlagen einerseits zu weit gehe, andererseits die Perspektive zu stark gegenwartsbezogen sei.

Je nach Interpretation ist es so, dass lediglich 5% der weltweit kotierten Firmen im Einklang mit dem Pariser Klimaabkommen wirtschaftet. Das lässt den Schluss zu, dass zu wohl zu streng «gesiebt» wird. Andererseits haben auch Green Bonds die Phase des «Moneymoon», also den euphorischem Überfluss an Rendite suchenden Geldern, langsam hinter sich. Investoren fragen sich hier immer mehr, ob es nicht sinnvoller ist, einen Emittenten in seiner Ganzheit zu beurteilen, als bloss den einen Bond mit seiner versprochenen Verwendung. Die neueste Entwicklung in diesem Bereich sind sogenannte «Sustainability-linked Bonds», welche genau hier ansetzen. Anstatt von einem spezifischen Projekt sind diese Obligationen vom Erreichen von Nachhaltigkeitszielen einer ganzen Firma abhängig.

Innerhalb einer Firma können verschiedene Fokusse zu Konflikten führen. Es ist immer noch so, dass Nachhaltigkeit und Rentabilität in Einklang gebracht werden müssen. Die Ziele der Shareholders und der Stakeholders gilt es behutsam auszutarieren. Im Frühling 2021 drängten aktivistische Investoren den CEO und Verwaltungsratspräsident von *Danone*, Emmanuel Faber, aus dem Amt. Ihr Vorwurf: Die Firma haben die Balance zwischen den Interessen der Aktionäre und Dritten verloren, was zu einer «chronischen Underperformance» geführt habe.¹ Im Januar 2022 wurde dann mit *Unilever* ein anderer Konsumgüter-Riese mit gleichartigen Vorwürfen konfrontiert.² Fonds-Manager Terry Smith schrieb in einem Investoren-Brief: «Ein Unternehmen, das meint, den Zweck von Hellmann's Mayonnaise definieren zu müssen, hat unserer Meinung nach eindeutig den Verstand verloren».

Beim zeitlichen Aspekt ist es so, dass die Analyse oftmals noch zu statisch ist. Es wird die Vergangenheit und die Gegenwart einer Firma untersucht, aber der zukünftigen, strategischen Ausrichtung zu wenig Beachtung geschenkt. Was für die klassische Finanzanalyse gilt, gilt für ESG-Aspekte natürlich auch: Die Zukunft ist im Fokus. Die Vergangenheit und die Gegenwart geben gute Hinweise auf die Basis einer Firma. Sie sagen aber wenig darüber aus, auf welchem Weg sie sich befindet. Und wie in der klassischen Finanzanalyse verdient man auch mit ESG Geld, wenn man die Zukunft korrekt antizipiert.

WIRKUNG

Klassische ESG-Ratings analysieren lediglich die Tätigkeit, aber nicht die Wirkung, die ein Unternehmen erzielt. Dies kann dazu führen, dass Firmen zwar ein gutes ESG-Rating erzielen, weil sie nachhaltig

¹ Financial Times, «Activist fight claims Danone chairman», 16. März 2021

² Financial Times, «Terry Smith launches new attack on Unilever management», 20. Januar 2022

produzieren. Wenn ihre Produkte oder Services dann aber im Laufe des Konsums eine negative Wirkung auf die Umwelt und Gesellschaft entfalten, wird dies kaum berücksichtigt. Die Analyse muss deshalb umfassender werden.

Die Wirkung von passiven Methoden auf die Performance ist umstritten. Verschiedenste Studien zeigen immer noch ein gemischtes Bild. Dies mag damit zusammenhängen, dass eher passive Strategien wie der Ausschluss von Titeln eine zu schwache Wirkung auf das Verhalten einer Firma erzielt.

Bei aktiven Methoden wie dem Impact Investing kann zumindest in der Theorie und logisch kausal eine Wirkung erahnt werden, da die Investoren ja aktiv Einfluss werden. Aus der Physik wissen wir: Actio = Reactio. Mittlerweile haben viele Investoren gemerkt, dass bei einer Firma keine Wirkung «zum Besseren» erzielen können, wenn sie deren Aktien verkaufen und abseitsstehen. Stattdessen realisiert man, dass in einem nachhaltigen Portfolio durchaus auch Aktien von Firmen gehalten werden sollten, die zurzeit noch nicht besonders nachhaltig (genug) arbeiten, aber auf dem Weg zur Besserung sind. Eigentumsrechte müssen dafür verwendet werden, um in einer Firma Wirkung zu erzielen.

STANDARDISIERUNG

Ein ernsthaftes Problem stellt für die Branche die Tatsache dar, dass nachhaltiges Investieren über grosse Strecken nicht auf objektiv beobachtbaren Fakten basiert. Was genau ist «gute Unternehmensführung?» Wann ist ein Verhalten «nachhaltig»? Viele – man könnte sagen – unbestimmte Begriffe lassen Raum für Interpretation und Deutung. Die mangelnde Standardisierung drosselt Wachstum, weil Nicht-Standardisierung einen erhöhten Analyseaufwand und damit Kosten bedeutet. In einer Umfrage des Vermögensverwalter BlackRock im Sommer 2020 gaben die Antwortenden als Herausforderung beim nachhaltigen Investieren unter anderem die schlechte Qualität respektive der Mangel an notwendigen Daten an. Die Nomenklatur im ESG-Wesen, also das System der Namen und Fachbezeichnungen, ist zurzeit noch in der Findungs- und Festigungsphase. Wenn die Branche selbst keine Lösung findet, werden staatliche Organisationen Standards vorgeben. Dies ist beispielsweise in der EU bereits Tatsache.

GREENWASHING

Die ESG-Volumen sind in den letzten Jahren geradezu explodiert. Es ist fraglich, ob die Realwirtschaft, welche ja letzten Endes bestimmt, ob eine Anlage nachhaltig ist, oder nicht, innerhalb von so kurzer Zeit ihr Verhalten ändern konnte. Für viele Anbieter von Finanzprodukten war und ist ESG ein willkommenes Etikett, um ihre Services damit zu schmücken. In Tat und Wahrheit gibt es immer noch wenige Firmen, welche ESG in ihrer «DNA» haben und sämtliche Prozesse und Aspekte ihrer Tätigkeit nachhaltig ausgestaltet haben. Ein Wandel zu einer nachhaltigen Finanzwirtschaft ist kommunikativ schlicht auch nicht von heute auf morgen möglich, wenn eine Firma noch eine «Legacy», als eine Vergangenheit in sich trägt, die unter Umständen nicht besonders nachhaltig war.

Im August 2019 haben namhafte Führungspersönlichkeiten im Rahmen des Business Roundtable (BRT)³ die Erklärung «Statement on the Purpose of a Corporation» unterzeichnet, in dem sie sich zur Schaffung von langfristigem Wert für die Stakeholders (Mitarbeiter, Lieferanten, Gesellschaft) ihrer Firmen verpflichten. Zwei junge Wissenschaftler wollten wissen, ob diese Persönlichkeiten ihren Versprechen

³ <https://www.businessroundtable.org/>

auch wirklich nachleben⁴. Sie haben dabei herausgefunden, dass BRT-Firmen verglichen mit ihren Branchen-Peers

- mehr gegen Umwelt- und Arbeitsrechtliche Vorgaben verstossen haben (und mehr Bussen bezahlt haben)
- höhere Kohlendioxid-Emissionen aufweisen
- mehr von staatlichen Subventionen abhängig sind.

Die Autoren kommen deshalb zum Schluss, dass die Proklamation von Stakeholder-orientiertem Verhalten nicht durch Fakten (die beiden Herren sind immerhin Accounting-Professoren an der London Business School resp. der Columbia Business School) belegt werden kann.

Eine Forschergruppe der Uni und der ETH in Zürich sowie der Uni Erlangen-Nürnberg hat mit Hilfe von künstlicher Intelligenz (KI) tausende Sätze analysiert, die sich auf den Umgang der Firmen mit Klimarisiken beziehen. Sie stützen sich dabei auf die freiwilligen Angaben, welche die Task Force for Climate-related Financial Disclosures (TCFD) vorgeben hat. Den KI-Algorithmus, den die Forscher «ClimateBert» (in Anlehnung an Bert aus der Fernsehserie «Sesamstrasse») nennen, kommt zu keinem schmeichelnden Schluss, sodass das Papier schliesslich den Titel «Cheap Talk and Cherry Picking: What ClimateBert has to say on Corporate Climate Risk Disclosures»⁵ trägt.

SOUND ESG INVESTMENT

Verlässt man die Analysephase, beginnt das Design eines durch Menschen geschaffenen Systems. Wie können die ESG-Anliegen im Anlagebereich nun glaubhaft und wirkungsvoll umgesetzt werden? The Blue Finance sieht verschiedene Ansätze.

NICHT-AKTIVISTISCHE, PASSIVE ANSÄTZE

Das Kernproblem bei den passiven ESG-Ansätzen besteht darin, dass eine maximal heterogene Investoren-Gemeinde einer maximal heterogenen Anlage-Basis gegenübersteht. Jeder Investor hat ein eigenes Wertesystem, das es theoretisch abzubilden gilt. Die Herausforderung ist nun, einen Investment-Ansatz zu finden oder zu kreieren, der auf dieses individuelle Werte-Profil passt. Beispielsweise gibt es bei der breit angewendeten Methode der Negativauswahl Faktoren wie die Herstellung von Atomkraft, Waffenherstellung, Tabak, Alkohol, Pornographie, welche zahlreiche Investoren unterschiedlich interpretieren. Dies erschwert die Standardisierung erheblich. Die Herausforderung ist also der Abgleich, das «Match Making», zwischen den Werteprofilen und den Investitionsobjekten.

ESG 4.0

Wie können nun die Eigenschaften eines Investitionsobjektes extrahiert und artikuliert werden? Die Lösung von The Blue Finance ist der «Value Matchmaker» (VMM) – ein System, welches auf Basis von künstlicher Intelligenz (Artificial Intelligence) funktioniert. Auf Seiten der Investoren wird mittels einem lernenden Fragebogen-Systems das Wertesystem eines Investors «extrahiert». Es resultiert das «Werte-Profil» eines Anlegers definiert in maschinenlesbarem Format. Auf der Seite der Investitionsobjekte

⁴ Raghunandan, A., Rajgopal, S.: Do Socially Responsible Firms Walk the Talk?, 1. April 2021, <https://ssrn.com/abstract=3609056>

⁵ Bingler, A., Kraus, M., Leppold, M.: Cheap Talk and Cherry Picking: What ClimateBert has to say on Corporate Climate Risk Disclosures, 2. März 2021, <https://ssrn.com/abstract=3796152>

extrahiert der Algorithmus aufgrund einer vielschichtigen Datenbasis (Stichwort: Big Data; Geschäfts- und Medienberichte, Social Media, «Classic Media», Handelsdaten) das Eigenschafts-Profil eines Investitionsobjektes. Der VMM gleicht anschliessend die Werte- und Eigenschaftsprofile so ab, dass jede Investorin und jeder Investor ein – synthetisches – Portfolio vorliegend hat, in welches praktisch auch investiert werden könnte.

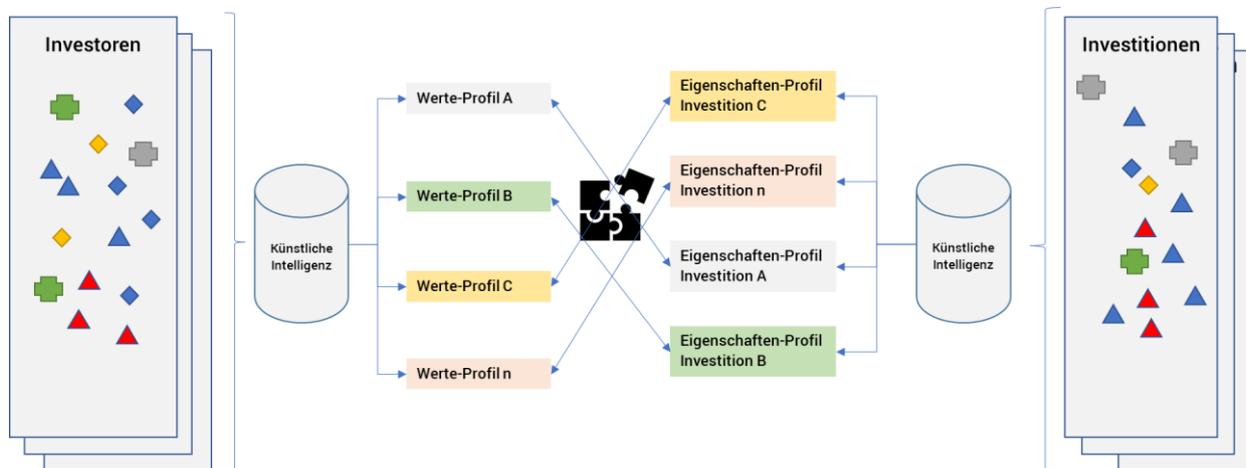


Abbildung 1: „Value Matchmaker“

Die Umsetzung kann mit personalisierten ETFs oder Depots bei einer Bank geschehen. In nicht mehr allzu weiter Zukunft werden Anleger ihre Anlagen nicht mehr zentral bei einem Wertschriftenverwahrer lagern müssen, sondern können diese mit der Blockchain gesichert dezentral lagern. Das Rebalancing funktioniert automatisiert, die Kauf- und Verkaufssignale kommen vom Analyse- und Trading-Algorithmus.

Da die Portfolios individualisiert sind, gerät die Benchmark-Frage etwas in den Hintergrund. Wer sich an breit verwendeten Benchmarks orientiert, begibt sich aus der individuellen Welt hinaus in den «Markt». Dieser kann auch einer individuellen Perspektive nicht mehr nachhaltig sein.

Damit zusammenhängend besteht die Herausforderung, dass es mittlerweile ein breites Angebot ESG-Dienstleistungen gibt. Dies macht es schwierig, zwischen wirklicher Substanz, sprich: Analyse und einem reinen „Box-Ticking“ zu unterscheiden, denn ESG-Analyse kann – wie die übliche Finanzanalyse – sehr tief und umfassend, oder relativ oberflächlich und vom Pult aus aufgrund von Drittdaten gemacht werden.

ESG-Faktoren können zurzeit in Privatmarktanlagen besser berücksichtigt werden, weil die Investoren ihre Anteile in dieser Anlagekategorie meist für viele Jahre halten und eine entsprechende Due Diligence tiefer und breiter gemacht wird, als bei börsenkotierten Anlagen, welche über eine höhere Marktliquidität verfügen.

Digitalisierung

Der oben beschriebene Ansatz von ESG 4.0 funktioniert selbstredend nur, wenn sehr viele Daten maschinenlesbar vorhanden sind. Wenn die Regulatoren Standards setzen, wie eine Firma ihre Tätigkeiten zu rapportieren hat, ist eine Folge davon, dass sehr viel Information produziert wird. Mit künstlicher Intelligenz ist es möglich, diese Daten zu lesen, analysieren, interpretieren und daraus entsprechende Handlungsempfehlungen zu artikulieren, welche selbstverständlich von geschulten Menschen ihrerseits interpretiert werden müssen. Die Krux wird hierbei sein, wie analoge Daten digitalisiert werden. Oder mit anderen Worten: Ob eine Firma die Umwelt belastet, oder nicht, ist relativ

einfach messbar. Wie jedoch nicht objektivierbare Zahlen wie das Verhalten des Managements den Weg in die Algorithmen finden, müssen die Programme sich wohl selbst erst noch beibringen.

AKTIVE ANSÄTZE

Mit den verschiedenen passiven ESG-Ansätzen ist zwar sichergestellt, dass sich die Investoren mit ihren Anlagen einigermaßen wohl fühlen. Mittlerweile haben aber verschiedene Studien die intuitive Vermutung bestätigt, dass damit wenig Wirkung, geschweige denn eine «Wende zum Guten» herbeigeführt werden kann. Wer konkrete Vorstellungen davon hat, wie die Welt morgen aussehen sollte, muss sich 1.) an Firmen beteiligen, die noch merklich von dieser Vorstellung *abweichen*, und 2.) seine Vorstellungen *aktiv* in die Firma einbringen.

Das «VISTA-Modell» von The Blue Finance gibt einen Rahmen für das aktive Investieren vor.

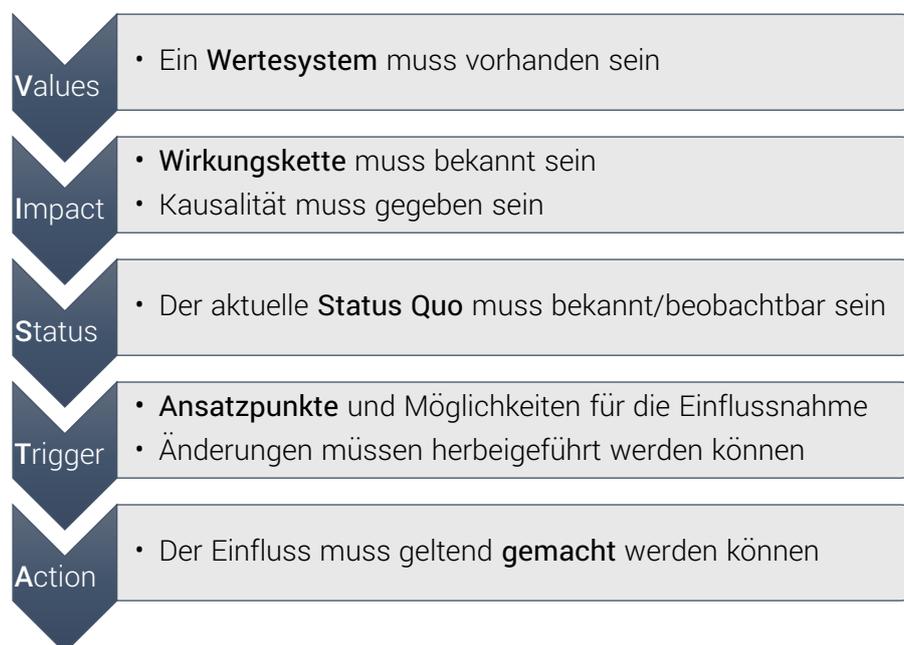


Abbildung 2: Das VISTA-Modell zur finanziellen Einflussnahme

Wie bereits oben erläutert wurde, steht am Anfang ein Wertesystem, das sozusagen als Benchmark für die Investitions-Tätigkeit dient. Weiter muss bekannt sein, wie die Wirkungskette in einem System aussieht. Dieser Schritt beantwortet auch die Frage, ob und wie überhaupt Einfluss genommen werden kann. Es tönt logisch, aber um Änderungen herbeiführen zu können, muss der Status Quo («Ist») bekannt und die Wirkung darauf wie in einem Cockpit beobachtbar sein. Nun gilt es, Ansatzpunkte respektive «Auslöser» oder «Triggers» zu definieren, an welchen eine Aktion folgen muss (zur Erinnerung: ohne Impuls passiert nichts; das physikalische Prinzip «Actio = Reactio» gilt auch in der Wirtschaft). Zu guter Letzt gilt insbesondere bei der aktiven, nachhaltigen Anlage das Bonmot von Erich Kästner:» Es gibt nichts Gutes, ausser man tut es.« Der Einfluss, den man als Aktionär, Eigentümer oder Teilhaber hat, muss aktiv geltend gemacht werden, indem man seine Vorstellungen kommuniziert.

Auch hier: Technologie als Lösung

Ein Grund, weshalb solche aktiven Ansätze bislang nicht stärker angewandt worden sind, ist die Tatsache, dass die Eigentümerschaft von grossen Firmen naturgemäss stark fragmentiert ist. Es bedeutet einen

enorm grossen Aufwand, wenn sich kleinere Aktionäre zu Interessengruppen scharen möchten. Wie schon durch «Matchmaking» beim passiven ESG-Investieren kann die Digitalisierung auch hier einen wesentlichen Beitrag zu Lösung beitragen. The Blue Finance sieht den Schlüssel für eine aktivere Partizipation der teilweise stark fragmentierten Eigentümer einer Firma in «Proxytech». Proxy Voting bezeichnet im Englischen die Stimmrechtswahrnehmung. Mit Proxytech, welches stark auch auf Krypto-Technologie basiert, können Eigentümer ihre Interessen bündeln, um gegenüber der Firma in einer stärkeren Position aufzutreten. Die rechtlichen Rahmenbedingungen müssten zu einfacheren Handhabung noch etwas angepasst werden, damit Aktionärs-Pools technisch sauber abgebildet werden können.

EPILOG

Wie die beiden The Blue Finance Papers zum Thema ESG gezeigt haben, ist das Thema zurzeit in einer Reifephase, welche zahlreiche strategische und operative Herausforderungen an die Oberfläche bringt. Nachhaltiges Investieren kann langfristig ein Erfolg werden, wenn die Investment-Branche sich diesen Herausforderungen aktiv stellt und dabei die Möglichkeiten der Digitalisierung voll ausschöpft. Beispiele sind Systeme zum Abgleich von Wertprofilen oder der Koordination von Aktionärsrechten.