





ZÜRICH, NOVEMBER 2016

Mit internationalen Vereinbarungen wie den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen und dem Pariser Klimaabkommen hat sich die Weltgemeinschaft viel vorgenommen. Dementsprechend intensiv wird über die wirkungsvollsten Ansätze zur Förderung einer nachhaltigen Entwicklung diskutiert. Dabei richtet sich die Aufmerksamkeit zunehmend auch auf die Rolle der Finanzmärkte: Können Finanzflüsse helfen, die Wirtschaft insgesamt nachhaltiger zu machen? Und wie beeinflussen Nachhaltigkeitsfaktoren die Finanzmarktstabilität? Institutionelle Anleger – Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices – verwalten zusammen den Grossteil der globalen Vermögen. Damit haben sie eine erhebliche treuhänderische Verantwortung und einen gewichtigen Einfluss auf die Unternehmen und Institutionen, in die sie investieren. Auch deshalb sehen sie sich zunehmenden Erwartungen und Anforderungen von Versicherten, Öffentlichkeit und Aufsichtsbehörden gegenüber, die Nachhaltigkeitschancen und -risiken bei ihren Entscheidungen aktiv zu berücksichtigen.

Mit diesem Handbuch zu nachhaltigen Anlagen möchte Swiss Sustainable Finance (SSF) in erster Linie institutionellen Investoren den Einstieg ins Thema erleichtern. Aufbauend auf dem Knowhow der SSF-Mitgliederbasis bietet das Handbuch einen umfassenden, praxisorientierten Überblick über bestehende Ansätze und aktuelle Entwicklungen im Bereich nachhaltige Anlagen. Den zahlreichen Expertinnen und Experten aus dem Kreis unserer Mitglieder, die ihr

Knowhow und ihre Erfahrung als institutionelle Anleger geteilt, eigene Beiträge verfasst und im Redaktionsteam mitgewirkt haben, möchten wir an dieser Stelle herzlich danken.

Der Markt für nachhaltige Anlagen entwickelt sich sehr dynamisch. Allein in der Schweiz hat sich das Volumen im vergangenen Jahr mehr als verdoppelt. Auch getrieben durch die global stark zunehmende Nachfrage nach entsprechenden Anlagen werden ständig neue Dienstleistungen angeboten und bestehende Ansätze verfeinert. Ein Ziel von SSF ist es, mittels Fachanlässen und Publikationen über den sich weiterentwickelnden Markt zu informieren.

Die Schweiz gehört zu den Vorreitern nachhaltiger Investmentlösungen, die aus der hiesigen Anlagelandschaft nicht mehr wegzudenken sind. Wir sind überzeugt, dass auch institutionelle Investoren davon profitieren, das verfügbare Fachwissen und Dienstleistungsangebot gewinnbringend für sich zu nutzen. SSF freut sich darauf, sie in diesem Prozess zu unterstützen.



Jean-Daniel Gerber  
Präsident SSF



Sabine Döbeli  
Geschäftsleiterin SSF

# INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	1		
Grussworte	2		
1 Zusammenfassende Übersicht zum Handbuch nachhaltige Anlagen	6		
2 Einführung	10		
<b>TEIL I</b>		<b>TEIL II</b>	
<b>KONTEXT NACHHALTIGER ANLAGEN</b>		<b>VERSCHIEDENE ANSÄTZE NACHHALTIGER ANLAGEN UND SPEZIFISCHE ASSETKLASSEN</b>	
3 Nachhaltige Anlagen und institutionelle Investoren in der Schweiz – Überblick zu Stand und Entwicklung	14	6 Einführung zu verschiedenen Ansätzen nachhaltiger Anlagen	26
4 Die Performance nachhaltiger Anlagen – eine Übersicht akademischer Studien	16	7 Ausschlusskriterien	28
5 Entwicklung des regulatorischen und gesetzlichen Umfelds nachhaltiger Anlagen	20	Fallstudie: Velux Stiftung	32
		8 Best-in-Class-Ansatz	34
		Fallstudie: Eltaver AG	36
		9 ESG-Integrations-Ansatz	38
		9.1 Aufwertung des Anlageprozesses durch ESG-Integration	42
		9.2 Optimierte geografische Vermögensallokation dank ESG-Integration	43
		9.3 Die Rolle der ESG-Integration bei Investitionen in Schwellenländern	44
		Fallstudie: Zurich Insurance Group	46
		10 Aktive Stimmrechtsausübung	48
		Fallstudie: Pensionskasse Stadt Zürich	52

11	<b>Shareholder-Engagement – Dialog mit Unternehmen</b>	<b>54</b>
11.1	<b>Shareholder-Engagement – Erfahrungen eines Schweizer Investorenkollektivs</b>	<b>57</b>
	<b>Fallstudie: Pensionskasse des Bundes PUBLICA</b>	<b>58</b>
	<b>Fallstudie: CAP Prévoyance</b>	<b>60</b>
12	<b>Nachhaltige thematische Anlagen</b>	<b>62</b>
13	<b>Entwicklungsinvestments</b>	<b>68</b>
13.1	<b>Mikrofinanz</b>	<b>72</b>
14	<b>Green Bonds</b>	<b>74</b>
15	<b>Nachhaltige Infrastrukturinvestitionen</b>	<b>76</b>
16	<b>Nachhaltige Private-Equity-Investitionen</b>	<b>78</b>
17	<b>Nachhaltige Immobilien</b>	<b>80</b>

### **TEIL III SPEZIALTHEMEN**

18	<b>Klimawandel und damit verbundene Risiken für Anleger</b>	<b>84</b>
	<b>Fallstudie: Nest Sammelstiftung</b>	<b>88</b>
19	<b>Die Rolle von Indizes für nachhaltiges Investieren</b>	<b>90</b>
	<b>Fallstudie: Personalvorsorge Swissport</b>	<b>94</b>
20	<b>Transparenz zu nachhaltigen Anlagen</b>	<b>96</b>

### **TEIL IV SCHRITTE ZUR UMSETZUNG**

21	<b>Definition und Implementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik – eine praktische Anleitung</b>	<b>100</b>
----	--	------------

### **ANHANG**

	<b>Verzeichnis der Abkürzungen</b>	<b>112</b>
	<b>Glossar</b>	<b>113</b>
	<b>Impressum</b>	<b>116</b>

Zu den Mitgliedern von Swiss Sustainable Finance (SSF) zählen unter anderem Pensionskassen, Versicherungen und Stiftungen. Das vorliegende Handbuch wurde von der SSF-Arbeitsgruppe «Institutionelle Anleger» mit dem Ziel erarbeitet, solchen Akteuren Hintergrundinformationen und Einstiegshilfen zu nachhaltigen Anlagen zu bieten. Mit dem Schweizerischen Pensionskassenverband ASIP, dem Schweizerischen Versicherungsverband SVV und Swissfoundations konnten drei der wichtigsten Schweizer Verbände von institutionellen Anlegern als Unterstützer des vorliegenden Handbuchs gewonnen werden. In ihren Grussworten beleuchten sie die Bedeutung von nachhaltigen Anlagen und die Rolle des Handbuchs für ihre Mitglieder. Swiss Sustainable Finance dankt den drei Organisationen für die geschätzte Unterstützung.

## Schweizerischer Pensionskassenverband ASIP

Primäres Ziel einer Pensionskasse ist es, für die Begünstigten eine möglichst marktkonforme Rendite unter Inkaufnahme von vertretbaren Risiken zu erzielen. Es gilt, Vermögen, welches über ein Arbeitsleben angespart wurde, für die Zeit nach der Pensionierung zu erhalten. Wer im Vorsorgebereich tätig ist, agiert grundsätzlich mit einem langfristigen Zeithorizont.

Schweizer Pensionskassen bewegen sich heute im Spannungsfeld von wachsenden regulatorischen Anforderungen und einem anhaltenden Tiefzinsumfeld. Beides zusammen macht es immer schwieriger, die für die festgesetzte Vorsorgeleistung notwendige Rendite zu erwirtschaften. Zudem sehen sich die Pensionskassen zunehmenden Erwartungen ausgesetzt, ihre Anlagen auf gesellschaftliche Normen auszurichten oder gar aktiv zur Lösung anstehender Herausforderungen wie dem Klimawandel beizutragen.

Nachhaltige Investments haben sich über mehr als 20 Jahre schrittweise weiterentwickelt und umfassen heute vielfältige Angebote mit ganz verschiedenen Ansätzen und Wirkungsweisen. Je nach Motivation eines Investors stehen ihm unterschiedliche Dienstleistungen und Produkte zur Verfügung. Dass dabei weder die Anlagechancen eingeschränkt werden müssen noch auf Performance verzichtet werden muss, illustrieren die verschiedenen Beiträge und Fallstudien im vorliegenden Handbuch.

Dem ASIP ist es ein Anliegen, seine Mitglieder regelmässig über Entwicklungen im Bereich nachhaltige Anlagen (z. B. extra-finanzielle

Kennzahlen) zu informieren und Hintergrundinformationen zum Thema zu bieten. Nebst Unterstützung des vorliegenden Handbuchs bietet der ASIP auch eigene Seminare an und er stellt ein Video zum Thema bereit. Für den ASIP stehen die Wissensvermittlung und – auf strategischer Ebene – die Sensibilisierung des Stiftungsrates für das Thema nachhaltige Anlagen im Vordergrund. Für Pensionskassen ist es wichtig, sich schrittweise auf neue Entwicklungen einzustellen, dabei aber die Umsetzung auf die eigenen Rahmenbedingungen abzustimmen. Eine aktive Auseinandersetzung mit dem Thema kann nicht zuletzt dazu beitragen, dass die Umsetzung freiwillig bleibt. Wie stark Stiftungsräte zum Beispiel Kohlenstoffrisiken und – in einem grösseren Kontext – sonstige Nachhaltigkeitskriterien im Anlageprozess berücksichtigen, liegt letztlich in ihrer nicht delegierbaren Entscheidungsbefugnis.



Jean Rémy Roulet  
Präsident ASIP



Hanspeter Konrad  
Direktor ASIP


## Schweizerischer Versicherungsverband SVV

Das unter anderem von Banken und Versicherungen getragene Swiss Finance Institute kommt in einer Studie zum Schluss, dass die Schweiz im Bereich nachhaltige Finanzen nicht zu den Vorreitern gehört. Das muss uns nachdenklich stimmen. Es gibt nur eine Welt und für die müssen wir Sorge tragen – auch im Interesse nachfolgender Generationen. Was nach Plattitüde klingt, ist eine der grössten Herausforderungen dieser Zeit. Handeln ist nötig. Wir Versicherer, die wir Langfristigkeit und damit Nachhaltigkeit als zentrales Element unserer DNA empfinden, sind hier ebenfalls gefordert. Wir gehören zu den grössten Investoren in der Schweiz und weltweit. Möglichkeiten zu investieren gibt es viele: von Schulen, Spitälern, Altersheimen und Seniorenresidenzen über Infrastrukturanlagen in Verkehr und Energie bis zu Investitionen in Klimaprojekte auf Basis des Pariser Protokolls. Allein hier besteht bis 2050 in der Schweiz ein Investitionsbedarf von geschätzten CHF 100 Mrd. Bei den Energieanlagen beträgt der Erneuerungsbedarf bis 2035 CHF 50 Mrd. Die Versicherer könnten einen wertvollen Beitrag zur weiteren Entwicklung der Schweiz als Wirtschaftsstandort leisten. Ich sage «könnte», weil uns hier aufsichtsrechtlich noch die Hände gebunden sind.

Wir Versicherer gehören jedoch nicht nur zu den grössten Investoren, wir sind auch glaubwürdig, wenn es um das Management und Modellieren von Risiken geht. Immer mehr Versicherungsunternehmen führen Nachhaltigkeit deshalb als zentrales Element ihrer

Underwriting- und Anlagestrategien. Anlagen, die den Klimawandel zusätzlich fördern oder zu Menschenrechtsverletzungen beitragen, werden bewusst umgeschichtet und vermieden. Gleichzeitig werden mit gezielten Anlagen, mit neuen Risikotransfermodellen und mit Beiträgen zu Forschung und Prävention aktiv umweltfreundliche und zukunftssträchtige, nachhaltige Projekte gesucht, gefördert und damit ermöglicht. Für uns Versicherer bedeutet Nachhaltigkeit nicht nur das Reduzieren und Verhindern von schädigendem Verhalten, sondern ebenso sehr auch das Schaffen alternativer, zukunftssicherer Perspektiven. Der Weg der nachhaltigen Anlage und Finanzierung ist richtig. Er muss gegangen werden. So rasch wie möglich. So durchdacht wie nötig.

Das Handbuch von Swiss Sustainable Finance bietet einen ausgezeichneten Einstieg für alle, die sich vertieft mit diesem wichtigen Thema auseinandersetzen und ihren Beitrag dazu leisten möchten, die Schweiz zu einem führenden Zentrum für nachhaltige Finanzanlagen zu machen.



Urs Berger

Präsident Schweizerischer Versicherungsverband SVV

## SwissFoundations

Eigentum verpflichtet. Dieser ursprünglich in der Weimarer Verfassung von 1919 als Sozialpflichtigkeit verankerte Grundsatz gilt damals wie heute, gerade auch für Stiftungen. Diese können es sich kaum noch leisten, sich nicht darum zu kümmern, woher die Erträge für die Fördertätigkeit kommen. Vor gut einem Jahr hat SwissFoundations, der Verband Schweizer Förderstiftungen, in Zusammenarbeit mit dem Center for Philanthropy Studies (CEPS) die dritte Ausgabe des Swiss Foundation Code herausgegeben. Es war uns ein Anliegen, im überarbeiteten Code die Rolle der Vermögensbewirtschaftung bei der Erreichung des Stiftungszwecks zu beleuchten und die Stiftung als ganzheitliche Wirkungseinheit zu verstehen. Aus zwei Gründen ist es für Stiftungen besonders relevant, sich mit gesellschaftlicher Verantwortung im Zusammenhang mit ihren Kapitalanlagen zu beschäftigen:

Einerseits bietet die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten die Chance, die Erreichung des Stiftungszwecks durch gezieltes, zweckbezogenes Investieren zu verstärken. Mindestens aber sollten Stiftungen sicherstellen, dass ihre Investmentpolitik ihre Förderziele nicht untergräbt oder deren Wirkung sogar aufhebt. Nachhaltige Investments erfüllen einerseits die üblichen finanziellen Kriterien, welche die Stiftung gemäss ihrer Risikofähigkeit und -bereitschaft festgesetzt hat. Daneben leisten sie auch einen Beitrag zur Erfüllung des Stiftungszwecks.

Zum anderen stehen gemeinnützige Förderstiftungen in der Pflicht, gesellschaftliche Normen durch ihre Investments nicht zu ver-

letzen. Investitionen in Unternehmen, die umweltbezogene oder soziale Externalitäten verursachen, lassen sich schwerlich mit einem gemeinnützigen Charakter vereinbaren. Auch stellt es für Stiftungen ein Reputationsrisiko dar, wenn sie mit Investitionen in Firmen assoziiert werden, die Gesetze oder Normen systematisch und schwer verletzen.

Nachhaltige Anlagen gibt es in zahlreichen Formen und Facetten. Das vorliegende Handbuch von Swiss Sustainable Finance bietet einen umfassenden Überblick zu den heute verfügbaren Ansätzen. Damit dient es gemeinnützigen Stiftungen, die bei ihrer Vermögensbewirtschaftung gesellschaftliche Themen verstärkt berücksichtigen wollen, dazu, sich im Thema zu orientieren und zu entscheiden, welche Form am besten zur eigenen Stiftung passt.



Lukas von Orelli

Präsident SwissFoundations

# 1 ZUSAMMENFASSENDER ÜBERSICHT ZUM HANDBUCH NACHHALTIGE ANLAGEN

## TEIL I KONTEXT NACHHALTIGER ANLAGEN

### KAPITEL 3

#### **Nachhaltige Anlagen und institutionelle Investoren in der Schweiz – Überblick zu Stand und Entwicklung**

- Nachhaltige Anlagen gewinnen für Schweizer institutionelle Anleger zunehmend an Bedeutung.
- Für einige kantonale Pensionskassen gibt es Regulierungen, welche die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten beim Anlegen verlangen.
- Der Schweizer Markt nachhaltiger Anlagen wächst stärker als der Gesamtmarkt. Dabei werden intern verwaltete nachhaltige Vermögen institutioneller Anleger erfasst.

### KAPITEL 4

#### **Die Performance nachhaltiger Anlagen – eine Übersicht akademischer Studien**

- Finanzmärkte scheinen die mit der ESG-Performance eines Unternehmens verbundenen Risiken und Vorteile nicht vollständig zu bewerten, woraus sich Chancen für Anleger ergeben können.
- Zahlreiche wissenschaftliche Studien, bei denen der Einfluss unterschiedlicher ESG-Aspekte auf die Performance eines Unternehmens analysiert wurde, bestätigen diesen Befund.
- Für Nachhaltigkeitsfonds fallen die Ergebnisse zwar uneinheitlich aus. Zahlreiche Studien zeigen aber, dass nachhaltiges Anlegen die finanzielle Performance nicht negativ beeinflusst.

### KAPITEL 5

#### **Entwicklung des regulatorischen und gesetzlichen Umfelds nachhaltiger Anlagen**

- In Frankreich, den Niederlanden und Grossbritannien ist die Regulierung zu nachhaltigen Anlagen im europäischen Quervergleich am weitesten entwickelt.
- Schweizer Vorsorgeeinrichtungen sind rechtlich dazu verpflichtet, sich als Aktionäre aktiv zu beteiligen.
- Die Integration von Nachhaltigkeitsthemen in den Anlageprozess steht im Einklang mit den treuhänderischen Pflichten von institutionellen Anlegern oder stellt gar eine Anforderung dar.

## TEIL II VERSCHIEDENE ANSÄTZE NACHHALTIGER ANLAGEN UND SPEZIFISCHE ASSETKLASSEN

### KAPITEL 7

#### **Ausschlusskriterien**

- Ausschlusskriterien sind ein etablierter Ansatz für nachhaltige Anlagen, der darauf zielt, die Werte eines Anlegers in dessen Investments abzubilden.
- Eine allfällige Beeinträchtigung der Performance lässt sich durch die Anpassung der Ausschlusskriterien, eine Portfolio-optimierung oder durch die Kombination des Ansatzes mit anderen ESG-Strategien ausgleichen.

### KAPITEL 8

#### **Best-in-Class-Ansatz**

- Der Best-in-Class-Ansatz ist eine Methode zur Auswahl von wirtschaftlichen Akteuren, die ESG-Massnahmen überzeugend umgesetzt haben.
- Er ermöglicht die Zusammenstellung diversifizierter Wertpapierportfolios, die finanziell attraktiv sind und gleichzeitig ein nachhaltiges langfristiges Wachstum fördern.

### KAPITEL 9

#### **ESG-Integrations-Ansatz**

- ESG-Integration ist die explizite Einbeziehung von ESG-Chancen bzw. -Risiken in die traditionelle Finanzanalyse und Anlageentscheide von Asset Managern.
- Nachhaltigkeitsfaktoren können ein Indikator für den Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens sein und die längerfristigen Annahmen von Finanzanalysten beeinflussen.
- Ein ESG-Integrationsprozess berücksichtigt die längerfristigen Wachstumsaussichten und kann daher ein Portfolio nicht nur aus Nachhaltigkeitsperspektive attraktiv machen, sondern auch zu einem besseren Risiko-Ertrags-Profil führen.

### KAPITEL 9.1

#### **Aufwertung des Anlageprozesses durch ESG-Integration**

- An einem Beispiel wird illustriert, wie eine ESG-Bewertung als wesentlicher Bestandteil in den Anlageprozess integriert wird.
- Die ESG-Bewertung, die von den Finanzanalysten durchgeführt wird, hilft diesen, die Werttreiber und Risiken eines Unternehmens besser einzuschätzen, und liefert einen Mehrwert für die Investoren.



## KAPITEL 9.2

### **Optimierte geografische Vermögensallokation dank ESG-Integration**

- Politische, makroökonomische und ressourcenorientierte Kriterien sind relevant für eine optimierte geografische Asset-Allokation.
- Langfristige ESG-Trends, die sich quantitativ messen lassen, können frühzeitig auf Strukturveränderungen hinweisen, die von Mainstream-Investoren und Ratingagenturen nicht analysiert werden.

## KAPITEL 9.3

### **Die Rolle der ESG-Integration bei Investitionen in Schwellenländern**

- Die begrenzte Verfügbarkeit von ESG-Informationen ist eine der Hauptherausforderungen für einen ESG-Integrations-Ansatz im Schwellenländerkontext.
- Dank eines Dialogs auf Verwaltungsratsebene kann Zugang zum Top-Management geschaffen werden, was den Informationszugang erleichtert.
- Der ESG-Integrations-Ansatz liefert einen Mehrwert für den Anlageprozess.

## KAPITEL 10

### **Aktive Stimmrechtsausübung**

- Die Stimmrechtsausübung ist für Aktionäre ein wichtiges Mittel, ihre Vorstellungen bezüglich einer guten Geschäftsführung zum Ausdruck zu bringen.
- Die sorgfältige Analyse aller Traktanden erfordert beträchtliche Ressourcen, weshalb viele Investoren ihre Entscheide an Stimmrechtsberater delegieren.
- Auch wenn in der Schweiz Anträge des Verwaltungsrats selten abgelehnt werden, verstärkt schon ein kleiner Anteil an Nein-Stimmen die Bereitschaft des Verwaltungsrats, die Anliegen kritischer Aktionäre zu diskutieren und allenfalls Anpassungen an der Strategie vorzunehmen.

## KAPITEL 11

### **Shareholder-Engagement – Dialog mit Unternehmen**

- Shareholder Engagement ist ein langfristig ausgelegter Prozess, mit dem die systematische Berücksichtigung zentraler ESG-Aspekte in den Geschäftspraktiken von Portfoliofirmen gefördert werden soll.
- Shareholder-Engagement kann Portfoliomanagern als Grundlage für optimierte Investitionsentscheide dienen.
- Da es sich um einen ressourcenintensiven und spezialisierten Prozess handelt, ist die Delegation des Engagements an unabhängige Anbieter oder die Zusammenarbeit mit anderen Investoren unter Umständen sinnvoll.

## KAPITEL 11.1

### **Shareholder-Engagement – Erfahrungen eines Schweizer Investorenkollektivs**

- Die Bündelung verschiedener Anleger in einem gemeinsamen Pool ermöglicht es, mit Unternehmen einen effektiven Dialog zu Nachhaltigkeitsthemen zu führen.
- Wenn sich dadurch die Unternehmensleistung verbessert, profitieren davon alle beteiligten Investoren.

## KAPITEL 12

### **Nachhaltige thematische Anlagen**

- Nachhaltige thematische Anlagen können dank attraktiver Risiko-Ertrags-Eigenschaften im Rahmen einer Aktienallokation Wert schaffen.
- Sie können zur Diversifizierung einer Aktienallokation beitragen, da sie nur geringe Überschneidungen mit den gängigen globalen Aktienindizes aufweisen.
- Die Kombination nachhaltiger thematischer Anlagen mit ESG-Integration und den Prinzipien von aktivem Aktionärstum ermöglicht ein vorteilhaftes Nachhaltigkeitsprofil.

## KAPITEL 13

### **Entwicklungsinvestments**

- Nach Jahren beständigen Wachstums haben Entwicklungsinvestments weltweit die Marke von USD 30 Milliarden überschritten. Die Schweiz hat hierbei eine führende Rolle übernommen.
- In diesem Wachstum spiegeln sich nicht nur ein gesellschaftlicher Trend zu mehr Nachhaltigkeit, sondern auch die neuen Anlagechancen in Frontier-Märkten wider.
- Während bisher Mikrofinanzinvestitionen das wichtigste Standbein waren, entwickeln sich auch andere Sektoren, vor allem der Energiesektor, zu tragenden Säulen.

## TEIL III SPEZIALTHEMEN

### KAPITEL 13.1

#### Mikrofinanz

- In der Schweiz werden Verwaltungs- und Beratungsleistungen für 38 Prozent der weltweiten Mikrofinanzanlagen erbracht, womit das Land Weltmarktführer in diesem Segment ist.
- Ein globaler Mikrofinanz-Index zeigte in den vergangenen elf Jahren konstant positive Renditen von 3 bis 6 Prozent (in USD) und belegt damit, dass Mikrofinanz-Investmentvehikel äusserst robust gegenüber weltweiten Konjunkturschwächen sind.

### KAPITEL 14

#### Green Bonds

- Grüne Obligationen (Green Bonds) sind ein geeignetes Finanzierungsinstrument, um erneuerbare Energien und damit die Energiewende zu fördern.
- Der Markt für Green Bonds basiert auf freiwilligen Standards und befindet sich in einer Phase zunehmender Strukturierung.

### KAPITEL 15

#### Nachhaltige Infrastrukturinvestitionen

- Durch ihre inhärente Langlebigkeit und Kapitalintensität sind Infrastrukturprojekte prädestiniert für die Berücksichtigung von ESG-Kriterien.
- Eine Anwendung von ESG-Kriterien schafft Mehrwert und zusätzlichen Nutzen für Umwelt, Gesellschaft sowie Wirtschaft und hat das Potenzial, die Attraktivität von Infrastrukturinvestitionen weiter zu steigern.

### KAPITEL 16

#### Nachhaltige Private-Equity-Investitionen

- Private-Equity-Anleger haben systembedingt Corporate-Governance-Vorteile gegenüber Anlegern, die in andere Assetklassen investieren. Dadurch eröffnen sich Chancen für bessere nachhaltige Investments und höhere Anlagerenditen.
- Verglichen mit Primär- oder Sekundäranlagen bieten direkte Private-Equity-Engagements bessere Möglichkeiten zur Integration von ESG-Kriterien und zur Schaffung sozialer Vorteile.

### KAPITEL 17

#### Nachhaltige Immobilien

- Nachhaltige Immobilien machen heute einen signifikanten Anteil am gesamten Immobilienmarkt aus und haben ein hohes Investitionspotenzial.
- Nachhaltige Immobilien sind ökonomisch attraktiv und bieten Risikodiversifizierung.
- «Green Labels», Performance-Indikatoren und Benchmark-Initiativen vergrössern die Transparenz.

### KAPITEL 18

#### Klimawandel und damit verbundene Risiken für Anleger

- Die Regulierung zum Klimawandel und dessen Auswirkungen bergen zunehmende Risiken für Investitionen.
- Um diese Risiken zu verstehen, zu messen und zu vermindern, steht Anlegern ein breites Spektrum an Instrumenten und Strategien zur Verfügung.

### KAPITEL 19

#### Die Rolle von Indizes für nachhaltiges Investieren

- Praktisch alle grossen Indexanbieter haben heute zahlreiche Nachhaltigkeitsindizes im Angebot, die auf unterschiedlichen nachhaltigen Anlageansätzen beruhen.
- Diese Indizes können einerseits als Anlageuniversum für aktive Anlagestrategien genutzt werden. Andererseits eignen sie sich auch für passive Strategien, die mittels Indexfonds umgesetzt werden.

### KAPITEL 20

#### Transparenz zu nachhaltigen Anlagen

- Das Schaffen von Transparenz ist mit Aufwand verbunden, erzeugt jedoch Glaubwürdigkeit und Legitimation durch geringere Reputationsrisiken.
- Es gibt keinen definierten, allgemeingültigen Standard für eine Berichterstattung zu nachhaltigen Anlagen. Dies bietet aber auch Spielraum für eine auf die eigenen Bedürfnisse ausgerichtete Lösung.

## TEIL IV SCHRITTE ZUR UMSETZUNG

### KAPITEL 21

#### Definition und Impelementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik – eine praktische Anleitung

- Für die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik gibt es kein einheitliches Rezept, sondern diverse Ansätze mit unterschiedlichen Zielsetzungen und verschiedenen Wirkungen.
- In Abhängigkeit von der Hauptmotivation kann für jede Assetklasse der geeignete Ansatz bestimmt werden.
- Die Umsetzung kann sowohl intern erfolgen als auch an externe Dienstleister übertragen werden.
- In beiden Fällen ist ein regelmässiges Monitoring der Resultate sinnvoll. Durch eine Berichterstattung zur nachhaltigen Anlagepolitik kann das Engagement auch gegenüber verschiedenen Anspruchsgruppen sichtbar gemacht werden

## VERZEICHNIS FALLSTUDIEN

### Velux Stiftung 32

Eine Stiftung verstärkt ihre Wirkung durch nachhaltige Anlagen.

### Eltaver AG 36

Ein Family Office bringt die Anlagen in Einklang mit den Familienwerten.

### Zurich Insurance Group 48

Eine Versicherung integriert Nachhaltigkeitskriterien breit in ihre Anlageprozesse.

### Pensionskasse Stadt Zürich 52

Eine öffentlich-rechtliche Pensionskasse betätigt sich auch bei ausländischen Firmen als aktive Aktionärin.

### Pensionskasse des Bundes PUBLICA 58

Die Bundespensionskasse schliesst sich mit anderen bundesnahen Investoren zusammen für Engagement und Ausschluss.

### CAP Prévoyance 60

Eine öffentlich-rechtliche Pensionskasse richtet ihre Anlagen auf eine langfristige, nachhaltige Entwicklung aus.

### Nest Sammelstiftung 88

Eine Pionierin in nachhaltigem Anlegen legt einen verstärkten Fokus auf die CO<sub>2</sub>-Intensität ihrer Portfolios.

### Personalvorsorge Swissport 94

Eine private Pensionskasse lässt ein massgeschneidertes passives Produkt entwickeln.

In der über 20-jährigen Geschichte von nachhaltigen Anlagen<sup>1</sup> in der Schweiz ist ein vielfältiges und breites Angebot entstanden, welches Produkte und Dienstleistungen für fast alle Assetklassen, Regionen und Ansätze umfasst. Diese Anlagen haben bewiesen, dass sie bezüglich Rendite und Risiko den herkömmlichen Anlageprodukten in nichts nachstehen, während sie in einem Anlageportfolio vielfach für bessere Diversifikation sorgen. Gleichzeitig leisten sie einen Beitrag dazu, die Wirtschaft auf einen nachhaltigeren Kurs zu bringen.

**Für institutionelle Investoren gibt es verschiedene Gründe, weshalb sie Nachhaltigkeitsaspekte bei ihren Investitionen berücksichtigen.**

**Die drei wichtigsten sind**

- die Einhaltung allgemein anerkannter internationaler und nationaler Normen bzw. spezifischer Werte der eigenen Organisation im Rahmen der Anlagetätigkeit,
- die Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles der Anlagen und
- die Förderung einer nachhaltigen Entwicklung/Wirtschaft.

Immer mehr Anleger, die Geld treuhänderisch für Dritte verwalten, haben aus einem oder mehreren der genannten Gründe ihre Anlagepolitik mit Nachhaltigkeitskriterien ergänzt.<sup>2</sup>

In vielen europäischen Ländern wurden in jüngster Zeit neue regulatorische Vorschriften zum Thema aufgestellt. Mit der VegüV<sup>3</sup> wurde auch in der Schweiz erstmals eine Verordnung implementiert, welche die aktive Stimmrechtsausübung zu bestimmten Themen für Pensionskassen obligatorisch macht. Der Druck von verschiedenen Stakeholdern nimmt stetig zu. Beispiele sind NGOs, welche die Verantwortung grosser Anleger betonen, oder Versicherte, die wünschen, dass ihre Pensionskasse verantwortungsvoll anlegt.

In der Schweiz kommt der Selbstregulation in vielen Bereichen eine hohe Bedeutung zu, so auch bei nachhaltigen Investments. Nicht zuletzt aus dem Bedürfnis, eine nachhaltige Anlagepolitik selbstbestimmt zu definieren und in der Umsetzung möglichst flexi-

bel zu bleiben, haben schon einige Schweizer institutionelle Anleger eine solche implementiert. Viele mehr haben in ihren Leitungsgremien erste Diskussionen dazu geführt, ob und wie ein solcher Schritt erfolgen könnte.

Klar ist: In der Schweiz ist viel Knowhow zum Thema vorhanden und wer einen entsprechenden Weg beschreitet, steht längst nicht mehr alleine da. Für einen Investor, der sich vertieft mit diesem Thema zu beschäftigen beginnt, mag die bestehende Vielfalt eher abschreckend wirken. Schliesslich ist es nicht ganz einfach, sich ein Bild zu den verschiedenen Ansätzen zu verschaffen und zu entscheiden, welche davon sich für die eigene Organisation am besten eignen.

Der Wunsch nach Begriffsklärungen und ordnender Übersicht zum Thema wurde verschiedentlich an Swiss Sustainable Finance (SSF) herangetragen, sowohl von SSF-Mitgliedern als auch von anderen institutionellen Anlegern. Das vorliegende Handbuch soll diesem Anspruch gerecht werden und einen breiten, allgemein verständlichen Überblick zu nachhaltigen Anlagen bieten, wie sie heute in der Schweiz und anderswo getätigt werden.

Hauptzielpublikum des Handbuchs sind Vertreterinnen und Vertreter institutioneller Anleger wie Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices, welche in ihrer Organisation die Diskussion über die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik anstossen wollen oder den Auftrag haben, eine solche zu entwickeln. Die Publikation richtet sich also genauso an Stiftungsräte wie an Geschäftsführer von institutionellen Anlegern, an Anlagespezialistinnen gleichermaßen wie an Personen, die zwar durch ihre Aufsichtsfunktion mit Anlagestrategien konfrontiert sind, sich aber nicht täglich mit diesem Gebiet beschäftigen.

Das Handbuch ist in vier Teile gegliedert:

**TEIL I Kontext nachhaltiger Anlagen**, beschreibt die Entwicklungen bei institutionellen Anlegern in der Schweiz zu diesem Thema. Ein Kapitel geht auf die wichtige Frage ein, wie sich die Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien auf die Performance eines Anlageportfolios auswirkt. Und schliesslich wird die regulatorische Entwicklung in wichtigen europäischen Ländern (inklusive der Schweiz) beschrieben.

**TEIL II verschiedene Ansätze nachhaltiger Anlagen**, ist der Hauptteil. Darin werden alle heute gängigen Ansätze nachhaltiger Anlagen erklärt und ihre Wirkungsweise erläutert. Weiter beschreibt der Teil spezifische nachhaltige Anlagenklassen, die zunehmend an Bedeutung gewinnen.

**TEIL III Spezialthemen**, geht auf Querschnittsthemen ein, die für alle nachhaltigen Anlagen von Bedeutung sind. Dazu zählt die Frage, wie sich der Klimawandel und dagegen ergriffene Massnahmen auf Anlageportfolios auswirken und wie solche Auswirkungen messbar gemacht werden können. Ein Kapitel widmet sich der Frage, welche Rolle Indizes für nachhaltiges Anlegen spielen. Und schliesslich wird aufgezeigt, welche Bedeutung eine transparente Berichterstattung für nachhaltige Anlagestrategien hat.

**TEIL IV Schritte zur Umsetzung**, ist vielleicht der wichtigste Teil des Handbuchs. Darin wird in Rezeptbuch-Manier beschrieben, wie eine nachhaltige Anlagepolitik definiert und implementiert werden kann. Von der Bestimmung der Hauptmotivation über die Definition der Anlagepolitik bis hin zur Umsetzung der Strategie werden wesentliche Schritte beschrieben und verschiedenen Akteuren innerhalb einer Organisation zugeordnet.

Verteilt über die vier Teile finden sich **Fallstudien**, welche Einblick geben in die Umsetzung von nachhaltigen Anlagestrategien bei verschiedenen institutionellen Investoren. Die Beispiele umfassen

verschiedene Pensionskassen sowie je eine Versicherung, Stiftung und ein Family Office und zeichnen ein vielfältiges Bild von verschiedenen Wegen, eine nachhaltige Anlagepolitik zu implementieren.

Wie jedes Fachgebiet hat auch das Thema nachhaltige Anlagen eigene Terminologien ausgebildet, die – um es noch komplizierter zu machen – auch vielfach abgekürzt werden. Ein kurzes **Glossar** am Ende des Handbuchs erläutert die wichtigsten Begriffe. Eine ausführlichere Version davon findet sich auf der SSF-Website und wird dort auch regelmässig aufdatiert.<sup>4</sup>

Der grosse Umfang des Handbuchs illustriert eindrücklich, dass nachhaltige Anlagen einen reifen Markt bilden. Generell ist die Idee, dass die vorliegende Publikation wie ein Nachschlagewerk verwendet wird und sich folglich jede Leserin und jeder Leser<sup>5</sup> diejenigen Kapitel herauspicks, die für sie oder ihn am relevantesten sind. Das einleitende Kapitel zum Teil II, Einführung zu verschiedenen Ansätzen nachhaltiger Anlagen, zeigt auf, welche Ansätze sich auf welche Assetklassen anwenden lassen, und mag bei der Priorisierung behilflich sein. SSF wünscht eine spannende Lektüre und viel Vergnügen beim Entdecken der Strategie, die zur eigenen Organisation am besten passt.

<sup>1</sup> Definition «nachhaltige Anlagen» siehe Glossar S.114

<sup>2</sup> Siehe Kapitel 21 für Hintergrundinformationen zur Bestimmung der Hauptmotivation

<sup>3</sup> Bundesrat (2014). Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften. <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20132519/index.html>

<sup>4</sup> Swiss Sustainable Finance (2016). Glossar. [http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary-\\_content---1--3077.html](http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary-_content---1--3077.html)

<sup>5</sup> In den übrigen Kapiteln wird zugunsten besserer Lesbarkeit oft auf die Nennung der weiblichen oder männlichen Form verzichtet und stattdessen nur eine der beiden genannt.



# KONTEXT NACHHALTIGER ANLAGEN

- 3 Nachhaltige Anlagen und institutionelle Investoren in der Schweiz – Überblick zu Stand und Entwicklung
- 4 Die Performance nachhaltiger Anlagen – eine Übersicht akademischer Studien
- 5 Entwicklung des regulatorischen und gesetzlichen Umfelds nachhaltiger Anlagen

# 3 NACHHALTIGE ANLAGEN UND INSTITUTIONELLE INVESTOREN IN DER SCHWEIZ

## Überblick zu Stand und Entwicklung

JEAN LAVILLE | Stellvertretender Geschäftsleiter, Swiss Sustainable Finance

Nachhaltige und verantwortungsvolle Anlagen gewinnen für institutionelle Anleger in der Schweiz zunehmend an Bedeutung.<sup>1</sup> Ein diesbezüglicher Meilenstein war im Jahr 2015 die Gründung des Schweizer Vereins für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (SVVK-ASIR), in dem verschiedene institutionelle Anleger von nationaler Bedeutung (wie compenswiss, PUBLICA, Pensionskasse Post) zusammengeschlossen sind. Ausserdem hat der Verband der Schweizer Förderstiftungen, SwissFoundations, einen Governance Code herausgegeben, in dem er seinen Mitgliedern empfiehlt, das Konzept der Nachhaltigkeit bei ihren Vermögensverwaltungsaktivitäten zu berücksichtigen.

### Zunehmende Formalisierung

Diesen Initiativen vorangegangen waren Gesetzesänderungen der Kantone Genf (2014) und Waadt (2015), die für ihre jeweiligen Pensionskassen Ziele zur Förderung einer nachhaltigen Entwicklung und Anwendung verantwortungsvoller Investitionen gesetzlich festgeschrieben haben. Durch diese legislativen Schritte sind die Pensionskassen gezwungen, die politischen Beschlüsse formal in ihre Anlage Richtlinien aufzunehmen und eine Charta für verantwortungsvolles Investment aufzustellen. Auch bei Stiftungen führen solche Leitpapiere oftmals dazu, dass sie ihre Werte und Ziele in formale Prozesse übersetzen, um ihre Nachhaltigkeitsziele auch in der Vermögensverwaltung zu reflektieren und dabei auf die Risiko- und Renditeprofile der Institutionen abzustimmen.

### Ein neuer Blickwinkel auf die Performance

Möglich wurde diese Entwicklung dadurch, dass Branchenakteure einen neuen Blick auf den Einfluss verantwortungsvoller Investitionen auf die finanzielle Performance gewonnen haben. Immer mehr akademische und praktische Studien zeigen, dass ein integrativer Investitionsansatz unter Einbeziehung von Umwelt-, Sozial- und Governance (ESG) -Kriterien Ergebnisse liefert, die denen traditioneller Anlagen in nichts nachstehen.<sup>2</sup> Diese eindeutige Aussage zu den finanziellen Perspektiven eines nachhaltigen Anlageansatzes vereinfacht zweifelsohne die Entscheidungsfindung der für die Anlagestrategien zuständigen Gremien. Im Falle einer aktiven Vermögensverwaltung muss die Titelauswahl dennoch mit grosser Sorgfalt erfolgen, ist

doch eine Integration von ESG-Kriterien noch kein Garant für eine marktgerechte Wertentwicklung. Generell wird das Angebot an Anlageprodukten, bei denen die ESG-Kriterien eine wesentliche Rolle spielen, immer grösser. Dadurch steht eine immer grössere und qualitativ bessere Auswahl aussichtsreicher Investments zur Verfügung.

### Überprüfung der treuhänderischen Sorgfaltspflicht

Die Ansicht, dass sich ESG-Faktoren kurz-, mittel- und langfristig auf Unternehmensergebnisse auswirken, wird von immer mehr Vertretern aus Wissenschaft und Finanzwelt geteilt. Zunehmend setzt sich daher die Erkenntnis durch, dass ESG-Faktoren von den Pensionskassen im Rahmen ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht bei den Anlagen unbedingt zu berücksichtigen sind, um ihren Mitgliedern angemessene Renten zahlen zu können. Ein wesentlicher Impuls für die Aufnahme der ESG-Kriterien war sicherlich die Debatte infolge eines 2005 von der Kanzlei Freshfields veröffentlichten Berichts<sup>3</sup>, dessen Aussagen 2015 in einem Follow-up bestätigt wurden. Für viele Branchenakteure ist die Diskussion beendet: Heute bedeutet treuhänderische Sorgfaltspflicht, dass institutionelle Vermögensverwalter die ESG-Faktoren ausdrücklich in ihrer Anlagestrategie berücksichtigen, sofern sich diese erwiesenermassen auf die langfristige finanzielle Entwicklung eines Unternehmens auswirken. Einige Länder haben diesen Ansatz bereits gesetzlich verankert. In Frankreich beispielsweise sind bestimmte Investorengruppen gesetzlich dazu verpflichtet darzulegen, inwieweit ESG-Kriterien in ihre Anlagestrategien eingeflossen sind.

### Breite Palette an nachhaltigen Ansätzen

Die Idee des nachhaltigen Anlegens beschränkte sich zunächst auf Aktien. Mittlerweile ist das Spektrum wesentlich breiter und umfasst alle wichtigen Anlageklassen, darunter auch Unternehmens- und Staatsanleihen, Immobilien sowie Private Equity. Schon seit den frühen 2000er Jahren, als die ersten Anlagefonds mit den Schwerpunkten Wasser, erneuerbare Energien, Forst- und Landwirtschaft aufkamen, zählen auch thematische Ansätze dazu. Diese thematischen Anlagen haben sich unterschiedlich entwickelt, aber langfristige Engagements im Thema Wasser haben den Weltaktienmarkt auf risi-



kobereinigter Basis beispielsweise hinter sich gelassen. Im sozialen Bereich entstanden zu Beginn dieses Jahrhunderts überdies die ersten Mikrofinanzfonds, die ihr Fondsvermögen in Mikrofinanzinstitute investieren, welche in Schwellen- und Entwicklungsländern aktiv sind. Diese haben aufgrund ihrer stabilen Erträge und ihrer «sozialen Rendite» vermehrt das Interesse von Pensionskassen geweckt. Zurzeit entfällt ein Drittel der entsprechenden Investments auf die Schweiz.<sup>4</sup> Langfristig orientierte Anleger, die über Erfahrung mit weniger liquiden Instrumenten verfügen (Private Equity), interessieren sich derzeit verstärkt für Entwicklungsinvestitionen, die über die finanzielle Rentabilität hinaus einen unmittelbaren sozialen und ökologischen Beitrag leisten.

Für Marktakteure, die einen nachhaltigen Ansatz verfolgen, ist es heutzutage unumgänglich, auch Stimmrechte aktiv auszuüben und dabei ESG-Kriterien zu berücksichtigen. Hinzu kommt, dass institutionelle Investoren (alleine oder als Mitglieder eines Pools) in ihrer Rolle als Aktionäre vermehrt einen Dialog zu ESG-Themen mit den in ihren Portfolios vertretenen Grossunternehmen suchen. Dahinter steckt der Wunsch, die langfristige Wertentwicklung ihrer Anlagen zu steigern und gleichzeitig die Unternehmen anzuregen, ihre Nachhaltigkeitsstandards zu verbessern.

Die Minder-Initiative hat das Verhalten der Pensionskassen durch die Verankerung einer verfassungsrechtlichen Pflicht zur Stimmrechtsausübung betreffend der Vergütungspolitik massgeblich beeinflusst. Diese sind verpflichtet, sich zu den Vergütungsplänen systematisch zu äussern, um übermässige Entlohnungen zu unterbinden. Für Pensionskassen, die schon vorher einen nachhaltigen Investitionsansatz verfolgten, stellt das Gesetz nur eine Bestätigung bereits gängiger Praktiken dar.

### Ein Wachstumsmarkt

Während Schweizer Pensionskassen in den vergangenen Jahren insgesamt nur geringfügig in nachhaltige Anlagen investiert haben, war hingegen global ein gesteigertes Interesse seitens der grossen Pensionsfonds zu beobachten. Der Erfolg der Investoreninitiative «Principles for Responsible Investment» (PRI) zeigt unter den institutionellen Anlegern weltweit eine Konvergenz auf drei Ebenen:

ESG-Kriterien als integraler Bestandteil von Investments, aktive Stimmrechtsausübung und Förderung von Initiativen zur Ausweitung des Aktionärsdialogs.

Die in der jüngeren Vergangenheit beobachtete Formalisierung einer nachhaltigen Anlagepolitik bei wichtigen institutionellen Akteuren in der Schweiz steht für ein zunehmendes Bewusstsein für Nachhaltigkeit. Durch vermehrte Informationen zur positiven Wirkung nachhaltiger Anlagen verursachen auch die Medien einen erhöhten Druck (unter anderem auf die SNB), was deren Akzeptanz in der breiten Öffentlichkeit steigert.

Eine 2016 von Swiss Sustainable Finance und Forum Nachhaltige Geldanlagen durchgeführte Marktstudie zu nachhaltigen Anlagen in der Schweiz hat ergeben, dass vermehrt in Strategien investiert wird, bei denen die ESG-Kriterien mit einfließen. Aktuell verwalten schweizerische Asset Manager nachhaltige Vermögen im Umfang von CHF 136,7 Milliarden (was einem Wachstum von 92 Prozent entspricht). Aus der Studie geht ausserdem hervor, dass die institutionelle Anleger intern nachhaltige Anlagen in Höhe von CHF 55,2 Milliarden verwalten, was verdeutlicht, wie sehr das Interesse an nachhaltigen Investitionen in der Schweiz zunimmt.

<sup>1</sup> Zaki, M. & Guertchakoff, S. (2016). L'investissement durable séduit les caisses de pension. Bilan (26.07.2016). Abrufbar unter : [http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/linvestissement-durable-a-plus-damis?utm\\_content=buffer5375d&utm\\_medium=social&utm\\_source=twitter.com&utm\\_campaign=buffer](http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/linvestissement-durable-a-plus-damis?utm_content=buffer5375d&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer)

<sup>2</sup> Swiss Sustainable Finance. (2016). Performance of Sustainable Investments. Evidence and Case Studies. Abrufbar unter: [http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2016\\_06\\_30\\_sustainableInvestment\\_Performance.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2016_06_30_sustainableInvestment_Performance.pdf)

<sup>3</sup> PRI, generation foundation & UNEP FI. (2015). Fiduciary Duty in the 21st Century. Erhältlich unter: <http://www.fiduciaryduty21.org/index.html>

<sup>4</sup> Symbiotics. (2015). 2015 Microfinance Investment Vehicles Survey. Market Data & Peer Group Analysis. Erhältlich unter: <https://microfinancegateway.org/library/2015-microfinance-investment-vehicles-survey-market-data-peer-group-analysis>

# 4 DIE PERFORMANCE NACHHALTIGER ANLAGEN

## Eine Übersicht akademischer Studien

ALEXANDER ZANKER | Senior ESG/Quant Strategist, LGT Capital Partners

### Warum ESG-Faktoren von Belang sind

Seit sich nachhaltige Anlagen von einer ethischen Nischenerscheinung hin zu einer breit angewandten Anlagephilosophie entwickelt haben, stellt sich für Wissenschaftler und Asset Owner gleichermaßen die Frage, ob die Berücksichtigung von ESG-Faktoren die Anlageperformance beeinflusst. Auf akademischer Seite befassen sich Studien – aufgrund der Datenverfügbarkeit – mehrheitlich mit Aktienanlagen, wobei hauptsächlich der Einfluss von ESG-Faktoren auf folgende drei Aspekte untersucht wird:

- Bilanzentwicklung von Unternehmen
- Kapitalkosten von Unternehmen
- Performance börsenkotierter Aktien

Dieser Beitrag legt den Schwerpunkt auf die Performance von Einzeltiteln und Portfolios gemessen an den finanziellen Renditen. Dabei wird zunächst aufgezeigt, warum sich die Berücksichtigung von ESG-Faktoren auf die Rendite auswirken dürfte, gefolgt von einer Präsentation der empirischen Erkenntnisse.

Einer der Grundpfeiler der klassischen Finanzanalyse ist die Vorstellung, dass die Rendite von Finanzanlagen ausschliesslich durch ihr Exposure in nicht diversifizierbaren Wirtschaftsrisiken, also z.B. zum Gesamtkonsum, bestimmt wird. Heutzutage werden auch andere Faktoren berücksichtigt, beispielsweise im bekannten Fama-French-Dreifaktorenmodell (welches das Verhältnis von Buchwert zu Marktwert sowie die Marktkapitalisierung berücksichtigt) oder in anderen Modellerweiterungen. Allgemein wird hier davon ausgegangen, dass die erwarteten Renditen durch das Exposure in den verschiedenen Faktoren bedingt sind, sodass die auf Grundlage

dieser Faktoren erstellten Modelle Anlegern ermöglichen, ein Portfolio zusammenzustellen, das die höchstmögliche Diversifizierung für eine bestimmte erwartete Rendite bietet.

Vor diesem Hintergrund hätten der Ausschluss bestimmter Anlage-segmente aufgrund von ESG-Erwägungen oder die Verwendung anderer Informationen als den entsprechenden Faktoren zur Formulierung von Ertragserwartungen ein suboptimales Portfolio zur Folge, das bezogen auf eine vorgegebene erwartete Rendite ein unnötig hohes Risiko aufweisen würde.

Dieses Argument lässt sich nicht ohne Weiteres entkräften. Was sind also mögliche Gründe, warum die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei den Ertragserwartungen doch von Vorteil sein könnte?

### Das «G»: Governance – gute Unternehmensführung

Kapitalgeber leiden üblicherweise unter der Tatsache, dass bei der Verwendung der von ihnen bereitgestellten Mittel Vertreter in ihrem Namen handeln (d.h. Management-Teams bei Unternehmen und Regierungen bei Staatsanleihen). Der Begriff Governance umfasst jene Massnahmen, die sicherstellen, dass diese Vertreter im besten Interesse der Anleger agieren und nicht in ihrem eigenen Interesse. Bewerten die Finanzmärkte die von den verschiedenen Governance-Ebenen implizierten Vertretungskosten nicht korrekt, könnte der Fokus auf eine starke Governance zu überlegenen Renditeerwartungen führen. Dies lässt sich durchaus empirisch belegen.<sup>1,2</sup>

### Das «E» und «S»: Umwelt- («environmental») und soziale Themen

Folgt man einer simplen Logik, würde die Umsetzung hoher ökologischer und sozialer Standards zu höheren Kosten und somit zu einer

geringeren Rentabilität eines Unternehmens führen. Zudem legt das Wohlfahrtstheorem nahe, dass die Gewinnmaximierung eine Maximierung des sozialen Wohlergehens als Ganzes nach sich ziehen dürfte. Dies wäre ohne Externalitäten in der Tat der Fall. Werden für Umwelt- oder soziale Schäden anfallende Kosten nicht oder unzureichend bewertet und von den Verursachern getragen, besteht für Unternehmen die Gefahr höherer Kosten, sollten sie von regulatorischer oder rechtlicher Seite dazu gezwungen sein, diese externen Faktoren zu internalisieren. Zudem besteht ein Prozessrisiko in Zusammenhang mit Umwelt- oder sozialen Schäden. Bewerten die Märkte auch diese Risiken falsch, könnte die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte bei der Beurteilung der Ertragserwartungen zu besseren Ergebnissen führen.

Gerade bei Umweltthemen gelangen mehrere Studien zu der Erkenntnis, dass ökologische Performance oder Ereignisse und die nachfolgende Aktienperformance positiv miteinander korreliert sind.<sup>314</sup> Es sollte berücksichtigt werden, dass aufgrund der Auswirkungen der globalen Klimaerwärmung und der damit verbundenen anstehenden Regierungsmassnahmen «unerforschtes Terrain» betreten wird, da es in den von den genannten Studien abgedeckten Untersuchungszeiträumen kein vergleichbares Thema im Hinblick auf Folgen und Umfang gibt.

Soziale Themen könnten ebenso mit der Performance eines Unternehmens in Verbindung stehen, da ein gutes soziales Verhalten den Ruf eines Unternehmens bei Kunden und Mitarbeitenden verbessert sowie die Zufriedenheit Letzterer steigert. Zufriedenere Mitarbeitende senken Kosten, da entsprechende Unternehmen in der Regel eine geringere Fluktuation, weniger Betrugsfälle und eine höhere Produktivität aufweisen. Wenn die Märkte den Einfluss dieser Effekte nicht korrekt beurteilen, könnte auch eine gute Sozial-

performance zu besseren Ertragserwartungen führen. Mehrere Abhandlungen, die den Einfluss der Mitarbeiterzufriedenheit auf die nachfolgende Aktienperformance untersuchen, belegen eine positive Korrelation zwischen den beiden Variablen.<sup>516</sup>

### **Generelle empirische Beweise**

Im vorstehenden Abschnitt wurden bereits einige empirische Beweise zum positiven Verhältnis zwischen der Performance oder den Massnahmen von Unternehmen bei bestimmten ESG-Themen und den nachfolgenden Aktienerträgen hervorgehoben. Ein weiteres Forschungsgebiet ist die Beziehung zwischen den gesamten ESG-Massnahmen und den Aktienkursen. Neben den Untersuchungen auf Unternehmensebene lässt sich auch die Performance von Portfolios oder Fonds, die bei ihrer Anlagepolitik einen ESG-Schwerpunkt setzen, gegenüber breiteren Vergleichsgruppen analysieren. Eine dritte, eher begrenzte Quelle leicht zugänglicher Performanceinformationen sind ESG-Indizes, welche mit gewöhnlichen Benchmarks verglichen werden können. Im Hinblick auf ESG-Gesamtratings besteht eine Herausforderung darin, aussagekräftige Gesamtkriterien zu ermitteln, die zur Bestimmung der ESG-Performance im entsprechenden Kontext herangezogen werden. An dieser Stelle sind zwei äusserst sorgfältige Studien zu nennen. Die erste Abhandlung<sup>7</sup> versucht, bei der Zusammenstellung aggregierter ESG-Indikatoren für Einzeltitel den Fokus ausschliesslich auf wesentliche ESG-Themen zu richten. Dabei werden die vom Sustainability Accounting Standards Board (SASB) festgelegten wesentlichen Kriterien für die unterschiedlichen Branchen zugrunde gelegt. Es lässt sich eindeutig belegen, dass Aktien von Unternehmen mit guter Performance bei wesentlichen ESG-Fragen Aktien von Unternehmen mit schwächerer ESG-Performance übertreffen.

---

### **Schneiden «Sin Stocks» überdurchschnittlich ab?**

Will man Schlüsse aus Studien ziehen – dies gilt besonders auf Einzeltitelebene –, muss die Gestaltung der Studie kritisch dahingehend beurteilt werden, ob sie tatsächlich in der Lage ist, die entsprechende Beziehung isoliert zu betrachten. Ein Beispiel ist die berühmte Abhandlung zu «Sin Stocks», die nachweist, dass Aktien, welche von vielen Anlegern gemieden werden (Titel mit Bezug zu Tabak, Alkohol und Glücksspiel), höhere Renditen erzielen als vergleichbare andere Aktien.<sup>8</sup> Diese Aussage wurde kürzlich einer Prüfung unterzogen, und man hat festgestellt, dass ein grosser Teil der zuvor ausgewiesenen Performanceunterschiede scheinbar darauf zurückzuführen ist, dass gleichgewichtete mit wertgewichteten Portfolios verglichen wurden, wodurch der wohlbekanntere Grösseneffekt zum Teil mit in die Messung eingeflossen ist. Die Gestaltung der ursprünglichen Studie erscheint zwar nicht übermässig verzerrt.<sup>9</sup> Das Beispiel verdeutlicht aber, dass Schlussfolgerungen aus empirischen Daten mit Vorsicht zu geniessen sind.

## Abbildung 1: ZUSAMMENFASSUNG DER ERKENNTNISSE AKADEMISCHER STUDIEN ZUM VERHÄLTNISS ZWISCHEN ESG- UND FINANZIELLER PERFORMANCE

### Verhältnis der ESG-Performance zu anderen Faktoren

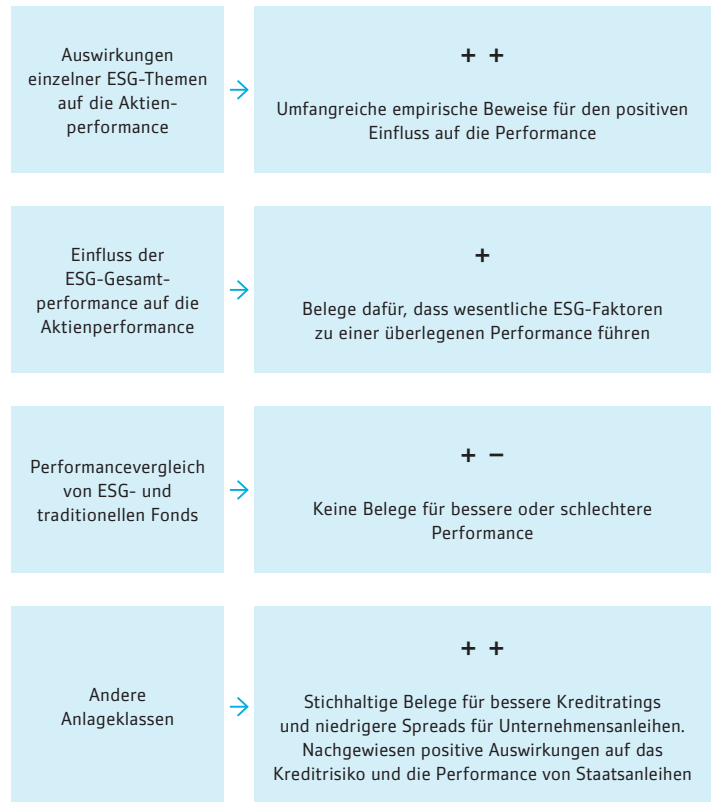
Die zweite Research-Publikation befasst sich mit der Analyse der Performance globaler Aktienportfolios mit ESG-Schwerpunkt gegenüber einem globalen Referenzindex. Zwar arbeiten die Autoren für MSCI (ebenfalls ein ESG-Datenlieferant), was sich auf die Glaubwürdigkeit der Ergebnisse auswirken könnte. Die Abhandlung weist aber trotzdem ein äusserst interessantes Merkmal auf: Die Portfolioperformance wird mittels eines Risiko-Rendite-Modells analysiert, das eine Reihe von anderen Faktoren, welche die Aktienerträge nachweislich begünstigen (z. B. Grösse und Bewertung), mit einschliesst und dadurch umfangreiche Erkenntnisse darüber liefert, wie viel der ESG-Portfolioperformance auf diese Faktoren entfällt. Die Ergebnisse dieser Analyse sind sehr interessant:

- Das ESG-Portfolio weist eine überdurchschnittliche jährliche Performance von 1,1 Prozent auf, wovon 0,76 Prozent auf Stilfaktoren entfallen und 0,43 Prozent aktienspezifische Erträge darstellen (weitere -0,1 Prozent entfallen auf Länder- und Währungseffekte).
- Die Ergebnisse für die einzelnen Anlagestile deuten darauf hin, dass Aktien mit höheren ESG-Ratings ein tendenziell niedrigeres aktienspezifisches Risiko, eher eine mittlere Marktkapitalisierung und zudem höhere Bewertungen aufweisen.

Dies verdeutlicht, dass ein hohes Mass an ESG-Performance mit anderen Merkmalen verbunden ist, aber auch zu besseren Erträgen auf Einzeltitelebene führen kann.

### Untersuchungen zu ESG-Fonds

Die Performance von ESG- bzw. nachhaltigen Anlagefonds im Vergleich zu herkömmlichen Fonds wurde bereits in einer Vielzahl von Studien behandelt.<sup>10|11</sup> Die meisten Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Erträge nachhaltiger Fonds nicht wesentlich von denen herkömmlicher Fonds abweichen. Daraus lässt sich schliessen, dass ESG-Fonds ihren konventionellen Vergleichsprodukten im Hinblick auf die risikobereinigte Performance in nichts nachstehen. Dies wirft die Frage auf, warum es so viel Schwierigkeiten bereitet, den nachgewiesenen positiven Zusammenhang zwischen überlegener ESG-Performance und besseren Aktienerträgen in eine überdurchschnittliche Wertentwicklung auf Fondsebene umzusetzen.



Quelle: LGT Capital Partners (2016)

Dafür gibt es mehrere mögliche Gründe:

- Die Fondsrenditen beinhalten selbstverständlich auch die Ergebnisse einer auf Fundamentaldaten basierenden Titelauswahl, sodass hier nicht nur der Einfluss der verwendeten ESG-Analyse deutlich wird.
- Viele Studien befassen sich mit dem US-Markt und schliessen Renditen mit ein, die weit in der Vergangenheit liegen. Daher könnten ihre nachhaltigen Anlagekonzepte, die einen Fokus auf Ausschlüsse sowie stärker ethisch geprägte Aspekte aufweisen, möglicherweise als «altmodisch» angesehen werden.

Insgesamt zeigen die empirischen Ergebnisse jedoch deutlich, dass nachhaltige Anlagen keine Einbussen bei der finanziellen Performance nach sich ziehen. Es ist daher möglich, eine positive Wirkung zu erzielen, die Reputationsrisiken zu mindern und gleichzeitig angemessene Erträge zu erwirtschaften.

## Andere Anlageklassen

Bislang lag der Fokus auf Aktienanlagen, da ESG-Daten zu Aktien verglichen mit anderen Anlageklassen am leichtesten zugänglich sind und für längere Zeiträume zur Verfügung stehen. Da ESG-Daten oftmals auf Unternehmensebene verfügbar sind, können sie auch für Unternehmensanleihen herangezogen werden. Die Performanceanalyse erweist sich für diese Anlageklasse allerdings als wesentlich schwieriger. Dennoch gibt es auch hier zahlreiche Belege dafür, dass eine überlegene ESG-Performance mit einem besseren Kreditrating und niedrigeren Spreads einhergeht.<sup>12|13|14</sup> Auch für Staatsanleihen konnte nachgewiesen werden, dass sich die ESG-Performance positiv auf das Kreditrisiko und die Performance auswirkt.

## Fazit

Insgesamt gibt es zahlreiche wissenschaftliche Belege für den positiven Einfluss von ESG-Parametern auf die Renditen finanzieller Vermögenswerte (siehe Abb.1). Die Umsetzung dieser Erkenntnisse in eine bessere Portfolioperformance führt allerdings zu eher gemischten Ergebnissen. Im Grossen und Ganzen ist es möglich, Portfolios mit überlegenen ESG-Merkmalen zusammenzustellen und dabei gleichzeitig marktgerechte Risiko-Rendite-Profile zu erzielen. Künftig sind im Hinblick auf ESG-Themen weitere regulatorische Massnahmen zu erwarten, was zu latenten Risiken bei Unternehmen mit schwacher ESG-Performance führt, die sich spürbar negativen wirtschaftlichen Auswirkungen gegenübersehen könnten. Die Aufnahme einer fundierten Analyse von ESG-Themen in den Anlageprozess dürfte daher im besten Interesse der Anleger sein, auch im Hinblick auf ihre treuhänderische Pflicht gegenüber den eigentlichen Asset Ownern.

### Weiterführende Unterlagen

- Renneboog, L. D. R., Ter Horst, J. R., & Zhang, C. (2007). Socially Responsible Investments: Methodology, Risk and Performance. CentER Discussion Paper, 2007.
- Fulton, M., Kahn, B. M., & Sharples, C. (2012). Sustainable investing: Establishing long-term value and performance. Erhältlich unter SSRN 2222740.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. Erhältlich unter SSRN 2508281.
- Kleine, J., Krautbauer, M., & Weller, T. (2013). Nachhaltige Investments aus dem Blick der Wissenschaft: Leistungsversprechen und Realität, Analysebericht. Research Center for Financial Services der Steinbeis Hochschule Berlin, Berlin.

- 1 Cremers, K. J., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- 2 Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104.
- 3 Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value?. *Management science*, 46(8), 1059–1074.
- 4 Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51–63.
- 5 Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640.
- 6 Edmans, A., Li, L., & Zhang, C. (2014). Employee satisfaction, labor market flexibility, and stock returns around the world (No. w20300). National Bureau of Economic Research.
- 7 Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- 8 Adamsson, H., & A. Hoepner. (2015). The «price of sin» aversion: ivory tower or real investable alpha?. Working paper.
- 9 Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2015). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*.
- 10 Statman, M. (2000). Socially responsible mutual funds (corrected). *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30–39.
- 11 Seitz, J. (2010). Nachhaltige Investments: eine empirisch-vergleichende Analyse der Performance ethisch-nachhaltiger Investmentfonds in Europa. Diplomica Verlag.
- 12 Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693.
- 13 Bauer, R., Derwall, J., & Hann, D. (2009). Employee relations and credit risk. Erhältlich unter SSRN 1483112.
- 14 Bauer, R., & Hann, D. (2010). Corporate environmental management and credit risk. Erhältlich unter SSRN 1660470.

# 5 ENTWICKLUNG DES REGULATORISCHEN UND GESETZLICHEN UMFELDS NACHHALTIGER ANLAGEN

DR. AGNES NEHER | Sustainability Manager, Bank J.Safra Sarasin

## Überblick über das regulatorische Umfeld

Im Hinblick auf die «harte» Regulierung im Bereich nachhaltige Anlagen haben sich die europäischen Märkte sehr unterschiedlich entwickelt. Zwar verfügen 13 europäische Länder über gewisse Regulierungsvorschriften (siehe Abb.2), ihr Geltungsbereich unterscheidet sich allerdings deutlich. Während einige Länder, darunter Österreich, Deutschland und Spanien, ihren Schwerpunkt auf die obligatorische Offenlegung von Pensionskassen legen, gehen andere Länder wie Schweden, Frankreich oder die Niederlande sogar noch einen Schritt weiter. In diesen Ländern gelten zusätzliche Regelungen im Hinblick auf Waffenfinanzierungen oder die obligatorische Berücksichtigung von ESG-Themen im Anlageprozess staatlicher Pensionskassen.

Neben harten Gesetzen besteht auch eine Vielzahl an «weichen» oder freiwilligen Richtlinien<sup>1</sup> wie z. B. der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance. Darüber hinaus gibt es auch Initiativen zur Selbstregulierung wie die Principles of Responsible Investment (PRI). Dieses internationale Anlegernetzwerk setzt seine sechs Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren in der Praxis um und unterstützt (unter anderem) seine Unterzeichner bei der Implementierung. 2014 rief die Initiative den PRI Montreal Carbon Pledge ins Leben, der Anleger dazu verpflichtet, die CO<sub>2</sub>-Bilanz ihrer Anlageportfolios jährlich zu messen und offenzulegen.<sup>2</sup> Daneben bestehen unter anderem internationale Initiativen, die durch Kampagnen und Interaktion mit Regierungen und anderen politisch Verantwortlichen externen Druck auf Investoren ausüben. ShareAction ist dabei eine der aktivsten Organisationen in diesem Bereich. Sie ist nach eigener Aussage bestrebt, «verantwortungsbewusste Anlagen zu fördern und den Sparern eine Stimme im Anlagesystem zu verleihen».<sup>3</sup>

Abbildung 2  
ANSÄTZE HARTER REGULIERUNG IN EU-LÄNDERN UND DER SCHWEIZ



## **Aktuelle Regulierungen in Frankreich, den Niederlanden und Grossbritannien**

Mehrere Länder verfügen über harte Gesetze im Bereich nachhaltiger Anlagen. Diese regulatorischen Ansätze unterscheiden sich sowohl bezüglich Umfang als auch Format. Allem Anschein nach weisen Frankreich, die Niederlande und Grossbritannien insgesamt die meisten und umfangreichsten Gesetze in Europa auf. Dies entspricht dem Umfang und der Entwicklung nachhaltiger Anlagen in diesen Ländern im Vergleich zu ihren europäischen Nachbarn. Laut Eurosif ist Grossbritannien beispielsweise weltweit führend bei nachhaltigen Finanzgeschäften.<sup>5</sup> Im Folgenden werden die prominentesten Gesetze in Frankreich, den Niederlanden und Grossbritannien vorgestellt.

### **Frankreich**

Frankreich verfügt über eine Vielzahl an Gesetzen zu nachhaltigen Anlagen, die auf Pensionskassen, staatliche Pensionsfonds und Investmentgesellschaften abzielen. Diese können der Tabelle 1 entnommen werden. Erst kürzlich (Dezember 2015) wurde Artikel 48 des französischen Energiewende-Gesetzes geändert. Demnach müssen französische Anleger ihre Anlagerichtlinien, die CO<sub>2</sub>-Bilanzen ihrer Portfolios und ihre Ausrichtung auf Klimaziele vollständig offenlegen und zudem über Klimarisiken berichten.

### **Die Niederlande**

Die Niederlande waren eines der ersten Länder, die Gesetze im Hinblick auf nachhaltige Anlagen erliessen. Das neueste ist das Gesetz gegen die Finanzierung von Landminen und Streumunition von 2013. Es verbietet Finanzinstituten, in Hersteller solcher Waffen zu investieren.<sup>6</sup>

### **Grossbritannien**

Grossbritannien ist, wie die USA, ein Land mit Gewohnheitsrecht (Common Law).<sup>7</sup> Seine nachhaltigen Anlagemärkte entwickelten sich in ähnlicher Weise wie in jenen Ländern, in denen es bereits früh Investorenkampagnen gab, so z.B. die Kampagnen gegen den Vietnam-Krieg in den USA.<sup>8</sup> Mit Blick auf Grossbritannien fallen insbesondere die Gesetze auf, welche eine Offenlegung durch Pensionskassen, Strategien für karitative Anlagen und Steuervergünstigungen für gemeinwohlorientierte Anlagen fördern. Entsprechende Gesetze können der Tabelle 1 entnommen werden.

### **Aktuelle Regulierung in der Schweiz**

Das regulatorische Umfeld der Schweiz im Hinblick auf nachhaltige Anlagen gestaltet sich relativ klar. 2002 wurden Gesetzesveränderungen verabschiedet, wonach Fonds Regelungen zu ihren Aktionärsrechten aufstellen müssen. Zwar verpflichtet der Passus Fonds nicht, ihre Stimmrechte auszuüben, trotzdem kann er als rechtliche Grundlage für eine Aktionärsbeteiligung gesehen werden.<sup>9</sup> 2014 trat

die VegüV (Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften), allgemein als Minder-Initiative bekannt, in Kraft. Im Rahmen dieses neuen Gesetzes wird Aktionären mehr Mitbestimmungsrecht bei der Managementvergütung zugesprochen. Beispielsweise müssen Unternehmen nun an Generalversammlungen über die Vergütung für Verwaltungsratsmitglieder abstimmen lassen. Vorsorgeeinrichtungen ihrerseits sind verpflichtet, ihr Stimmrecht ausüben.<sup>10</sup> 2013 wurde in der Schweiz das Bundesgesetz über das Kriegsmaterial überarbeitet. Die neue Fassung des Gesetzes verbietet die Herstellung, den Handel und die Lagerung kontroverser Waffen sowie die Anlage in solche Unternehmen, die als Ersatz einer direkten Finanzierung gesehen werden kann. Zu diesen kontroversen Waffen zählen neben Streubomben auch atomare, biologische und chemische (ABC-) Waffen sowie Antipersonenminen.

Mit Blick auf die Richtlinien im Bereich nachhaltiger Anlagen kommt dem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, einschliesslich der Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften des Schweizer Unternehmensverbands *economiesuisse*, besondere Aufmerksamkeit zu. Seit seiner Überarbeitung 2014 weist der Code – der hauptsächlich auf börsenkotierte Schweizer Unternehmen abzielt – beispielsweise darauf hin, dass Nachhaltigkeit den langfristigen Ertrag eines Unternehmens positiv beeinflusst. Die zusätzlichen Richtlinien enthalten fünf Grundsätze für institutionelle Anleger, um die Ausübung ihrer Stimmrechte verantwortungsvoll vorzunehmen.<sup>11</sup>

### **Treuhänderische Pflicht**

Pensionsfonds, die nachhaltige Anlagen tätigen, befürchten oft, dass sie bei der Anwendung nachhaltiger Anlagerichtlinien ihre treuhänderische Pflicht verletzen. Treuhänderische Pflichten<sup>15</sup> werden «einer Person auferlegt, die im Zusammenhang mit einer auf Vertrauen basierenden Beziehung in eigenem Ermessen Entscheidungen im Interesse einer anderen Person tätigt».<sup>16</sup> 2005 veröffentlichte Freshfields Bruckhaus Deringer den Bericht «A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment». Dieser Bericht untersuchte im Auftrag der UNEP Finance Initiative (UNEP FI), wie die Einbeziehung von Nachhaltigkeitskriterien mit der treuhänderischen Pflicht von Verantwortlichen bei Pensionskassen vereinbar ist. Nach einer Analyse der Gesetzeslage in zehn Ländern kam der Bericht zu dem Schluss, dass «die Einbeziehung von ESG-Erwägungen in eine Anlageanalyse, um die finanzielle Performance zuverlässiger vorherzusagen, eindeutig zulässig und wohl in allen Rechtssystem erforderlich ist».<sup>17|18</sup> Im September 2015 veröffentlichte die UNEP FI gemeinsam mit United Global Compact, PRI und UNEP Inquiry den neuen Bericht *Fiduciary Duty in the 21<sup>st</sup> Century*. Auf der Grundlage von strukturierten Interviews mit 50 Asset Ownern, Anlageverwaltern, Anwälten und Regulierern aus acht Ländern kommt die Studie zu dem Schluss, dass



Tabelle 1

REGULATORISCHE ANSÄTZE IN FRANKREICH, DEN NIEDERLANDEN, GROSSBRITANNIEN UND DER SCHWEIZ<sup>12</sup>

	JAHR	GESETZ	ART DES GESETZES	ERKLÄRUNG
<b>FRANKREICH</b>	2001	<b>Mitarbeitersparpläne (Loi Fabius)</b>	Hartes Gesetz	Obligatorische Verpflichtung für Anleger, in den Jahresberichten offenzulegen, in welchem Umfang ESG-Indikatoren beim Kauf und Verkauf von Aktien und Wertpapieren sowie bei der Ausübung der Aktionärsrechte berücksichtigt wurden (neben anderen Anforderungen)
	2005/2008	<b>Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)</b>	Hartes Gesetz	Einführung einer nachhaltigen Anlagestrategie und obligatorische Aufnahme von mindestens einem fonds solidaire
	2010/2012	<b>Das zweite Grenelle-Gesetz (Grenelle II)</b>	Hartes Gesetz	Offenlegung durch offene Investmentgesellschaften und Anlageverwaltungsgesellschaften (Fondsmanager) über die Art und Weise, wie sie ESG-Ziele in ihre Anlageentscheidungen einfließen lassen, zunächst auf ihrer Website, später in den Jahresberichten
	2015	<b>Änderung von Artikel 48 des französischen Energiewende-Gesetzes</b>	Hartes Gesetz	Obligatorische Offenlegung von Klimathemen durch institutionelle Anleger
<b>NIEDERLANDE</b>	1995	<b>Green Investment Directive Pension Fund Act</b>	Hartes Gesetz	Steuerermässigung für «grüne» Anlagen wie z. B. Windkraft und Solarenergie oder Biolandbau
	2008/2013	<b>Pension Fund Act</b>	Hartes Gesetz	Erweiterung der allgemeinen Governance von Pensionskassen; beispielsweise muss ein Pensionsfonds die Einzelheiten seiner nachhaltigen Anlagestrategie offenlegen
	2013	<b>Law against financing of landmines and cluster munitions</b>	Hartes Gesetz	Ausschluss von Anlagen in Landminen und Streumunition
<b>GROSSBRITANNIEN</b>	1995/2001	<b>Änderungen am Pensions Act von 1995 (Sustainable Investment Pensions Disclosure Regulation)</b>	Hartes Gesetz	Allgemeine Voraussetzung für Pensionsfonds, im Statement of Investment Principles anzugeben, inwiefern (wenn überhaupt) soziale, ökologische und ethische Erwägungen bei der Auswahl, beim Halten und bei der Umsetzung von Anlagen zum Tragen kommen
	2000	<b>Trustee Act</b>	Hartes Gesetz	Sicherstellung, dass die von gemeinnützigen Organisationen getätigten Anlagen deren erklärten Zielen entsprechen, einschliesslich der Berücksichtigung ethischer Erwägungen bei Anlagen
	2003	<b>Community Investment Tax Relief (CITR)</b>	Hartes Gesetz	Förderung von Anlagen in benachteiligten Gemeinschaften
	2010	<b>UK Stewardship Code</b>	Hartes Gesetz für britische, regulierte Asset Manager; <sup>13</sup> weiche Verordnung für Asset Manager, Asset Owner und Dienstleister	Corporate-Governance-Vorgaben für Investitionen in Unternehmen, herausgegeben vom Financial Reporting Council
<b>SCHWEIZ</b>	2013	<b>Überarbeitete Version des Bundesgesetzes über das Kriegsmaterial</b>	Hartes Gesetz	Verbot der Herstellung, des Handels und der Lagerung kontroverser Waffen sowie der Finanzierung und der Anlage in entsprechende Unternehmen
	2002/2014	<b>Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance</b>	Weiche Verordnung Hartes Gesetz	Eine Reihe von Richtlinien zum Thema gute Unternehmensführung, einschliesslich der Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, herausgegeben von economiesuisse
	2014	<b>VegüV / Minder-Initiative</b>	Hartes Gesetz	Eine Reihe von Verpflichtungen in Verbindung mit Stimmrechten, denen institutionelle Anleger unter anderem nachkommen müssen

Quelle: auf Grundlage von Neher (2015)<sup>14</sup>



«die Einbeziehung von ESG-Erwägungen in den Anlageprozess [...] Investoren bessere Anlageentscheidungen ermöglicht und insgesamt zu einer besseren Anlageperformance im Einklang mit den bestehenden treuhänderischen Pflichten führt».<sup>19</sup> Damit bestätigen diese marktrelevanten Studien, dass die Integration von ESG-Faktoren in den Anlageprozess im Einklang mit den treuhänderischen Pflichten von Investoren (insbesondere von Asset Ownern) steht, wenn sie nicht sogar eine Anforderung darstellt.

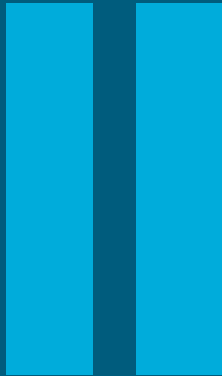
## Fazit

In Europa haben sich in Bezug auf nachhaltige Anlagen unterschiedliche regulatorische Ansätze entwickelt. Zudem gipfelte die Pariser Klimakonferenz (UN COP 21) im November 2015 in der Verabschiedung des Klimaschutzabkommens von Paris. Die beispiellose universelle Übereinkunft zur Senkung der globalen Netto-Treibhausgasemissionen auf Null bis 2050 zwingt die Verantwortlichen dazu, in unterschiedlichen Bereichen neue Regulierungsvorschriften einzuführen. Laut [responsible-investor.com](http://responsible-investor.com) (2015) war die Stimme der institutionellen Anleger in Paris «lauter als je zuvor».<sup>20</sup> Mehrere Textpassagen belegen die zentrale Rolle und den starken Einfluss institutioneller Anleger bei der Konferenz. Es bleibt abzuwarten, welche Folgen das Abkommen für institutionelle Anleger am europäischen Markt für nachhaltige Anlagen hat.

### Weiterführende Unterlagen

- Hebb, Tessa, James P. Hawley, Andreas G. F. Hoepner, Agnes L. Neher and David Wood (2015): *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Routledge, New York.
- RI Insight. (2015). *Switzerland: Sustainable Finance the Helvetic Way*. Erhältlich unter: <https://www.responsible-investor.com/reports/download/c7722a923b6046636f57d7a2f265d04c>, Zugriff am 07.12.2015.
- UN PRI. (2016). *Global ESG Regulatory Mapping*. Erhältlich unter: [https://www.unpri.org/download\\_report/14630](https://www.unpri.org/download_report/14630), Zugriff am 25.04.2016

- 1 Harte Gesetze – im Gegensatz zu weicher Regulierung – bezieht sich auf rechtlich verbindliche Verpflichtungen, die präzise sind. Weiche Regulierung bezieht sich auf ein weites Feld von quasi-rechtlichen Instrumenten. Diesen fehlt es an unmittelbaren, einheitlich verbindlichen, direkten Auswirkungen oder an Genauigkeit. Beispiele sind Richtlinien oder Codes. Für mehr Informationen siehe Neher, A. (2015). *ESG Risks and Responsible Investment in Financial Markets*. Metropolis, Weimar b. Marburg.
- 2 Vergleiche PRI Montreal Carbon Pledge. (2015). Abrufbar unter: <http://montrealpledge.org/> (03.12.2015).
- 3 Vergleiche ShareAction. (2015). About us. Abrufbar unter: <http://www.shareaction.org/about> (26.11.2015).
- 4 Neher, A. (2015). *ESG Risks and Responsible Investment in Financial Markets*. Metropolis, Weimar b. Marburg.
- 5 Vergleiche Eurosif. (2014). *European SRI Study*. Erhältlich unter: <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/> (03.12.2015).
- 6 Vergleiche European Fund and Asset Management Association. (2014). *Report on Responsible Investment*. Erhältlich unter: [http://www.efama.org/Publications/Public/Responsible\\_Investment/140228\\_Responsible\\_Investment\\_Report\\_online.pdf](http://www.efama.org/Publications/Public/Responsible_Investment/140228_Responsible_Investment_Report_online.pdf) (03.12.2015).
- 7 Für eine weitere Unterscheidung zwischen den Entwicklungen nachhaltiger Investments unter Gewohnheitsrecht und Zivilrecht siehe Hebb, T., Hawley, J. P., Hoepner, A. G., & Wood, D. (2015). *The Routledge Handbook of Responsible Investment*.
- 8 Ibid.
- 9 Vergleiche Neher, A. (2015). *Responsible Investment in Austria, Germany and Switzerland*. In: *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Hebb et al. (ed.), Routledge, New York.
- 10 Für mehr Informationen siehe: Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV). (2016). *Berufliche Vorsorge – Gesetze und Verordnung*. Erhältlich unter: <http://www.bsv.admin.ch/themen/vorsorge/00044/index.html?lang=de>
- 11 Siehe auch [economiesuisse](http://www.economiesuisse.ch/de/publikationen/swiss-code-best-practice-corporate-governance-english-0). (2016). *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*. Erhältlich unter: <http://www.economiesuisse.ch/de/publikationen/swiss-code-best-practice-corporate-governance-english-0>. And [economiesuisse](http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p432e_130121_Guidelines_for_institutional_investors.pdf). (2013). *Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies*. Erhältlich unter: [http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p432e\\_130121\\_Guidelines\\_for\\_institutional\\_investors.pdf](http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p432e_130121_Guidelines_for_institutional_investors.pdf)
- 12 Dies stellt lediglich eine Auswahl der wichtigsten Gesetze dieser Länder dar und ist nicht umfassend.
- 13 Britische Asset Manager müssen ihre Berichte nach dem regulatorischen «comply or explain»-Ansatz erstellen. Anstelle von bindenden Rechtsvorschriften legt die britische Regierung den Code so fest, dass britische regulierte Asset Manager ihm entweder folgen oder öffentlich erklären können, warum sie dies nicht tun.
- 14 Vergleiche Neher, A. (2015). *ESG Risks and Responsible Investment in Financial Markets*. Metropolis, Weimar b. Marburg.
- 15 Spezielle treuhänderische Pflichten sind «Pflicht der Loyalität», «Pflicht der Vorsicht» und «Pflicht der Unparteilichkeit».
- 16 Freshfields Bruckhaus Deringer (2005). *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*. Geschrieben für Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative. Erhältlich unter: [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (09.12.2015), S. 8.
- 17 Für mehr Informationen siehe obenstehende Fussnote.
- 18 Es muss erwähnt werden, dass die Anwaltskanzlei annimmt, dass die betroffenen nachhaltigen Anlagen den Prozess «ESG Faktoren einbeziehen» durchlaufen haben. Für mehr Informationen siehe Bericht.
- 19 UN Global Compact, UNEP FI, PRI. (2015). *Fiduciary Duty in the 21st Century*. Erhältlich unter: <http://2xjmlj8428u1a2k5o341m71.wengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/Fiduciary-duty-21st-century.pdf>, (06.12.2015), S. 10.
- 20 Vergleiche [responsible-investor.com](http://responsible-investor.com). (2015). *COP21 Wrap-up: The voice of institutional investors has been louder than ever before*. Erhältlich unter: [https://www.responsible-investor.com/home/article/cop21\\_the\\_voice\\_of\\_institutional\\_investors/](https://www.responsible-investor.com/home/article/cop21_the_voice_of_institutional_investors/), abgefragt 14.12.2015.



- 6 Einführung zu verschiedenen Ansätzen nachhaltiger Anlagen
- 7 Ausschlusskriterien  
Fallstudie: Velux Stiftung
- 8 Best-in-Class-Ansatz  
Fallstudie: Eltaver AG
- 9 ESG-Integrations-Ansatz
  - 9.1 Aufwertung des Anlageprozesses durch ESG-Integration
  - 9.2 Optimierte geografische Vermögensallokation dank ESG-Integration
  - 9.3 Die Rolle der ESG-Integration bei Investitionen in Schwellenländern  
Fallstudie: Zurich Insurance Group
- 10 Aktive Stimmrechtsausübung  
Fallstudie: Pensionskasse Stadt Zürich
- 11 Shareholder-Engagement – Dialog mit Unternehmen
  - 11.1 Shareholder-Engagement – Erfahrungen eines Schweizer Investorenkollektivs  
Fallstudie: Pensionskasse des Bundes PUBLICA  
Fallstudie: CAP Prévoyance
- 12 Nachhaltige thematische Anlagen
- 13 Entwicklungsinvestments
  - 13.1 Mikrofinanz
- 14 Green Bonds
- 15 Nachhaltige Infrastrukturinvestitionen
- 16 Nachhaltige Private-Equity-Investitionen
- 17 Nachhaltige Immobilien

# VERSCHIEDENE ANSÄTZE NACHHALTIGER ANLAGEN UND SPEZIFISCHE ASSETKLASSEN

# 6 EINFÜHRUNG ZU VERSCHIEDENEN ANSÄTZEN NACHHALTIGER ANLAGEN

Wer nachhaltig anlegen will, steht vor einer vielfältigen Auswahl an Produkten und Dienstleistungen. Der Vorteil des breiten Angebots ist, dass sich für praktisch alle Bedürfnisse und Anlageklassen Lösungen finden lassen. Ein Nachteil davon ist, dass es aufwändig und schwierig ist, sich einen Überblick zu den vielen Ansätzen zu verschaffen und dann auch die für die eigene Organisation am besten geeignete Form zu identifizieren.

Das vorliegende Handbuch will institutionellen Anlegern genau diesen Schritt erleichtern. In Teil II und Teil III werden praktisch alle heute im Markt vorhandenen Formen von nachhaltigen Anlagen beschrieben und erklärt. Ihre Vor- und Nachteile werden aufgezeigt und es werden Hinweise auf weiterführende Unterlagen gemacht.

Teil II ist wie folgt gegliedert:

- Die Kapitel 7–13 stellen verschiedene nachhaltige Anlageansätze vor
- Die Kapitel 14–17 gehen auf spezifische nachhaltige Assetklassen ein

Teil III ergänzt folgende Themen:

- Die Kapitel 18–19 behandeln Querschnittsthemen, die sich auf verschiedene Assetklassen und Ansätze beziehen

Und welche Relevanz haben die vielen Ansätze und Themen für verschiedene Portfolios? Ausgehend von gängigen Assetklassen in den Portfolios institutioneller Investoren zeigt Tabelle 2 auf, welche Ansätze sich für welche Assetklassen besonders gut eignen. Auch die Relevanz der Querschnittsthemen für bestimmte Assetklassen wird dort aufgezeigt. Tabelle 2 illustriert, dass sich nicht alle Ansätze mit allen Assetklassen kombinieren lassen. Für gewisse Assetklassen (z. B. Aktien und Obligationen aktiv) ist der Markt nachhaltiger Anlagen sehr ausgereift und bietet viele verschiedene Lösungsansätze. Für andere (z. B. passive Anlagestrategien oder Rohstoffe) sind zwar ebenfalls Angebote vorhanden, jedoch nicht in gleicher Breite wie für andere Assetklassen. Auch gibt es Kombinationen, die aus logi-

schen oder technischen Gründen keinen Sinn machen und daher mit «nicht anwendbar» bezeichnet sind.

Die Tabelle 2 kann dabei helfen, sich ausgehend vom eigenen Portfolio und den darin vertretenen Assetklassen zu überlegen, welche Ansätze für die eigene Organisation überhaupt eine Option darstellen und welche weiterführenden Themen relevant sind.

Auf dieser Basis kann Teil II wie ein Nachschlagewerk genutzt werden: Hier kann das Studium auf Kapitel beschränkt werden, die für das eigene Portfolio relevant sind. Es wurde darauf verzichtet, sich wiederholende Fachbegriffe in jedem einzelnen Kapitel neu zu erklären und zu definieren. Stattdessen findet sich am Schluss des Handbuchs (S.113) ein kurzes Glossar zu den wichtigsten Begriffen. Ein ausführlicheres Glossar ist auf der SSF-Website vorhanden und wird regelmässig aktualisiert und ergänzt.<sup>1</sup>

Eine wichtige Dimension ist in dieser Tabelle nicht integriert: Was ist die Motivation für nachhaltiges Anlegen? Je nach Zielsetzung, die ein institutioneller Investor damit verfolgt, machen unterschiedliche Kombinationen Sinn. Eine Priorisierung der Kombinationen nach Zielsetzungen bzw. Motivationen wird im vierten Teil dieses Handbuchs in Kapitel 21 (Definition und Implementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik – eine praktische Anleitung) behandelt. Weiter enthält der vierte Teil praxisnahe und konkrete Anleitungen zur Definition und Implementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik aus der Perspektive verschiedener Investorentypen. Im Sinne eines Rezeptbuchs soll dieser Teil institutionelle Investoren dabei unterstützen, eine für sie praktikable Lösung zu finden und schrittweise umzusetzen.

<sup>1</sup> [http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary\\_-\\_content---1--3077.html](http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary_-_content---1--3077.html)

<sup>2</sup> Die Gewichtung der verschiedenen Ansätze wurde vom Editorial Team vorgenommen und basiert auf einer Einschätzung von Experten und Asset-Owner-Vertretern.

<sup>3</sup> Swiss Sustainable Finance & University of Zurich. (2016). Swiss Investments for a Better World. Erhältlich unter: [http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF\\_A4\\_Layout\\_RZ-1.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_A4_Layout_RZ-1.pdf)

Tabelle 2  
RELEVANZ VERSCHIEDENER ANSÄTZE FÜR UNTERSCHIEDLICHE ASSETKLASSEN

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016) <sup>2</sup>

■ Hohe Relevanz ■ Mittlere Relevanz □ Tiefe Relevanz □ Nicht anwendbar

	Kapitel	Seite		Aktien aktiv	Aktien passiv ①	Unternehmensobligationen aktiv	Unternehmensobligationen passiv ①	Staatsanleihen	Immobilien (direkt)	Private Equity	Andere alternative Anlagen ②
<b>Ansätze</b>	7	28	Ausschlusskriterien	■	■	■	■	■	■	■	⑩
	8	34	Best-in-Class	■	⑤	■	■	■	■	■	
	9	38	ESG-Integration	■	■	■	■	■	■	■	
	10,11	48	Aktive Stimmrechtsausübung/ Shareholder-Engagement	■	■	■	■	■	■	■	
	12	62	Thematische nachhaltige Anlagen	■	⑥	⑧	■	■	■	■	⑪
	13	68	Entwicklungsinvestments ③	■	■	■	■	■	■	■	⑫
<b>Nachhaltige Assetklassen</b>	14	74	Green Bonds	■	■	■	■	■	■	■	
	15	76	Nachhaltige Infrastrukturinvestitionen	④	■	⑧	■	⑧	■	■	
	16	78	Nachhaltige Private-Equity-Investitionen	■	■	■	■	■	■	■	
	17	80	Nachhaltige Immobilieninvestments	■	■	■	■	■	■	■	
<b>Querschnittsthemen</b>	18	84	Klimawandel und damit verbundene Risiken für Anleger	■	⑦	⑨	■	■	■	■	⑬
	19	90	Die Rolle von Indizes für nachhaltiges Investieren	■	■	■	■	■	■	■	

Kommentare zu einzelnen Zellen

- ① Im Fall von nachhaltigen Anlagen sind passive Anlagen eigentlich «semi-passiv», denn sie basieren meist auf einer aktiven Auswahl auf der Basis von Nachhaltigkeitskriterien, die dann in einem passiv verwalteten Produkt abgebildet wird. Dieses Produkt weist aber naturgemäss eine Abweichung zu traditionellen Indizes auf (vgl. auch Kap.20)
- ② Hedgefonds, Rohstoffinvestments, private Anleihen
- ③ Entwicklungsinvestments sind eine Form von Impact Investing. Es handelt sich um die in der Schweiz mit Abstand wichtigste Form dieses Anlageansatzes<sup>3</sup>
- ④ Bezieht sich auf gelistete Infrastrukturunternehmen oder -fonds (z.B. sogenannte Yield Co.s)
- ⑤ Durch Investitionen in Nachhaltigkeitsindizes, die auf einem Best-in-Class-Ansatz beruhen, kann «semi-passiv» investiert werden. Solche Indizes weisen aber naturgemäss eine Abweichung gegenüber Standard-Benchmarks auf
- ⑥ z. B. Wasser-Exchange-Traded-Fonds (ETFs), Klima-ETFs. Aber gleiche Einschränkung wie unter (5) genannt
- ⑦ z. B. Klima-ETFs. Aber gleiche Einschränkung wie unter (5) genannt
- ⑧ Möglich über Investitionen in Green Bonds, die von Unternehmen bzw. Staaten emittiert werden
- ⑨ Hier sind nicht Green Bonds gemeint, sondern die Berücksichtigung von Klimarisiken bei der Bewertung und Auswahl von Unternehmens- bzw. Staatsanleihen
- ⑩ z. B. Ausschluss von Soft Commodities (Nahrungsmittel-Futures etc.) oder generell von Hedgefonds
- ⑪ z. B. Investments in Gold mit Nachhaltigkeitszertifikat
- ⑫ Übliche Form: private Anleihen (ist z. B. bei Mikrofinanz das am häufigsten verwendete Instrument)
- ⑬ CAT-Bonds oder Versicherungsprodukte für Klimarisiken können hier eine Rolle spielen

Generelle Kommentare

- Die Tabelle berücksichtigt, ob es im Markt Produkte zu genannten Kombinationen gibt
- «Positive Auswahl», ein Begriff der im Zusammenhang mit nachhaltigen Anlagen teilweise verwendet wird, wird hier zu Best-in-Class gezählt und nicht als separater Ansatz gesehen

# 7 AUSSCHLUSSKRITERIEN

JONATHAN HORLACHER | Financial Analyst, Credit Suisse

Der Ausschlussansatz (auch Negativ-Screening genannt) bezieht sich auf den bewussten Ausschluss von Branchen, Geschäftstätigkeiten oder Produkten aus einem Anlageportfolio aufgrund bestimmter Werte, ethischer Grundsätze oder Prinzipien. Üblicherweise legt der Anleger gewisse Ausschlusskriterien fest und wendet diese durch Negativ-Screening sowohl auf bestehende Anlagen als auch im Rahmen einzelner Anlageentscheidungen an. Es gibt zwei Haupttypen von Ausschlusskriterien: den bedingungslosen Ausschluss von Geschäftstätigkeiten, die mit den Werten des Anlegers nicht vereinbar sind (wertebasierte Ausschlusskriterien), und den bedingten Ausschluss von Unternehmen aufgrund von Verstössen gegen gewisse globale ESG-Standards wie z. B. UN Global Compact oder die ILO-Konventionen (normenbasierter Ausschluss). Der erste ist der mit Abstand am weitesten verbreitete Ansatz für nachhaltige Anlagen: Nach Angaben der Global Sustainability Alliance (GSIA) wurden 2014 USD 14,4 Billionen unter Berücksichtigung wertebasierter Ausschlusskriterien angelegt – das sind 20,3% des gesamten verwalteten Vermögens.<sup>1</sup> In der Schweiz werden mehrere hundert Milliarden Franken nach Ausschlusskriterien angelegt, die über den rechtlich geforderten Ausschluss (international geächtete Waffen) hinausgehen.<sup>2</sup> Der komplexere normenbasierte Screening-Ansatz kommt weltweit bei USD 5,5 Billionen zum Einsatz, wobei es sich zumeist um europäische Vermögenswerte handelt – in der Schweiz gilt dies für Anlagen im Wert von CHF 81 Milliarden. Institutionelle Anleger nutzen Ausschlussansätze oft als Anfangspunkt beim nachhaltigen Investieren und bauen komplexere Formen des nachhaltigen Anlegens darauf auf. In manchen Fällen (wie z. B. bei Antipersonenminen) ist dies in bestimmten Rechtsordnungen sogar gesetzlich vorgeschrieben, so auch in der Schweiz (zu den regulatorischen Anforderungen siehe Kapitel 5).

## Ethik, Werte und Anlageziele

Die bewusste Entscheidung, nicht in bestimmte Branchen zu investieren, eröffnet jedoch die Debatte über allfällige widersprüchliche Prioritäten. Einerseits hat jeder Trust oder Pensionsfonds die treuhänderische Pflicht, für seine Begünstigten die bestmögliche finanzielle Performance zu erzielen – andererseits gilt es, zunehmend auch allgemeinere soziale und ökologische Faktoren zu berücksichtigen.

Frühe Beispiele von Ausschlüssen sind die Divestment-Kampagnen gegen das Apartheidsregime in Südafrika in den 1980ern oder gegen die Tabakkonzerne in den 1990er Jahren. Im Laufe der Zeit kamen weitere kontroverse Themen auf, wie z. B. gentechnisch modifizierte Organismen (GMO) oder die CO<sub>2</sub>-Emissionen bei der Verbrennung von Kohle. Letzteres wurde jüngst zum Ziel einer Divestment-Kampagne, die in erster Linie von Universitäten in den USA angeführt wurde. Die gesamte Liste der Negativkriterien umfasst auch die weit verbreiteten Ausschlusskriterien für «Laster» wie Alkohol, Erotik, Glücksspiel und Waffen sowie spezifischere Themen wie Kernenergie, Tierversuche, Stammzellenforschung und Agrochemikalien. Da sich die kulturellen Normen von Land zu Land unterscheiden, sind manche Negativkriterien in einigen Ländern besonders prominent, während sie in anderen überhaupt keine Rolle spielen. Themen wie Kernenergie oder gentechnisch veränderte Organismen sind in Europa deutlich kontroversere Kriterien als in den USA, Pornografie und Glücksspiel hingegen scheinen den europäischen Anlegern weniger verwerflich. In der Schweiz sind Kernenergie, Menschenrechtsverletzungen und Verstösse gegen das Arbeitsrecht die drei wichtigsten Ausschlusskriterien.<sup>3</sup>

Es gibt zwei Hauptgründe, warum institutionelle Anleger Ausschlussstrategien anwenden. Der historisch bedeutendste und offensichtlichste Grund ist das klare Mandat, eine bestimmte Aktivität auszuschliessen – ohne Rücksicht auf finanzielle Überlegungen. Ein klares Mandat ergibt sich beispielsweise aus:

- einem moralischen Konzept und der Art der Institution bzw. der Widerspiegelung der Werte eines Anlegers, die sich mit gewissen Branchen nicht vereinbaren lassen
- rechtlichen oder aufsichtsrechtlichen Einschränkungen (z. B. Produktion von völkerrechtlich geächteten Waffen wie Antipersonenminen oder Streumunition)
- Anweisungen/Druck von Begünstigten/Asset Ownern

Der zweite und weniger offensichtliche Grund für Ausschlüsse beruht auf finanziellen Überlegungen: Wenn davon auszugehen ist, dass eine Branche aufgrund einer bestehenden Kontroverse erhebliche Wertverluste hinnehmen muss, kann ein Anlageverzicht in diese

**Tabelle 3**  
**VOM MSCI WORLD AUSGESCHLOSSENER PROZENTSATZ JE NACH AUSSCHLUSSKRITERIUM**

KONTROVERSE GESCHÄFTSTÄTIGKEIT	JEGLICHE BETEILIGUNG	> 5 % UMSATZANTEIL	> 10 % UMSATZANTEIL
Landminen und Streubomben	0,6%	k. A.	k. A.
Waffen und Verteidigung	8,3%	1,9%	1,2%
Schusswaffen	0,8%	0,0%	0,0%
Alkohol	14,7%	2,6%	1,9%
Tabak	8,6%	2,0%	1,8%
Glückspiel	3,5%	0,5%	0,5%
Pornografie	6,0%	0,0%	0,0%
Kernenergie	6,5%	1,7%	1,3%
Kohle	1,7%	k. A.	0,1%
Tierversuche: medizinisch	13,2%	3,1%*	k. A.
Tierversuche: nicht medizinisch	12,7%	9,4%	k. A.
GMO	2,3%	0,7%	0,6%
Embryonale Stammzellenforschung	10,0%	k. A.	k. A.
<b>Alle Kriterien zusammen</b>	<b>47,4%</b>	<b>9,0%</b>	<b>7,1%</b>

\* Für Forschungsgebiete wie Tierversuche ist der Umsatzanteil nicht sinnvoll. Ausschlüsse können aber auf Unternehmen beschränkt werden, die sich nicht an die Standards für die humane Behandlung von Tieren in der Wissenschaft halten (AAALAC-Akkreditierung), wie in der zweiten Spalte aufgeführt.

Hinweis: Das Umsatz-Exposure ist ebenfalls nicht sinnvoll für die Kriterien «Landminen und Streubomben» oder «Stammzellenforschung». Die Werte für alle Kriterien zusammen schliessen Tierversuche in der Rubrik «jegliche Beteiligung» ein, nicht jedoch in den umsatzbasierten Totalwerten.

Quellen: MSCI, Datastream, Credit Suisse (2016)

Branche auch aus finanzieller Sicht sinnvoll erscheinen. Doch wie sich zeigt, ist die finanzielle Sachlage nicht so eindeutig, wie sie auf den ersten Blick scheinen mag.

#### **Auswirkung von Ausschlusskriterien**

Negatives Screening kann – je nach Gewichtung der Kriterien – Investoren gewisse Anlagebeschränkungen auferlegen. Einige der weltweit gebräuchlichsten Ausschlusskriterien sind in Tabelle 3 aufgeführt. Wenn sich der Ausschluss auf Unternehmen beschränkt, die einen erheblichen Anteil (über 5%) ihres Umsatzes mit kontroversen Geschäftstätigkeiten erwirtschaften, wird das Anlageuniversum um etwa 9% reduziert (siehe Beispiel auf Grundlage des MSCI World in Tabelle 3).

Abbildung 3

MSCI WORLD EX CONTROVERSIAL WEAPONS IM VERGLEICH ZUM MSCI WORLD

KUMULATIVE INDEXPERFORMANCE – BRUTTORENDITE (IN USD, MAI 2006 – MAI 2016)



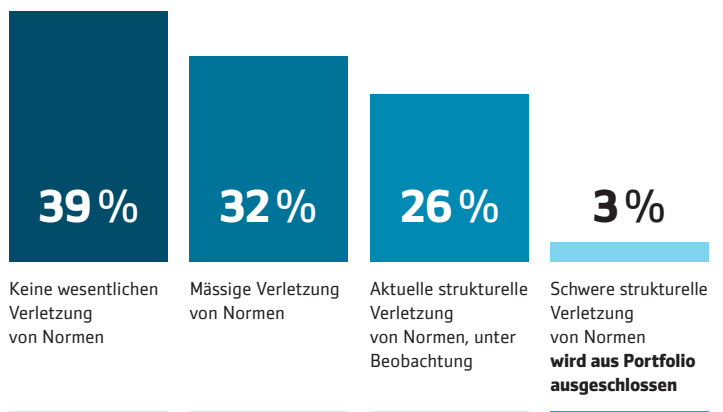
Quelle: Bloomberg (2016)

Abbildung 4

VERTEILUNG DER MSCI WORLD TITEL AUF VIER VERSCHIEDENE NORMENBASIERTE RATINGSTUFEN

Je nach Art und Strenge der vom Anleger aufgestellten Ausschlusskriterien können Desinvestitionen mit erheblichen Opportunitätskosten verbunden sein, insbesondere bei wertebasierten Ausschlüssen. Unternehmen, die in kontroversen Geschäftsfeldern wie Alkohol, Tabak und Glücksspiel tätig sind, haben den Referenzindex S&P 1200 Global in den letzten zehn Jahren jährlich um fast 2,7% übertroffen.<sup>4</sup> Auch risikobereinigt erzielte die Gruppe im betreffenden Zeitraum ein besseres Ergebnis als der breitere Index. Ein Referenzindex, der sämtliche Unternehmen mit Bezug zu kontroversen Geschäftstätigkeiten ausschliesst, blieb jährlich um 0,8% hinter dem Vergleichsindex zurück. Die ausgeschlossenen Unternehmen sind in der Regel grösser und als Anlageobjekt weniger riskant als die typischen im S&P 1200 Global gelisteten Aktien. Dies führt zu Portfolios mit unterschiedlichen Faktor-Exposures (siehe auch Kapitel 4 zu Performance). Wenn die Ausschlüsse jedoch an eine Umsatzbegrenzung gekoppelt oder auf Kategorien mit kleiner Gewichtung im globalen Markt beschränkt werden, gibt es keine wesentliche Performanceabweichung. So hat zum Beispiel der Ausschluss kontroverser Waffen, die nur 0,6% der MSCI World ausmachen, keine negative Auswirkung auf die Wertentwicklung eines Portfolios, wie der Chart des MSCI World ex Controversial Weapons im Vergleich zum regulären Index zeigt (siehe Abb.3).

Bei einem normenbasierten Ausschluss ist die Auswirkung auf die Wertentwicklung neutral oder sogar positiv, da die vom Ausschluss betroffenen Unternehmen nur einen geringen Teil (nämlich



3%, siehe Kategorie «schwere strukturelle Verletzungen» in Abb. 4) des Gesamt-Universums ausmachen. Gleichzeitig geht man allgemein davon aus, dass derartige Ausschlüsse Risiken von Kursverlusten mindern.

Wie kann man die finanziellen Auswirkungen von Ausschlüssen vermeiden?

Zu umfangreiche wertebasierte Ausschlüsse können die Performance nachteilig beeinflussen. Aber es gibt Möglichkeiten, die negativen



Effekte eines eingeschränkten Anlageuniversums zu begrenzen. Dazu gehören die Überprüfung der ESG-Richtlinien dahingehend, ob sie den Risiko/Ertrags-Zielen entsprechen, die Portfolio-Optimierung und die Umsetzung von ESG-Strategien, die zur Generierung von Alpha beitragen.

### 1. Sorgfältige Definition der ESG-Richtlinien

Bei der Definition der ESG-Grundsätze sollte der Verwaltungsrat einer Stiftung oder eines Pensionsfonds folgende Faktoren berücksichtigen:

- die zentralen Werte und Zielsetzungen der Organisation (eine Stiftung, deren Ziel die Unterstützung der Lungenkrebs-Forschung ist, wird höchstwahrscheinlich nicht in Tabakunternehmen investieren wollen; für einen Pensionsfonds für Angestellte des öffentlichen Sektors kommen Anlagen in Unternehmen, die gegen die durch das Land ratifizierten internationalen Normen verstossen, wohl nicht in Frage)
- Reputationsrisiken (ein grosser Investor des öffentlichen Sektors, der im Fokus der Medien und der NGOs steht, dürfte Anlagen in kontroverse Unternehmen, die gegen Menschenrechte und Umweltstandards verstossen, vermeiden wollen)
- Auswirkungen auf das Portfolio (das Anlageuniversum eines Anlegers, der hauptsächlich in Schweizer Märkte investiert, wird durch den Ausschluss von KohleKonzernen wahrscheinlich nicht beeinträchtigt)

Durch die Berücksichtigung möglichst umfassender Informationen zu den oben genannten Faktoren kann man Ausschlusskriterien definieren, die den Werten der Organisation entsprechen, und gleichzeitig die potenziellen Reputations- und finanziellen Risiken sowie die Beschränkungen für das Portfoliomanagement reduzieren.

### 2. Optimierung des Portfolios

Hat der gewählte Ansatz erhebliche Auswirkungen auf das Anlageuniversum, so lässt sich die Divergenz zwischen Anlageuniversum und Benchmark durch die Optimierung des Portfolios reduzieren. Dadurch können die Auswirkungen unbeabsichtigter Werten, die sich aus den unterschiedlichen Gewichtungen der Anlagen im Benchmark und im Portfolio ergeben, gemildert werden. So bieten die in kontroversen Geschäftsfeldern tätigen Unternehmen in der Regel höhere Dividendenrenditen, ein besseres Kurs-Buchwert-Verhältnis und höhere Marktkapitalisierung als Unternehmen in anderen Branchen. Schliesst man diese Unternehmen aus, kann das Portfolio nicht mehr von diesen Faktoren profitieren. Die Optimierung des Portfolios nicht-kontroverser Unternehmen kann deshalb dessen Performance verbessern. In der Praxis funktioniert die Optimierung nicht immer wie geplant, da sich die Sensitivität eines Portfolios gegenüber einem Faktor (wie z.B. seinem Beta) im Laufe der Zeit ändern kann. Vom Standpunkt des Investors aus betrachtet bedeutet dies, dass das Portfolio häufig überprüft und neu gewichtet werden muss.

### 3. Alpha-Generierung mit ESG

Eine andere Methode, den Effekt eines begrenzten Universums auszugleichen, ist die Entwicklung von Outperformance-Strategien auf

Grundlage anderer nachhaltiger Anlagestrategien. Anleger können die Auswirkungen eines kleineren Aktienuniversums durch eine sorgfältigere Auswahl der zugrundeliegenden Wertpapiere ausgleichen – insbesondere durch die Konzentration auf Unternehmen mit Verbesserungspotenzial (detailliertere Informationen hierzu siehe Kapitel 4, 8, 9 und 12). Die Mehrheit der Studien kommt zum Schluss, dass sich die Berücksichtigung ESG-spezifischer Informationen bei der Auswahl der Anlagen positiv auf die finanzielle Performance auswirkt; dies belegt zum Beispiel eine von Arabesque Asset Management in Zusammenarbeit mit der Universität Oxford durchgeführte Meta-Studie aus dem Jahr 2014.<sup>5</sup>

### Fazit

Ausschlusskriterien sind ein etablierter Ansatz für nachhaltige Anlagen und sie werden von einigen der grössten Asset Owner wie zum Beispiel dem norwegischen staatlichen Pensionsfonds<sup>6</sup> angewandt. Dieser Ansatz erlaubt es den Anlegern, ihr individuelles Nachhaltigkeitskonzept und ihre Werte in ihre Anlagestrategie einzubringen. Eine vernünftige Auswahl an Ausschlusskriterien basiert auf einer gewissen Wesentlichkeitsbetrachtung, da ein absoluter Ausschluss schwerwiegende Auswirkungen auf das Anlageuniversum haben kann. Durch eine Begrenzung des Ausschlusses auf einen bestimmten Umsatzanteil wird verhindert, dass das negative Screening die finanzielle Performance mindert. Um dies zu erreichen gilt es, die Ausschlussrichtlinien sorgfältig zu definieren und bei der Konstruktion des Portfolios optimierende Faktoren zu berücksichtigen. Des Weiteren können Investoren die Ausschlusskriterien mit anderen ESG-Ansätzen kombinieren, um die Nachhaltigkeit und das finanzielle Potenzial ihrer Anlageportfolios zu steigern.

### Weiterführende Unterlagen

- Kacperczyk, Marcin T. und Hong, Harrison G., The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets (15. März 2006). Sauder School of Business Working Paper; AFA 2008 New Orleans Meetings Paper; EFA 2006 Zurich Meetings. Erhältlich bei SSRN: <http://ssrn.com/abstract=766465> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.766465>
- Statman, Meir und Glushkov, Denys, The Wages of Social Responsibility (26. Dezember 2008). Erhältlich bei SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1372848> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1372848>
- Clark, Gordon L., Feiner, Andreas und Viehs, Michael, From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance (5. März 2015). Erhältlich bei SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2508281> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>

<sup>1</sup> Global Sustainable Investment Alliance. (2014). Global Sustainable Investment Review 2014. Disponible sur le lien suivant: [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

<sup>2</sup> Forum Nachhaltige Geldanlagen, Swiss Sustainable Finance. (2016). Schweizer Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen

<sup>3</sup> ibid

<sup>4</sup> Weitere Informationen zum Thema finden Sie bei Hong und Kacperczyk (2006) oder Statman und Glushkov (2008).

<sup>5</sup> Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2014). From the Stockholder to the Stakeholder. Smith School of Enterprise and the Environment.

<sup>6</sup> Norges Bank Investment Management. (2016). Observation and exclusion of companies. Erhältlich unter: <https://www.nbim.no/en/responsibility/exclusion-of-companies/>

## Eine Stiftung verstärkt ihre Wirkung durch nachhaltige Anlagen

Typ der Organisation	Gemeinnützige Stiftung
Assets under Management (per 31.12.2015)	CHF 200 Millionen
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	<b>Asset-Allokation nach Anlageklasse:</b>
	CHF-Obligationen: 24%
	Fremdwährungsobligationen: 29%
	Schweizer Aktien: 7%
	Globale Aktien: 32%
	Immobilien: 5%
	Andere: 3%
	<b>Asset-Allokation nach Region:</b>
	Schweiz: 31%
	Global: 69%

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?**

Die Initiative für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in der Anlagetätigkeit ging vom Geschäftsführer aus. Seitens Stiftungsrat bestand anfänglich eher Skepsis aufgrund von Bedenken bezüglich der Auswirkungen auf Kosten und Rendite.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?**

Ausschlaggebend war der Wunsch, die Wirkung der Fördertätigkeit nicht durch die Anlagen zu beeinträchtigen, sondern im Gegenteil noch positiv zu verstärken. Ausgelöst wurde die Diskussion durch ein konkretes Beispiel: Die Stiftung finanzierte 2005 ein Windprojekt in Madagaskar (Spendentätigkeit). Zeitgleich hielt sie auf der Anlageseite mehrere Ölfirmen, die in Afrika in verschiedene Umweltkatastrophen verwickelt waren. Aus Sicht des Geschäftsführers war es ein Nullsummenspiel, mit den Dividenden dieser Ölfirmen auf dem gleichen Kontinent erneuerbare Energien zu finanzieren. Im Stiftungsrat wurde in der Folge die Diskussion darüber angestossen, wie sich solche Widersprüche vermeiden lassen. Ein weiterer Grund für die Definition einer nachhaltigen Anlagepolitik war die Überlegung, dass eine steuerbefreite Förderstiftung mit ihren Anlagen nicht gegen internationale Normen verstossen sollte.

---

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Die Anlagepolitik enthält folgenden Passus: Es darf nur in Unternehmen investiert werden, welche die Prinzipien des UN Global Compact, eines Kodex für Unternehmen zu Themen wie Menschenrechten, Arbeitsbedingungen, Umwelt und Korruption, nicht verletzen. Die Einhaltung dieser Prinzipien wird jährlich überprüft.

---

**Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?**

Die Stiftung verwaltet ihre Vermögen durch die Vergabe von Mandaten an Dritte. Eine erste Untersuchung aller Portfolios durch die Bank Sarasin ergab, dass nur wenige Titel ein ungenügendes Nachhaltigkeitsrating aufweisen. In Gesprächen mit Portfoliomanagern wurde darauf hingewirkt, dass solche Titel verkauft werden. Gleichzeitig hat das Investmentkomitee bei der Vergabe von neuen Mandaten konsequent darauf geachtet, dass Nachhaltigkeitsaspekte im Anlageprozess berücksichtigt werden (auch wenn dies noch keine explizite Vorgabe der Anlagepolitik war). Kompromisse bezüglich Performance oder Kosten wurden dabei in keiner Weise gemacht. Diese Praxis führte dazu, dass per 2014 bereits 60 Prozent aller Assets nachhaltig verwaltet wurden.

Als Folge der gesammelten Erfahrungen und der Diskussionen im Stiftungsrat wurde die Nicht-Verletzung des Global Compact 2014 formell in der Anlagepolitik festgelegt. Anschliessend hat man mit allen Asset Managern das Gespräch gesucht, um diese neue Richtlinie auch in bestehenden Mandaten abzubilden. Für die meisten war es kein Problem, dieses Kriterium im Rahmen ihrer Anlagetätigkeit zu berücksichtigen, den anderen wurde das Mandat gekündigt. Es findet ein jährliches Screening der Mandate statt. Fehlbare Investments müssen dann innerhalb von drei Monaten verkauft werden.

---

**Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?**

Die nachhaltige Anlagepolitik wurde durch den Geschäftsführer erarbeitet und implementiert. In verschiedenen Phasen hat er dafür auch externe Unterstützung hinzugezogen. Ein Berater unterstützte ihn bei der Auswahl des Research-Anbieters und bei der Prüfung, ob die externen Asset Manager das neue Kriterium auch erfüllen können. Die jährliche Überprüfung aller Portfolios erfolgt durch CSSP.

---

**Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?**

In erster Linie war es ein sehr langer Prozess. Die Diskussionen im Stiftungsrat nahmen viel Zeit in Anspruch, weil unterschiedliche Werte und Meinungen vorherrschten. Auch war beim Startpunkt der Diskussionen (2005) das Wissen über nachhaltige Anlagen noch gering und der Stand der öffentlichen Diskussion wenig fortgeschritten. Die hohe Autonomie des Anlageausschusses erleichterte einen schrittweisen Ausbau der nachhaltigen Anlagen auch ohne verabschiedete nachhaltige Anlagepolitik.

---

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Es war nicht einfach, allen Vorbehalten zu begegnen, dass nachhaltiges Anlegen weder höhere Kosten verursacht noch zulasten der Performance geht oder ein höheres Risiko zur Folge hat. Zudem war es eine Herausforderung, die Notwendigkeit und Priorität einer nachhaltigen Anlagestrategie zu vermitteln.

---

**Was sind die hauptsächlichen Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Die heutigen Anlagen der steuerbefreiten, gemeinnützigen Förderstiftung sind konsistent mit dem Stiftungsauftrag und die Wirkung der Stiftung wird damit optimiert.

---

# 8 BEST-IN-CLASS-ANSATZ

**BERNARD DE HALLEUX** | Head of Candriam Switzerland LLC, Candriam Investors Group  
**BEN PEETERS** | Senior Investment Specialist SRI, Candriam Investors Group

## Was ist ein Best-in-Class-Ansatz?

Im Gegensatz zur Logik von Ausschlusskriterien, bei der es zum Ausschluss einzelner Branchen aufgrund ihrer potenziell schädigenden Wirkung auf eine nachhaltige Wirtschaft kommt, ist der Best-in-Class-Ansatz deutlich pragmatischer und weniger schwarz-weiss: Unabhängig von der Branche sollen die besten Geschäftspraktiken gefördert werden.

Beim Best-in-Class-Ansatz werden die Unternehmen im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeitspolitik betrachtet. Realistische Erkenntnisse lassen sich allerdings nur dann gewinnen, wenn entsprechende Analysen sowohl auf «Mikro-» wie auch auf «Makro-» Ebene erfolgen:

- In einem ersten Schritt müssen jene Unternehmen definiert werden, die am besten aufgestellt sind, um den grossen Nachhaltigkeitsherausforderungen – nämlich Klimawandel, Übernutzung der natürlichen Ressourcen, demografische Entwicklung, Gesundheit und Wohlbefinden – optimal zu begegnen. Eine solche Makroanalyse muss getrennt nach Branchen erfolgen, denn die Bergbauindustrie ist beispielsweise viel abhängiger vom Faktor natürliche Ressourcen als der Bankensektor.
- Neben der «Makro»-Ebene ist zusätzlich eine weitere, dem Tagesgeschäft sehr viel nähere, Dimension zu berücksichtigen, die unter den Aspekt der Mikroökonomie fällt: Wie handhabt das Unternehmen den Umgang mit den Interessen seiner Stakeholder – also seiner Kunden und Lieferanten, der Kommunen, aber auch seiner Mitarbeitenden – stets bezüglich der ESG-Kriterien?

Erst durch diese zweifache Analyse lassen sich die vorbildlichen Unternehmen in den einzelnen Sektoren identifizieren. Der Manager eines Best-in-Class-Fonds wird demzufolge prioritär in Firmen investieren wollen, die den ESG-Aspekten in allen Tätigkeitsbereichen grösstmögliche Bedeutung einräumen: Der Best-in-Class-Ansatz wählt die «klassenbesten» Unternehmen aus.

Dieser Ansatz fokussiert auf positive Veränderung: Er zielt darauf ab, die Unternehmen zu einer Verbesserung ihres Verhaltens anzuregen, zur Übernahme von mehr Verantwortung, um auch die entsprechenden Anlegergruppen nachhaltig zu überzeugen. Der Best-in-Class-Ansatz folgt der Annahme, dass eine Bevorzugung von besonders verantwortungsvollen Unternehmen aller Branchen den Aufbau eines breit diversifizierten, für die Weltwirtschaft repräsentativen Portfolios ermöglicht, das aber besonders nachhaltige Wertpapiere Übergewichtet.

## Die verschiedenen Best-in-Class-Modelle

Bei der Zusammenstellung ihres Portfolios müssen Vermögensverwalter auf der Suche nach Best-in-Class-Investitionen sorgfältig ab-

wägen, anhand welcher Kriterien sie Unternehmen als erstklassig und führend in ihrer Kategorie einstufen. Einerseits können sie Firmen honorieren, die sich im Bereich ESG maximal engagieren; andererseits kann aber auch belohnt werden, wer bis zum Zeitpunkt X die besten Resultate erzielt hat, beispielsweise in Fragen eines sozial verantwortlichen Managements. Meist hängt diese Entscheidung von der verfolgten Anlagephilosophie ab, und die Bewertung wird, wie wir später sehen werden, für jeden Fonds individuell festgelegt.

Zu berücksichtigen ist an dieser Stelle auch die Frage nach dem Anlageuniversum, was die Umsetzung des Best-in-Class-Ansatzes beeinflusst. Es ist eine Sache, der Beste seiner Klasse zu sein, doch eine andere, die geeignete Vergleichsgruppe zu definieren:

- Beim **Best-in-Sector-Ansatz**,<sup>1</sup> der zu einer sektorgesteuerten Vermögensverwaltung passt, werden die Top-Unternehmen eines bestimmten Sektors oder Tätigkeitsbereichs bestimmt.
- Der **Best-in-Universe-Ansatz**<sup>2</sup> wählt (unabhängig vom Sektor) aus dem gesamten Anlageuniversum nur jene Unternehmen mit den besten Bewertungen aus. Einzelne Sektoren werden aufgrund ihrer als zu geringfügig angesehenen ökologischen, sozialen und ethischen Leistung nicht berücksichtigt oder von Seiten der Verwaltungsgesellschaft von vornherein ausgeschlossen.
- Man spricht von einem **Best-in-Effort-Ansatz**<sup>3</sup> (bei Wertpapieren) beziehungsweise einem **Best-in-Progress-Ansatz**<sup>4</sup> (bei Immobilienwerten), wenn ein Anlageverwalter Unternehmen oder Immobilienfondsmanager begünstigt, die sich maximal engagieren. Diese Ansätze berücksichtigen erreichte Verbesserungen und tragen zum Ziel bei, für die Verbreitung beispielhafter ESG-Praktiken zu sorgen.

Welches Modell auch immer zum Zuge kommt, es handelt sich doch stets um einen positiven Ansatz, dessen Ziel es ist, die vorbildlichsten oder vielversprechendsten Komponenten eines definierten Anlageuniversums zu ermitteln.

## Die Auswahl der Wertpapiere

Anhand der vom institutionellen Anleger gelieferten Kriterien wählt der Manager eines Best-in-Class-Fonds die geeigneten Unternehmen für sein Portfolio aus. Dies erfolgt üblicherweise auf der Basis eines eigenen ESG-Kriterienrasters und Bewertungssystems. Bei der Analyse der nicht-finanziellen Aspekte gilt es, das gesamte Beziehungsnetzwerk des Unternehmens mit allen Anspruchsgruppen zu berücksichtigen und die ESG-Kriterien eingehend zu prüfen, (z. B. siehe Tab. 4)

Bei der Auswahl der Wertpapiere greifen Anlagegesellschaften auf erprobte Ressourcen und Verfahren zurück, die immer breitere An-

wendung finden, dies vor dem Hintergrund, dass nachhaltige Anlagen zunehmend beliebt sind. Für die Durchführung der nicht-finanziellen Analyse stehen Portfoliomanagern grundsätzlich zwei Optionen zur Verfügung:

- die Vergabe an eine **externe** Nachhaltigkeitsrating-Agentur<sup>5</sup> oder einen traditionellen Finanzdatenanbieter,<sup>6</sup>
- eine **Kombination aus externen Ressourcen und interner Analyse**: Um zu konsistenten Auswahlresultaten zu gelangen, die exakt auf die gewünschte Managementphilosophie ausgerichtet sind, nutzen Wertpapiermanager zunehmend sowohl Daten von Researchagenturen wie auch Daten, die direkt bei den Unternehmen eingeholt werden, und lassen diese durch interne Spezialisten auswerten.

Aus solchen Ansätzen ergeben sich Portfolios, die im Kontext von globalen Investmentallokationen differenzierende Eigenschaften und komplementäre Profile aufweisen.

### Ein auf jeden Emittenten abgestimmter Analyseansatz

Die oben beschriebenen Kriterien gelten für die Best-in-Class-Auswahl von Unternehmen. Handelt es sich bei den Emittenten um Staaten oder öffentliche und halböffentliche Einrichtungen, muss die Bewertung angepasst werden, weil solche Körperschaften ganz andere Eigenschaften und Ziele haben.

Bei Staatsanleihen muss ein Vermögensverwalter beispielsweise schwerpunktmässig das Land sowie dessen Fortschritte in den Bereichen Umweltschutz, soziale Sicherheit, Bildung, Justiz und Gesundheit analysieren. Des Weiteren muss er sich vergewissern, dass der betreffende Staat die wesentlichen internationalen Umweltschutz- und Menschenrechtskonventionen und -abkommen einhält.

### Vor- und Nachteile des Best-in-Class-Ansatzes

Der Best-in-Class-Ansatz bedingt, dass geeignete Ressourcen für die Analyse zur Verfügung stehen, seien sie intern oder extern. Da-

mit verbunden sind unweigerlich zusätzliche Kosten, die letztendlich der Endanleger tragen muss und die sich de facto auf die Rentabilität auswirken, die sich aber tendenziell reduzieren. Solche Entwicklungen zeichnen sich bereits ab und sind zurückzuführen auf Fortschritte im Datenmanagement (vor allem durch Big-Data-Lösungen) sowie einen verstärkten Wettbewerb, den sich Indexanbieter, auf ESG-Anfragen spezialisierte Ratingagenturen und andere Anbieter von nicht-finanziellen Daten liefern. Ausserdem steigt auch innerhalb der Unternehmen das Bewusstsein für die Bedeutung des ökologischen, sozialen und ethischen Engagements und in immer höherem Masse die Pflicht zur Offenlegung von ESG-Reportings und -Berichten, was wiederum den Zugang zu diesen Daten zunehmend vereinfacht.

Beim Best-in-Class-Ansatz werden zudem die Unternehmen anhand eines zweifachen Selektionsverfahrens, der Finanzanalyse und der ESG-Analyse, ausgewählt: Letztere wird aktuell zwar nur von einzelnen Vorreitern eingesetzt, doch ist davon auszugehen, dass zukünftig auch die übrigen Investoren auf diesen Zug aufspringen werden. Alles in allem handelt es sich bei dem Best-in-Class-Prinzip um einen Ansatz, der einen positiven Einfluss auf alle Sektoren und damit auf die Wirtschaft als Ganzes nehmen möchte, und auf diese Weise Renditen erzielt, die langfristig auf oder über dem Marktdurchschnitt liegen.

### Fazit

Der besondere Vorteil des Best-in-Class-Ansatzes besteht darin, den Weg für bewährte Praktiken, Diskussionen und Kooperation zu ebnen. Die Zusammenarbeit zwischen Investor und Anlageverwalter wird vertieft und führt zu einer optimalen Lösung, bei der die gewünschte Anlagephilosophie mit der erforderlichen Rendite Hand in Hand geht. In diesem Sinne ist er besonders geeignet für institutionelle Anleger, die Themen der sozialen Verantwortung umfassend in die Selektion einbeziehen und sich dabei in gewünschtem Masse einbringen möchten.

**Tabelle 4**  
**BEISPIELE VON ESG-KRITERIEN FÜR DIE AUSWAHL VON BEST-IN-CLASS-WERTPAPIEREN**

UMWELT	SOZIALES	GOVERNANCE (gute Unternehmensführung)
Klimawandel	Kundenzufriedenheit	Zusammensetzung des Verwaltungsrats
CO <sub>2</sub> -Emissionen	Beziehungen mit den Gewerkschaften	Struktur des Rechnungsprüfungsausschusses
Biodiversität	Datenschutz	Geschäftspolitik
Verknappung natürlicher Ressourcen	Beziehung zur Zivilgesellschaft	Massnahmen zur Korruptionsbekämpfung
Energieeffizienz	Lohnungleichheit	Vergütungsausschuss
Abfallbewirtschaftung	Massnahmen zur Anstellung von Menschen mit Behinderung	Lobbyarbeit
Luft-/ Wasser- verschmutzung	Vielfalt & Minderheitenrechte	Schutz von Whistleblowern

#### Weiterführende Unterlagen

- Staub-Bisang, M. (2011). Nachhaltige Anlagen für institutionelle Investoren. Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Krosinsky, C., Robins, N., & Viederman, S. (2011). Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership (Vol. 618). John Wiley & Sons.

<sup>1</sup> Hancock, J. (2005). An Investor's Guide to Ethical & Socially Responsible Investment Funds. Kogan Page Publishers.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Eurosif. (2014). European SRI Study 2014. Erhältlich unter: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>

<sup>4</sup> Lambert, A. (2013). Les fonds immobiliers ISR à la recherche d'une définition standard. L'AGEFI. Erhältlich unter: <http://www.agefi.fr/articles/les-fonds-immobiliers-isr-a-la-recherche-d-une-definition-standard-1290441.html>

<sup>5</sup> Europaweit führend sind hier: Inrate, Oekom-GES, Vigeo-Eiris, Sustainalytics.

<sup>6</sup> Finanzdatenanbieter wie Bloomberg und Thomson Reuters verfügen über ESG-relevante Informationen.

## Ein Family Office bringt Anlagen in Einklang mit Familienwerten

Typ der Organisation	Family Office
Assets under Management (per 31.12.2015)	Keine Angaben
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	Keine Angaben

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?** Insbesondere die weiblichen Familienmitglieder zeigten ein wachsendes Interesse, verantwortungsvoll anzulegen. Parallel dazu wuchs im Asset-Manager-Team das Interesse an nachhaltigen Anlagen und entsprechende Vorschläge wurden von der Familie begrüsst.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?** Im Zentrum stand auf Seiten der Familie der Wunsch, die Anlagen mit persönlichen Werten in Einklang zu bringen. Des Weiteren passt die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien zum bereits gepflegten Ansatz des «Value Investing»: Die Familie hat einen langfristigen Anlagehorizont. Aus Sicht des Asset-Managers dient der nachhaltige Anlageansatz zudem der Früherkennung von Risiken und liefert Ideen für neue Investmentopportunitäten (attraktive Branchen, Geschäftsmodelle oder innovative Unternehmen).

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?** Das Family Office investiert in diverse Anlageklassen, fokussiert aber die Nachhaltigkeitsintegration bisher hauptsächlich auf das Aktienportfolio. Die Anlagepolitik basiert auf einer Kombination von ethischen Ausschlusskriterien (Glücksspiel, Tabak, Waffen, Nuklearenergie) mit einem Best-in-Class-Ansatz. Auch die CO<sub>2</sub>-Intensität des Portfolios wird periodisch untersucht.

**Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?** Die Umsetzung erfolgte schrittweise. Ethische Ausschlusskriterien hatte die Familie schon immer angewandt. Seit 2008 investiert Eltaver auch in Mikrofinanz und 2011 wurde erstmals der CO<sub>2</sub>-Ausstoss des Aktienportfolios gemessen. Die verschiedenen Aktivitäten stärkten das Bedürfnis, noch weiter zu gehen und die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten zu systematisieren. Dies führte zur zusätzlichen Anwendung des Best-in-Class-Ansatzes: Nur wenn ein Titel als nachhaltig bewertet ist, qualifiziert er sich für ein Investment. Nachhaltigkeitskriterien werden auch in der qualitativen Analyse berücksichtigt und beeinflussen somit jeden Anlageentscheid.

---

**Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?**

Für die Festlegung des nachhaltigen Anlageuniversums stützt sich Eltaver auf eine Partnerbank. Die CO<sub>2</sub>-Analyse des Portfolios basiert auf yourSRI. Die Beurteilung von Nachhaltigkeitsaspekten im Rahmen der qualitativen Analyse erfolgt intern. Dabei geht es weniger um die Berücksichtigung spezifischer Kennzahlen als vielmehr um eine generelle Einschätzung von Risiken, basierend auf dem «gesunden Menschenverstand».

---

**Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?**

Die Umsetzung erwies sich als relativ einfach. Ein Teil der Familienmitglieder und die Asset-Manager waren vom Mehrwert der Nachhaltigkeitsintegration überzeugt, die restlichen Beteiligten liessen sich vom Nutzen überzeugen. Die Familie liess den Asset-Managern freie Hand in der Umsetzung ihrer Ideen unter der Bedingung, dass die finanzielle Performance stimmt.

---

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Es gab keine grösseren Schwierigkeiten. Die limitierten Ressourcen (z. B. personell) machen es jedoch nicht ganz einfach, immer über die rasche Entwicklung in Nachhaltigkeitsthemen informiert zu bleiben. Bis jetzt hat dies aber den stetigen Ausbau der Nachhaltigkeitsintegration nicht gebremst.

---

**Was sind die hauptsächlichsten Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Die nachhaltige Anlagepolitik trägt dazu bei, Risiken zu minimieren, da die Nachhaltigkeit einer Firma als Indikator für «gute Unternehmungsführung» angesehen werden kann. Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien fördert das Vertrauen in die Anlageentscheide und man begegnet kurzfristigen Schwankungen mit mehr Ruhe. Weiter bringt sie einen Perspektivenwechsel und führt zu neuen Investmentideen. Und schliesslich löst es positive Emotionen aus, wenn ein Investment auch etwas Gutes bewirkt.

---

**DR. DANIEL WILD** | Head of Sustainability Investing Research & Development,  
Member of the Executive Committee, RobecoSAM AG

**DR. CHRISTOPHER GREENWALD** | Head of Sustainability Investing Research,  
RobecoSAM AG

Mit der Zunahme nachhaltiger Anlagen haben sich vielfältige Ansätze zur Nutzung von (ESG<sup>1</sup>) Daten entwickelt. Insbesondere die «ESG-Integrationsstrategie» hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Laut GSIA (Global Sustainable Investment Alliance, 2014) ist die ESG-Integration mit einem verwalteten Vermögen von USD 12,9 Billionen die zweitgrösste nachhaltige Anlagestrategie weltweit. Eurosif definiert «ESG-Integration» als «explizite Einbeziehung von ESG-Kriterien bzw. -Risiken in die traditionelle Finanzanalyse und Anlageentscheide der Asset Manager».

Nachhaltigkeitsdaten können auf unterschiedlichen Ebenen in den Anlageprozess integriert werden. Sie können bei der Festlegung der regionalen oder branchenbezogenen Asset-Allokation genutzt werden (siehe auch Kap. 9.2). Häufiger werden sie indes bei der finanziellen Bewertung von Emittenten im Rahmen der Titelselektion herangezogen – sowohl bei Aktien- als auch bei Obligationenanlagen. Die Integration von Nachhaltigkeitskriterien kann in qualitativer Form erfolgen, wenn sich Finanzanalysten bei der vertieften Analyse der Unternehmensstärken und -schwächen mit ESG-Themen befassen und die Erkenntnisse in ihren Empfehlungen berücksichtigen (siehe auch Kap. 9.3). Die Integration kann auch in quantitativer Form erfolgen, wenn die Inputfaktoren eines Finanzmodells auf Grundlage von Nachhaltigkeitsdaten angepasst werden (siehe auch Kap. 9.1). Die Integrationsansätze wurden bisher zwar primär in aktiven Managementstrategien angewandt. Weil in letzter Zeit passive und Smart-Beta-Strategien an Bedeutung gewonnen haben, ist analog auch das Interesse an indexbasierten ESG-Integrationsansätzen gestiegen.

Wie es generell verschiedene Anlageansätze gibt, existieren auch viele verschiedene Formen für die Integration von Nachhaltigkeitskriterien. Der Schwerpunkt dieses Kapitels liegt auf der Frage, wie Nachhaltigkeitsfaktoren in ein Finanzmodell für Aktienanalysen

integriert werden können, dies im Sinne einer «systematischen Einbeziehung von ESG-Research in Ratings/Bewertungen von Analysten und Fondsmanagern» gemäss der Definition in der RI-Studie 2014 von Eurosif.<sup>2</sup> Erforderlich ist dazu nicht nur die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsthemen im Anlageprozess, sondern es gilt auch aufzuzeigen, welche Auswirkungen diese Aspekte auf die Annahmen und die Unternehmensbewertung haben.

### **Wesentlichkeit als Ausgangspunkt**

Eine Integration in Finanzmodelle setzt zunächst ein fokussiertes und tiefgreifendes Verständnis der Unternehmensleistung in Bezug auf die wichtigsten Faktoren voraus, die Einfluss auf das Geschäftsszenario und folglich die finanzielle Performance des Unternehmens haben können. Zur Festlegung, welche Nachhaltigkeitsfaktoren als wesentlich gelten können und in diese Analyse einfließen, wird zunächst ermittelt, welche Faktoren die Treiber des Unternehmenswerts und insbesondere die Wachstumsannahmen (durch künftige Umsatzgenerierung), Kosten (durch Effizienzsteigerung) und Risiken (durch die Qualität der Geschäftsleitung) besonders stark beeinflussen könnten. Die Ermittlung der wesentlichen Faktoren muss für jede Branche individuell erfolgen, da die Einflussfaktoren der finanziellen Bewertung branchenspezifisch sind. Mit Blick auf die Wirksamkeit und Effizienz sollte sich die Analyse auf die drei oder vier Nachhaltigkeitsfaktoren konzentrieren, die sich am stärksten auf die Annahmen des Finanzmodells auswirken.

### **Die Bedeutung von Zeithorizonten und Annahmen**

Neben der Fokussierung auf die wesentlichen Nachhaltigkeitsfaktoren beim Inhalt der Analyse ist zu klären, in welchem Zeitraum diese Faktoren die grössten Auswirkungen haben. Grundsätzlich ist es wichtig, dass Nachhaltigkeitsfaktoren den Wettbewerbsvorteil eines



**Tabelle 5**  
**AUSWIRKUNG VON NACHHALTIGKEITSAKTIVITÄTEN AUF DEN FAIR VALUE EINES JAPANISCHEN INDUSTRIEUNTERNEHMENS**

WERTTREIBER	UMSATZWACHSTUM	MARGEN	WACC	KURSSTRECKENVERHÄLTNISS
<b>Benchmark-Annahmen:</b>	5% Branchendurchschnitt Automation	7,5% operative Marge	9,0%	JPY 3725
<b>ESG-Anpassung (1): Innovation und Produktverantwortung</b>	Positionierung im energie-effizienten und innovativen Produktspektrum: +150 Bp.	Produktdifferenzierung und Wettbewerbsposition +50 Bp.		JPY 5050
<b>ESG-Anpassung (2): Humankapital</b>		Starke Humankapitalperformance +50 Bp.		JPY 4175
<b>ESG-Anpassung (3): Governance</b>			Starke Corporate Governance ggü. Peers: -50 Bp.	JPY 4400
<b>SUMME</b>	<b>6,5%</b> langfristiges Umsatzwachstum	<b>8,5%</b> operative Marge	<b>8,5%</b>	<b>JPY 4400</b>

Unternehmens über längere Frist beeinflussen können – sei es durch Produktdifferenzierung, Kosteneffizienz oder wirksames Risikomanagement. ESG-Faktoren machen sich daher generell erst nach einem längeren Zeitraum (mehr als drei Jahre) in den Geschäftsergebnissen eines Unternehmens bemerkbar und beeinflussen somit die langfristige Einschätzung der Unternehmensleistung. Angesichts der Bedeutung der langfristigen Annahmen in den meisten Discounted-Cashflow-Modellen können Nachhaltigkeitsfaktoren den Finanzanalysten wesentliche Informationen für die Bestimmung der langfristigen Wertschöpfungstreiber liefern.

Die meisten Finanzanalysten erstellen ihre Prognosen für die nächsten ein bis drei Jahre basierend auf dem Produktmix, der Wettbewerbsposition und den Zielvorgaben der Geschäftsleitung. Ein üblicher Ansatz, den Analysten bei der Aufstellung der Modellprojektionen nach Jahr drei nutzen, besteht darin, Zukunftsannahmen zugrunde zu legen, die auf historischen Durchschnittswerten der jeweiligen Branche für einen Konjunkturzyklus beruhen. Ein derartiger Ansatz ist zwar angemessen und anerkannt, berücksichtigt jedoch nicht die strategische Ausrichtung und die einzigartigen Differenzierungsmerkmale des Unternehmens, die den langfristigen Geschäftserfolg beeinflussen. Obwohl die über das dritte Jahr hinausgehenden Cashflows schwer vorherzusagen sind und zunehmend diskontiert werden, leitet sich im Modell der Grossteil des Unternehmenswerts letztlich aus diesen künftigen Cashflows ab (Terminal Value).

Eine Bewertung der langfristigen Positionierung und der Qualität der Geschäftsleitung eines Unternehmens kann wesentliche Erkenntnisse liefern, um sachgerechtere Annahmen über die im Modell zu verwendenden künftigen Werttreiber zu gewinnen. Es ist zu erwarten, dass Unternehmen, deren Umsatz von langfristigen Nachhaltigkeitstrends wie etwa Energieeffizienz und Minderung von Klimarisiken beeinflusst ist, ein höheres langfristiges Umsatzwachstum

erreichen als ihre Branchenpendants. Unternehmen, die Kosteneffizienz durch wirksames Umweltmanagement nachweisen können, dürften langfristig bessere Margen erzielen als der Branchendurchschnitt. Des Weiteren dürften Unternehmen, die über eine hervorragende Unternehmensführung oder ein ausgezeichnetes Risikomanagement verfügen, auf längere Sicht von geringeren Risiken und folglich niedrigeren Kapitalkosten profitieren. Nachhaltigkeitsfaktoren können daher wichtige Erkenntnisse liefern und die kurzfristigen Finanzprojektionen, die im Fokus der meisten Finanzanalysen stehen, ergänzen, wenn sie in die längerfristigen Annahmen integriert werden, die für die meisten Finanzmodelle von wesentlicher Bedeutung sind.

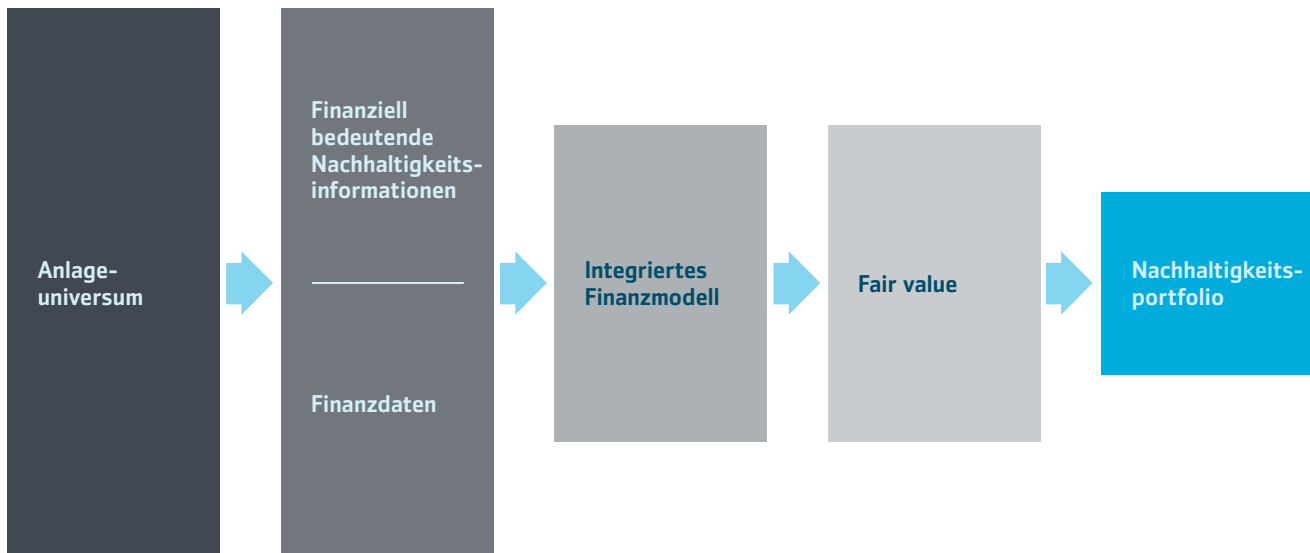
#### **Integration in die Aktienanalyse: Ein praktisches Beispiel**

Das Beispiel eines japanischen Industrieunternehmens, das elektrische Geräte und Automationsprodukte produziert, illustriert, wie gross der Einfluss von Nachhaltigkeitsfaktoren im Finanzmodell sein kann. Die Analyse von Branche, Positionierung und Finanzergebnissen des Unternehmens ergibt auf Grundlage der vergangenen Performance und der ausgewiesenen Ergebnisse bestimmte Grundannahmen, die im Modell als Ausgangspunkt ohne Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren genutzt werden: Das langfristige Umsatzwachstum in den Endmärkten des Unternehmens wird auf 5 Prozent geschätzt, bei einer operativen Marge von 7,5 Prozent; und der Diskontsatz für die künftigen Cashflows entspricht dem Branchendurchschnitt von 9 Prozent, sodass sich nach dem Discounted-Cashflow-Modell ein Kursziel von JPY 3725 je Aktie ergibt (siehe Tab. 5).

Bei Berücksichtigung der Nachhaltigkeitsperformance des Unternehmens kann der Analyst jedoch zu einer fundierteren Einschätzung der langfristigen Modellannahmen gelangen, welche die Nachhaltigkeitspositionierung und den Wettbewerbsvorteil des Un-

Abbildung 5

## DIE VERBINDUNG VON FINANZDATEN MIT NACHHALTIGKEITSDATEN ERGIBT EINEN ANDEREN FAIR VALUE



Unternehmens besser widerspiegelt. Dadurch, dass das Unternehmen z. B. seine Produktstrategie klar auf Energieeffizienz ausrichtet, kann es über die Zeit höhere Wachstumsraten erreichen als seine Mitbewerber. Wenn das Unternehmen zudem klare langfristige Umwelt- und Sozialtrends identifiziert und seiner Strategie zugrunde legt, kann daraus ein überdurchschnittliches Wachstum resultieren. Aufgrund dieser Faktoren geht der Analyst davon aus, dass das erwartete langfristige Umsatzwachstum 1,5 Prozent höher ist als das der Mitbewerber der Branche (siehe Tab.5).

Zusätzlich zum Wachstumsbeitrag bieten die energieeffizienten Produkte des Unternehmens tendenziell eine höhere Marge als das restliche Produktportfolio. Da diese Produkte auf eine steigende Nachfrage treffen, ergibt sich über die Zeit folglich eine ca. 0,5 Pro-

zent höhere Marge. Darüber hinaus kommt dem Unternehmen beim Management seines Humankapitals eine Vorreiterrolle zu. Es hat die Bedeutung des Diversity Managements in Japan und der übrigen Welt früher als seine Mitbewerber erkannt und kann bei der Gleichstellung der Geschlechter und den Investitionen in die Mitarbeiterentwicklung positive Trends vorweisen. Da das Humankapital ein erheblicher Kostenfaktor ist und das Unternehmen viel Wert darauf legt, geeignete Talente zu gewinnen, führt das vorbildliche Management des Humankapitals zu einer niedrigeren Fluktuation und höheren Produktivität. Der Analyst schätzt den daraus in Zukunft resultierenden positiven Margeneffekt auf rund 0,5 Prozent im Vergleich zur übrigen Branche. Beide Faktoren zusammen erhöhen die erwartete Marge des Unternehmens um 1 Prozent.

Schliesslich ist das Unternehmen führend in Sachen Corporate Governance, vor allem im Vergleich zu seinen japanischen Pendanten. Das Unternehmen hat klare Zielvorgaben für die personelle Vielfalt bei der Zusammensetzung seines Verwaltungsrats und relativ transparente Leitlinien. Die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder bringen einschlägige Erfahrungen und hohe Kompetenz in den Rat ein. Die gute Unternehmensführung gilt als Indikator für die hohe Qualität des Managements und mindert strategische und operationelle Risiken. Der Analyst reduziert daher die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) um rund 0,5 Prozent.

Werden langfristige Faktoren, die Einfluss auf die Leistung des Unternehmens haben, berücksichtigt und in das Modell integriert, bietet das folgende Vorteile: Erstens lässt sich der positive Beitrag besser einschätzen, den langfristige Nachhaltigkeitsfaktoren zum Fair Value des Unternehmens im Finanzmodell leisten. Im Beispiel führen sogar relativ geringe Änderungen der Langfristannahmen, die aus der Nachhaltigkeitsperformance resultieren, zu einem mit 18 Prozent recht deutlichen Anstieg des Kursziels (von JPY 3,725 auf JPY 4,400). Wie dieses Beispiel jedoch verdeutlicht, kann die Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren zu einem erwarteten Fair Value führen, der die Schätzungen des Marktes weit übersteigt. Das unterstreicht die Bedeutung langfristiger Annahmen im Finanzmodell und die wichtige Rolle, die Nachhaltigkeit dadurch spielen kann, dass sie sachgerechtere Annahmen für die Finanzanalyse bereitstellt. Zweitens hilft eine systematische ESG-Integration in die Finanzanalyse sicherzustellen, dass der Portfoliomanager einer Empfehlung folgen kann, in die sowohl finanzielle als auch ESG-Faktoren systematisch und kohärent integriert sind. Die ESG-Integration kann zwar zu einer geringeren durchschnittlichen Nachhaltigkeitsperformance eines Portfolios im Vergleich zu einem reinen Best-in-Class-Ansatz führen, bietet jedoch den Vorteil, dass sie den Anlegern ermöglicht, einen möglichen Zielkonflikt zwischen finanzieller Performance auf der einen und Nachhaltigkeitsperformance auf der anderen Seite zu lösen. Werden beide Perspektiven in einer integrierten Finanzanalyse verbunden, ist sichergestellt, dass Portfoliomanager Preissignale von Research-Analysten erhalten, die relevante Nachhaltigkeitsfaktoren einschliessen.

Das vorliegende Beispiel illustriert, wie der Fair Value eines Unternehmens durch Nachhaltigkeitsfaktoren positiv beeinflusst wird. Bei systematischer Integration in den Research-Prozess erge-

ben sich dadurch Portfolios mit Unternehmen, die ein starkes Nachhaltigkeitsprofil aufweisen und sich daher längerfristig überdurchschnittlich entwickeln dürften. Wenn ein Unternehmen eine starke Nachhaltigkeitsperformance aufweist und dies in die Finanzanalyse einfließt, wird es eher in ein Portfolio aufgenommen werden als andere Unternehmen derselben Branche. Ein Unternehmen mit schwacher Nachhaltigkeitsperformance, die sich negativ auf dessen Fair Value auswirkt, ist für eine Aufnahme in Anlageportfolios weniger attraktiv (siehe Abb. 5).

#### Fazit

Das zur Veranschaulichung der ESG-Integration verwendete Beispiel bezieht sich zwar auf die Aktienselektion, ein ähnlicher Ansatz könnte jedoch auf vielen anderen Ebenen des Anlageprozesses angewandt werden. Durch die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in finanzielle Annahmen können Portfoliomanager Signale erhalten, die Anlagen in nachhaltigere Regionen, Branchen und Unternehmen begünstigen. Diese Anlagen weisen wahrscheinlich bessere langfristige Wachstumsaussichten und geringere Risiken auf. Ein ESG-Integrationsansatz kann daher ein Instrument zur Verbesserung der langfristigen Performance eines aktiv verwalteten Portfolios sein.

#### Weiterführende Unterlagen

- WBCSD, & UNEP FI. (2010). Translating ESG into sustainable business value. Erhältlich unter: <http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/translatingESG.pdf>
- Schramade, W. (2016). Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-17. Erhältlich unter: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/20430795.2016.1176425?journalCode=tsfi20>
- Trunow, N. A., Linder, J. (2015). Perspectives on ESG Integration in Equity Investing: An opportunity to enhance long-term, risk-adjusted investment performance. Calvert Investments. Erhältlich unter: <http://www.calvert.com/NRC/literature/documents/WP10010.pdf>
- PRI. (2016). A practical guide to ESG integration for equity investing. Erhältlich unter: <https://www.unpri.org/news/pri-launches-esg-integration-guide-for-equity-investors>

<sup>1</sup> In diesem Kapitel werden die Begriffe «Integration von Nachhaltigkeitskriterien» und «ESG-Integration2» synonym verwendet

<sup>2</sup> Eurosif. (2014). European SRI Study 2014. Erhältlich unter: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>

## 9.1 AUFWERTUNG DES ANLAGEPROZESSES DURCH ESG-INTEGRATION

PHILIP AMMANN | Global Thematic Equities Analyst, Vontobel Asset Management

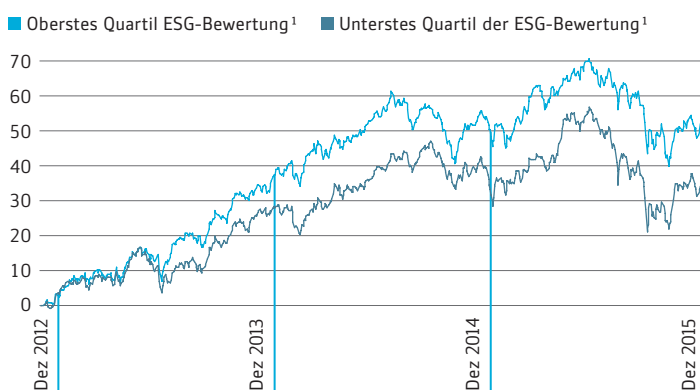
Seit 2010 wendet Vontobel in einem Asset Management Team eine selbst entwickelte Methodik für ESG-Bewertungen an. Diese Methodik ist in den Anlageprozess für Industrie- und Schwellenländer integriert, mit dem Ziel, das Risiko/Rendite-Profil der Anlagen zu verbessern. Dieser ESG-Integrationsansatz zeichnet sich vor allem durch folgende Merkmale aus:

- **ESG bildet einen wesentlichen Bestandteil des Anlageprozesses der Finanzanalysten:** Der Anlageprozess basiert auf vier Säulen: überdurchschnittliche Rentabilität des investierten Kapitals (ROIC), starke Branchenpositionierung, hoher innerer Wert und effektiver Umgang mit ESG-Themen. Nur Unternehmen, die sämtliche Anforderungen innerhalb dieser vier Säulen erfüllen, kommen als Anlagemöglichkeit in Betracht.
- **Die ESG-Analyse ist fester Bestandteil der Unternehmensbewertungen:** Das Analystenteam führt sowohl die finanziellen als auch die ESG-Bewertungen durch. So können die Analysten ihre Entscheidungen auf der Grundlage eines ganzheitlichen Verständnisses jedes Unternehmens treffen. Ausserdem können sie ihre Finanzmodelle entsprechend den in den ESG-Bewertungen identifizierten Risiken anpassen.
- **Entwicklung von proprietären Minimum Standard Frameworks:** Diese branchenspezifischen Minimum Standard Frameworks (MSF) beleuchten und gewichten ein breites Spektrum an unternehmensspezifischen ESG-Aspekten im Rahmen einer umfassenden ESG-Bewertung. Die Finanzanalysten ergänzen ihre eigenen Analyseergebnisse mit qualitativen Analysen externer Anbieter. Zusätzlich bewerten sie zukunftsgerichtete Trends wie ESG-Initiativen, die bei den Unternehmen noch in Planung sind.
- **Unabhängige Prüfung zur Validierung der ESG-Analyse:** Für einen ESG-Integrationsansatz ist eine unabhängige Überprüfung der Analyse elementar. Im Prozess garantiert die Einbindung eines ESG-Experten, der nicht anderweitig in den Anlageprozess involviert ist, dass die MSF-Bewertung die ESG-Leistung eines Unternehmens korrekt widerspiegelt. Die Beurteilung dieses ESG-Experten erfolgt unabhängig von der finanziellen und fundamentalen Einschätzung der Unternehmen.

Nachdem dieser Integrationsansatz mehrere Jahre angewendet worden war, wollte das Team den Mehrwert der proprietären ESG-Bewertungsmethode genauer analysieren. In einem branchenübergreifenden rückwirkenden Performancevergleich wurden Unternehmen miteinander verglichen, die zwar bezüglich ROIC und Branchenpositionierung gleich gut abschnitten, jedoch unterschiedliche ESG-Bewertungen aufwiesen. Die Analysten berechneten die Kursentwicklung eines Korbs von Unternehmen aus dem obersten MSF-Quartil (gleichgewichtet) gegenüber der Wertentwicklung eines Korbs von Unternehmen aus dem untersten MSF-Quartil für den Zeitraum von Dezember 2012 (Einführung des Produkts) bis November 2015 (siehe Abb. 6). Das Ergebnis zeigt, dass Unternehmen mit hohen MSF-Bewertungen (= starke ESG-Leistung) Unternehmen mit niedrigen MSF-Bewertungen (= schwache ESG-Leistung) übertroffen hätten. Diese theoretische Outperformance lässt darauf schliessen, dass die Minimum Standard Frameworks eine wichtige zusätzliche Informationsquelle über ein Unternehmen darstellen und für den Anlageprozess einen offensichtlichen Mehrwert liefern.

Der rückwirkende Vergleich zeigt, dass die strukturierte Integration von ESG-Faktoren in den Anlageprozess ein effektives Instrument für die Identifizierung attraktiver Anlagemöglichkeiten sein und langfristigen Wert für Investoren schaffen kann.

Abbildung 6  
RÜCKWIRKENDER PERFORMANCEVERGLEICH FÜR DEN PROPRIETÄREN ESG-INTEGRATIONSANSATZ<sup>1</sup>  
(WELTWEIT, ALLE BRANCHEN)



<sup>1</sup>Die ESG-Einstufung basiert auf den MSFs von Vontobel. Alle Unternehmen erfüllen die Anforderungen an ROIC und Branchenpositionierung (Anzahl Unternehmen: 230).

Quelle: Vontobel (2015)

# 9.2 OPTIMIERTE GEOGRAFISCHE VERMÖGENSALLOKATION DANK ESG-INTEGRATION

PHILIPP METTLER | Senior Sustainable Investment Analyst, Bank J. Safra Sarasin

Die Integration von ESG-Faktoren in der Vermögensverwaltung nimmt stetig zu. Allerdings kann von einem systematischen und konsequenten Einbezug von «nicht-finanziellen» Aspekten in den gesamten Investmentprozess noch nicht die Rede sein.<sup>1</sup> Während bei der Titelauswahl (bei Aktien wie auch bei Bonds) ESG-Kriterien immer öfter zum Tragen kommen, scheint dies bei der geografischen Allokation des Geldes kaum der Fall zu sein. Dabei eröffnet der Einbezug von ESG-Komponenten die Möglichkeit, das Risiko/Rendite-Profil eines Portfolios nachhaltig zu verbessern.

Um die geografische Allokation mit Hilfe von ESG-Daten zu optimieren, gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten:

1. Die Aggregation von relevanten ESG-Unternehmensanalysen pro Land oder
2. die Verwendung von Top-Down-Nachhaltigkeitsbewertungen von Ländern.<sup>2</sup>

Beim ersten Ansatz führen gute Nachhaltigkeitsleistungen von Unternehmen zu positiven Länderbeurteilungen. Der zweite Ansatz ist eine Top-Down-Länderanalyse, die zusätzlich wertvolle Gesichtspunkte für eine finanzielle «Outperformance» ins Spiel bringt. Verschiedene Studien<sup>3</sup> zeigen, dass Faktoren wie Korruption, stetige Staatsführung und Innovation durchaus einen Einfluss auf die längerfristige Entwicklung eines Landes haben. So beinhalten ESG-Län-

derbewertungen vielfach die Rahmenbedingungen, die Unternehmen in einem Land vorfinden (z. B. Rechtssicherheit, politische Governance, Bevölkerungsstruktur, Humankapital). Mindestens so relevant wie das aktuelle Niveau der Staaten bezüglich Nachhaltigkeit ist deren historischer Trendentwicklungspfad (siehe Abb.7):

Die Gründe für den positiven Trend in der Sub-Sahara-Zone (u. a. in Nigeria und Kenia) sowie in Südasien liegen unter anderem in der tiefen Basis, aber auch in strukturellen Fortschritten. Demgegenüber zeigt der Trend in Osteuropa und Zentralasien (u. a. in Russland und Usbekistan) sowie in Nordamerika nach unten. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Veränderungsraten in Emerging-/Frontier-Märkten viel ausgeprägter sind als in entwickelten Märkten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ESG-Länderratings in der strategischen Vermögensallokation das Potenzial haben, die Rendite/Risiko-Konstellation eines Portfolios zu verbessern. Weiter können ESG-Trends insbesondere in Emerging- und Frontier-Märkten auf Strukturveränderungen hinweisen.

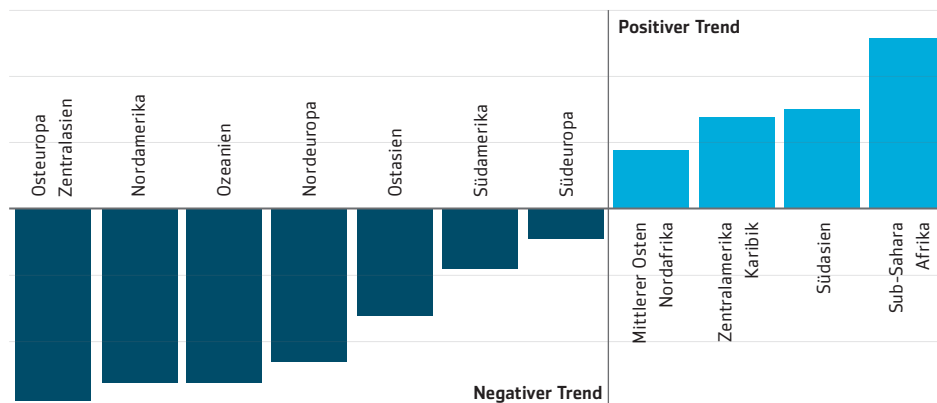
<sup>1</sup> Novethic. (2015). Profile of Responsible Investors in Europe. Erhältlich unter: [http://www.novethic.com/fileadmin/user\\_upload/tx\\_ausynovethicetudes/pdf\\_complets/2015\\_responsible\\_investors\\_survey.pdf](http://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2015_responsible_investors_survey.pdf)

<sup>2</sup> Primär als Ergänzung zu Kreditratings, bei welchen finanzielle Aspekte klar im Vordergrund stehen

<sup>3</sup> Hoepner, A. G., & Neher, A. L. (2013). Sovereign Debt and Sustainable Development Culture. Erhältlich unter SSRN 2295688.

Abbildung 7  
TRENDDATEN ÜBER DREI JAHRE

Quelle: Bank J. Safra Sarasin (2015)



## 9.3 DIE ROLLE DER ESG-INTEGRATION BEI INVESTITIONEN IN SCHWELLENLÄNDERN

GYENTSEN ZATUL | Investor Relations Manager, VietNam Holding Asset Management

In den meisten Schwellenmärkten stellt die Verfügbarkeit von relevanten und zuverlässigen Informationen im Bereich Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung (ESG) die grösste Herausforderung für die ESG-Integration dar. Das gilt auch für Vietnam, wo nur sehr wenige Unternehmen aussagekräftige ESG-Daten veröffentlichen. Daher ist es nahezu unmöglich, allein durch Sekundärforschung aussagekräftige ESG-Informationen zu erhalten. Vietnam hat die derzeit zweithöchste wirtschaftliche Wachstumsrate in Asien, die ökologischen Herausforderungen sind daher weiterhin immens. Zudem hat Vietnam im Vergleich zur Landesgrösse eine der längsten Küstenlinien. Somit ist das Land auch in starkem Masse den Folgen der Klimaveränderung ausgesetzt, einschliesslich des Anstiegs des Meeresspiegels und des Eindringens von Salzwasser in das Mekong-Delta.

### **Aktives Engagement kombiniert mit Öffentlichkeitsarbeit**

VietNam Holding Asset Management (VNHAM) ist ein Value Investment Manager, der sich auf nachhaltige Aktienanlagen in Vietnam spezialisiert hat. Sein Flaggschiff-Fonds VietNam Holding (VNH) hat 2009 die Prinzipien für Verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (UN PRI) unterzeichnet. VNHAM prüft das notierte Unternehmensuniversum in Vietnam kontinuierlich durch den Einsatz ei-

nes quantitativen Analyseverfahrens, das auf wichtigen Value-Investment- und Finanzparametern basiert. Firmen, die sich gemäss dieser Prüfung für eine tiefgreifende Finanzanalyse qualifizieren, werden gleichzeitig auch einer ESG-Analyse unterzogen. Hierzu reichen Analysten, die das Unternehmen vor Ort besuchen, einen ausführlichen Fragebogen ein, der auf der Methodik des Schweizer ESG-Researchunternehmens Inrate basiert.

Im proprietären Analyseprozess des Fondsmanagers erhält die ESG-Performance die gleiche Gewichtung wie die Finanzperformance des Unternehmens. VNHAM prüft zudem die laufenden Fortschritte im Hinblick auf ESG-Faktoren der im Portfolio vertretenen Unternehmen. Die Offenheit und Bereitschaft eines Unternehmens, Nachhaltigkeitsherausforderungen aktiv anzugehen, ist für VNHAM eine grundlegende Voraussetzung für eine Anlage in das Unternehmen.

Die grösste Hürde besteht darin, dass das Analystenteam von VNHAM in Ho-Chi-Minh-Stadt in der Regel nur Zugang zum mittleren Management der jeweiligen Unternehmen hat. Nur selten haben die Mitglieder des Teams die Gelegenheit, hochrangige Manager von den Vorteilen nachhaltiger Handlungsweisen zu überzeugen, obwohl Umweltfragen und ESG-Erwägungen immer stärker ins öffentliche Bewusstsein rücken. Um diese Hürde zu meistern, hat der Fondsmanager

einen Ansatz für direktes Engagement mit Unternehmen entwickelt, der alle Verwaltungsratsmitglieder von VNH und VNHAM einbezieht. Dabei «adoptiert» jedes Ratsmitglied mehrere der für Anlagen vorgesehenen Unternehmen. Die Verwaltungsratsmitglieder haben mindestens einmal jährlich direkten Kontakt zur obersten Managementebene der betreffenden Unternehmen. Dabei versuchen sie, sehr spezifische Zusagen zur Umsetzung vereinbarter Schritte zu erhalten.

Das disziplinierte Portfoliomanagement des Fondsmanagers basiert auf drei ESG-Überzeugungsstufen.

1. **Begrenzte Überzeugung:** VNHAM vereinbart mit dem Portfoliounternehmen, welche ESG-Daten zur Verfügung gestellt werden sollen, und legt spezifische Ziele fest, die innerhalb eines Jahres erreicht werden sollen. Bis die betreffenden Daten zur Verfügung gestellt wurden, wird das Unternehmen dieser tiefsten Kategorie zugeordnet. Dies entspricht einem angestrebten Anlageniveau von 3 Prozent des Netto-Fondsvermögens.
2. **Starke Überzeugung:** Sobald mehr ESG-Daten zur Verfügung stehen und das Unternehmen einwilligt, seine ESG-Praktiken weiter zu optimieren, kann eine Einstufung in die nächsthöhere Kategorie erfolgen, was einem angestrebten Anlageniveau von 5 Prozent des Netto-Fondsvermögens entspricht.
3. **Sehr starke Überzeugung:** Die Unternehmen mit der stärksten finanziellen Performance und der besten Leistung bezüglich ESG-Praktiken qualifizieren sich für die höchste Kategorie mit einem angestrebten Anlageniveau von 7 Prozent des Netto-Fondsvermögens.

Der Anlageprozess gewährt bei starker Finanz- oder ESG-Performance entweder eine Heraufstufung in die nächsthöhere Kategorie oder eine Übergewichtung innerhalb der aktuellen Kategorie. Im umgekehrten Fall kann der Portfoliomanager auch eine Unterge-

wichtung bzw. eine Herabstufung veranlassen. Jede Kategorisierungsstufe erlaubt es, den Umfang einer Anlage innerhalb fester Vorgaben anzupassen. Die VNHAM-Analysten widmen Fragestellungen im Zusammenhang mit der Nachhaltigkeit eines Unternehmens ebenso viel Zeit wie der Beurteilung der Finanzkennzahlen, wenn nicht sogar mehr. Bei VNHAM ist man jedoch der Ansicht, dass sich die Mühe lohnt.

Dieser aufwändige Ansatz liefert beachtliche Ergebnisse: Konservative Wachstumsschätzungen für das VNH-Portfolio deuten auf ein Wachstum des Ergebnisses pro Aktie (EPS, gewichteter Durchschnitt) von 22,2 Prozent in 2015/2016 hin – mehr als 15 Prozent über dem Marktkonsens für das EPS-Wachstum.

#### **Portfolioentscheidungen basierend auf ESG-Analyse**

VNHAM hat mehr Unternehmen auf der Grundlage von ESG-Erwägungen aus dem Anlageuniversum entfernt als infolge einer schwachen Finanzperformance. Der häufigste Grund für eine Entfernung waren unzureichende Corporate-Governance-Standards. Im Jahr 2013 veröffentlichte Global Witness den «Rubber Baron»-Bericht, der die grössten ESG-Sünden vietnamesischer Unternehmen im Rahmen ihrer Expansionsstrategien in Kambodscha und Laos beschreibt. Schon am nächsten Tag stiess VNHAM drei seiner Investments in Gummiproduzenten ab.

Auch wenn zahlreiche weitere Herausforderungen bestehen, ist eine allmähliche Verbesserung der Berichtsstandards zu beobachten. Zum Jahresende 2015 veröffentlichte fast ein Viertel der Unternehmen im Portfolio von VNH qualitativ hochwertige und ausführliche Nachhaltigkeitsberichte. Mit der Bereitschaft zur Umsetzung einer nachhaltigen Strategie demonstriert das Top-Management eines Unternehmens seine Offenheit für eine ganzheitliche Sichtweise und langfristige Planung. Auf lange Sicht profitieren die Aktionäre somit von einer höheren Rentabilität. Bei der Erreichung hoher Nachhaltigkeitsstandards hat Vietnam noch einen langen Weg vor sich, doch die kontinuierlichen Fortschritte zeigen, dass dieser Weg sehr lohnend sein kann.

# ZURICH INSURANCE GROUP

## Eine Versicherung integriert Nachhaltigkeitskriterien breit in ihre Anlageprozesse

Typ der Organisation	Versicherung										
Assets under Management (per 31.12.2015)	Ca. 190 Milliarden CHF										
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	<b>Asset-Allokation nach Anlageklasse:</b> <table border="1"> <tr> <td>Obligationen und andere festverzinsliche Anlagen:</td> <td>78 %</td> </tr> <tr> <td>Aktien:</td> <td>6 %</td> </tr> <tr> <td>Immobilien:</td> <td>9 %</td> </tr> <tr> <td>Alternative Investments:</td> <td>2 %</td> </tr> <tr> <td>Cash:</td> <td>5 %</td> </tr> </table>	Obligationen und andere festverzinsliche Anlagen:	78 %	Aktien:	6 %	Immobilien:	9 %	Alternative Investments:	2 %	Cash:	5 %
Obligationen und andere festverzinsliche Anlagen:	78 %										
Aktien:	6 %										
Immobilien:	9 %										
Alternative Investments:	2 %										
Cash:	5 %										

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?** Der Impuls kam vom Chief Investor Officer, welcher die Erarbeitung einer «Responsible Investment»-Strategie in Auftrag gab. Diese wurde der Geschäftsleitung und dem Verwaltungsrat vorgelegt und im Frühling 2012 verabschiedet.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?** Die Motivation war in erster Linie eine ökonomische: durch eine systematische Integration von Nachhaltigkeit in die Anlageprozesse sollen Risiken gesenkt und neue Anlagechancen eröffnet werden. Gleichzeitig will man aber auch aktiv dazu beitragen, dass die Wirtschaft im Allgemeinen und speziell die Finanzwirtschaft nachhaltiger werden, also ein positiver «Impact» erzielt werden kann. Weiter wird auch erwartet, dass eine nachhaltige Ausrichtung des Anlageansatzes von den Mitarbeitenden und anderen Anspruchsgruppen positiv aufgenommen wird.

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?** Die nachhaltige Anlagestrategie basiert auf folgenden drei Säulen:

- ESG-Integration
- Impact Investing
- Kooperation mit anderen zur Weiterentwicklung des Themas

Die ESG Integration bildet den Kern und bezieht sich sowohl auf intern (1/3) wie auch auf extern (2/3) verwaltete Gelder. Sie wird für alle Anlageklassen ausser Staatsanleihen und Hedgefonds umgesetzt. Bei den Impact Investments liegt der Fokus vorerst auf Green Bonds und Private Equity mit Impact. Zur Förderung von Nachhaltigkeit im Finanzgeschäft ist Zurich Group ein aktives Mitglied in Organisationen wie PRI, Investment Leaders Group der Universität Cambridge und Global Impact Investing Network.



---

**Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?**

Für die Umsetzung der ESG-Integration wurden konkrete Elemente definiert, die jedes Investment-Team mit Unterstützung des zentralen Responsible-Investment-Teams in Eigenverantwortung umsetzen muss. 1) Ausbildung und Sensibilisierung aller Mitarbeitenden bezüglich Nachhaltigkeit. Dazu wurden ein Online-Trainingsmodul entwickelt und interne Kurse durchgeführt. 2) Zugang zu Daten und Analysen: Nachhaltigkeitsratings wurden in die interne Datenplattform integriert und Portfoliomanager erhalten Zugriff auf ESG-Research und -Daten eines externen Dienstleisters. 3) Integration in den Anlageprozess: ESG-Themen werden in den Investment-Meetings und in die Risikoberichterstattung integriert. 4) «Active Ownership»: Ein Ansatz zur aktiven Ausübung der Stimmrechte sowie für den aktiven Dialog mit Unternehmen wird zurzeit umgesetzt. Alle vier Elemente werden auch vollumfänglich in die Selektionskriterien, Verträge sowie das Monitoring von externen Vermögensverwaltern integriert.

---

**Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?**

Ein zweiköpfiges Responsible-Investment-Team leitet und koordiniert die Implementierung der nachhaltigen Anlagestrategie. Das ESG-Research wird von einem entsprechenden Datenanbieter eingekauft. Für die Ausbildung von Mitarbeitenden wird nebst internen Kursen auch die PRI Academy verwendet.

---

**Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?**

Die Implementierung einer nachhaltigen Anlagestrategie ist ein Prozess, der eine Veränderung der Investmentkultur erfordert. Dies benötigt naturgemäss viel Zeit und es ist wichtig, dass das Responsible-Investment-Team eng mit den Umsetzenden zusammenarbeitet und diese unterstützt. Dank eines klaren «Commitments» zum Nachhaltigkeitsansatz seitens der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrats sowie einer marktnahen Umsetzung gab es aber kaum Widerstand gegen die Implementierung.

---

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Die Umsetzung der umfassenden Strategie verlangt den Einsatz beträchtlicher Ressourcen und es braucht Zeit, bis der Ansatz auf alle Bereiche angewandt ist. Da alle Investment-Teams selber für die Umsetzung zuständig sind, muss deren Eigenverantwortung gestärkt, aber auch viel Überzeugungsarbeit geleistet werden: Sie müssen entsprechend ausgebildet und es müssen die richtigen Anreize geschaffen werden. Nachhaltigkeitsziele werden also systematisch in die individuelle Zielvereinbarung integriert. Um die richtigen Fähigkeiten zu fördern, wurden Nachhaltigkeitskenntnisse auch in die Stellenbeschreibungen eingefügt.

---

**Wo liegen die hauptsächlichen Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Die Strategie basiert auf der Überzeugung, dass die Integration von Nachhaltigkeit das Risiko/Rendite-Profil verbessert. Dies lässt sich allerdings kaum quantitativ belegen, weil es bei einer Implementierung keine Kontrollgruppe gibt. Auch auf die Reputation des Unternehmens wirkt sich die Integration von Nachhaltigkeit positiv aus. Die Anstellung von motivierten Mitarbeitenden wird dadurch erleichtert: Viele Mitarbeiter sind stolz auf die nachhaltige Ausrichtung. Und schliesslich leistet die Umsetzung einen konkreten Beitrag zu einer nachhaltigeren Welt.

---

VINCENT KAUFMANN | CEO, Ethos Foundation

Es ist für einen sozial verantwortlichen Anleger unverzichtbar, sein Stimmrecht im Rahmen einer Generalversammlung auszuüben. In der Schweiz ist es für Pensionskassen seit kurzem Pflicht, ihre Stimmrechte an direkt gehaltenen, börsenkotierten Unternehmen wahrzunehmen. Eine systematische und konsistente Stimmrechtsausübung im langfristigen Interesse aller am Unternehmen beteiligten Parteien ist heute, da institutionelle Anleger angesichts der wachsenden Bedeutung passiver Vermögensverwaltung an Unternehmen vermehrt gebunden sind, wichtiger denn je. Seine Stimme abgeben heisst, gute Geschäftspraktiken und soziale Verantwortung zu fördern, um so einen Beitrag zur langfristigen erfolgreichen Entwicklung des Unternehmens zu leisten.

## **Gesetzlich vorgeschriebene Stimmrechte und damit verbundene Pflichten in der Schweiz**

Entsprechend der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)<sup>1</sup> sind Vorsorgeeinrichtungen im Sinne des Freizügigkeitsgesetzes dazu verpflichtet, bei den Generalversammlungen von in der Schweiz börsenkotierten Unternehmen ihr Stimmrecht auszuüben und jedes Jahr ihr Stimmverhalten offenzulegen (VegüV Art. 22 und 23). Besitzen Vorsorgeeinrichtungen solche Aktien indirekt über ein Sammelgefäss, gelten diese Stimm- und Offenlegungsrechte nur dann, wenn die Aktien in einem Einanlegerfonds nach Artikel 7 Abs. 3 KAG oder im Rahmen separater Mandate gehalten werden.

Was direkt oder durch separate Mandate gehaltene ausländische Aktien angeht, so liegt die Verantwortung zur Ausübung der Stimmrechte beim Endanleger. Es gibt jedoch keine gesetzliche Verpflichtung für Anleger, ihre Stimmrechte bei nicht-schweizerischen Unternehmen auszuüben.

Bei kollektiven Kapitalanlagen in schweizerische oder internationale Aktien liegt die Verantwortung für die Ausübung der Stimm-

rechte bei der Fondsleitung. Diese kann die Stimmrechte wiederum übertragen, was im Fondsvertrag transparent zu regeln ist. Artikel 34 Abs. 3 der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV)<sup>2</sup> sieht ausdrücklich vor, dass Fonds «die Transparenz schaffen müssen, die es den Anlegern erlaubt, die Art der Ausübung der Stimmrechte nachzuvollziehen. Anleger in Kollektivfonds haben demzufolge das volle Recht, die Fondsleitung hinsichtlich ihrer Stimmrechtsausübung zu befragen. Verschiedene Anlagefonds informieren unterdessen transparent über ihre Richtlinien zur Stimmrechtsausübung und geben bekannt, wie die Stimmrechte ausgeübt wurden. Einige Fonds gehen gar noch weiter und ermöglichen es den Pensionskassen, proportional zu ihrem angelegten Vermögen Abstimmungsweisungen an die Fondsgesellschaften zu erteilen.

## **Definition der Richtlinien zur Stimmrechtsausübung**

Um seine Stimmrechte für alle in einem Portfolio gehaltenen Wertpapiere konsistent und systematisch auszuüben, muss ein institutioneller Anleger Richtlinien festlegen, die auf die unterschiedlichen Themen eingehen, die bei Generalversammlungen zu erörtern sind. In der Schweiz, aber auch in zahlreichen anderen Ländern, ist die Generalversammlung das höchste Organ eines Unternehmens. Dieses Gremium genehmigt den Jahresbericht und die Konzernrechnung, legt die Dividende fest, wählt und entlässt die Mitglieder des Verwaltungsrats, ändert die Statuten, verfügt über Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen und wählt die Revisionsstelle. Mit dem Inkrafttreten der VegüV bestimmen die Aktionäre die Höhe der Vergütung für die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung.

Für die Festlegung der Richtlinien zur Stimmrechtsausübung sollten für alle Themen, die an Generalversammlungen behandelt werden, nationale und internationale Regeln guter Praxis betrachtet werden. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance der *economiesuisse*<sup>3</sup> ist ein guter Startpunkt für die zu definieren-

den Richtlinien. Ebenfalls hilfreich ist es, sich von den Verhaltenskodizes inspirieren zu lassen, die verschiedene Anlegergruppen herausgegeben haben, wie beispielsweise die Corporate-Governance-Grundsätze des International Corporate Governance Network (ICGN), einem internationalen Verband von Investoren, die ein Vermögen in Höhe von 26 Billionen USD verwalten.<sup>4</sup> Verantwortungsbewusste Investoren sollten bei ihren Abstimmungsrichtlinien allerdings auch nicht-finanzielle Aspekte berücksichtigen. Dies ist zum Beispiel bei der Wahl von Verwaltungsräten der Fall. Hier können gegebenenfalls ernsthafte Kontroversen im Bereich Umwelt oder Menschenrechte durch eine Abwahl sanktioniert werden. Es gilt aber auch für Aktionärsanträge, von denen sich einige auf soziale oder ökologische Themen beziehen. Mit Blick auf die ständige Weiterentwicklung von Rechtsvorschriften und Best-Practice-Regeln ist es zudem wichtig, dass Richtlinien zur Stimmrechtsausübung regelmässig überarbeitet werden.

### **Die Ausübung der Stimmrechte in der Praxis**

Nach einer detaillierten Analyse der verschiedenen Traktanden auf Basis der Richtlinien zur Stimmrechtsausübung kann man die Positionen für jeden Punkt festlegen. Anschliessend ist der Weg für die Teilnahme an der Abstimmung zu ebnen. In der Schweiz müssen Namenaktien im Aktienregister eingetragen sein. Wer über Inhaberaktien verfügt, muss seine Wertpapiere sperren und der Gesellschaft anschliessend ein Zertifikat über die Depotwerte und die Sperrmeldung vorlegen, um seine Stimmkarte zu erhalten. Dies erfolgt üblicherweise über die Depotbank, die mit dem Aktienregister in Verbindung steht.

Sollte der Aktionär nicht persönlich an der Generalversammlung teilnehmen können, kann er seine Stimmen an einen anderen Aktionär übertragen oder den anwesenden Stimmrechtsvertreter mit der Stimmabgabe betrauen. Seit der Einführung der VegüV sind die Un-

ternehmen dazu verpflichtet, elektronische Abstimmungssysteme anzubieten, über die der Stimmrechtsvertreter Weisungen abgeben kann. Einzelne Banken ermöglichen es den institutionellen Investoren mit «Global Custody»-Konto mittels Plattformen, die alle Positionen eines Investors konsolidieren, ihre Stimmen elektronisch abzugeben.

### **Der Einsatz von Stimmrechtsberatern**

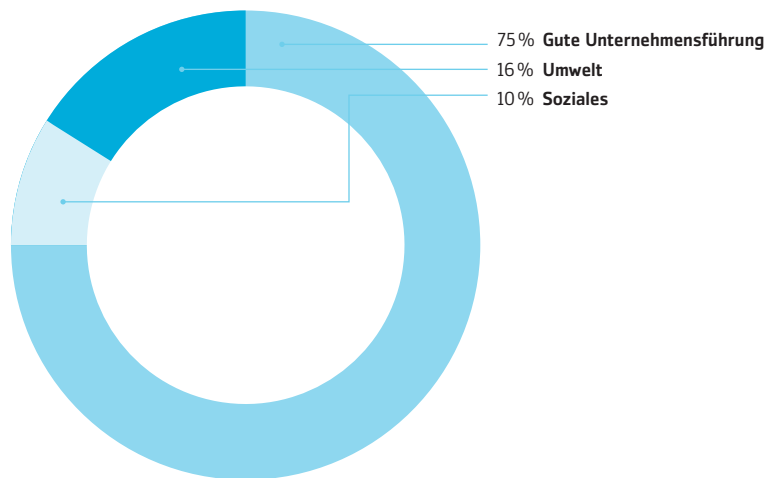
Drei Viertel aller Generalversammlungen in der Schweiz finden in den Monaten April und Mai statt.<sup>5</sup> Die Verarbeitung der damit verbundenen Informationen, auf deren Basis eine informierte Stimmabgabe stattfinden kann, verlangt ein Höchstmass an Organisation und beträchtliche Ressourcen. Die grosse Mehrheit der institutionellen Investoren stützt sich deshalb auf Stimmrechtsberater (Proxy Advisor). Diese Berater analysieren Governance-Themen, die Geschäftsberichte sowie die Traktandenliste gründlich, um fundierte Abstimmungsempfehlungen zu geben. Einzelne Investoren nutzen die Analysen der Proxy Advisor zur Bestimmung eigener Positionen, wohingegen andere ihre Stimmrechte vollständig an die Beratergesellschaften übergeben, die dann auch mit der Stimmabgabe betraut werden.

Normalerweise halten Investoren auch eine beträchtliche Anzahl von internationalen Aktien aus verschiedenen Regionen. Eine systematische Stimmrechtsausübung wird damit sehr aufwändig, weshalb viele Investoren die Hilfe von Stimmrechtsberatern in Anspruch nehmen. Es gibt ein breites Angebot an Stimmrechtsberatungen, wobei einige Anbieter neben den Best-Practice-Prinzipien für Corporate Governance auch ökologische und soziale Aspekte bei ihrer Abstimmungsempfehlung berücksichtigen.

Um sicherzustellen, dass die Dienstleistung ganz im Sinne des Kunden erbracht wird, müssen Stimmrechtsberater unabhängig und absolut frei von Interessenkonflikten sein. Dies bedingt, dass Richtlinien zur Ausübung der Stimmrechte, die den Empfehlungen zugrunde liegen, öffentlich und einfach zugänglich sind sowie klar er-

## Abbildung 8 ESG-AKTIONÄRSANTRÄGE AN GENERALVERSAMMLUN- GEN DER 120 FÜHRENDEN US-AMERIKANISCHEN GESELLSCHAFTEN IN 2015

Quelle: Ethos-Stiftung (2015)



läutert werden. Weiter müssen Stimmrechtsberater vermeiden, dass Sie in Interessenkonflikte geraten, indem sie die analysierten Gesellschaften auch beraten. Besteht nun aber ein solcher Interessenkonflikt, müssen Stimmrechtsberater dies in ihrer Analyse transparent darlegen.

In Zweifelsfällen und vor einem negativen Votum ist es für einen Investor unerlässlich, Kontakt mit der Gesellschaft aufzunehmen und zu den strittigen Punkten den Dialog zu suchen. Die jüngsten Erfahrungen zeigen, dass bereits eine Beanstandungsquote von 10 Prozent ein deutliches Zeichen an den Verwaltungsrat ist, und dieser meist den Dialog mit den kritischen Aktionären suchen (siehe Tab. 6).

### Aktionärsanträge in Generalversammlungen

Die Generalversammlung ist für den Investor ein geeigneter Moment, um zu überprüfen, ob ein Portfoliounternehmen die in der Stimmrechtspolitik festgehaltenen Best-Practice-Prinzipien respektiert. Ein Investor sollte diese Gelegenheit für einen konstruktiven Austausch mit dem Verwaltungsrat unbedingt nutzen. Falls der Dialog

keine Früchte trägt, kann der Investor beschliessen, die verschiedenen zur Verfügung stehenden Instrumente mit grösserem Nachdruck einzusetzen.

Ein erstes Mittel ist es, während der Generalversammlung das Wort zu ergreifen, um Fragen an den Verwaltungsrat zu richten oder Einwände vorzubringen. Weiterhin steht es den Aktionären frei, einen Antrag auf die Traktandenliste für die Generalversammlung setzen zu lassen. In der Schweiz erlaubt das Obligationenrecht Aktionären, die Aktien im Nennwert von 1 Million CHF (oder weniger, sofern dies in den Statuten so festgelegt wurde) halten, Anträge auf die Traktandenliste der Hauptversammlung zu setzen. In den Vereinigten Staaten reicht es seit 2015 bereits aus, Aktien eines Unternehmens im Wert von 2000 USD zu besitzen. Auch wenn das Gros der Aktionärsanträge dort keine zwingende Wirkung hat, so sind die USA doch ein Land, in dem solche Anträge sehr häufig gestellt werden. 2016 wurden in die Traktandenlisten der Generalversammlungen der 120 grössten börsenkotierten amerikanischen Unternehmungen 227 ESG-Aktionärsanträge aufgenommen in die Traktandenlisten der Ge-

Tabelle 6  
DURCHSCHNITTliche ZUSTIMMUNGSRATE FÜR VERWALTUNGSRATSANTRÄGE IN GENERALVERSAMMLUNGEN 2016

	Gesamt (1–206)	SMI (1–20)	SMIM (21–48)	49–100	101–150	Andere (150–206)
Zustimmungsrate für Verwaltungsratsbeschlüsse	96,5 %	96,3 %	96,0 %	96,2 %	96,9 %	97,2 %

Quelle: Ethos-Studie «Generalversammlungen 2016» (2016)

neralversammlungen der 120 grössten, amerikanischen Unternehmen (börsenkotierten) aufgenommen (siehe Abb. 8). Speziell hervorzuheben ist das Aktionärsverhalten an den Generalversammlungen die breite Unterstützung (mehr als 35% Zustimmung) der Resolutionen, die bei von Exxon Mobil und Chevron. Dort haben Resolutionen, deponiert wurden, welche eine Evaluation der möglichen von Risiken im Zusammenhang mit bezogen auf einer Verschärfung der Klimagesetze Zustimmungen von mehr als 35% erhalten verlangten.

In Europa liess sich in jüngster Zeit in einigen Fällen beobachten, dass bereits die Einreichung eines Antrags den Verwaltungsrat dazu bewogen hat, den Vorschlag anzunehmen. Die Verwaltungsräte von BP und Shell haben beispielsweise während ihrer Generalversammlungen 2015 den Antrag einer Gruppe von 150 Aktionären unterstützt, in dem die Unternehmen aufgefordert wurden zu prüfen, ob ihre Geschäftstätigkeiten kompatibel sind mit dem Ziel, die globale Erwärmung auf unter 2 Grad über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen. Diese Anträge wurden mit den Stimmen von 90 Prozent des Kapitals angenommen.

### Der Nutzen der Stimmabgabe

Sein Stimmrecht auszuüben ist eine Pflicht für jeden langfristig orientierten, sozial verantwortlichen Investor und dies umso mehr, wenn er das Vermögen von zahlreichen Begünstigten verwaltet. Diese Vorstellung der treuhänderischen Sorgfaltspflicht wird in den «Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften»<sup>6</sup> folgendermassen definiert, wobei insbesondere auf Grundsatz 1 hingewiesen sei: «Institutionelle Investoren üben ihre Mitwirkungsrechte aus, soweit dies im Interesse ihrer Anleger als geboten und als praktikabel erscheint.»

Die Ausübung ihrer Stimmrechte ermöglicht es Investoren, die vom Verwaltungsrat vorgegebene Ausrichtung des Unternehmens zu bestätigen oder aber im gegenteiligen Fall ihre Missbilligung zum Ausdruck zu bringen und Verbesserungen im Bereich der Corporate Governance und der sozialen Verantwortung des Unternehmens einzufordern. Die Transparenz zur Stimmabgabe ist nebenbei eine gute

Gelegenheit, in einen konstruktiven Dialog mit dem Verwaltungsrat zu treten mit dem Ziel, die Geschäftspraktiken zu verbessern. Die Stimmrechtsausübung der Aktionäre macht die Generalversammlung zum höchsten Organ einer börsenkotierten Gesellschaft und gewährleistet eine Entscheidungsfindung, die für alle Anspruchsgruppen eines Unternehmens langfristig Wert schafft.

#### Weiterführende Unterlagen

- Economiesuisse. (2016). swiss code of best practice for corporate governance. Erhältlich unter: [http://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/economiesuisse\\_swisscode\\_e\\_web\\_0.pdf](http://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/economiesuisse_swisscode_e_web_0.pdf)
- Responsible Investor. (2016) ESG Magazine: Investors move to governance checkmate. Issue 04. Erhältlich unter: <http://www.esg-magazine.com/>
- Bundesrat. (2014). Verordnung gegen übermässige Vergütung bei börsenkotierten Aktiengesellschaften. Erhältlich unter: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20132519/index.html>
- International corporate Governance Network (ICGN). (2016). Policy. Abrufbar unter: <https://www.icgn.org/policy>

<sup>1</sup> Bundesrat. (2014). Verordnung gegen übermässige Vergütung bei börsenkotierten Aktiengesellschaften. Erhältlich unter: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20132519/index.html>

<sup>2</sup> Bundesrat. (2015). Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen. Erhältlich unter: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20062920/index.html>

<sup>3</sup> economiesuisse. (2016). Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance. Erhältlich unter: <http://www.economiesuisse.ch/de/publikationen/swiss-code-best-practice-corporate-governance-english-0>

<sup>4</sup> International Corporate Governance Network. (2016). Policy. Abrufbar unter: <https://www.icgn.org/policy>

<sup>5</sup> Ethos. (2015). Generalversammlungen 2015, Vergütungen und Corporate Governance der Unternehmen des SPI. Erhältlich unter: [http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p591d\\_151001\\_Ethos\\_Studie\\_ber\\_die\\_Schweizer\\_Generalversammlungen\\_.pdf](http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p591d_151001_Ethos_Studie_ber_die_Schweizer_Generalversammlungen_.pdf)

<sup>6</sup> economiesuisse. (2013). Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies. Erhältlich unter: [http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p432e\\_130121\\_Guidelines\\_for\\_institutional\\_investors.pdf](http://www.ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p432e_130121_Guidelines_for_institutional_investors.pdf)

## Eine öffentlich-rechtliche Pensionskasse betätigt sich auch bei ausländischen Firmen als aktive Aktionärin

Typ der Organisation	Öffentlich-rechtliche Pensionskasse																
Assets under Management (per 31.12.2015)	CHF 15,45 Milliarden																
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	<p><b>Asset-Allokation nach Anlageklasse:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>CHF-Obligationen:</td> <td>10 %</td> </tr> <tr> <td>Fremdwährungsobligationen:</td> <td>13 %</td> </tr> <tr> <td>Schweizer Aktien:</td> <td>6 %</td> </tr> <tr> <td>Globale Aktien:</td> <td>32 %</td> </tr> <tr> <td>Immobilien (inkl. Hypotheken):</td> <td>14 %</td> </tr> <tr> <td>Andere:</td> <td>25 %</td> </tr> </table> <p><b>Asset-Allokation nach Region:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>Schweiz:</td> <td>55 %</td> </tr> <tr> <td>Global:</td> <td>45 %</td> </tr> </table>	CHF-Obligationen:	10 %	Fremdwährungsobligationen:	13 %	Schweizer Aktien:	6 %	Globale Aktien:	32 %	Immobilien (inkl. Hypotheken):	14 %	Andere:	25 %	Schweiz:	55 %	Global:	45 %
CHF-Obligationen:	10 %																
Fremdwährungsobligationen:	13 %																
Schweizer Aktien:	6 %																
Globale Aktien:	32 %																
Immobilien (inkl. Hypotheken):	14 %																
Andere:	25 %																
Schweiz:	55 %																
Global:	45 %																

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?**

Der Anstoss kam von der Anlagekommission des Stiftungsrats, die sich bereits 2003 anlässlich einer Sitzung mit der Rolle der Pensionskasse als Aktionärin beschäftigte und Ethos zu einem Workshop einlud. In der Folge wurde 2004 beschlossen, die Stimmrechte für Schweizer Unternehmen aktiv auszuüben und den Ethos Engagement Pool mit zu gründen.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?**

Die «Principal/Agent»-Thematik war Hauptauslöser für diese Diskussion. Die Anlagekommission war der Meinung, das Management von Firmen handle nicht automatisch im Sinne der Aktionäre und letztere müssten aktiv darauf hinwirken, dass ihre Interessen angemessen berücksichtigt werden. In der ersten Phase lag der Fokus v. a. auf Kriterien guter Governance, heute werden Umwelt- und Sozialthemen gleichwertig abgedeckt.

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Das Ziel der nachhaltigen Anlagepolitik ist es, zu einer nachhaltigen und langfristig erfolgreichen Wirtschaft beizutragen und damit Anlagechancen auf lange Frist zu sichern. Das Hauptinstrument ist ein aktiver Dialog mit Unternehmen mit dem Ziel, deren Wirtschaftsweise zu verbessern. Weiter werden die Stimmrechte für Schweizer Unternehmen sowie global für 300 grosse Unternehmen aktiv ausgeübt. Eine grobe Verletzung von ökonomischen, sozialen oder ökologischen Standards, wie im Global Compact definiert, führt zum Ausschluss, sofern man im Dialog keine Verbesserung erreicht. Auch Hersteller kontroverser Waffen werden ausgeschlossen. Mitte 2016 standen rund 30 Unternehmen auf der Ausschlussliste, die im Internet publiziert ist. Die Ausschlüsse gelten auch für Obligationen der entsprechenden Unternehmen.

<b>Wie haben Sie die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?</b>	Die Elemente der Nachhaltigkeitsstrategie wurden in die Anlagepolitik und in das Anlage-reglement integriert. Sowohl für die Stimmrechtsausübung als auch für den aktiven Dialog stützt sich die Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH) auf spezialisierte Berater. Die Ausschluss-politik wurde in die Verträge mit externen Asset Managern integriert. Für passive Invest-ments werden eigens für die PK Stadt Zürich berechnete Indizes verwendet, welche die ausgeschlossenen Unternehmen nicht enthalten.
<b>Welche Ressourcen haben Sie dafür eingesetzt?</b>	Intern stehen ca.20 Stellenprozent für die Implementierung und Betreuung der Nachhal-tigkeitsstrategie zur Verfügung. Seit 2004 nutzt die PKZH Ethos für Empfehlungen zur Stimmrechtsausübung bei Schweizer Gesellschaften. Im gleichen Jahr gründete die PK Stadt Zürich zusammen mit einer Genfer Pensionskasse den Ethos Engagement Pool. 2011 wurde mit Hermes EOS ein Partner für Engagement und Stimmrechtswahrnehmung bei ausländi-schen Gesellschaften ausgewählt. Die PKZH erstellt ihre Ausschlussliste anhand der Informa-tionen von Hermes EOS.
<b>Was waren Ihre Erfahrungen bei der Implementierung?</b>	Die Stimmrechtsausübung gestaltet sich in einigen Ländern schwieriger als in der Schweiz und kann auch sehr teuer sein. Die Dialogthemen können in Zusammenarbeit mit dem Bera-ter und dessen Kunden festgelegt werden. Der Dialog erzielt zwar in der Regel positive Resultate, dauert aber teilweise länger als gewünscht. Die Kosten der Implementierung sind dank des grossen Volumens tragbar.
<b>Welches waren die grössten Schwierigkeiten?</b>	Es war nicht einfach, die Ausschlusspolitik auf die passiven Investments anzuwenden. Da solche Investments einen Grossteil der Anlagen ausmachen, hat man sich dazu entschlossen, einen massgeschneiderten Index (ohne ausgeschlossene Unternehmen) berechnen zu lassen.
<b>Wo sehen Sie heute die hauptsächlichen Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?</b>	Die Stimmrechtswahrnehmung und der Unternehmensdialog können unabhängig von einzel-nen Gefässen und Mandaten auf die Firmen und damit auf die entsprechenden Aktien- und Obligationenanlagen angewandt werden, im Sinne einer übergelagerten Politik. Der Prozess ist klar und gut kommunizierbar. Die Ausschlüsse haben zu einer leicht anderen Sektorge-wichtung geführt, die sich in den vergangenen Jahren leicht positiv auf die Performance ausgewirkt hat.

# 11 SHAREHOLDER-ENGAGEMENT – DIALOG MIT UNTERNEHMEN

ANDREA GÄUMANN | Consultant, BHP – Bruggler and Partners Ltd.  
REGULA SIMSA | Consultant, BHP – Bruggler and Partners Ltd.

Neben SRI-Strategien wie der Anwendung von Ausschlusskriterien, Best-in-Class-Ansätzen oder der breiten Integration von ESG-Faktoren in die Finanzanalyse (vgl. Kap. 7, 8, 9) wird «Shareholder Engagement» ein immer wichtigerer Ansatz für institutionelle Investoren. Shareholder Engagement umfasst neben der Stimmrechtsausübung (vgl. Kap. 10) insbesondere auch die Interaktion von Shareholdern mit Portfoliofirmen bezüglich ESG-Themen. Als legitime Stakeholder bringen sich die Aktionäre in ihrem Eigeninteresse ein. Gemäss der Definition von Eurosif<sup>1</sup> handelt es sich dabei um einen langfristigen Prozess, bei dem versucht wird, die Geschäftstätigkeit von Unternehmen so zu beeinflussen, dass sich die Governance verbessert, Umwelt- und Sozialaspekte verstärkt berücksichtigt werden oder dazu transparenter informiert wird und damit die Ausrichtung der Firma auf langfristige Herausforderungen gestärkt wird. Zentral dabei ist der Dialog zwischen dem Management der Portfoliofirma und den Investoren (bzw. deren Vertretern). Dem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass das Engagement zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führt, da ESG-Kriterien auch einen Einfluss auf die Wertschöpfung haben und andere Faktoren wie z. B. Reputationsrisiken besser kontrolliert werden können. Neben der Beeinflussung der Geschäftspraktiken durch das Engagement kann auch der Gewinn zusätzlicher Informationen im Fokus stehen. Portfoliomanager erhalten im Austausch mit den Firmen Anhaltspunkte, die es ihnen ermöglichen, deren Geschäftsmodelle besser zu verstehen bzw. zu bewerten.

## Hintergrund und Entwicklung des Shareholder Engagements

Engagement als Teil des aktiven Aktionärstums basiert auf der klassischen Prinzipal-Agent-Theorie. Institutionelle Vermögensverwalter wie Pensionskassen oder Fondsmanager müssen sicherstellen, dass das Board und das Management der Firmen im besten Interesse der durch sie vertretenen Shareholder agieren. Gemäss dem zweiten Grundsatz der UN Principles for Responsible Investment (PRI)<sup>2</sup> verpflichten sich verantwortungsvolle Investoren wie folgt: «Wir werden aktive Aktionäre sein und ESG-Themen in unsere Aktionärspolitik und -praxis einbeziehen.» Als konkrete Handlungsmöglichkeiten werden dabei unter anderem «Expertise- und Kapazitätsausbau, um einen ESG-Dialog mit Unternehmen führen zu können» sowie «Forderung an Investmentmanager, einen ESG-bezogenen Dialog aufzunehmen und darüber zu berichten» genannt.

Investoren bietet ein Engagement in vielerlei Hinsicht einen Mehrwert (vgl. Eurosif 2013):

- Bessere Ausrichtung der Geschäftsstrategie auf langfristige Herausforderungen
- Reduktion von Reputationsrisiken
- Maximierung der risikoadjustierten Renditen
- Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung
- Verbesserung des ethischen Verhaltens
- Wahrnehmung von Treuhänderpflichten
- Verbesserung der Informationsgrundlagen zu Portfoliofirmen

Shareholder Engagement hat über die letzten zehn Jahre stetig zugenommen (siehe Abb. 9).

Die Zunahme von Shareholder Engagement spiegelt auch regulatorische Entwicklungen wider. In immer mehr europäischen Märkten gibt es für Vermögensverwalter Selbstverpflichtungskodizes, die von den Unterzeichnern Engagement fordern.<sup>3</sup> Auf EU-Ebene befinden sich entsprechende Richtlinien in Vorbereitung. Demnach sollen Asset Owner vermehrt ihren treuhänderischen Pflichten nachkommen, um der Tendenz von «trägerlosen Gesellschaften» entgegenzuwirken.

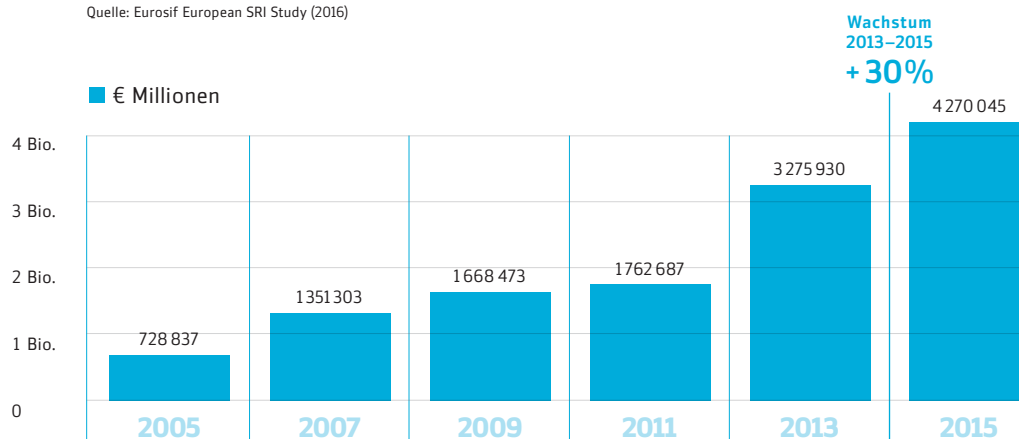
## Phasen des Engagement-Ansatzes

Ein idealtypischer Engagement-Ansatz durchläuft verschiedene Phasen (siehe Abb. 10). In einer ersten Definitionsphase werden die Engagement-Richtlinie, die Ziele und die Themen des Engagements ausgearbeitet. In der zweiten Phase werden die Portfoliofirmen analysiert und deren Potenziale bzw. Risiken identifiziert. Anschliessend findet in einer dritten Phase der Dialog mit Firmenvertretern statt. Dabei werden vorhandene Defizite und mögliche Verbesserungsmassnahmen diskutiert. Im vierten Schritt werden die Ergebnisse aus der Interaktion den Investoren rückgemeldet sowie allfällige Zielvereinbarungen und Handlungsempfehlungen formuliert, welche wiederum in einem neuen Engagement-Zyklus überprüft werden. Es handelt sich also um einen mehrstufigen, iterativen Prozess, der sich am Prinzip der kontinuierlichen Verbesserung orientiert und ein strukturiertes Vorgehen voraussetzt. Falls sich bei einer «kritischen» Portfoliofirma trotz eines proaktiven Engagements keine Veränderungen abzeichnen, müssen weitere Schritte in Erwägung gezogen



## Abbildung 9 ZUNAHME VON ENGAGEMENT UND STIMMRECHTSAUSÜBUNG IN EUROPA

Quelle: Eurosif European SRI Study (2016)



werden. Mögliche Massnahmen reichen von vertieften Gesprächen mit einzelnen Vertretern der Geschäftsführung oder des Verwaltungsrats und der Stellung von Anträgen an die Generalversammlung bis hin zum Desinvestment als letzte Lösung. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass nach einem Ausstieg kein weiteres Shareholder Engagement mehr möglich ist und die Firma somit nicht mehr direkt beeinflusst werden kann.

### Formen des Shareholder Engagements

Im Gegensatz zu SRI-Ansätzen wie Best-in-Class oder der Anwendung von Ausschlusskriterien setzt ein Engagement-Ansatz erst dann an, wenn Firmen bereits in ein Portfolio aufgenommen sind. Ziel des Engagements ist es, durch konkrete Empfehlungen und Einflussnahme die systematische Berücksichtigung von relevanten ESG-Aspekten in der Unternehmensstrategie bzw. im Kerngeschäft zu fördern. Ein weiteres Ziel kann zudem sein, Informationen aus dem Engagement in die Investitionsentscheidung einfließen zu lassen und so die Entscheidungsgrundlagen der Portfoliomanager zu verbessern und zu festigen. Während beim ersten Ansatz die Wirkung auf die Firma im Vordergrund steht (Beeinflussung), wird das Engagement im zweiten Ansatz auch genutzt, um das Portfoliomanagement zu optimieren (Informationsgewinn und Verwendung von Informationen im Investmentprozess). Der zweite Ansatz bringt den Fondsmanagern einen direkten Nutzen für ihre künftige Arbeit, setzt jedoch ESG-Kenntnisse sowie die Bereitschaft voraus, Zeit in das Engagement zu investieren.

Weiter lassen sich die Ansätze danach unterscheiden, ob der institutionelle Investor einen direkten Dialog mit den Portfoliofirmen anstrebt oder ob in Zusammenarbeit mit anderen Investoren vorgegangen wird. Ein Beispiel für ein kollaboratives Vorgehen ist die PRI Collaboration Platform,<sup>4</sup> eine globale Plattform der PRI für

gemeinschaftliche Engagement-Initiativen. Dabei geht es meist nicht um die Übertragung des Engagements an unabhängige Spezialisten, sondern um eine Zusammenarbeit von mehreren Investoren. Diese Kooperationen bieten einige Vorteile: Die Investorengemeinschaft verfügt über ein breiteres Wissen und Ressourcen werden gebündelt, Kosten werden geteilt und aufgrund grösserer Anteile nimmt die Verhandlungsmacht zu.

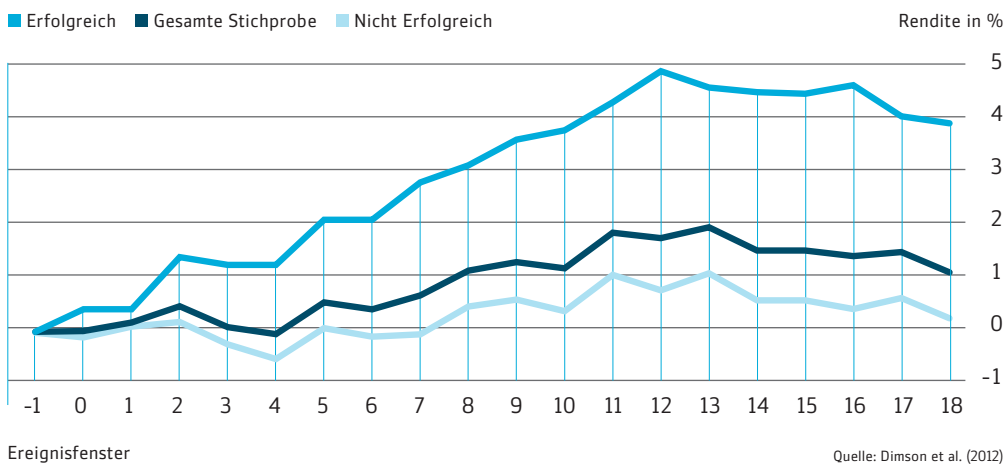
Wenn den Asset Managern die nötigen Ressourcen für ein zielgerichtetes Engagement fehlen, lässt es sich auch an spezialisierte Anbieter delegieren. Beispiele für solche Dienstleistungserbringer sind Hermes EOS, GES, Ethos, Fondation Guilé oder – als Delegation an eine kollaborative Initiative – CDP. Aufgrund ihrer Spezialisierung führen solche Anbieter häufig verschiedene Engagements von mehreren Investoren durch und können meist sehr effizient vorgehen. Idealerweise werden Portfoliomanager aktiv in das Engagement eingebunden, um den Lernprozess und Wissensfluss sicherzustellen. Es gibt auch kombinierte Ansätze, bei denen Nachhaltigkeitsspezialisten gemeinsam mit Fondsmanagern an den Dialogen mit den Unternehmen teilnehmen.<sup>5</sup>

Schliesslich lassen sich die Ansätze auch danach unterscheiden, ob der Dialog vertraulich hinter verschlossenen Türen stattfindet, oder ob öffentlicher Druck ausgeübt wird. Ein eher konfrontatives Vorgehen (z.B. Drohung mit negativer Publicity, Veröffentlichung einer Liste mit ausgeschlossenen Firmen) kann aus Sicht von Asset Ownern effektiv sein. Es muss aber damit gerechnet werden, dass sich die Firmen dem Dialog verschliessen oder nur beschönigend in einen Austausch treten. Wird hingegen kooperativ vorgegangen, kann eher ein auf Vertrauen aufbauender, langfristig orientierter und konstruktiver Austausch stattfinden, der den Portfoliomanagern wertvolle Einblicke in die Unternehmen eröffnet.

## Abbildung 10 PHASEN DES ENGAGEMENTS



## Abbildung 11 KUMULATIVE MONATLICHE ABNORMALE RENDITE RELATIV ZU ERSTEM NACHHALTIGKEITSENGAGEMENT



### Wirkung

Investoren messen die Wirkung ihrer ESG-Engagements mit qualitativen (z.B. Art der durch die Unternehmen umgesetzten Massnahmen) oder quantitativen Ansätzen (z.B. Veränderung der ESG-Ratings). Verschiedene Meta-Studien zur finanziellen Performance weisen darauf hin, dass Engagement einen messbaren Einfluss auf die Rendite haben kann. Eine aktuelle Studie (Dimson et al., 2012) konnte zeigen, dass die Aktien einer Gruppe von über 600 US-Unternehmen, die «engaged» wurden, 18 Monate nach Beginn des Engagements relativ zum Gesamtmarkt eine um 1,8 Prozent höhere faktoradjustierte Rendite erzielen konnten. Bei erfolgreichem Engagement (d.h. wenn die Empfehlungen umgesetzt worden sind) lag diese Rendite sogar um 4,4 Prozent höher, während sich bei Firmen, welche die Empfehlungen nicht umsetzten, keine nachweisbare Wirkung zeigte (siehe Abb.11).<sup>6</sup>

### Fazit

Im Gegensatz zur reinen Stimmrechtsausübung beansprucht «aktives» Shareholder Engagement mehr Ressourcen. Der zusätzliche Aufwand zahlt sich aber in der Regel aus: Neben einer direkten Einflussnahme auf die Governance-Strukturen und die Leistungen in Umwelt- und Sozialthemen ermöglicht Engagement auch eine bessere Informationsgrundlage für Investitionsentscheide. Geschäftspraktiken, Managementaktivitäten und potenzielle Risiken der Portfoliofirmen können fundierter eingeschätzt werden; entsprechend kann Kapital besser alloziert werden. Institutionelle Investoren können aus verschiedenen Engagement-Formen diejenige wählen, die ihre Bedürfnisse am besten berücksichtigt: Sie können diesen ressourcenintensiven Prozess an externe Dienstleister delegieren oder ihr Engagement auf ausgewählte Firmen fokussieren, bei denen sie am meisten Impact-Potenzial vermuten.<sup>7</sup>

Unternehmen, die als Teil eines Stakeholder Engagements den Austausch mit ihren Investoren pflegen, erhalten einen direkten und häufig frühzeitigen Input zu den Erwartungen, Bedenken und Prioritäten ihrer Investoren. «Engager» denken in der Regel langfristig und in unternehmerischen Dimensionen. Portfoliofirmen, die gewisse ESG-Kriterien nicht gebührend berücksichtigen, können mit ei-

nem kontinuierlichen, fokussierten Engagement wesentlich stärker beeinflusst werden, als wenn Investoren die entsprechenden Aktien verkaufen würden. Aktive Aktionäre können somit nicht nur eine bessere Rendite erzielen, sondern auch massgebend zu einem Bewusstseinswandel in Unternehmen beitragen.

#### Weiterführende Unterlagen

- Carbon Disclosure Project. (2016). Homepage. Abrufbar unter: [www.cdp.net](http://www.cdp.net)
- Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (2015). Active ownership. Review of Financial Studies, 28(12), 3225-3268. Erhältlich unter: [http://www.people.hbs.edu/kramanna/HBS\\_JAE\\_Conference/Dimson\\_Karakas\\_Li.pdf](http://www.people.hbs.edu/kramanna/HBS_JAE_Conference/Dimson_Karakas_Li.pdf)
- Eurosif. (2014). European SRI Study 2014. Erhältlich unter: <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014>
- Eurosif. (2013). Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practices 2013. Erhältlich unter: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/06/eurosif-report-shareholder-stewardship.pdf>
- Hoepner, A. G., Oikonomou, I., & Zhou, X. Y. (2015). Private ESG Shareholder Engagement and Risk: Clinical Study of the Extractive Industry. Erhältlich unter SSRN 2681375.
- PRI. (2016). Collaboration Platform. Abrufbar unter: <https://www.unpri.org/about/pri-teams/esg-engagements/collaboration-platform>

<sup>1</sup> Eurosif. (2013). Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practice 2013.

<sup>2</sup> UNPRI. (2016). The Six Principles. Abrufbar unter: [www.unpri.org/about-pri/the-six-principles](http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles)

<sup>3</sup> z.B. Financial Reporting Council. (2012). UK Stewardship Code. Erhältlich unter: [www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx)

<sup>4</sup> PRI. (2016). The Collaboration Platform. Erhältlich unter: [www.unpri.org/about/pri-teams/esg-engagements/collaboration-platform](http://www.unpri.org/about/pri-teams/esg-engagements/collaboration-platform)

<sup>5</sup> So beispielsweise bei den Cadmos Engagement Fonds. (2016). Erhältlich unter: <http://www.ppt.ch/en/cadmos/>

<sup>6</sup> Eine weitere aktuelle Studie (Hoepner, A. G., Oikonomou, I., & Zhou, X. Y. (2015). Private ESG Shareholder Engagement and Risk: Clinical Study of the Extractive Industry. Erhältlich unter SSRN 2681375.) zeigt auf, dass Engagement das Verlustrisiko («Downside Risks») reduziert. Auch der CalPERS-Effekt wurde bereits in mehreren Studien nachgewiesen: Nach einem Engagement erzielten die betreffenden Unternehmen deutlich höhere Renditen als der Gesamtmarkt.

<sup>7</sup> Vgl. CalPERS-Ansatz mit Fokuslisten

# 11.1 SHAREHOLDER-ENGAGEMENT

## Erfahrungen eines Schweizer Investorenkollektivs

VINCENT KAUFMANN | CEO, Ethos Foundation

Der Ethos Engagement Pool (EEP) wurde 2004 von Ethos und zwei Vorsorgeeinrichtungen in der Überzeugung gegründet, dass die Dialogführung mit Unternehmen eine wirkungsvolle Art und Weise ist, um diese für «Best Practice» in Sachen Corporate Governance und Nachhaltigkeit zu sensibilisieren. Der Pool hat zum Ziel, durch die Bündelung der Kräfte mehrerer institutioneller Investoren, die das Interesse an ökologischen, sozialen und ethischen Geschäftsfragen teilen, den Wert des Unternehmens für alle Interessengruppen langfristig zu steigern. Am 31. Dezember 2015 zählte der Ethos Engagement Pool 127 Mitglieder mit einem verwalteten Vermögen in der Höhe von rund 168 Milliarden CHF. Die Dialogthemen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmungsführung (ESG) werden jedes Jahr von den Mitgliedern des Pools festgelegt.

### Der Dialog in der Praxis

Der Dialog wird an die Ethos Stiftung übertragen. Er kann mit ausgewählten Gesellschaften erfolgen und sich dabei auf alle wesentlichen Themen beziehen, oder aber er erfolgt mit sämtlichen Unternehmen und fokussiert sich dabei auf ein bestimmtes Anliegen. Der Dialog kann in Form eines Briefwechsels stattfinden, als Telefonkonferenz oder in persönlichen Gesprächen. Der EEP unterstützt darüber hinaus die Veröffentlichung verschiedener Studien zu ESG-bezogenen Themen, in denen die unterschiedlichen Ansätze verschiedener Unternehmen verglichen und vorbildliche Verfahren hinsichtlich der behandelten Dialogthemen gefördert werden.

### Förderung der Nachhaltigkeitsleistung

Der EEP möchte einen konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Unternehmen fördern, um die Leistung der Emittenten in Nachhaltigkeitsthemen zu verbessern. Klassischerweise konzentriert sich der Austausch zwischen Aktionären und Gesellschaften auf strategische Fragen und Finanzfragen. Der EEP wurde ins Leben gerufen, um es institutionellen Investoren in der Schweiz zu erleichtern, mit Schweizer börsenkotierten Unternehmen weiterführende Themen aufzunehmen. Parallel zu den Beiträgen anderer engagierter Akteure (vgl. Kapitel 10) ist es auch dem EEP zu verdanken, dass von den

schweizerischen Gesellschaften Verbesserungen bei folgenden Themen vorgenommen wurden:

- «Say on Pay»: Noch vor der Zustimmung der Schweizer Staatsbürger zum VegüV (Minderinitiative) war es dem EEP gelungen, knapp 50 Unternehmen dafür zu gewinnen, eine konsultative Abstimmung über das Vergütungssystem abzuhalten.
- Verhaltenskodex: Der EEP ermutigt die Gesellschaften, einen öffentlich zugänglichen Verhaltenskodex aufzustellen. Als 2006 dieses Dialogthema aufgenommen wurde, verfügten nur 33 Prozent der im SMI Expanded gelisteten Unternehmen über einen Verhaltenskodex für die Öffentlichkeit. Ende 2015 hatten 87,5 Prozent der Gesellschaften ihren Verhaltenskodex öffentlich gemacht.
- Teilnahme am CDP<sup>1</sup>: Der EEP setzt sich aktiv für die freiwillige Teilnahme schweizerischer Unternehmen am CDP ein. Zwischen 2006 und 2012, solange der EEP die Umfrage in der Schweiz betreute, hat sich die Zahl der am CDP teilnehmenden Gesellschaften auf 65% der 100 grössten börsenkotierten Schweizer Unternehmen verdreifacht. Im internationalen Vergleich stellte dies eine der höchsten Teilnahmequoten dar.

Die Zahl der Vorsorgegesellschaften, die Mitglied im EEP sind, ist ein Zeichen für die Bedeutung, die institutionelle Investoren den Themen unternehmerische Verantwortung und Corporate Governance beimessen. Durch die Bündelung dieser Anlegergruppe in einem gemeinsamen Pool wird eine beträchtliche Hebelwirkung im Dialog mit den Gesellschaften zu Nachhaltigkeitsthemen erzielt, was wiederum eine gesteigerte Wertschöpfung für alle am Unternehmen beteiligten Parteien nach sich zieht.

<sup>1</sup> Initiative zur Förderung von Berichterstattung von Unternehmen und Städten zu ihren Umwelteinflüssen

# PENSIONSKASSE DES BUNDES PUBLICA

Die Bundespensionskasse schliesst sich mit anderen bundesnahen Investoren zusammen für Engagement und Ausschluss

Typ der Organisation	Pensionskasse		
Assets under Management (per 31.12.2015)	36,5 Milliarden CHF (offene und geschlossene Vorsorgewerke)		
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)		Offene Vorsorgewerke	Geschlossene Vorsorgewerke
	CHF-Obligationen:	18 %	41 %
	Fremdwährungsobligationen:	41 %	24 %
	Schweizer Aktien:	3 %	3 %
	Globale Aktien:	27 %	7 %
	Immobilien:	6 %	21 %
	Andere:	5 %	4 %

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?** Der Anstoss kam aus dem Asset Management Team, welches das Thema schon seit längerer Zeit verfolgt hatte. 2014 wurde ein ganzheitliches Konzept für «verantwortungsbewusstes Investieren» detailliert im Anlageausschuss und anschliessend in der Kassenkommission von PUBLICA diskutiert.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?** Generell wird die nachhaltige Anlagepolitik als Teil eines umfassenden Risikomanagements gesehen, das dazu dient, finanzielle Risiken zu reduzieren. Als öffentlich-rechtliche Pensionskasse ist PUBLICA ausserdem exponierter als andere Kassen, was ein weiterer Ansporn war, das Thema weiterzuentwickeln und transparent zu kommunizieren. Hinzu kamen vereinzelte Anfragen von Versicherten betreffend der Nachhaltigkeitspolitik. Obwohl PUBLICA schon seit Jahren die Stimmrechte für Schweizer Aktien aktiv ausübt, mit (kritischen) Unternehmen einen Dialog führt und einzelne Unternehmen ausschliesst, fehlte eine gut dokumentierte Grundlage für die Beantwortung solcher Kundenfragen. Der Austausch mit ausländischen Peers verstärkte die Annahme, dass das Thema in Zukunft an Bedeutung gewinnen würde. Man suchte zudem nach einer geeigneten Form, um auch mit ausländischen Firmen effizient in einen Dialog treten zu können.

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?** Die wichtigste Anforderung an die nachhaltige Anlagepolitik war, dass sie auf den Grundpfeilern der bestehenden Anlagepolitik, welche vor allem auf passive Investments setzt, aufbaut. Die Grundlage für die Nachhaltigkeitsanalyse bilden bestehende Normen zu Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen, die sich in geltendem Schweizer Recht und internationalen Abkommen spiegeln. Mit Unternehmen, die entsprechende Normen klar verletzen, wird ein Dialog geführt, um eine Verbesserung der Situation zu erreichen. Als «ultima ratio» werden Firmen auf eine Ausschlussliste gesetzt und aus dem Portfolio verkauft. Parallel dazu wurde ein ESG-Risikoanalyse-Prozess eingeführt, welcher eine Einschätzung von schwer quantifizierbaren Risiken ermöglicht.

---

**Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?**

Um diese Anlagepolitik möglichst effektiv umzusetzen, hat PUBLICA mit sechs weiteren grossen institutionellen Schweizer Anlegern den Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen (SVVK-ASIR) gegründet. Die Bereitstellung der Nachhaltigkeitsanalyse aller Aktieninvestitionen, der Dialog mit Unternehmen und Empfehlungen für einen Ausschluss können so kosteneffizient für alle Mitglieder erfolgen. Dabei bleibt es den einzelnen Organisationen überlassen, weiterführende Nachhaltigkeitsstrategien zu implementieren. PUBLICA publiziert die eigene Nachhaltigkeitspolitik auf ihrer Webseite.

---

**Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?**

Die Entwicklung der nachhaltigen Anlagepolitik und die Gründung von SVVK-ASIR erfolgten mit internen Ressourcen der beteiligten Institute. Für seine Aktivitäten wird der Verein jedoch mit externen Partnern zusammenarbeiten, die Recherchekapazitäten bereitstellen und im Namen des Vereins mit Unternehmen einen Dialog führen werden.

---

**Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?**

Der Anlageausschuss konnte vom Konzept rasch überzeugt werden, weil es dem Sinn des Anlagecredos von PUBLICA entspricht. Für die Gründung von SVVK-ASIR, die nur etwas mehr als ein Jahr dauerte, konnten in kurzer Zeit wichtige Partner gewonnen werden. Bezüglich der gemeinsamen nachhaltigen Anlagenpolitik handelt es sich um den «kleinsten gemeinsamen Nenner». Einzelne Institutionen setzen noch weiterreichende Massnahmen um. Es wird sich zeigen, wie konsistent die gemeinsam erstellte Ausschlussliste dann von den einzelnen Mitgliedern auch umgesetzt wird.

---

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Pensionskassen mussten sich jüngst mit vielen dringenden und wichtigen Themen auseinandersetzen (Finanzkrise, Frankenschock und neue regulatorische Anforderungen). Die Kapazität von Gremien, sich daneben auch noch mit nachhaltigen Anlagethemen zu beschäftigen, war daher beschränkt. Den neuen Verein mit vertretbaren Kosten aufzusetzen, war eine zusätzliche Herausforderung. Und schliesslich gab es auch Diskussionen zur Transparenz: Wie offen soll über Engagement und Ausschluss kommuniziert werden? Es ist beabsichtigt, die Ausschlussliste auf der Webseite des Vereins öffentlich verfügbar zu machen.

---

**Wo liegen die hauptsächlichen Vorteile des Vereins als Teil der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Der Ausschluss von Unternehmen, die bezüglich Nachhaltigkeit die geltenden Normen verletzen, und das zusätzliche Engagement im Interesse der Versicherten und Rentenbeziehenden stärken das Profil von PUBLICA und den anderen beteiligten Investoren. Der Zusammenschluss mit anderen Akteuren macht es möglich, Aktionärsrechte auch im Ausland besser wahrzunehmen, denn SVVK-ASIR hat im Dialog mit Firmen mehr Gewicht als ein einzelner Investor. Gleichzeitig senkt die Zusammenarbeit die Kosten für die Recherchetätigkeit. Entscheide lassen sich besser kommunizieren, wenn sie im Verbund mit anderen Gleichgesinnten getroffen wurden.

---

## Eine öffentlich-rechtliche Pensionskasse richtet ihre Anlagen auf eine langfristige, nachhaltige Entwicklung aus

**Typ der Organisation** Öffentlich-rechtliche Pensionskasse. Einrichtung der beruflichen Vorsorge für das Personal der Stadt Genf, der Services Industriels de Genève (SIG), von 41 Genfer Gemeinden, 6 externen Institutionen und der CAP Prévoyance.

**Assets under Management (per 31.12.2015)** CHF 4 Milliarden

**Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)**

**Asset-Allokation nach Anlageklasse:**

CHF-Obligationen:	12 %
Fremdwährungsobligationen:	9 %
Schweizer Aktien:	15 %
Globale Aktien:	20 %
Immobilien (inkl. Hypotheken):	32 %
Andere:	12 %

**Asset-Allokation nach Region:**

Schweiz:	66 %
Global:	34 %

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?**

Bereits seit 2001 beschäftigt sich CAP Prévoyance (Pensionskasse für das Personal der Stadt Genf und der Services Industriels de Genève bis Ende 2013) mit verantwortungsvollem Investieren. Sowohl der Stiftungsrat als auch die Geschäftsleitung haben das Thema massgeblich unterstützt.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?**

Der Impuls kam im Wesentlichen vom Stiftungsrat. Er vertritt die Ansicht, dass sich gerade eine öffentliche Kasse mit den Best-Practice-Regeln der Corporate Governance und dem Thema nachhaltige Entwicklung intensiv auseinandersetzen müsse. Der Stiftungsrat und die Geschäftsleitung haben erklärt, durch verantwortungsvolle Investitionen einen Beitrag zur Entwicklung einer nachhaltigen Wirtschaft leisten zu wollen. Damit befinden sie sich auf einer Linie mit den Werten und Prinzipien, welche die Stadt Genf festgelegt hat. Ein weiterer Beweggrund ist die langfristige Sichtweise: Die Stiftungsräte sind der Überzeugung, dass durch die Integration von Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Faktoren, den sogenannten ESG-Kriterien, eine Wertsteigerung des Kapitals auf risikobereinigter Basis erfolgen wird.

---

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Allgemein gesprochen besagt die 2010 verabschiedete Charta für verantwortungsvolle Investitionen, dass

- Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG-Kriterien) in die Wertpapier- und Immobilienverwaltung einzubeziehen sind
- Stimmrechte ausgeübt und Anleger-Engagement gezeigt werden sollen
- Rüstungsbetriebe oder Hersteller von Pornografie ausgeschlossen sind
- CAP tätigt darüber hinaus keine Investitionen in Rohstoffe und Hedgefonds

---

**Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?**

Bereits 2001 hat CAP Prévoyance beschlossen, ihre Aktionärsrechte im grösstmöglichen Umfang wahrzunehmen, und ist Mitglied der Ethos-Stiftung geworden. 2009 hat CAP ihr Bekenntnis zu dieser Philosophie mit dem Beitritt zum «Ethos Engagement Pool» noch einmal bekräftigt. Parallel dazu investiert die Kasse zunehmend in nachhaltige Fonds für Schweizer und internationale Aktien.

Die seit 2010 gültige Charta für verantwortungsvolle Investitionen, die seitdem Bestandteil des Anlagereglements ist, stellt einen wichtigen Schritt zur Formalisierung des Engagements von CAP Prévoyance ([www.cap-prevoyance.ch/la-fondation](http://www.cap-prevoyance.ch/la-fondation)) dar.

Die Charta selbst muss Teil eines soliden und effizienten Finanzkonzepts sein mit dem Ziel, die finanziellen Interessen von CAP Prévoyance, das heisst die Rentabilität ihrer Anlagen, langfristig hochzuhalten.

Auch sämtliche externen Vermögensverwalter haben die Charta erhalten. Verantwortungsvolles Investment wird dabei als Ansatz vorgestellt, der alle Vermögenswerte umfasst. Die Renditeerwartungen sind mit klassischen Anlagen vergleichbar.

---

**Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?**

Das interne Team ist für alle Fragen der langfristigen nachhaltigen Entwicklung sensibilisiert und offen. Um deren Umsetzung in den Investmentmassnahmen zu gewährleisten, ist CAP Prévoyance dem «Engagement Pool» beigetreten und zieht regelmässig externe Berater zu. Des Weiteren zählt CAP auf die Bereitschaft der Vermögensverwalter, ihre Anlageprozesse weiterzuentwickeln und innovative Lösungen vorzuschlagen, die mit der Charta vereinbar sind.

---

**Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?**

Der Vorstoss von CAP Prévoyance wurde von allen Partnern positiv aufgenommen, sogar von jenen Verwaltungsgesellschaften, deren Lösungen die Charta nicht erfüllt haben. Im Bewusstsein, dass die Charta in der Praxis in den verschiedenen Anlageklassen (Aktien, Obligationen usw.) zu Einschränkungen und zusätzlichen Risiken führen kann, wurde ein pragmatischer Ansatz gewählt, bei dem die Prinzipien schrittweise und mit Fingerspitzengefühl umgesetzt werden. Die jüngsten Ergebnisse (2015) sind im Vergleich zur Entwicklung der Finanzmärkte und der Vergleichsindizes gut ausgefallen.

---

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Die grössten Schwierigkeiten bilden weiterhin das aktuelle Wirtschafts- und Finanzklima sowie die gelten Vorschriften. Gemeinsam stellen diese Faktoren eine zu nachhaltigen Leistungen verpflichtete Pensionskasse vor zahlreiche Herausforderungen.

---

**Was sind die hauptsächlichsten Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Zu nennen wären da vor allem die verbesserte Transparenz, die Intensivierung des Dialogs mit den externen Partnern und Unternehmen sowie das Risikomanagement (beispielsweise der Umgang mit Kontroversen).

---

Diese Fallstudie wurde durch Conser Invest realisiert.

DR. MARC-OLIVIER BUFFLE | Senior Client Portfolio Manager, Pictet

Thematisches Anlegen ist ein Anlageansatz mit Fokus auf bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten, die aufgrund ihres Potenzials für ein langfristig überdurchschnittliches Wachstum ausgewählt werden.<sup>1</sup> Sind diese Aktivitäten nachhaltiger Natur, können auch das Thema als nachhaltig und der Ansatz als nachhaltiges thematisches Anlegen bezeichnet werden.

Damit ein Unternehmen als Kandidat für nachhaltiges thematisches Investment interessant wird, muss es sich durch zwei Merkmale auszeichnen:

Erstens muss ein nachhaltiges Unternehmen «das Richtige tun». Das Kerngeschäft sollte sich auf die Entwicklung von Produkten und Dienstleistungen konzentrieren, welche direkt dazu dienen, die natürlichen Ressourcen des Planeten zu schonen, oder dabei helfen, gesellschaftliche Herausforderungen zu meistern. Gerade diese Eigenschaft kann durch nachhaltige Anlagethemen mit einem speziellen Umwelt- oder sozialen Fokus aufgegriffen werden.

Zweitens sollte ein nachhaltiges Unternehmen «Dinge auf die richtige Art und Weise tun». Anders formuliert: Es sollte sich aktiv darum bemühen, die ökologischen und gesellschaftlichen Auswirkungen seines Handelns über die betrieblichen Abläufe hinaus zu verbessern, angefangen von der Beschaffung der Rohstoffe bis hin zur Wiederverwertung seiner Produkte, wenn diese ausgedient haben.

## Was bedeutet thematisches Anlegen?

Anhand von Themen versuchen Vermögensverwalter, Wirtschaftssegmente zu identifizieren, die ein überdurchschnittliches langfristiges Wachstum verzeichnen. Ein Ansatz zur Identifizierung solcher Themen ist die Analyse langfristiger Trends. Langfristige Veränderungen, die sich auf die Gesellschaft und die Umwelt auswirken, wer-

den bestimmt, und es werden jene Wirtschaftssegmente ausgemacht, die von solchen Änderungen profitieren. So lassen sich Gruppen von Unternehmen ermitteln, die langfristig ein stärkeres Wachstum als die Weltwirtschaft verzeichnen dürften.

Beim thematischen Anlegen handelt es sich um einen langfristigen Investmentansatz: Konjunkturzyklen können die Renditen zwar kurzfristig beeinflussen. Über mehrere Zyklen betrachtet dürften thematische Anleger aber Renditen oberhalb des Marktniveaus erzielen.

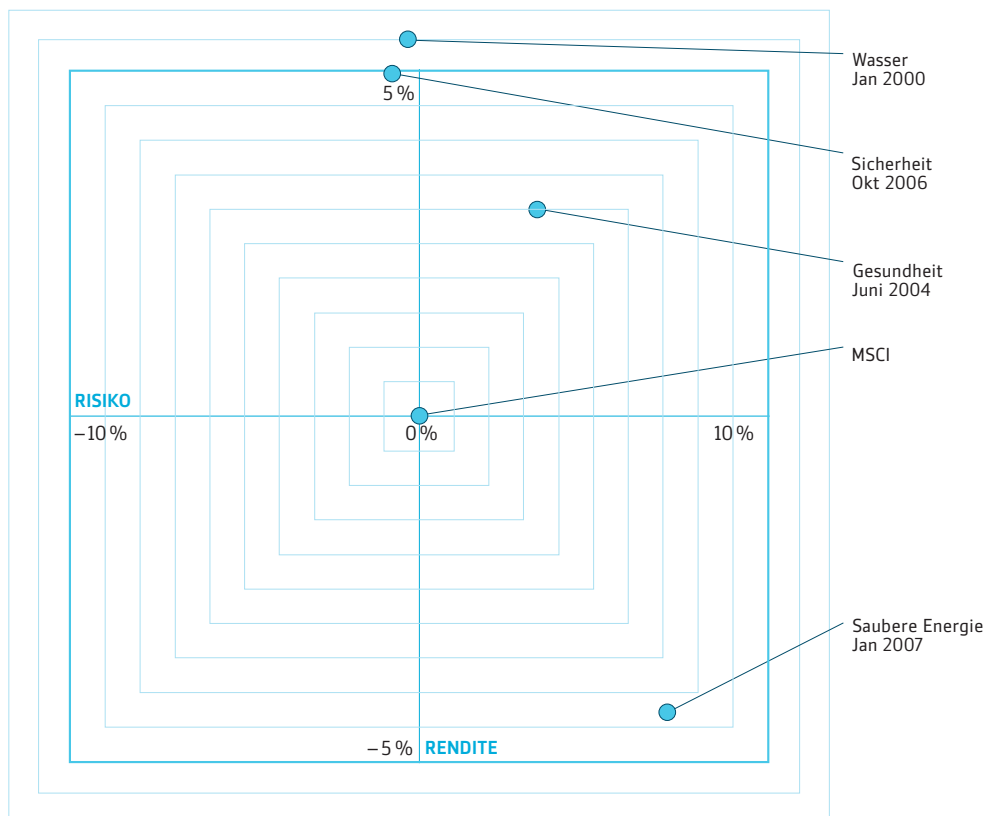
Ein Beispiel: Unternehmen, die Produkte und Dienstleistungen im Bereich Wasser entwickeln, profitieren von langfristigen Trends wie der Urbanisierung, dem Wachstum der Mittelschicht in den Schwellenländern, der alternden Infrastruktur in den Industrienationen, der klimawandelbedingten Wasserverknappung, der allgegenwärtigen Wasserverschmutzung und dem weltweit zunehmenden Fokus auf die Gesundheit. Somit können Unternehmen, die Lösungen für solche Herausforderungen anbieten, eine attraktive Anlagemöglichkeit darstellen. Ein diversifiziertes Portfolio, das sich ein solches Anlageuniversum als Ausgangspunkt zunutze macht und mittels eines systematischen und fundamentalen Anlageprozesses aufgebaut wird, dürfte langfristig überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften (siehe Beispiel Wasser in Abb.12, das einen Zeitraum von 16 Jahren abdeckt).

Weitere drei nachhaltige thematische Strategien – Sicherheit, Gesundheit und saubere Energie – sind in Abb.12 dargestellt. Das Thema Sicherheit übertrifft die globalen Aktienmärkte (MSCI) bei gleichzeitig niedrigerer Volatilität, Gesundheit verzeichnet höhere Renditen bei höherer Volatilität, und saubere Energie weist eine höhere Volatilität, allerdings auch niedrigere Renditen als der Weltaktienmarkt auf (jeweils bezogen auf den Zeitraum seit der Auflegung).



## Abbildung 12 RISIKO-ERTRAGS-PROFIL NACHHALTIGER THEMATISCHER STRATEGIEN (WASSER, SICHERHEIT, GESUNDHEIT, SAUBERE ENERGIE)\*

Quelle: Pictet Asset Management (2016)



\* In USD – seit Auflegung – relativ zum MSCI – vor Abzug von Gebühren. Auf der Grundlage thematischer Fonds von Pictet Asset Management.

### Merkmale einer thematischen Strategie

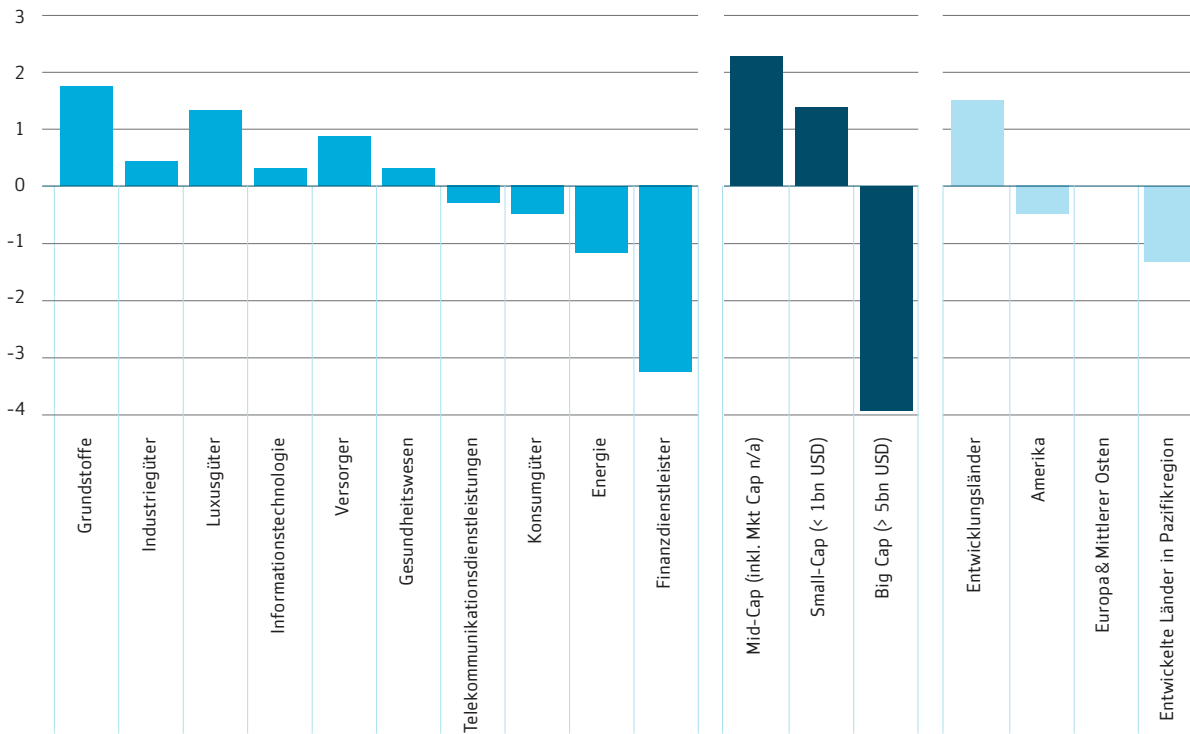
Es gibt viele thematische Strategien mit unterschiedlichen Anlageprozessen und entsprechenden finanziellen Merkmalen. Nachstehend stellen wir beispielhaft einige der wichtigsten und markantesten Eigenschaften des thematischen Anlegens vor.<sup>3</sup>

**Globales und benchmarkunabhängiges Anlegen:** Die Anlageuniversen für thematische Strategien umfassen üblicherweise 200 bis 400 Titel. Einziges Kriterium zur Feststellung der Eignung eines Titels für die Aufnahme in das Anlageuniversum sind die themenbezogenen Produkte und Dienstleistungen des entsprechenden Unternehmens. Daher ist das Spektrum der vertretenen Regionen und Unternehm-

ensgrößen in einem thematischen Anlageuniversum breiter als bei den gängigen globalen Indizes (so schliesst z.B. der MSCI World Schwellen- und Grenzmärkte sowie Mikro- und Kleinkapitalisierungen aus, während thematische Portfolios diese üblicherweise mit einbeziehen). Zudem werden die Portfolios unabhängig von Referenzindizes zusammengestellt,<sup>4</sup> sodass sie im Vergleich zu den gängigen marktkapitalisierungsgewichteten globalen Indizes bestimmte Unternehmensgrößen, Regionen oder Sektoren bevorzugen (siehe Abb.13).

**Stark fokussiert:** Unternehmen sind nur dann für thematische Anlagestrategien interessant, wenn ihre Aktivitäten fokussiert sind und

Abbildung 13  
**EXPOSURE EINER STRATEGIE, DIE IN NEUN THEMATICHE PORTFOLIOS ANLEGT, IM VERGLEICH ZUM MSCI WORLD\***



\* Das hier gezeigte aggregierte relative Exposure ist in thematischen Portfolios oft zu erkennen: Keine Sektorneutralität, Engagements bei Small- und Mid-Caps sowie in Schwellen- und Grenzmärkten.

Bezug zum betreffenden Thema aufweisen. Dabei handelt es sich nicht um grosse Konglomerate, sondern um spezialisierte Unternehmen. Die Ausprägung des Exposures gegenüber dem Thema (der Fokussierungsgrad) ist ein Schlüsselkriterium für die Attraktivität eines Unternehmens in einem thematischen Universum. Ebenso handelt es sich bei den Verwaltern thematischer Portfolios um Spezialisten, die über umfassende Kenntnisse des Anlagethemas, seiner Segmente und Treiber verfügen. Thematische Anlageteams kennen ihr Kern-Anlageuniversum in- und auswendig und setzen sich oftmals aus Experten zusammen, die in Unternehmen gearbeitet haben, welche dem Thema zuzuordnen sind.

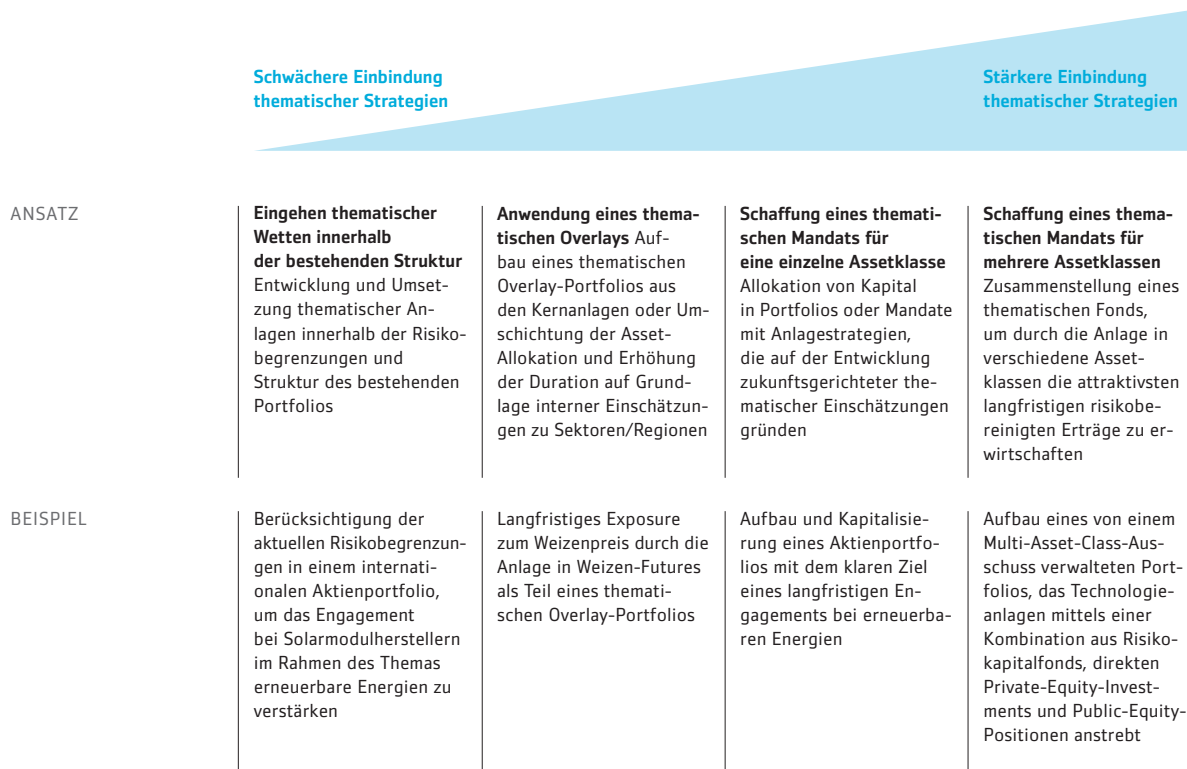
**Diversifizierende Anlage:** Als Folge der Fokussierung der Anlagethemen und einer globalen und benchmarkunabhängigen Portfoliozusammenstellung weisen Themenportfolios geringere Überschneidungen mit gängigen marktkapitalisierungsgewichteten globalen Indizes und einen höheren Anteil aktiver Aktien auf als traditionelle globale Aktienportfolios. Diese Merkmale dienen der Diversifizierung innerhalb einer globalen Aktienallokation.

**Thematisches Anlegen im institutionellen Kontext**

Auch wenn thematisch orientierte Titel eine potenzielle Ertragsquelle darstellen, fanden es Pensionsfonds und Versicherungsunterneh-

## Abbildung 14 SPEKTRUM VERSCHIEDENER ANSÄTZE, UM THEMATISCHE ANLAGESTRATEGIEN ZU ENTWICKELN

Quelle: McKinsey (2014)



men bislang nicht einfach, Möglichkeiten für eine Aufnahme dieser Anlagen in ihre Portfolios zu schaffen. Die Berücksichtigung neuer Elemente in den Portfolios beeinflusst oftmals den gesamten Prozess der Vermögensallokation, und nur wenige Investoren sind bereit, ihren Anlagerahmen grundlegend zu überarbeiten. Dennoch finden institutionelle Investoren zunehmend Wege, bestehende Beschränkungen einer traditionellen Vermögensallokation zu überwinden. Eine aktuelle Umfrage der Unternehmensberatungsfirma McKinsey & Company unter globalen Pensionsfonds, Versicherern und Staatsfonds hat ergeben, dass institutionelle Investoren eine Vielzahl von Ansätzen verfolgen, um thematische Anlagen in ihre Port-

Tabelle 7

**AUSWAHL NACHHALTIGER THEMATISCHER STRATEGIEN, DIE IN DEN LETZTEN BEIDEN JAHRZEHNEN ENTWICKELT WURDEN**

**Nachhaltige Themen** Nachhaltigkeitsherausforderungen, die sich durch Anlagen in Unternehmen angehen lassen, welche Lösungen bieten für folgende Bereiche:

<b>Wasser</b>	Wasserverknappung und Wasserqualität
<b>Sicherheit</b>	Verbesserung der persönlichen Sicherheit in Alltag und Beruf
<b>Ernährung</b>	Minderung des Ungleichgewichts bei der globalen Lebensmittelproduktion
<b>Gesunde Lebensweise</b>	Verbesserung der Gesundheit der Bevölkerung
<b>Forstwirtschaft</b>	Aufbau einer nachhaltigen Forstwirtschaft
<b>Bildung</b>	Zugang zu Informationstechnologie und Bildung
<b>Klimawandel</b>	Minderung von und Anpassung an Klimawandel
<b>Saubere Energie</b>	Beschleunigung der Energiewende hin zu einer CO <sub>2</sub> -armen Wirtschaft
<b>Biotech</b>	Heilung seltener Krankheiten
<b>Immobilien</b>	Bau energieeffizienter Wohnimmobilien

folios zu integrieren (siehe Abb.14). Diese reichen von der Schaffung thematischer Mandate für einzelne oder mehrere Assetklassen bis hin zum Eingehen thematischer Wetten innerhalb einer bestehenden Struktur.

### Wie nachhaltig sind nachhaltige thematische Strategien?

Ein als nachhaltig («das Richtige tun») eingestuftes Thema bedeutet nicht zwangsläufig, dass die Praktiken der damit verbundenen Unternehmen nachhaltig sind («Dinge auf die richtige Art und Weise tun»).

Es existiert kein globaler Standard für den Anlageprozess zum Aufbau eines Portfolios mit Bezug zu nachhaltigen Themen. Die genaue Vorgehensweise bleibt den jeweiligen Vermögensverwaltern überlassen. Nachstehend beschreiben wir, welche Nachhaltigkeitsprozesse auf ein thematisches Portfolio angewandt werden können.

#### Grundsätzliche Ausschlusskriterien

- Die Investmentgesellschaft oder der Asset Owner können eine formelle, unternehmensweite Ausschlussliste anwenden (z. B. Hersteller kontroverser Waffen).

#### Definition eines Universums nachhaltiger Themen

- Es wird ein Mindest-Exposure festgelegt, das ein Unternehmen zum jeweiligen Thema aufweisen muss, um in das Anlageuniversum aufgenommen werden zu können. Wenn es sich um ein nachhaltiges Thema handelt, wird durch diese Massnahme sichergestellt, dass alle im Portfolio vertretenen Unternehmen «das Richtige tun».
- Aktivitäten, die zwar einen Bezug zum Thema haben, aber nicht nachhaltig sind, können vom Anlageuniversum ausgeschlossen werden, z. B. Kohle aus dem Bereich saubere Energie, Waffen aus dem Bereich Sicherheit usw.

#### ESG-Integration

- Umwelt-, Sozial- und Governance-Informationen können formal in die Fundamentalanalyse der Titel einbezogen werden und so deren Gewichtung innerhalb des Portfolios beeinflussen. So lässt sich gewährleisten, dass Unternehmen, die «Dinge auf die richtige Art und Weise tun», bevorzugt werden.

#### Active Ownership

- Es kann eine Stimmrechtspolitik erstellt werden, die sicherstellt, dass für alle Aktien in Themenportfolios abgestimmt wird.
- Ebenfalls möglich ist eine Engagement-Politik mit dem Ziel, die Performance und Nachhaltigkeitsprofile der Unternehmen, in die investiert wird, langfristig zu optimieren.

#### Berichterstattung über Nachhaltigkeitskennzahlen

- Es können Kennzahlen mit Bezug zu den Themen oder den integrierten ESG-Kriterien erfasst und berichtet werden. So können z. B. Wassereinsparungen, vermiedene CO<sub>2</sub>-Emissionen oder geschaffene Arbeitsplätze ausgewiesen werden.

Betrachtet man die Breite der möglichen Ansätze, wird deutlich, dass thematisches Investieren sehr nachhaltig sein kann.

Inzwischen hat sich ein breites Spektrum thematischer Strategien herausgebildet. Sie gehen Herausforderungen an, die für Anleger, die sich aktiv an der Gestaltung einer nachhaltigen Gesellschaft beteiligen möchten, von grösster Bedeutung sind (siehe Tab. 7).

### Fazit

In den letzten 20 Jahren hat man im Bereich des nachhaltigen thematischen Anlegens viel an Erfahrung gewonnen. Solche Anlagestrategien können langfristig überdurchschnittliche risikobereinigte Erträge erzielen und institutionellen Anlegern interessante Diversifikationsmerkmale bieten. Die Anzahl nachhaltiger Themen ist enorm gewachsen, und einige Manager sind inzwischen einen Schritt über das einfache Anlegen in themenexponierte Unternehmen hinausgegangen und integrieren heute ESG-Kriterien in den Anlageprozess und die Berichterstattung, was solche thematischen Anlagen auch sehr nachhaltig macht.

<sup>1</sup> Grundsätzlich sind thematische Anlagen nicht auf eine bestimmte Anlageklasse beschränkt. Cleantech Private Equity, Mikrofinanz oder Green Bonds können alle als Form des thematischen Anlegens betrachtet werden, da sie sich auf ganz bestimmte Wirtschaftssegmente konzentrieren. Der Grossteil der thematischen Anlage-lösungen findet sich heute allerdings im Form von Aktienportfolios, die eine tägliche Liquidität bieten, was den meisten Anlegern wichtig ist. Daher beschäftigen wir uns in diesem Kapitel ausschliesslich mit dieser Anlageklasse.

<sup>2</sup> Auf der Grundlage thematischer Fonds von Pictet Asset Management

<sup>3</sup> Pictet beschäftigt sich ausschliesslich mit der aktiven Verwaltung, da diese besonders gut zur dynamischen Natur von thematischen Universen passt.

<sup>4</sup> Bei Standard-Investments in globale Aktien nutzen Manager üblicherweise einen globalen Index als Benchmark. Sie treffen dann aktiv die Entscheidung, bestimmte Titel gegenüber dem gewählten Referenzindex über- oder unterzugewichten. Beim thematischen Anlageansatz gibt es keine Referenzindizes.

# 13 ENTWICKLUNGSINVESTMENTS

CHRISTIAN ETZENSPERGER | Head of Corporate Strategy & Chief of Staff  
responsAbility investments AG

## Anlagespektrum

Entwicklungsinvestments 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 essenziell sind. Beispiele sind die Finanzwirtschaft, Energieversorgung und Anpassung an den Klimawandel, Landwirtschaft, Bildung, Gesundheit, Wasserversorgung und Abwasserentsorgung oder der Wohnungsbau (siehe Abb.15).

Hunderte Millionen Endverbraucher in diesen Ländern sind eine unerschöpfliche Quelle für Nachfragewachstum.<sup>1</sup> Hiervon profitieren private Unternehmen, indem sie Güter und Dienstleistungen anbieten, die nach Einschätzung der Endverbraucher besser als herkömmliche verfügbare Alternativen sind. Ein gutes Beispiel sind kostengünstige Solaranlagen für Wohnungen und Häuser, mit denen sich Petroleum und andere gesundheitsschädliche fossile Energieträger ersetzen lassen. Stark skalierbare Geschäftsmodelle bieten angesichts der grossen Weltbevölkerung enormes Wachstumspotenzial. Allerdings sind die meisten Unternehmen nicht an einer Börse notiert, sodass nur Direktanlagen möglich sind.<sup>2</sup>

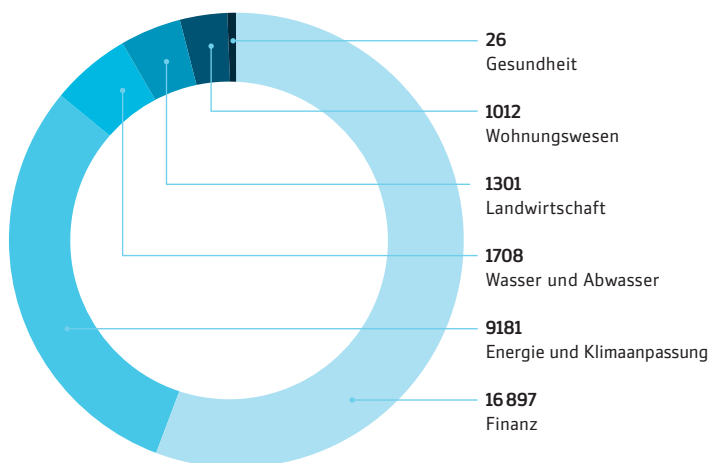
Mithilfe privaten Kapitals können Firmen neue Produkte und Dienstleistungen für unterversorgte Endverbraucher anbieten, was Sektoren stärkt, die für die Entwicklung eines Landes wichtig sind. Das so verbesserte Angebot fördert die allgemeine Entwicklung und den Wohlstand im Land und verhilft den Unternehmen zu kommerziellem Erfolg, von dem die Investoren wiederum in Form angemessener finanzieller Renditen profitieren.<sup>3</sup>

## Markt

Eine Analyse von Datenbanken<sup>4</sup> hat ein Marktvolumen von USD 30 Milliarden an verwaltetem Vermögen bei auf Entwicklungsinvestitionen spezialisierten Finanzintermediären ermittelt. In den letzten zehn Jahren ist dieses Segment um mehr als 20 Prozent pro Jahr gewachsen. Dabei gehört die Schweiz mit einem verwalteten Vermögen von USD 9 Milliarden zu einer der weltweit führenden Drehscheiben für Entwicklungsinvestments.<sup>5</sup> Künftig dürften solche Investments

durch das Pariser Klimaabkommen<sup>6</sup> sowie die Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen (SDGs)<sup>7</sup> und die mit ihnen verbundenen umfangreichen Verpflichtungen vieler staatlicher und bedeutender privater Akteure erheblichen Rückenwind verspüren.

Abbildung 15  
ENTWICKLUNGSINVESTMENTS NACH SEKTOREN  
(IN MIO USD)



Quellen: GII ImpactBase, Preqin, Symbiotics MIV Survey (2015)

## Zugrunde liegende Anlageinstrumente

Entwicklungsinvestments zeichnen sich üblicherweise durch einfache und transparente Strukturen aus und bieten marktübliche Renditen. Die Anlageprodukte sind entweder reine Fremd- oder Eigenkapitalinstrumente bzw. eine Mischung aus beiden. Bei den zugrunde liegenden Anlageinstrumenten handelt es sich hauptsächlich um Private Debt (private Fremdfinanzierung) und Private Equity (Beteiligungskapital).

Schuldinstrumente bestehen aus erst- und nachrangigen Krediten. Zudem bildet sich ganz allmählich ein – wenn auch noch sehr begrenzter – Markt für Sekundärtransaktionen heraus. Meist bieten die Instrumente den Investoren nur eingeschränkte Liquidität mit monatlicher oder vierteljährlicher Rücknahme. Währungsengagements können selbst bei exotischen Währungen gegen Wechselkurschwankungen abgesichert werden.

Private-Equity-Investments haben üblicherweise die Rechtsform einer Kommanditgesellschaft (Limited Partnership) oder einer Holdinggesellschaft. Die empfohlenen Anlagezeiträume sind im Durchschnitt länger als bei vergleichbaren Investments an etablierten Märkten, da die Entwicklung der Buchwerte dank der Umsetzung des Geschäftsmodells der wichtigste Treiber für den Wert der Anlage ist. Hier zeigt die Erfahrung, dass eine längere Haltedauer sowohl im Interesse des General Partners/Sponsors<sup>8</sup> wie auch des Investors sein kann.<sup>9</sup>

Mit der Weiterentwicklung des Sektors in Schwellenländern ist auch das durchschnittliche Transaktionsvolumen der Fremd- wie Eigenkapitalinstrumente spürbar gestiegen. Im Finanzsektor beispielsweise waren früher Private-Equity-Transaktionen in Mikrofinanzinstitute in Höhe von USD 2 bis 5 Millionen die Regel. Mit den Jahren sind die Institute jedoch gewachsen, sodass heute Transaktionen im Volumen von USD 20 Millionen keine Seltenheit sind. Das starke Wachstum der Transaktionsvolumina erfordert die vorausschauende Abfolgeplanung und Skalierung von Fonds mit begrenzter Laufzeit oder aber zeitlich unbegrenzte Anlagevehikel.

## Anlagethemen

Thematisch können sich die Produkte auf einen einzelnen oder auf verschiedene Sektoren beziehen, aber auch sektorunabhängig sein. Investmentteams spezialisieren sich gewöhnlich auf einen Sektor, weil die Analyse der sektorspezifischen Geschäftsmodelle und die Evaluierung ihrer Umsetzung durch kompetente Unternehmer vor Ort von zentraler Bedeutung sind. Investoren können einem Geschäftsmodell zum Durchbruch verhelfen, indem sie mehreren Unternehmen in einem Markt Kapital zur Verfügung stellen. Dies war etwa im Mikrofinanzsektor zu beobachten, in dem Investoren mit ihrem Kapital erheblich zum Aufbau des Sektors beigetragen haben.<sup>10</sup> Eine durch Entwicklungsinvestments geförderte ähnlich positive Wirkung zeichnet sich auch in anderen Sektoren ab.

Sektoren, in die die meisten Entwicklungsinvestments fließen, sind:

- **Finanzsektor:** Finanzdienstleistungen für Mikro-, Klein- und Mittelunternehmen sowie einkommensschwache Haushalte einschliesslich Mikrofinanz, KMU-Banken und Mikroversicherungen
- **Energieversorgung und Anpassung an den Klimawandel:** Erzeugung von und Zugang zu sauberer Energie, Verringerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und Anpassung an den Klimawandel
- **Wasserversorgung und Abwasserentsorgung:** Zugang zu sauberem Trinkwasser und zur Abwasserentsorgung, Gewässerschutz
- **Landwirtschaft:** nachhaltige Landwirtschaft, Lebensmittelverarbeitung im Inland, Ernährungssicherheit
- **Wohnungsbau:** Zugang zu hochwertigem und erschwinglichem Wohnraum
- **Gesundheit:** Gesundheitsdienstleistungen und Zugang zu Medikamenten
- **Bildung:** bessere Bildungschancen und Ausbildungsqualität

Der erste Sektor, der in erheblichem Masse Entwicklungsinvestitionen anzog, war der Finanzsektor. Finanzinstitute spielen eine zentrale Rolle in der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes, weshalb ihr Auf- und Ausbau am Anfang stehen sollte, damit mit ihrer Hilfe andere Sektoren der Realwirtschaft wachsen können. Einige institutionelle Investoren erkannten frühzeitig die zentrale Bedeutung von Mikrofinanzinstituten. Als diese schliesslich mehrjährige finanzielle Leistungsausweise vorlegen konnten, folgten zu Beginn dieses Jahrzehnts viele andere Investoren. Heute ist der Mikrofinanzsektor ein wichtiges Standbein der institutionellen Entwicklungsinvestments (siehe Kap.13.1). Andere Anlagethemen wie Energie und Landwirtschaft haben sich erst in letzter Zeit entwickelt und ziehen inzwischen immer mehr institutionelles Kapital an.<sup>11</sup> In allen Sektoren profitieren private Investoren heute von jahrzehntelanger wegweisender Arbeit öffentlicher Entwicklungsfinanzierer, darunter grosse Entwicklungsfinanzierungsinstitute wie IFC, EBRD oder KfW. Die geografischen Zielmärkte für Entwicklungsinvestments sind breit über mehr als 100 Länder in Lateinamerika, Afrika und Asien gestreut.

## Anbieter

Da die zugrunde liegenden Anlageinstrumente vor Ort und direkt beschafft werden, ist Marktnähe entscheidend. Die Qualität der Transaktionsbeschaffung ist von zentraler Bedeutung, und eine sorgfältige Überprüfung gelingt nur schwerlich vom Schreibtisch aus, sondern sollte vor Ort erfolgen. Deshalb verfügen die grösseren Vermögensverwalter über globale Sourcing-Plattformen, über die die lokalen Spezialisten die Transaktionen in Übereinstimmung mit den Anforderungen eines aktiven Portfoliomanagements abwickeln können. Darauf spezialisierte Anbieter in der Schweiz sind auf der Swiss Sustainable Finance Website<sup>12</sup> zu finden. Sie bieten ein zunehmend nach Anlagethema und -instrument, Renditemerkmalen und Transaktionsvolumen differenziertes Angebot (siehe Tab.8).

**Tabelle 8**  
**BEISPIELE FÜR ENTWICKLUNGSINVESTMENTS «MADE IN SWITZERLAND»**

FONDSTHEMA	BESCHREIBUNG	INSTRUMENT	INVESTOREN	RENDITEZIEL	VOLUMEN
<b>Energieversorgung und Anpassung an den Klimawandel</b>	Begrenzt den Klimawandel durch Reduktion von Treibhausgasemissionen mithilfe der Finanzierung von Energieeffizienz- und Erneuerbare-Energie-Projekte	Private Fremdfinanzierung/Mezzanine-Kapital	Institutionelle Investoren, EFI	10–15%	USD 100–500 Mio.
<b>Finanzinstitute</b>	Langfristig orientierte Private-Equity-Positionen bei Finanzintermediären mit solidem Leistungsausweis in der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen für einkommensschwache Bevölkerungsgruppen, Mikrounternehmen und KMUs	Private Equity	Institutionelle Investoren	15–25%	USD 100–500 Mio.
<b>Finanzinstitute</b>	Private Fremdfinanzierungen an Finanzintermediäre mit solidem Leistungsausweis in der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen für einkommensschwache Bevölkerungsgruppen, Mikrounternehmen und KMUs	Private Fremdfinanzierungen	Institutionelle und private Investoren	3–6%	USD 250 Mio. – 1 Mrd.
<b>Bildung</b>	Kredite für auf den Bildungssektor zugeschnittene, bedarfsorientierte und finanziell nachhaltige Finanzdienstleistungen	Private Fremdfinanzierungen	EFI, institutionelle Investoren	2–5%	USD 100–200 Mio. (angestrebt)
<b>Klimaversicherungen</b>	Unterstützt die Anpassung an den Klimawandel durch verbesserten Zugang zu und den Einsatz von Versicherungen in Entwicklungsländern	Private Fremdfinanzierungen oder Private Equity	EFI, institutionelle Investoren	2–5%	USD 100–200 Mio. (angestrebt)
<b>Multisektor-Beteiligung</b>	Investiert in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft in rentable Unternehmen, die einkommensschwachen Bevölkerungsgruppen essenzielle Güter und Dienstleistungen anbieten wie Zugang zu erschwinglichem Wohnraum, Gesundheitsdienstleistungen, Bildung, Energie, Möglichkeiten der Existenzsicherung, Wasserversorgung, Abwasserentsorgung	Private Equity	Institutionelle und private Investoren	15–25%	USD 100–200 Mio. (angestrebt)
<b>Multisektor-Dachfonds</b>	Investiert als Multistrategieprodukt in verschiedene Themen, Märkte, Regionen und Anlageklassen mit angestrebter Allokation von 60% festverzinsliche Anlagen, 30% Hochzinsanlagen und 10% Eigenkapitalanlagen	Private Fremdfinanzierung, Private Equity	Institutionelle und private Investoren	10–15%	USD 100–200 Mio. (angestrebt)

Quelle: Analyse der Websites von Anbietern; responsAbility Investments AG (2015)

### Relevanz für institutionelle Investoren

Mit dem Aufkommen investierbarer und skalierbarer Unternehmen in schnell wachsenden Marktsegmenten der Entwicklungsländer – und dem besseren Zugang zu ihnen – bieten sich zunehmend Anlagechancen mit marktüblichen Renditen. Letztere korrelieren meist nur mässig bis minimal mit den Renditen anderer Anlagen, die die meisten Investoren üblicherweise in ihren Portfolios halten. Denn Private-Debt- oder Private-Equity-Anlagen in nicht börsennotierte Unternehmen aus der Realwirtschaft sind den Schwankungen an den globalen Finanzmärkten kaum ausgesetzt. Zudem bietet das durch Entwicklungsinvestments erweiterte Anlageuniversum zusätzliche

und meist unkorrelierte Risikoprämien,<sup>13</sup> die jedoch in einigen Fällen auf Kosten einer im Vergleich zu anderen Anlagen geringeren Liquidität gehen. Ein weiterer Vorteil: Entwicklungsinvestments verbessern die Diversifizierung der Anlegerportfolios und damit ihr Risiko/Rendite-Profil. Die geringen Korrelationen haben unter anderem technische Gründe, da Entwicklungsinvestments nur selten oder einfach zu Anschaffungskosten bewertet werden. Darüber hinaus mindern sie wirksam den sogenannten «Home Bias», d.h. die Neigung der Investoren, sich bevorzugt am Heimatmarkt zu engagieren. Entwicklungsinvestments sollten deshalb Teil eines jeden Anlageportfolios sein.



## Mit Werten Wert schaffen

Der gesellschaftliche Trend zu mehr Nachhaltigkeit in allen Lebensbereichen beginnt gerade erst auch die Finanzmärkte zu durchdringen. Asset Owner können einen wesentlichen Beitrag zu einer beschleunigten Entwicklung und zur Armutsreduktion leisten, indem sie ihr Kapital dort investieren, wo es dringend gebraucht wird und grosse Wirkung entfaltet. Mit ihren Investments stärken sie das Unternehmertum vor Ort, das so Lösungen für die vielen Probleme armer Haushalte entwickeln kann.

Insbesondere Stiftungen suchen auf Anregung ihrer Beiräte oder Mitglieder verstärkt nach Anlagemöglichkeiten, die ihren Werten entsprechen. Gleiches gilt für Pensionskassen, die ihren Versicherten gegenüber zunehmend Rechenschaft darüber ablegen müssen, wie sie ihr Pensionsvermögen anlegen.<sup>14</sup> Aufgrund ihrer Grösse und Schlagkraft fällt institutionellen Anlegern bei den Entscheidungen, in welche Projekte das Kapital fliessen soll, eine zentrale Rolle zu. Langfristig orientierte Investoren begleiten nicht nur einzelne Unternehmen bei ihrem Wachstum, sondern den Aufbau ganzer Branchen, welche die ständig wachsende Zahl an Konsumenten mit Waren und Dienstleistungen versorgen. Auch in der Entwicklung des Finanzsektors war dies ein in den vergangenen zehn Jahren zu beobachtender Trend.<sup>15</sup>

## Anlagehorizont und Einflussnahme

Über Private Equity bietet sich Investoren die Möglichkeit der direkten Einflussnahme auf die Entwicklung und das Wachstum eines Unternehmens. Da eine solche Entwicklung aber nicht in kurzer Zeit vonstattengeht, sondern Zeit braucht, eignet sich Private Equity besonders gut als Instrument für Entwicklungsinvestments. Der Einfluss von Fremdkapital bereitstellenden Investoren ist zwar weniger stark, dafür breiter, da grosse Kapitalsummen auf viele Kapitalnehmer verteilt werden können. Private Fremdfinanzierungen zeichnen sich durch ihre stabile Performance dank ihrer Diversifizierung über zahlreiche Länder aus. Zudem bieten sie Investoren die Möglichkeit, ihre Engagements taktisch anzupassen.

## Klassifizierung der Anlagen

In den letzten Jahren wurde private Fremdfinanzierungen, z. B. im Rahmen von Microfinance Debt Funds, wegen ihrer stabilen Renditen häufig der Kategorie «Fixed Income Emerging Markets» zugeordnet und Pensionskassen rechneten solche Anlagen den festverzinslichen Anlagen an. Die meisten Entwicklungsinvestments werden jedoch der Anlageklasse «alternative Anlagen» zugeordnet. Ein Trend, der sich nach dem Inkrafttreten der geänderten BVV 2 Anlagevorschriften 2015 verstärkt hat. Bereits seit 2009 galt für Schweizer Pensionskassen eine Anlagegrenze von 15 Prozent für alternative Anlagen.<sup>16</sup> Dies ist auch der Grund dafür, dass Entwicklungsinvestments häufig in Konkurrenz stehen zu anderen alternativen Anlageklassen mit zum Teil höheren Renditezielen. Eine Anhebung dieser Grenze, um z. B. Entwicklungsinvestments berücksichtigen zu können, hat der Gesetzgeber explizit ins Auge gefasst.

## Fazit

Dank des guten Leistungsausweises mit seit mehr als zehn Jahren attraktiven Renditeeigenschaften haben Entwicklungsinvestments für institutionelle Anleger zunehmend an Bedeutung gewonnen. Schweizer Asset Owner und Anlagespezialisten haben die mit ihnen verbundenen Anlagechancen frühzeitig erkannt und für sich genutzt. Damit tragen sie dazu bei, Kapital dorthin zu leiten, wo es am effektivsten wirkt. Tatsächliche und vermeintliche regulatorische Hürden sollten Investoren nicht davon abhalten, die Lösung dringender gesellschaftlicher Probleme wie des Klimawandels als Anlagechance zu nutzen.

### Weiterführende Unterlagen

- Swiss Sustainable Finance & University of Zurich. (2016). Swiss Investments for a Better World: the first market survey on investments for development. Erhältlich unter: [http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF\\_A4\\_Layout\\_RZ-1.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_A4_Layout_RZ-1.pdf)
- Balandina Jaquier, J. (2016). Catalyzing Wealth for Change: Guide to Impact Investing. Erhältlich unter: <https://www.guidetoimpactinvesting.net/>
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2016). Homepage. <https://thegiin.org/>

<sup>1</sup> Ravallion, M. (2015). *The Economics of Poverty: History, Measurement, and Policy*. Oxford University Press.

<sup>2</sup> Wendt, K. (Ed.) (2015). *Responsible Investment Banking. Risk Management Frameworks, Sustainable Financial Innovation and Softlaw Standards*. Springer.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> GIIN ImpactBase, Preqin, Symbiotics MIV Survey, Websites von Unternehmen

<sup>5</sup> Swiss Sustainable Finance & University of Zurich. (2016). Swiss Investments for a Better World. Erhältlich unter: [http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF\\_A4\\_Layout\\_RZ-1.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_A4_Layout_RZ-1.pdf)

<sup>6</sup> Das Übereinkommen von Paris wurde bei der 21. Konferenz der Vertragsparteien des UN-Rahmenübereinkommens über Klimaänderungen in Paris verhandelt und am 12. Dezember 2015 einvernehmlich angenommen.

<sup>7</sup> Die Nachhaltigkeitsziele sind eine zwischenstaatliche Vereinbarung, angenommen von der UN-Vollversammlung am 25. September 2015.

<sup>8</sup> Der Sponsor ist die Partei, welche die General Partner/Limited Partner-Struktur aufsetzen lässt und so zum Sponsor des General Partners wird. Der General Partner ist eine eigens gegründete Einheit, welche das Investitionsprogramm durchführt, und zu welcher sich separate Limited Partners gesellen, die sich auf finanzielles Engagement beschränken.

<sup>9</sup> Peter Olds, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. (2015).

<sup>10</sup> Roodman, D. (2012). *Due diligence: An impertinent inquiry into microfinance*. CGD Books.

<sup>11</sup> Emerson, J. (Ed.). (2016). *Social Finance*. Oxford University Press.

<sup>12</sup> Swiss Sustainable Finance. (2016). Homepage. Abrufbar unter: <http://www.sustainablefinance.ch/>

<sup>13</sup> Zaugg, B. (2011). Chancen und Risiken von Mikrofinanzanlagen aus anlagestrategischer Sicht. Ecofin.

<sup>14</sup> Clark, C., Emerson, J., & Thornley, B. (2014). *The Impact Investor: Lessons in Leadership and Strategy for Collaborative Capitalism*. John Wiley & Sons.

<sup>15</sup> Roodman, D. (2012). *Due diligence: An impertinent inquiry into microfinance*. CGD Books.

<sup>16</sup> Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2) Artikel 50, Absatz 4.

MARINA PARASHKEVOVA | Market Research Analyst, Symbiotics SA  
FABIO SOFIA | Head of Business Development, Symbiotics SA

Weltweit haben zwei Milliarden Menschen keinen Zugang zu formalen Finanzdienstleistungen. Dies ist ein massives Hindernis im Kampf gegen die Armut, denn wie jüngste empirische Studien belegen, besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Zugang zu grundlegenden Finanzdienstleistungen und der Förderung von Wachstum und Beschäftigung.<sup>1</sup> Entsprechend setzen sich Politiker weltweit verstärkt für Reformen des Finanzsektors zur Förderung der finanziellen Eingliederung ein. Auch die Vereinten Nationen haben das Thema zu einem zentralen Schwerpunkt der Sustainable Development Goals (SDGs) gemacht.<sup>2</sup>

Unter Mikrofinanz versteht man die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen an Mikro- und Kleinunternehmen sowie einkommensschwache Haushalte in Schwellenländern durch spezialisierte Finanzinstitute. Weltweit gibt es schätzungsweise mehr als 10 000 Finanzinstitute, die über 250 Millionen Kunden betreuen, welche zum Grossteil in Schwellenländern leben. Bei etwa 500 dieser Institute handelt es sich um grosse, etablierte und profitable Unternehmen, die zumeist durch lokale Aufsichtsbehörden reguliert werden. Sie ziehen internationale Finanzierung oft durch sogenannte Mikrofinanz-Investmentvehikel (MIV) an.

Laut der von Symbiotics durchgeführten MIV-Umfrage<sup>3</sup> gibt es weltweit 110 spezialisierte MIV, die in den letzten vier Jahren jährlich um 5 Prozent gewachsen sind und ein Vermögen von USD 10,4 Milliarden verwalten (Stand: Dezember 2014). Mit einem (verwalteten oder beratenen) Vermögen von USD 3,9 Milliarden (das entspricht 38

Prozent des Weltmarkts) ist die Schweiz weltweit führend im Segment der Mikrofinanzanlagen und spricht nicht nur institutionelle Investoren (57 Prozent), sondern auch Privatanleger (23,5 Prozent), öffentliche Investoren (14,7 Prozent) und vermögende Privatkunden (3,7 Prozent) an. Das Angebot besteht mehrheitlich aus festverzinslichen Anlageprodukten mit einem durchschnittlichen Anlagevolumen von USD 2,2 Millionen.

Als erster Branchenbenchmark beobachtet und umfasst der Symbiotics Microfinance Index die weltweit wichtigsten festverzinslichen Fonds, die auf Mikrofinanzinstitute in Schwellenländern ausgerichtet sind. Er hat in den vergangenen zehn Jahren gezeigt, dass sich diese Fonds gegenüber globalen Konjunkturschwächen hervorragend behaupten, und konnte in den letzten elf Jahren konstante und positive Renditen von 3 bis 6 Prozent (in USD) erzielen.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Cull, R., Ehrbeck, T., & Holle, N. (2014). Financial inclusion and development: Recent impact evidence. Focus Note, 92.

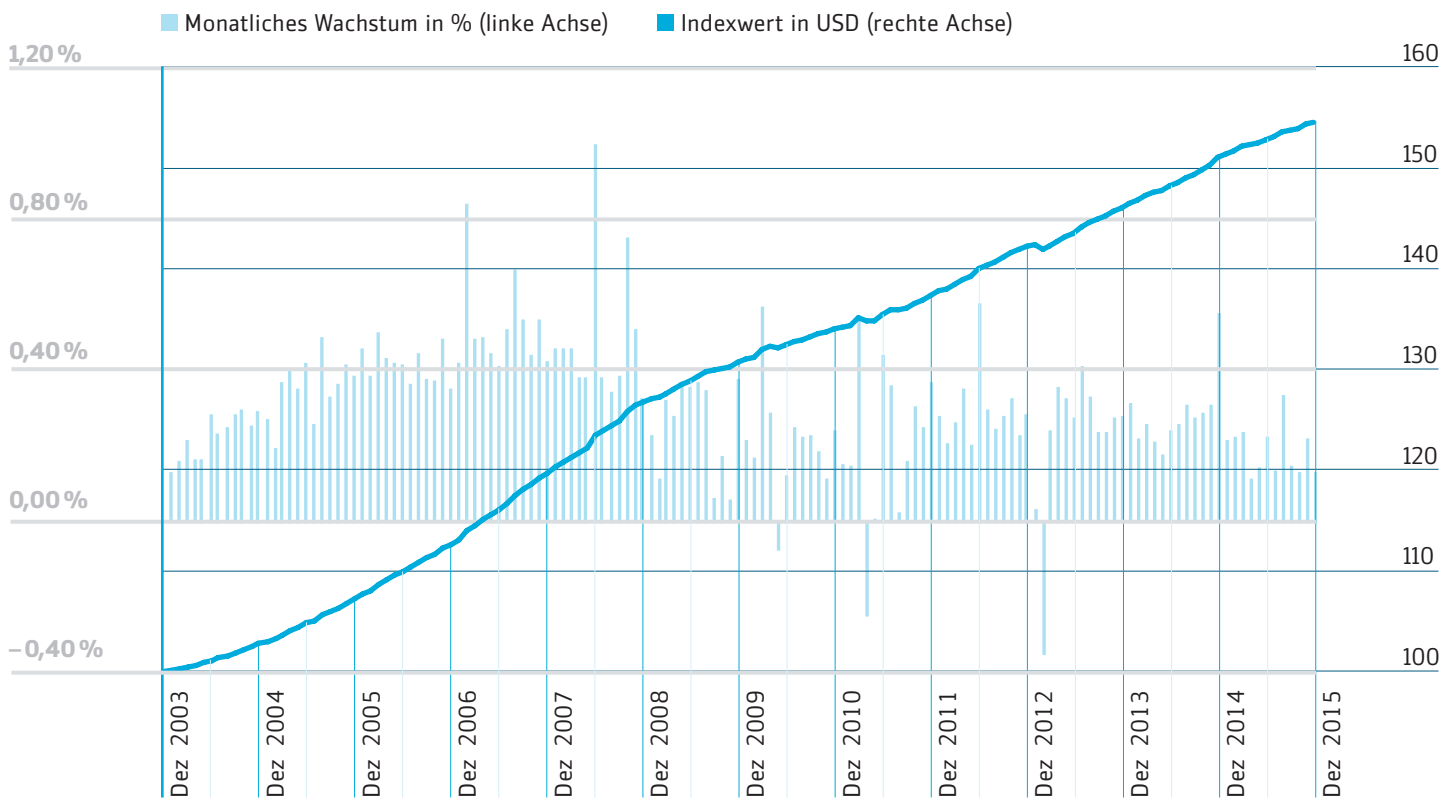
<sup>2</sup> World Bank. (2015). Massive Drop in Number of Unbanked, says New Report. Aufrufbar unter: <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2015/04/15/massive-drop-in-number-of-unbanked-says-new-report>

<sup>3</sup> MIV sind unabhängige Investmentgesellschaften, die sich auf Mikrofinanzierung spezialisiert haben und mehr als 50 Prozent ihrer langfristigen Aktiva in diesen Bereich fliessen lassen.

<sup>4</sup> Der SMX – MIV Debt Index ist ein proprietärer Index von Symbiotics. Weitere Informationen finden Sie unter [www.smyinvest.com](http://www.smyinvest.com)

Abbildung 16  
**SYMBIOTICS MICROFINANCE INDEX IN US-DOLLAR (SMX USD)**

Symbiotics SA (2016)



CATHERINE REICHLIN | Head of Financial Research, Mirabaud & Cie.

Die erste sogenannte «grüne» Obligation wurde 2007<sup>1</sup> vorgestellt, doch es sollten noch knapp 7 Jahre vergehen, bis dieser Markt, der an nachhaltige Klimaprojekte gebunden ist, weiterentwickelt war. Die ersten Interessenten an diesen Obligationen waren Investoren mit einem besonderen Fokus auf Umweltkriterien und Emittenten vom Typ Entwicklungsbanken (z. B. EIB, Weltbank). 2013 haben dann die öffentlichen Körperschaften und Unternehmen Schwung in den Markt gebracht und zu einer Diversifikation in diesem Euro-basierten Markt beigetragen. Eine wirkliche Beschleunigung setzte erst 2014 ein, als neue Emittenten auftraten und Obligationen in beträchtlichem Umfang ausgaben. Den Wendepunkt stellte die von GDF Suez emittierte Obligation in Höhe von 2,5 Milliarden EUR dar, mit der Projekte wie der Bau von Windparks finanziert werden sollte. Die Obligation wurde mit 6 Milliarden EUR deutlich überzeichnet und 36 Prozent wurden Investoren zugeteilt, die keine ESG-Kriterien anwenden. Auch Unternehmen, die nicht in erster Linie der Energiebranche zuzurechnen sind, haben zur raschen Entwicklung beigetragen. Dazu gehört beispielsweise Unilever, einer der weltweit grössten Hersteller von Konsumgütern, welcher eine «grüne» Obligation herausgegeben hat, mit der die Reduzierung der eigenen CO<sub>2</sub>-Emissionen finanziert werden soll.

### Was macht eine Obligation «grün»?

Ein wesentliches, aber bei Weitem nicht das einzige Kriterium ist die ausschliessliche Verwendung der Finanzmittel für Umweltprojekte. Angesichts des wachsenden Interesses am Markt für grüne Obligationen haben Banken und Emittenten 2014 klare Regeln hierfür in den «Green Bond Principles» aufgestellt. Die International Capital Mar-

ket Association führt als Verband der Kapitalmärkte das Sekretariat. Diese Prinzipien stellen unverbindliche Leitlinien für folgende vier Bereiche auf:

- Mittelverwendung
- Prozess für die Projektbewertung und -auswahl<sup>2</sup>
- Mittelverwaltung
- Berichterstattung

Diese Prinzipien wurden 2015 und 2016 bereits überarbeitet, lernt doch der Markt aus den gemachten Erfahrungen. Toyota hat beispielsweise eine grüne Obligation herausgegeben für Projekte, die noch nicht in Umsetzung waren. Während der Wartezeit hat die Firma die Gelder in Geldmarktfonds platziert, die keine ESG-Kriterien anwenden. Diese Erfahrung hat gezeigt, wie wichtig es ist, dass Geldmittel transparent nachverfolgbar sind, so auch in Bezug auf ihre Verwendung vor der eigentlichen Investition. Das Fehlen verbindlicher Vorschriften bedeutet noch lange nicht, dass alles akzeptiert wird, was als grün bezeichnet wird. Im Sommer 2015 gab ein chinesischer Konzern, dessen Hauptgeschäft in der Branche für erneuerbare Energien liegt, eine selbst ernannte grüne Obligation heraus, die weder an ein bestimmtes Projekt geknüpft war noch die Nachverfolgung der Mittel gewährleistet und genauso wenig eine Berichterstattung lieferte. Investoren mit Interesse an ESG-Kriterien haben die grüne Komponente dieser Obligation nicht gutgeheissen. Spezialisierte Ratingfirmen haben die Zeichen der Zeit erkannt und stehen den Emittenten bei der Ausgabe neuer Obligationen hilfreich zur Seite. Eine wesentliche Rolle spielt in jedem Fall die Berichter-

stattung. Zahlreiche Emittenten gehen inzwischen in ihren Jahresberichten auf die Verwendung der Mittel und die Fortschritte der Projekte ein.

### **Worin unterscheiden sich «grüne» von «klassischen» Obligationen?**

Im Wesentlichen unterscheiden sich diese beiden Anlageformen dadurch, wie die Mittel eingesetzt werden. Bei grünen Obligationen müssen die Geldmittel ausschliesslich in Umweltprojekte investiert werden. Der Anleger weiss also, welche Projekte durch die Obligationen finanziert werden.

Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten lassen sich hingegen keine Unterschiede ausmachen: Es darf keine Renditeunterschiede zwischen grünen Obligationen oder klassischen Obligationen geben. Das Kreditrisiko basiert im Wesentlichen auf den gleichen Geschäftsergebnissen und den gleichen finanziellen Kennzahlen, was sich dann wiederum auch in einem identischen Coupon widerspiegeln muss. Eine «grüne» Obligation ist folglich ein Anlage- und nicht ein Philanthropieinstrument.

Exponentielles Wachstum charakterisieren diesen Markt, welcher jedes Jahr neue Rekorde erzielt. Ein wachsender Marktanteil der USA, von Wachstumsmärkten wie China und generell von Dollaranleihen führen ebenso zu Veränderungen der Marktstruktur wie das Aufkommen von spezialisierten Indizes und Fonds. Die vor kurzem erschienene Publikation von Climate Bonds Initiative schätzt den globalen Markt grüner Bonds auf USD 118 Milliarden (Stand Dezember 2015).<sup>3</sup>

### **Ungebremstes Marktwachstum?**

Die befürchtete Abkühlung des Marktes war höchstens von kurzer Dauer. Doch einige Fragen sind durchaus noch offen: Müssen die Kriterien verbindlich sein? Wie sollen die Umweltauswirkungen gemessen werden? Ist eine Standardisierung erforderlich? Müssen Regierungen Anreize für die Unternehmen schaffen, damit diese den CO<sub>2</sub>-Ausstoss reduzieren? Auch die Frage der Kosten muss angesprochen werden, kosten doch «grüne» Obligationen die Unterneh-

men mehr als herkömmliche (wegen separater Kotierung, Reporting und Nachverfolgbarkeit).

2015 haben die Akteure erlebt, wie historische Weichen gestellt wurden, die sich positiv auf die weitere Entwicklung dieses zukunftssträchtigen Marktes auswirken werden. Im Juni haben die G7-Staaten eine Treibhausgasreduktion um 40 bis 70 Prozent bis ins Jahr 2050 vereinbart. Die grünen Obligationen sind wohl ein ideales Instrument, um die dafür erforderlichen Mittel aufzubringen. Manche Experten rechnen damit, dass 2020 bereits 10 bis 15 Prozent des Emissionsvolumens auf grüne Obligationen entfallen könnten. Das Klimaschutzabkommen von Paris ist sicherlich geeignet, diese Prognosen zu stützen.

#### Weiterführende Unterlagen

- Climate Bonds Initiative. (2016). Bonds and Climate Change – The state of the market in 2016. Erhältlich unter: <http://www.climatebonds.net/resources/publications/bonds-climate-change-2016>
- The World Bank. (2016). Green Bonds. World Bank Green Bonds. Abrufbar unter: <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/What-are-Green-Bonds-Home.html>
- WWF. (2016). Green bonds must keep the green promise! A call for collective action towards effective and credible standards for the green bond market. Erhältlich unter: [http://d2ouvy59p0dg6k.cloudfront.net/downloads/20160609\\_green\\_bonds\\_hd\\_report.pdf](http://d2ouvy59p0dg6k.cloudfront.net/downloads/20160609_green_bonds_hd_report.pdf)

<sup>1</sup> Climate Bonds Initiative. (2016). History. Abrufbar unter: <https://www.climatebonds.net/market/history>

<sup>2</sup> Folgende Kategorien können dazu gezählt werden (Aufzählung nicht abschliessend): erneuerbare Energien, Energieeffizienz (auch bei Gebäuden), nachhaltige Abfallbewirtschaftung, nachhaltige Flächennutzung (einschliesslich Forst- und Landwirtschaft), Erhalt der biologischen Vielfalt, Individualverkehr, nachhaltige Wasserwirtschaft, Anpassung an den Klimawandel

<sup>3</sup> Climate Bonds Initiative. (2016). Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2016. Abrufbar unter: [http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/201607\\_CBI\\_State\\_of\\_the\\_Market\\_2016.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/201607_CBI_State_of_the_Market_2016.pdf)

# 15 NACHHALTIGE INFRASTRUKTURINVESTITIONEN

HANS-PETER EGLER | CEO, Global Infrastructure Basel

Infrastrukturanlagen wie Transportwege, Abfallverwertungs-, Trinkwasser-, Wasseraufbereitungs- sowie Stromerzeugungsanlagen bilden das Rückgrat der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung. Weltweit wird der Bedarf gemäss OECD bis 2030 auf mehr als USD 70 Billionen oder 3,5 Prozent des prognostizierten globalen BIP geschätzt. Bei der Finanzierung dieses enormen Infrastrukturbedarfs spielt privates Kapital – auch in der Schweiz – eine immer wichtigere Rolle.

Durch ihre Eigenschaften bieten Infrastrukturanlagen eine attraktive Investitionsmöglichkeit und ziehen damit vermehrt private Investoren an. Die Gründe:

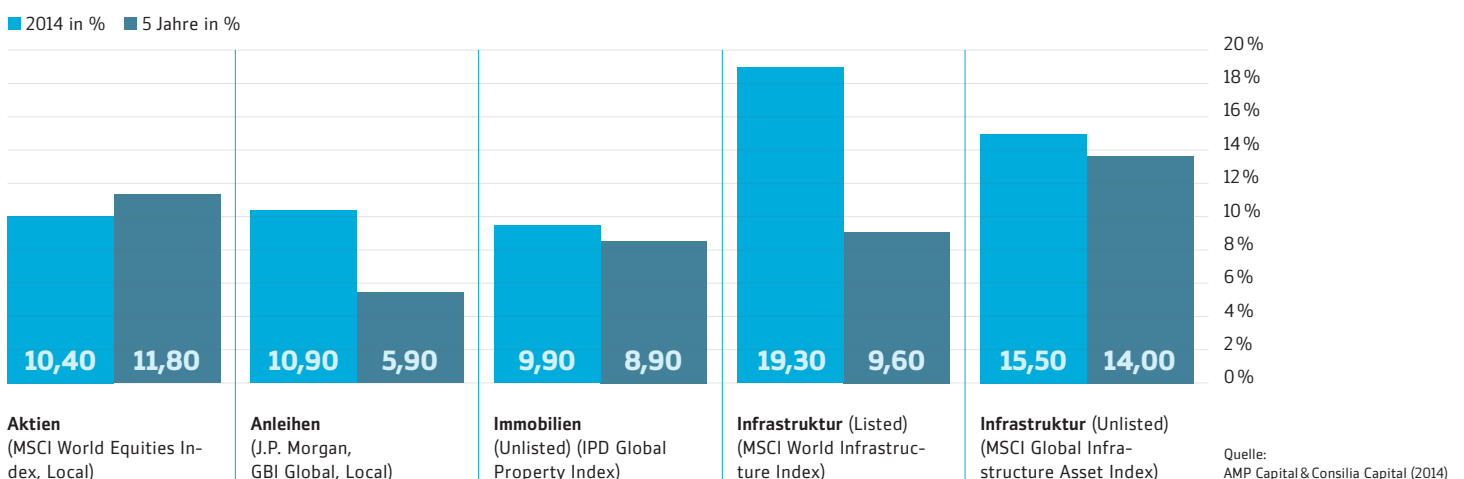
- Attraktive Renditen (siehe Abb.17) bei zugleich hohen und stabilen Cashflows. EBITDA<sup>1</sup> von globaler Infrastruktur >7,5 Prozent pro Jahr (AMP Capital, 2014)
- Konjunkturresistente und teils inflationsgebundene Ertragsentwicklung (Af2i und J.P. Morgan Asset Management, 2011)
- Geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen wie Aktien, Obligationen oder Rohstoffen (Credit Suisse, 2010)
- Wettbewerbsvorteile durch hohe Markteintrittsbarrieren

Entscheidend für die Attraktivität der Anlageklasse ist a) die Projektauswahl, b) die Projektqualität und c) das damit verbundene Risiko. Werden ESG-Faktoren als ergänzende Kriterien bei Planung, Bau und Betrieb von Infrastrukturprojekten berücksichtigt, kann die Entscheidungsbasis dieser drei Punkte verbessert und die Attraktivität weiter erhöht werden.

Um ESG-Kriterien wie Ressourcen- und Energieeffizienz in einem Infrastrukturprojekt anzuwenden, werden die für das Projekt wesentlichen ESG-Bereiche sowie deren Anforderungen, Umsetzungsmöglichkeiten und Potenziale identifiziert (ESG Handbook, 2015). Die ESG-Kriterien unterscheiden sich je nach Standort und Projektart und sollten, um den grösstmöglichen Effekt zu generieren, möglichst früh in der Projektentwicklung berücksichtigt werden. Weitere Beispiele für ESG-Kriterien sind: Nachhaltige Baumaterialien, Abfallverminderung, Emissionsreduktionen, Schaffung von Arbeitsplätzen, Hochwasserresilienz, Biodiversität oder Unternehmensführung.

Für die Identifizierung der ESG-Kriterien können Anleger auf generelle Methoden wie die International Finance Corporation (IFC) Performance Standards, die UN Principles for Responsible Investment (UNPRI), infrastrukturenspezifische Instrumente wie GRESB oder

Abbildung 17  
RENTABILITÄT VERSCHIEDENER ANLAGEKLASSEN, LOKALE WÄHRUNG (STAND DEZEMBER 2014)



**Tabelle 9**  
**VOR- UND NACHTEILE VERSCHIEDENER FORMEN VON INFRASTRUKTURINVESTMENTS**

	VORTEILE	NACHTEILE
<b>BÖRSENGEHADELTE (LISTED) FONDS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Liquidität</li> <li>– Relativ niedrige Transaktionskosten</li> <li>– Marktpreise (mark-to-market)</li> <li>– Einfacher Zugang</li> <li>– Erhöhte Sicherheit aufgrund starker Reglementierungen</li> <li>– Geringes Investmentvolumen notwendig</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Höhere Volatilität und höhere Korrelation mit anderen Anlageklassen, da börsengehandelte Fonds auch in Bauunternehmen und nicht nur direkt in Projekte investieren.</li> <li>– Fokus auf Aktienkurs kann zu Kurzfristigkeit führen</li> </ul>
<b>NICHT-KOTIERTE (UNLISTED) FONDS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– General Partnership (GP) strukturiert Anlage und bewirtschaftet das Risiko</li> <li>– GP kann direkten Einfluss auf den Geschäftsbetrieb und das Management nehmen</li> <li>– Keine Echtzeit «mark-to-market» Volatilität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Meist hohe Management- und operative Gebühren</li> <li>– Begrenzte Liquidität und Transparenz</li> <li>– Periodische Wertermittlung (mark-to-model)</li> <li>– Kapitaleinsatz über mehrere Jahre (5–10 Jahre) gebunden</li> </ul>
<b>FUNDS-OF-FUNDS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Grösstmögliche Diversifikation durch die Berücksichtigung mehrerer GPs</li> <li>– Fokus auf Risikomanagement und finanzielle Gesundheit</li> <li>– Chance für Co-Investments und Sekundärkäufe</li> <li>– Geringes Investmentvolumen möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Management- und operative Gebühren</li> <li>– Begrenzte Liquidität</li> <li>– Kapitaleinsatz über mehrere Jahre (5–10 Jahre) gebunden</li> </ul>
<b>DIREKTANLAGEN</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Direkter Gesamt- oder Teilbesitz am Projekt</li> <li>– Grosser Einfluss auf Projektverlauf möglich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Grosses Investmentvolumen</li> <li>– Intensiver Management- und Know-how-Bedarf</li> <li>– Besitzer trägt Risiko</li> </ul>

SuRe® – den Standard für Nachhaltige und Resiliente Infrastruktur –, aber auch unternehmensinterne ESG-Checklisten zurückgreifen.

Wissenschaftliche Studien, die den Zusammenhang zwischen ESG und Infrastruktur-Performance analysieren, existieren aufgrund der limitierten Datenverfügbarkeit noch nicht. Zahlreiche Fallstudien geben allerdings Aufschluss über die verbesserte Performance und unterstreichen die Bedeutung von ESG für Infrastrukturinvestitionen:

- **Verminderung von Risiken:** Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien antizipiert und vermindert Risiken, bevor diese Schäden oder Kosten verursachen.
- **Reduktion von Kosten:** Der effiziente und effektive Einsatz von Energie, Baumaterial und Ressourcen verringert den Bedarf und reduziert damit die Bau- sowie die jährlichen Betriebskosten.
- **Erhöhung der Geschäftsstabilität:** Durch einen umfassenden Einbezug von Stakeholdern und die Verwendung neuester Technologien ist davon auszugehen, dass die Zukunftsfähigkeit von Infrastrukturanlagen verbessert und insgesamt ein ungehinderter Betrieb über den gesamten Lebenszyklus ermöglicht wird.
- **Verbesserung der Tragfähigkeit:** Die Integration von Resilienz-kriterien<sup>2</sup> und die optimale Ressourcenallokation verbessert zudem die Tragfähigkeit einer Infrastrukturanlage und macht sie z. B. widerstandsfähiger gegen die durch den Klimawandel vermehrt auftretenden Naturkatastrophen (Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC).

Um in Infrastruktur – sei dies in konventionelle oder aber auch in nachhaltig und tragfähig ausgerichtete Infrastruktur – zu investieren, haben interessierte Anleger primär vier Möglichkeiten: Börsengehandelte Fonds, nicht-kotierte Fonds, Funds-of-Funds, Direktanlagen (siehe Tab. 9).

Gelingt es, ESG-Kriterien in Infrastruktur zu berücksichtigen, können einerseits gewisse Risiken minimiert und andererseits die Attraktivität dieser Investitionen gesteigert werden. Zudem tragen nachhaltige und resiliente Infrastrukturanlagen durch ihre positive Wirkung auf Umwelt und Gesellschaft massgeblich zum Erreichen der Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen (UN Sustainable Development Goals, SDGs) bei.

Weiterführende Unterlagen

- ICLEI – Local Governments for Sustainability. (2016). Our Library. Abrufbar unter: <http://www.Itiia.org/library/>
- AMP Capital & Consilia Capital. (2014). Infrastructure investment: Combining listed with unlisted. Erhältlich unter: <https://www.ampcapital.com/AMPCapitalGlobal/media/contents/News-and-research/Insights/PDF/20141015-infrastructure-investment-combining-listed-with-unlisted.pdf>.
- Credit Suisse. (2010). Können Infrastrukturanlagen die Portfolioeffizienz erhöhen?. Erhältlich unter: [https://www.credit-suisse.com/pwp/am/downloads/marketing/white\\_paper\\_infrastructure\\_ch\\_ger.pdf](https://www.credit-suisse.com/pwp/am/downloads/marketing/white_paper_infrastructure_ch_ger.pdf).
- Deutsche Asset & Wealth Management. (2014). Why invest in Infrastructure. Erhältlich unter: [http://infrastructure.deutscheam.com/content/\\_media/Research\\_Deutsche\\_AWM\\_Why\\_Invest\\_in\\_Infrastructure\\_May\\_2015.pdf](http://infrastructure.deutscheam.com/content/_media/Research_Deutsche_AWM_Why_Invest_in_Infrastructure_May_2015.pdf).
- Long-term Infrastructure Investors Association. (2015). Environmental, Social and Governance Handbook for Long Term Investors in Infrastructure. Erhältlich unter: <http://www.gib-foundation.org/content/uploads/2016/03/LTIIA-ESG-Handbook-Excerpts.pdf>
- UBS Global Asset Management. (2012). An introduction to infrastructure as an asset class. UBS, New York.
- Weber, B., & Wilhem-Alfen, H. (2010). Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategies. Project Finance and PPP, Wiley, Chichester.

<sup>1</sup> EBITDA: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

<sup>2</sup> Resilienz bezeichnet hier die Widerstands- und Regenerationsfähigkeit von Infrastruktur im Falle einer plötzlichen Katastrophe oder Krise (Center for Security Studies CSS, ETH Zürich).

# 16 NACHHALTIGE PRIVATE-EQUITY-INVESTITIONEN

ADAM HELTZER | Responsible Investment, Partners Group

## Die Entwicklung nachhaltiger Private-Equity-Anlagen

Die meisten Anleger, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG-Faktoren) berücksichtigen möchten, haben sich zunächst auf börsennotierte Aktien konzentriert. Wenn es um die effektive Umsetzung von ESG-Faktoren geht, profitieren Private-Equity-Investoren allerdings stärker von inhärenten Corporate-Governance-Vorteilen als Investoren am öffentlichen Markt. Dadurch können sie ihre nachhaltigen Investmentstrategien besser umsetzen und haben so

eine Chance auf höhere Renditen (siehe auch Abb.18).<sup>1</sup> Private-Equity-Investoren nehmen vermehrt wahr, dass ihnen gegenüber die Erwartungshaltung im Hinblick auf nachhaltige Anlagen wächst. Gleichzeitig erkennen sie auch die Chancen, die dieser Anlageansatz ihnen bietet, und nutzen diese inhärenten Vorteile. Aktuell legen über 600 Unterzeichner der UN PRI (Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen) in Private Equity an.

Abbildung 18  
VERGLEICH DER CORPORATE GOVERNANCE FÜR PRIVATE EQUITY- UND BÖRSEANLEGER

	Private-Equity-Investoren	Börsenanleger
<b>Information</b>	 <b>Detailliert:</b> umfassender Zugang zu Informationen über Unternehmen während Due Diligence und Beteiligung	 <b>Eingeschränkt:</b> Due Diligence in begrenztem Umfang möglich, Investoren haben nur Zugriff auf öffentlich zugängliche Informationen
<b>Einfluss</b>	 <b>Grosse, konzentrierte Beteiligungen:</b> mehr Kontrolle über und bessere Abstimmung von Anreizen	 <b>Eingeschränkt:</b> Von 2006 bis 2010 wurde kein Vorstandskandidat eines im UK FTSE 350 vertretenen Unternehmens von den Aktionären nicht gewählt *
<b>Zeithorizont</b>	 <b>Langfristige Beteiligung:</b> ermöglicht Fokus auf <b>langfristige Wertschöpfung</b>	 <b>Kurz:</b> Die durchschnittliche Haltedauer der Beteiligungen von Börsenanlegern in den USA und Grossbritannien ist auf 7 Monate gefallen.** <b>Tendenz zu Fokus auf Quartalsreporting.</b>

Quellen: \* Cevians Beitrag zu Kay Review (2011) und \*\* «Patience and Finance», Rede von Andrew Haldane, Partners Group (2010).



## Umsetzung

Im Bereich Private Equity gibt es verschiedene Anlageinstrumente:

- Direkt: Der Private-Equity-Investor investiert direkt in ein privates Unternehmen.
- Primär: Ein Anleger investiert in einen Private-Equity-Fonds. (Primärinvestitionen werden auch als «Fund of Fund»-Anlagen bezeichnet.)
- Sekundär: Ein Anleger kann seine bestehende Beteiligung an einem Asset oder einem Portfolio von Assets während der Laufzeit des Private-Equity-Fonds an einen anderen Anleger veräußern.

Die Umsetzung von Nachhaltigkeitsstrategien variiert je nach Art der Private-Equity-Investments, wie nachfolgend dargestellt.

## Direktanlagen

Direktanlagen bieten den Anlegern grösstmögliche Kontrolle über ihre Private-Equity-Portfoliounternehmen.

- Sourcing: Ökologische und soziale Trends sind kraftvolle Treiber von Veränderungen und bergen daher Geschäftsmöglichkeiten. Private-Equity-Investoren können solche Trends proaktiv nutzen, um Unternehmen mit vielversprechenden Wachstumsaussichten ausfindig zu machen.
- Due Diligence: Im Rahmen einer Due Diligence erhalten Private-Equity-Investoren uneingeschränkten Zugriff auf Unternehmensinformationen. Anhand dieser Informationen können sie beurteilen, wie das Unternehmen mit ESG-Faktoren umgeht, und somit folgende Punkte identifizieren:
  - potenzielle Reputations- oder Investitionsrisiken, die sich auf die Attraktivität oder die Bewertung des Unternehmens auswirken könnten, und
  - Bereiche, in denen der Umgang des Unternehmens mit ESG-Faktoren während der Beteiligungsdauer verbessert werden muss.
- Akquisition: Bevor ein Private-Equity-Investor eine Investitionsentscheidung trifft, kann er Gewährleistungen über die Einhaltung von Gesetzen und Standards vom Unternehmen einholen. Governance-Massnahmen wie die Zusammensetzung des Verwaltungsrats und die Vergütungsregelung für die Geschäftsleitung werden ebenfalls in diesem Stadium umgesetzt.
- Beteiligung: Private-Equity-Investoren sind oft im Verwaltungsrat ihrer Portfoliounternehmen vertreten. Dies ermöglicht es ihnen, zusammen mit den Managementteams aktiv Projekte zur Verbesserung des Umgangs mit ESG-Kriterien zu initiieren und umzusetzen. Üblicherweise arbeitet der aktive Private-Equity-Investor während der gesamten Investmentphase eng mit den Managementteams an der Entwicklung sowie der Wertsteigerung des Unternehmens zusammen.
- Exit: Gut implementierte Projekte zur Verbesserung von ESG-Kriterien können zu Umsatzentwicklung und Wertsteigerung führen.

## Primär- und Sekundäranlagen

Um die Umsetzung des Nachhaltigkeitsprinzips bei Primär- und Sekundäranlagen sicherzustellen, muss der Anleger auf eine effektive

Integration von ESG-Faktoren durch den Private-Equity-Investor achten.<sup>2</sup>

- Primäranlagen: Bevor eine Beteiligung zugesagt wird, sollten Anleger eine gründliche Due Diligence durchführen, um sicherzustellen, dass der Private-Equity-Investor die ESG-Kriterien im jeweiligen Fonds anwendet.<sup>3</sup> Darüber hinaus handeln potenzielle Anleger ESG-Kriterien häufig vertraglich aus, um festzulegen, wie der Fonds geführt werden soll (meist in Form einer Zusatzvereinbarung zum eigentlichen Limited Partnership Agreement, das unter anderem den Investitionsansatz des Private-Equity-Fonds festlegt). Abschliessend kann der Anleger während des Lebenszyklus des Private-Equity-Fonds den Manager beeinflussen, so dass mittels des Fonds-Verwaltungsrats sichergestellt wird, dass die ESG-Kriterien in den Portfoliounternehmen eingehalten werden.
- Sekundäranlagen: Private-Equity-Investoren haben im Rahmen von Sekundäranlagen einen guten Überblick über die Assets in einem Portfolio und können daher die zugrundeliegenden Portfoliounternehmen während der Due Diligence im Hinblick auf ethische Risiken und Reputationsrisiken prüfen. Während der Beteiligungsdauer können sie wie Primäranleger mit den Managern interagieren. Sie haben jedoch nicht die Möglichkeit, auf Vertragsvereinbarungen Einfluss zu nehmen, wie der Fonds geführt werden soll.

## Einfluss auf die Wertentwicklung und soziale Vorteile

Führende Investoren, insbesondere in den USA, haben Kennzahlen entwickelt, um den sozialen Nutzen ihrer Private-Equity-Anlagen zu messen. Solche Kennzahlen können sich auf eine Reihe von umweltbezogenen und sozialen Wirkungen beziehen. So erzielten zum Beispiel im Jahr 2015 Private-Equity-Direktanlagen, bei denen die Partners Group als Lead- oder Co-Lead-Investor beteiligt war, bei der Schaffung von Arbeitsplätzen eine Nettoquote von 5,1%. Damit lagen sie 3,2 Mal so hoch wie die US-Wirtschaft im selben Jahr.<sup>4</sup> Angesichts attraktiver Risiko-Ertrags-Profile und nachweislichen sozialen Nutzens kann es durchaus sinnvoll sein, nachhaltigen Private-Equity-Anlagen den Vorzug gegenüber anderen Investments zu geben, die ESG-Faktoren nicht so effektiv integrieren.

Weiterführende Unterlagen

- Principles for Responsible Investment. (2016). Report on progress: Private equity.
- Principles for Responsible Investment & Institutional Investors Group on Climate Change. (2016). A guide on climate change for private equity investors.

<sup>1</sup> «Private equity performance: what do we know?», Harris, Jenkinson, Kaplan (2013)

<sup>2</sup> Bei Primärinvestitionen spricht man beim Investor vom sog. Limited Partner (LP), beim Asset Manager vom sog. General Partner (GP).

<sup>3</sup> Um eine effizientere und effektivere Due Diligence bei Primäranlagen zu ermöglichen, hat die PRI-Initiative der Vereinten Nationen im Dezember 2015 einen Due-Diligence-Fragebogen für LP («Limited Partner Due Diligence Questionnaire») veröffentlicht:  
<http://www.unpri.org/wp-content/uploads/PRI-LP-Responsible-Investment-DDQ.pdf>

<sup>4</sup> Des Weiteren haben Infrastruktur-Direktanlagen der Partners Group in den zwölf Monaten bis Juni 2015 die Ausschüttung von 400 000 Tonnen CO<sub>2</sub> vermieden, 2,4 Millionen Menschen sicheres Reisen ermöglicht und 1,4 Millionen Menschen mit Wasser versorgt.

ROGER BAUMANN | COO & Head Sustainability,  
Credit Suisse Real Estate Investment Management

## Der Markt für nachhaltige Immobilien

Die internationale Staatengemeinschaft hat sich auf der Weltklimakonferenz in Paris im Dezember 2015 auf einen neuen Klimaschutzvertrag zur Reduktion von klimaschädlichen CO<sub>2</sub>-Emissionen geeinigt. Da circa 40 Prozent der globalen CO<sub>2</sub>-Emissionen aus Immobilien resultieren, können nachhaltige Immobilien einen entscheidenden Beitrag zum Erreichen der globalen Klimaschutzziele leisten.<sup>1</sup>

Die Thematik «Green Real Estate» bzw. «Green Building» bereichert seit Jahren die Immobilienwelt und beschreibt die Entwicklung hin zu nachhaltigen Immobilien. In Europa entstehen mittlerweile mehr nachhaltige als herkömmliche Gebäude.<sup>2</sup> Ähnlich verhält es sich im US-amerikanischen Markt für kommerzielle Liegenschaften. Nachhaltige Immobilien machen einen Anteil von circa 40 bis 48 Prozent am Gesamtmarkt aus.<sup>3</sup> Dies entspricht einem jährlichen Investitionsvolumen von circa USD 120 bis 145 Milliarden. Weltweit werden bis zu USD 300 Milliarden pro Jahr in nachhaltige Immobilien investiert,<sup>4</sup> ein Trend, der weiter anhält.

Nachhaltige Immobilien können einen wirtschaftlichen Mehrwert bieten, der sich auf nationalen und internationalen Immobilienmärkten in höheren Vermietungs- und Verkaufserfolgen widerspiegelt (siehe Abb.19). Studien zeigen, dass teilweise mehr als 10 Prozent höhere Vermietungspreise und bis zu 30 Prozent höhere Verkaufspreise gegenüber herkömmlichen Immobilien erzielbar sind.<sup>5</sup> Neben wirtschaftlichen Faktoren wie der Sicherung und Steigerung der risikobereinigten Rendite werden vor allem umweltspezifische Vorteile durch geringen Energie- und Ressourcenverbrauch sowie gesellschaftliche Aspekte betrachtet. Damit kombinieren nachhaltige Immobilien die sogenannten ESG-Kriterien (Environmental, Social and Governance), die Umwelt- und Sozialfaktoren sowie Aspekte der nachhaltigen Unternehmensführung in Anlageentscheidungen miteinbeziehen. Insgesamt ist die Erwartung, dass nachhaltige Immobilien besser für die Herausforderungen der Zukunft gewappnet sind, eine Risikoreduktion darstellen und höhere Ertragsaussichten bieten. Zudem verschärfen sich weltweit die Bauvorschriften und Offenlegungspflichten, so dass die Notwendigkeit für nachhaltige Immobilien unumgänglich wird.

## Nachhaltigkeitszertifikate und Green Labels

Nachhaltige Immobilien sind häufig durch Nachhaltigkeitszertifikate bzw. Labels gekennzeichnet, die es dem Nutzer erlauben, die Qualität bezüglich der Nachhaltigkeitsperformance zu beurteilen. Überwiegend werden Neubauten zertifiziert, wobei die Energie- und Ressourceneffizienz oft im Mittelpunkt stehen. Zertifizierungen für Bestandsliegenschaften gewinnen an Bedeutung. Durch Nachhaltig-

keitslabels verbessert sich die Marktfähigkeit, sie fungieren als Steuerungsinstrument, erlauben ein verbessertes Risikomanagement und bieten Wettbewerbsvorteile. Green Labels signalisieren Engagement im Bereich Corporate Social Responsibility und können zu einem positiven Image beitragen.

In der Schweiz ist das Energielabel Minergie mit insgesamt mehr als 35 000 Zertifizierungen weit verbreitet und findet vor allem bei Wohnliegenschaften Anwendung. Im Vergleich zu anderen Ländern ist die Verbreitung des Gebäudelabels Minergie relativ hoch, so dass die Schweiz gemessen an der Pro-Kopf-Verteilung eine sehr hohe Durchdringung an Gebäudezertifizierungen im internationalen Vergleich aufweist.<sup>6</sup>

## Key Performance Indikatoren nachhaltiger Immobilien

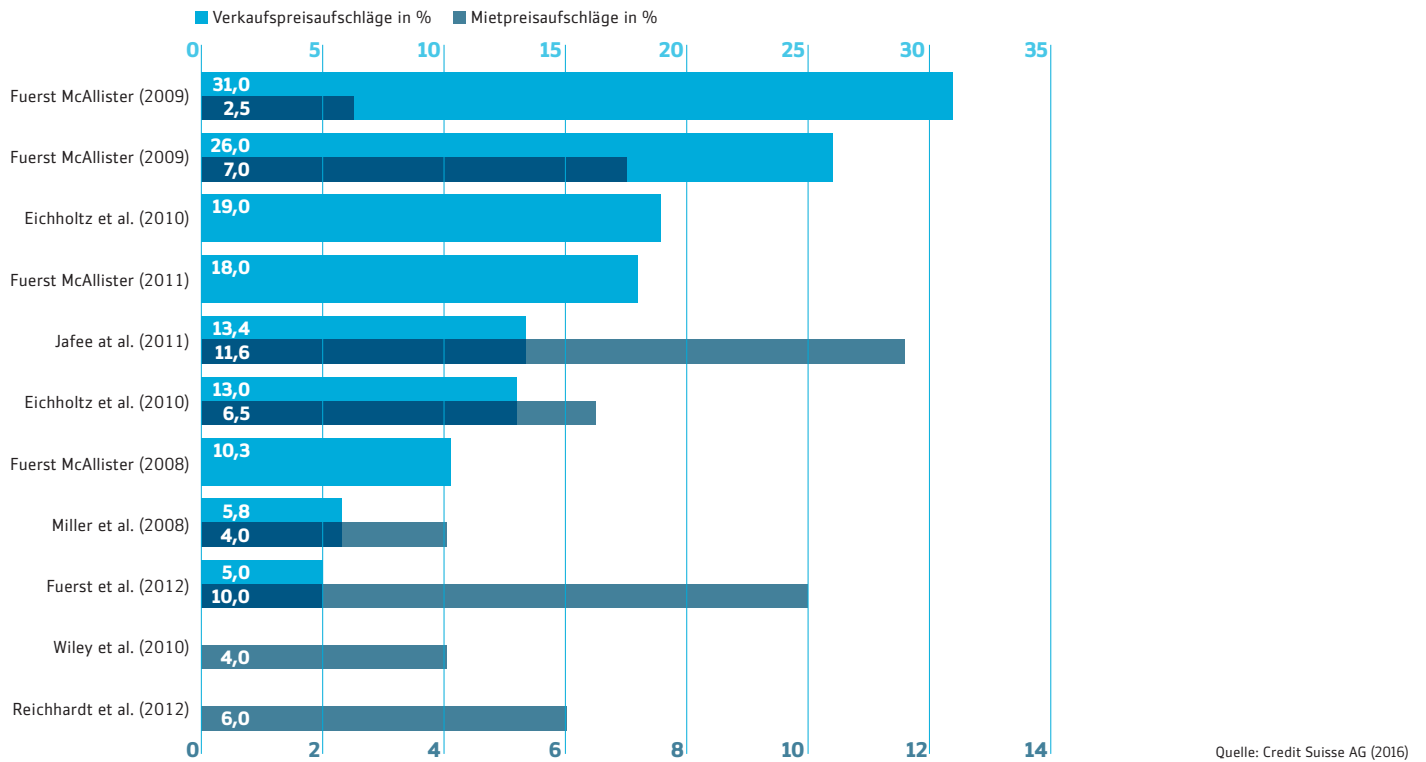
Neben Nachhaltigkeitszertifikaten wird die Nachhaltigkeitsperformance mittels Leistungsindikatoren, sogenannter Key Performance Indicators (KPI), gemessen.<sup>7</sup> Die Branche folgt damit den internationalen Reporting-Standards Global Reporting Initiative (GRI) in Verbindung mit den «Construction and Real Estate Sector Supplement» (CRESS).<sup>8</sup> Gemessen werden vor allem der Endenergieverbrauch, der Primärenergieverbrauch, die CO<sub>2</sub>-Emissionen sowie der Wasser- und Abfallverbrauch. Auf dieser Grundlage können portfolio- und objektspezifische Optimierungsmöglichkeiten abgeleitet werden.

## Benchmarking Green Real Estate

Um die Nachhaltigkeitsperformance auf Portfolioebene in einer nationalen und internationalen Vergleichsgruppe zu evaluieren, haben sich Benchmarks etabliert. Zu den führenden Anbietern von Benchmarks zählt die Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB), die mehr als 700 Teilnehmer weltweit in ihrem Benchmark abbildet. GRESB repräsentiert in 2015 mehr als USD 6,1 Billionen institutionelles Kapital und mehr als USD 2,3 Billionen an Immobilienwerten.<sup>9</sup> In der Schweiz nehmen bereits alle namhaften Immobilienunternehmen bzw. Immobilien-Asset-Manager am GRESB teil. Ziel des GRESB ist es, die Nachhaltigkeitsperformance der Immobilienbranche transparent zu machen und insgesamt zu verbessern. Endanleger und Immobilieninvestoren können so die Nachhaltigkeitsperformance des Asset Managers beobachten und dessen Leistung objektiv beurteilen.

Nachhaltige Immobilien bzw. Green Real Estate werden immer mehr zum Standard. Die Transparenz über die Nachhaltigkeitsperformance wird weiter zunehmen. Für die Wettbewerbsfähigkeit gilt es, die Nachhaltigkeitsperformance systematisch aufzuzeigen und zu optimieren.

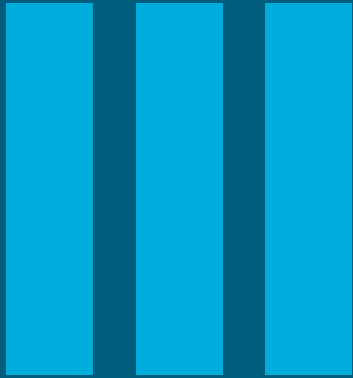
Abbildung 19  
**MARKTSTUDIEN ZEIGEN ÖKONOMISCHEN ERFOLG NACHHALTIGER IMMOBILIEN**



Weiterführende Unterlagen

- UNEP FI. (2016). Sustainable Real Estate Investment Implementing the Paris Climate Agreement: An Action Framework. Erhältlich unter: <http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/SustainableRealEstateInvestment.pdf>
- Faust, M., & Scholz, S. (Eds.). (2014). Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategien und Beratungskonzepte. Frankfurt School Verlag.
- Schäfer, M. (2016). Das bessere Betongold. NZZ. (9.6.2016). Erhältlich unter: <http://www.nzz.ch/finanzen/immobilien/nachhaltige-immobilien-das-bessere-betongold-ld.87647>

- 1 International Energy Agency. (2016). Homepage. Aufrubar unter: <http://www.iea.org/>
- 2 European Commission. (2013). The European construction sector – A global partner. Erhältlich unter: [http://www.efcanet.org/Portals/EFCA/EFCA%20files/PDF/The%20European%20construction%20sector\\_A%20global%20Partner\\_European%20Union\\_2014.pdf](http://www.efcanet.org/Portals/EFCA/EFCA%20files/PDF/The%20European%20construction%20sector_A%20global%20Partner_European%20Union_2014.pdf)
- 3 Hamilton, B. A. (2015). Green Building Economic Impact Study. U.S. Green Building Council. Erhältlich unter: <http://go.usgbc.org/2015-Green-Building-Economic-Impact-Study.html>
- 4 UNEP FI. (2014). Investor Briefing – Commercial Real Estate. Erhältlich unter: [http://www.unepfi.org/fileadmin/publications/investment/Commercial\\_Real\\_Estate.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/publications/investment/Commercial_Real_Estate.pdf)
- 5 Wiencke, A., Enskog, D. (2015). Green Real Estate – A Significant Value Proposition. Credit Suisse Research <https://www.credit-suisse.com/us/en/articles/articles/news-and-expertise/2015/10/en/green-real-estate-a-significant-value-proposition.html>
- 6 Minergie. (2016).Homepage. Aufrufbar unter: <http://www.minergie.ch/>
- 7 Nachhaltigkeitskennzahlen sind Best Practice, vgl. EPRA Best Practice Recommendations
- 8 Global Reporting Initiative. (2016). Homepage. Aufrufbar unter: <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>
- 9 Global Real Estate Sustainability Benchmark. (2015). Homepage. Aufrufbar unter: <https://www.gresb.com/>



# SPEZIALTHEMEN

18 **Klimawandel und damit verbundene Risiken für Anleger**

**Fallstudie: Nest Sammelstiftung**

19 **Die Rolle von Indizes für nachhaltiges Investieren**

**Fallstudie: Personalvorsorge Swissport**

20 **Transparenz zu nachhaltigen Anlagen**

# 18 KLIMAWANDEL UND DAMIT VERBUNDENE RISIKEN FÜR ANLEGER

DR. MAXIMILIAN HORSTER | Partner, South Pole Group

Der Klimawandel ist bei vielen Anlegern mittlerweile ins Bewusstsein gerückt. Die von Grossinvestoren indirekt verursachten Klimaauswirkungen erregen nicht nur Interesse, sondern auch Besorgnis bei Regierungen und der Zivilgesellschaft. Durch die «Divestment»-Bewegung, die sich für einen Abzug von Investitionen aus fossilen Energien einsetzt, rückt der Klimawandel auf der Agenda immer weiter nach oben. Studien wie die des Think-Tanks Carbon Tracker «Carbon Asset Risk: from rhetoric to action»<sup>1</sup> und der Bericht «Developing 2°C Compatible Investment Criteria»<sup>2</sup>, der unter Mitwirkung der 2 Degree Investment Initiative und German Watch erstellt wurde, sowie das Broker-Research haben das Bewusstsein für dieses Thema deutlich gestärkt. Als Resultat der UN-Klimakonferenz in Paris 2015 (kurz COP 21) verpflichtete sich die Weltgemeinschaft, die globale Erwärmung auf 2 Grad Celsius zu begrenzen. Das impliziert eine radikale Umstellung der Weltwirtschaft und somit auch des Anlegerdenkens. Einige Anlagen werden gefährdet sein, andere dürften profitieren.

Anleger sehen sich verschiedenen Dimensionen und Ebenen von Klimarisiken ausgesetzt. Diese Risiken lassen sich grob in zwei Kategorien einteilen: Risiken auf Unternehmensebene und Risiken auf Anlegerebene.

## Risiken auf Unternehmensebene

Die Auswirkungen des Klimawandels auf die Weltwirtschaft und das physische Risiko für einzelne Vermögenswerte von Unternehmen: Das beinhaltet z. B. extreme Wetterverhältnisse, die die Produktionsanlagen eines Unternehmens beeinträchtigen. Diese Risiken sind Gegenstand der Katastrophenversicherungen, die von der Versicherungsbranche angeboten werden.<sup>3</sup>

CO<sub>2</sub>-Bepreisungsrisiko für Basiswerte: Das kann Einrichtungen umfassen, die einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung unterworfen werden, beispielsweise durch nationale oder internationale Steuern oder auch durch Emissionshandelssysteme. Das Europäische Emissionshandelssystem (EU-ETS), an dem über 11000 Fabriken in 31 Ländern teilnehmen, ist das grösste «Cap-and-Trade»-System, das die Emissionen begrenzt und einen Handel von Emissionsrechten ermöglicht.<sup>4</sup> Ein Anstieg der

Kohlenstoffpreise wirkt sich auf die Gewinne und Verluste und somit die Aktien- und Anleihenpreise der Unternehmen aus und ist folglich für Anleger relevant.

Regulatorische Risiken für die Vermögenswerte bestimmter Branchen oder Unternehmen, die in bestimmten geografischen Regionen tätig sind: Die mit dem Klimawandel verbundene Regulierung könnte deren Anlagen belasten. Beispielsweise führt die Luftverschmutzung in China zu regelmässigen Schliessungen von Fabriken oder zu Fahrverboten für Kraftfahrzeuge mit hohen Abgaswerten in diversen Städten.

Prozesse gegen Unternehmen und Investoren mit hohen CO<sub>2</sub>-Emissionen: Auf den Klimawandel zurückgehende Naturkatastrophen stellen für Unternehmen, die einen besonders starken Einfluss auf das Klima haben, eine Bedrohung dar, weil sie unter Umständen für entstandene Schäden haften müssen. Diese «Kohlenstoffprozesse» wurden in Hunderten Fällen angestrengt, z. B. beim Taifun Haiyan und Hurrikan Katrina.<sup>5</sup>

## Risiko auf Anlegerebene

Risiken durch «Stranded Assets»<sup>6</sup> und die «Kohlenstoffblase»: womöglich überbewertete Portfoliobestände aufgrund «gestrandeter Vermögenswerte». Die Welt einigte sich bei der COP21 darauf, die globale Erwärmung auf unter 2 Grad Celsius zu begrenzen. Unternehmen, die entweder fossile Energiereserven besitzen oder davon abhängig sind, werden davon betroffen sein, da diese nicht mehr verbrannt werden dürfen. Die betroffenen Unternehmen können einen Teil oder ihren gesamten Wert einbüßen, ein Effekt, der «Stranded Asset»-Risiko genannt wird.

Investitionsrisiko: Studien haben ergeben, dass klimaschädliche Unternehmen oft eine finanzielle Minderrendite aufweisen. Einer Studie vom Dezember 2015 zufolge entgingen 14 grossen Fonds, mit einem verwalteten Vermögen von 1 Billion USD, 22 Milliarden USD an Erträgen, weil sie in Unternehmen investiert waren, die dem Klima schaden.<sup>7</sup>

Regulierungsrisiko für Anleger, das aus der Finanzmarktregulierung zum Klimawandel entsteht: Die Regulierungsbehörden können

klimaverträgliche Anlagen fordern oder Gewinne aus klimaschädlichen Anlagen immer stärker sanktionieren. Frankreich fordert seit Januar 2016 von seinen Anlegern, dass sie angeben, ob ihre Strategien mit den Klimazielen übereinstimmen. Kalifornien verlangt eine ähnliche Transparenz von 1200 Versicherungsunternehmen. In Grossbritannien und anderen europäischen Ländern hat die Debatte über die Klimarisiken ebenfalls begonnen.<sup>8</sup>

Technologierisiko/Wertverminderung durch Innovation: Eine Fokussierung auf den Klimawandel fördert das Interesse an und die Anlage in alternative, weniger klimaschädliche Technologien. Das kann die Geschäftsmodelle von klimaschädlichen Branchen beeinträchtigen, die diese Entwicklungen verpassen.

Mit der «Klimawandelfinanzierung» verbundenes Reputationsrisiko für Anleger: Hier sticht die «Divestment»-Kampagne<sup>9</sup> besonders hervor. Sie prangert lautstark Anleger an, die klimaschädliche Assets in ihren Portfolios halten.<sup>10</sup>

### Ein erster Schritt für Anleger: CO<sub>2</sub>-Bilanz von Investitionen (Carbon Footprinting)

Anleger, die sich erstmals mit Klimarisiken befassen, erstellen meist eine CO<sub>2</sub>-Bilanz («Investment Carbon Footprint») für ihre Anlagen. Diese standardisierte Analyse vergleicht die Kohlenstoffintensität eines Portfolios mit einem Referenzwert. Sie dient als Portfolio-Heatmap für fast jede Anlageklasse mit dem Ziel, die Klimarelevanz von Sektoren und Unternehmen zu verstehen.<sup>11</sup> Eine Investment-Klimabilanz ist nur ein Anfang und kann eine titelspezifische Risikoanalyse nicht ersetzen.<sup>12</sup> Die Analyse sollte daher gegebenenfalls mit weiteren Details unterlegt werden, die für den jeweiligen Anleger von Interesse sind: Bewertung der indirekten (Scope 3) und vermiedenen Emissionen, Analyse der fossilen Reserven, Erzeugungsmix von Versorgern, zukunftsgerichtete Indikatoren für die Klimastrategie von Unternehmen, Compliance-Prüfungen mit Blick auf das Zwei-Grad-Szenario usw.

### Anlagechancen

Sind die Klimaauswirkungen von Investments bekannt, können sich allerdings auch Anlagechancen eröffnen. Dazu zählen:

- Finanzielle Outperformance von führenden Unternehmen oder Pionieren: Studien haben ergeben, dass klimafreundliche Unternehmen höhere Kapitalrenditen erwirtschaften, stabilere Dividenden bieten und von niedrigeren Kapitalkosten profitieren.<sup>13</sup>
- Entstehen neuer – klimafokussierter oder -freundlicher – Asset-Klassen: Das gilt insbesondere im Bereich von Cleantech-Investitionen oder grünen Obligationen (Green Bonds). Mit dem Klimawandel geht im Allgemeinen die Herausforderung einher, die Asset-Allokation vollständig zu überdenken, um die damit verbundenen Risiken zu meiden und nach Chancen zu suchen.<sup>14</sup>
- Identifikation neuer und/oder fokussierter Investitionsansätze und -strategien in allen Asset-Klassen.<sup>15</sup>
- Beitrag zur Klimaresilienz von Unternehmen durch aktives Aktionärstum: Gruppen wie die Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) und Initiativen wie «Aiming for A» und «Climate Action» engagieren sich gemeinsam gegen den Klimawandel und konnten z.B. auf den Generalversammlungen von BP, Shell und Total Erfolge verbuchen.<sup>16</sup>

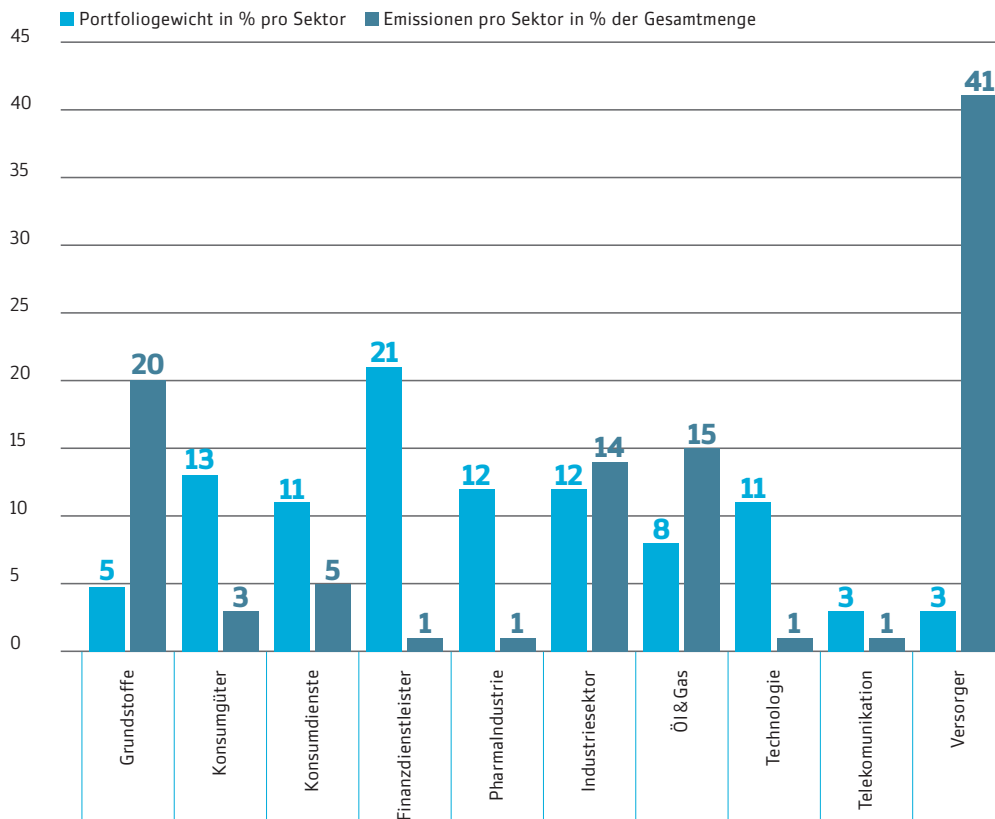
### Reaktionen auf das CO<sub>2</sub>-Risiko und internationale Trends

Die Anlegergemeinschaft reagiert unterschiedlich auf diesen Paradigmenwechsel der Einbeziehung des Klimawandels in ihre Anlagevorhaben. Die Investoren lassen sich generell in drei Gruppen einteilen: Die grösste Gruppe ist das Thema bis zum heutigen Tag noch nicht angegangen, wenngleich ein gewisses Bewusstsein besteht. Die zweitgrösste Gruppe ist an einem Verständnis interessiert und will interne und externe Transparenz über die Klimaauswirkungen schaffen. Die dritte Gruppe ergreift bereits Massnahmen gegen die Klimaauswirkungen von Investments.

Per Ende 2015 haben schon über 100 Anleger, vornehmlich aus Europa, den USA und Australien, mit einem verwalteten Vermögen von über 10 Billionen USD im Rahmen des Montreal Carbon Pledge freiwillig Transparenz über ihre Investment-Klimabilanz geschaffen. Auch verschiedene Regierungen werden aktiv: Ende 2015 führte die französische Regierung neue Vorschriften ein, die französische ins-

## Abbildung 20 MSCI WORLD – BRANCHENGEWICHTUNG IM PORTFOLIO UND FINANZIERT EMISSIONEN AUFGESCHLÜSSELT NACH SEKTOREN

Quelle: Kohlenstoffrisiken für den Finanzplatz Schweiz, BAFU (2015)



tionelle Investoren dazu verpflichten, die Klimaauswirkungen ihrer Investitionen ab 2017 zu analysieren und offenzulegen.<sup>17</sup> Eine zunehmende Zahl von Anlegern verwendet Transparenzlabels, um den Stakeholdern ihre Analysebemühungen zu kommunizieren.<sup>18</sup>

Per Ende 2015 gingen über 20 Mitglieder der Portfolio Decarbonization Coalition, die ein Vermögen von 230 Milliarden USD verwalten, noch einen Schritt weiter: Sie kündigten eine Verringerung der Treibhausgasemissionen ihrer Portfolios an. Daran wird deutlich, dass die Reduzierung der Klimaauswirkungen der nächste Schritt nach der Transparenz ist. Das eröffnet Chancen für entsprechende Anlageprodukte. Im Low Carbon Investment-Register für kohlenstoffarme Anlagen sind bereits 590 emissionsreduzierende Anlagestrategien von 240 Investoren und Managern eingetragen.

Das Spektrum der Klassifizierungen für die Reduzierung von Klimaauswirkungen ist sehr breit gefächert. Desinvestment von fos-

silen Treibstoffen, eine breite Palette an kohlenstoffarmen Indizes,<sup>19</sup> Fonds mit positiven Klimaauswirkungen, Cleantech-Investitionen,<sup>20</sup> CO<sub>2</sub>-Kompensationsmassnahmen, Aktionärsanträge oder Strategien für klimaspezifisches Engagement sind alles Teile desselben Werkzeugkastens für Anleger. Die Reaktionen einzelner Anleger auf den Klimawandel unterscheiden sich zwar deutlich, klar ist jedoch, dass jeder Anleger mittelfristig Position beziehen muss.

### Die Schweiz und das Klimarisiko

2015 gab das Schweizer Bundesamt für Umwelt (BAFU) eine Studie über das Risiko der Kohlenstoffblase für den Schweizer Finanzmarkt in Auftrag.<sup>21</sup> Die Studie umfasste eine Analyse der Emissionsintensität von Indizes, die häufig von Schweizer Anlegern verwendet werden. Die Ergebnisse für den MSCI World sind in Abbildung 20 dargestellt. Daraus geht hervor, dass beispielsweise Versorger mit einer



Portfoliogewichtung von nur 3 Prozent für über 40 Prozent der finanzierten Emissionen verantwortlich sind. Die Analyse hat auch gezeigt, dass Schweizer Anleger bis zu 40 Prozent ihrer Anlageerträge verlören, wenn sie für die mit ihren Investitionen verbundenen Treibhausgase zahlen müssten. Die Studie kam ferner zu dem Schluss, dass die meisten professionellen Anleger das Thema des Klimawandels noch behandeln müssen. Das ist recht überraschend, da die Schweiz auf diesem Gebiet führend ist, denn die Mehrheit erstklassiger und besonders innovativer Dienstleister, die Messungen der Klimaauswirkungen von Investitionen anbieten, ist hier beheimatet: Carbon Delta, Inrate und South Pole Group.

## Fazit

Die Messung der Klimaauswirkungen von Anlagen wird in vielen Ländern allmählich zum Standard. Da sich die Regierungen zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft verpflichtet haben (COP21) und das Thema immer stärker in den gesellschaftlichen Fokus rückt, ist es für institutionelle Asset Owner wichtig, die Auswirkungen der Regulierungen zum Klimawandel zu verstehen. Dazu gehören die Implementierung von Strategien und Massnahmen gegen den Klimawandel und die damit einhergehende Gesetzgebung – welche sowohl Risiko wie auch Chance bedeuten. Dass sich 11 der 20 grössten Schweizer Pensionskassen an einer von der Schweizer Regierung in Auftrag gegebenen Studie zum Klimawandel beteiligt haben, ist ein starkes Indiz für die Übernahme solcher Ansätze. Die Erstellung einer CO<sub>2</sub>-Bilanz für das Portfolio ist ein üblicher erster Schritt für Anleger.

### Weiterführende Unterlagen

- Global Investor Coalition on Climate Change. (2016). Low Carbon Investment-Register. Abrufbar unter: <http://globalinvestorcoalition.org/low-carbon-investment-registry/>
- Montreal Carbon Pledge. (2016). Homepage. Erhältlich unter: [www.montrealpledge.org](http://www.montrealpledge.org)
- Portfolio Decarbonisation Coalition. (2016). Homepage. Erhältlich unter: <http://unepfi.org/pdc/>
- YourSRI. (2016). Homepage. Abrufbar unter: [www.yoursri.com](http://www.yoursri.com)
- Decarbonizer. (2016). Homepage. Abrufbar unter: [www.decarbonizer.co](http://www.decarbonizer.co)
- 2 Degrees Investing. (2016). Homepage. Abrufbar unter: <http://2degrees-investing.org/>

- 1 Carbon Tracker Initiative. (2015). Carbon Asset Risk: from rhetoric to action. Abrufbar unter: <http://www.carbontracker.org/report/carbon-asset-risk-from-rhetoric-to-action/>
- 2 2 Degrees Investing. (2016). Studies. Abrufbar unter: [http://2degrees-investing.org/#/page\\_Resources](http://2degrees-investing.org/#/page_Resources)
- 3 Financial Stability Board. (2015). Proposal for a disclosure task force on climate related risk. Abrufbar unter: <http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/fsb-proposes-creation-of-disclosure-task-force-on-climate-related-risks-2/>
- 4 European Commission. (2016). The EU Emissions Trading System. Abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm). Über 60 Länder und Städte entwickeln derzeit CO<sub>2</sub>-Bepreisungsmechanismen. Siehe: <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Highlights%20&%20Features/Climate%20Change/carbon-pricing-map-900x476-c.jpg>
- 5 Columbia Law School. (2015). Non U.S Climate Change Litigation Chart. Abrufbar unter: [http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/climate-change/files/\\_non-u.s.\\_litigation\\_chart\\_nov\\_2015\\_update.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/climate-change/files/_non-u.s._litigation_chart_nov_2015_update.pdf)
- 6 EY. (2015). Let's talk: sustainability. Special edition on stranded assets. Erhältlich unter: <http://www.ey.com/AU/en/Services/Specialty-Services/Climate-Change-and-Sustainability-Services/EY-lets-talk-sustainability-issue-4-stranded-assets-from-fact-to-fiction>
- 7 Corporate Knights. (2015). What kind of world do you want to invest in?. Erhältlich unter: <http://www.corporateknights.com/reports/portfolio-decarbonizer/fossil-fuel-investments-cost-major-funds-billions-14476536/350.org/>
- 8 Siehe beispielsweise: Chan, S. P. (2015). Mark Carney unveils climate change taskforce. The Telegraph. Abrufbar unter: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/12033550/Mark-Carney-unveils-climate-change-taskforce.html>
- 9 Fossil-free. (2016). What is fossil fuel Divestment?. Abrufbar unter: <http://gofossilfree.org/what-is-fossil-fuel-divestment/>
- 10 Siehe beispielsweise den Film der Aktivisten «Do the math»: 350.org. (2015, August 13). Do the Math – The Movie. Abrufbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=KuCGVwJIRd0>
- 11 Institutional Investors Group on Climate Change. (2015). Investor guide to carbon footprinting. Erhältlich unter: [http://www.iigcc.org/files/publication-files/Carbon\\_Compass\\_final.pdf?iframe=true&width=986&height=616](http://www.iigcc.org/files/publication-files/Carbon_Compass_final.pdf?iframe=true&width=986&height=616)
- 12 2 degrees Initiative. (2015). Carbon intensity, Carbon risk exposure. Erhältlich unter: [http://2degrees-investing.org/IMG/pdf/rapport\\_correlations\\_en\\_v8\\_combined.pdf?iframe=true&width=986&height=616](http://2degrees-investing.org/IMG/pdf/rapport_correlations_en_v8_combined.pdf?iframe=true&width=986&height=616)
- 13 CDP. (2015). Climate action and profitability. Erhältlich unter: <https://www.cdp.net/CDPResults/CDP-SP500-leaders-report-2014.pdf>
- 14 Mercer. (2015). Investing in a time of climate change. Erhältlich unter: <http://www.mercer.com/services/investments/investment-opportunities/responsible-investment/investing-in-a-time-of-climate-change-report-2015.html>
- 15 Das umfasst Divestment-Strategien, emissionsarme Investmentalternativen, Dekarbonisierungsstrategien, Absicherung des Kohlenstoffrisikos durch Investition in die Gewinner des Klimawandels, klimaverträgliche Anlagen, auch im Immobilien- und Forstbereich. Siehe: [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/climate\\_strategies\\_metrics.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/climate_strategies_metrics.pdf)
- 16 TriplePundit. (2015). Majority of BP Shareholders Vote For Climate Change Resolution. Abrufbar unter: <http://www.triplepundit.com/2015/04/majority-bp-shareholders-vote-climate-change-resolution/>
- 17 Auch die schwedische Regierung forderte die staatlichen Rentenfonds (AP-Fonds) auf, die Klimabilanz ihrer Investitionen offenzulegen.
- 18 Zum Beispiel: SEB Group. (2014). SEB's Ethical Sweden Fund granted climate label. Abrufbar unter: <http://sebgroup.com/press/news/seb-ethical-fund-sweden-granted-climate-label>.
- 19 Solactive. (2016). Solactive launches Low Carbon Index Family – A smart way for Investor to take action on climate change. Abrufbar unter: <http://www.solactive.com/press-releases/solactive-launches-low-carbon-index-family-a-smart-way-for-investor-to-take-action-on-climate-change-2/>
- 20 Technologyfund. (2016). Homepage. Abrufbar unter: <http://www.technologyfund.ch/>
- 21 Bundesamt für Umwelt. (2015). Kohlenstoffrisiken für den Schweizer Finanzplatz. Erhältlich unter: [http://www.bafu.admin.ch/klima/index.html?lang=en&download=N-HzLpZeg7t,Inp6lONTU042l2Z6lInladl1Zn42zqZpn02Yuq2Z6gpJcHeYf4f2ym162epYb-g2c\\_JkKbNoKSn6A--](http://www.bafu.admin.ch/klima/index.html?lang=en&download=N-HzLpZeg7t,Inp6lONTU042l2Z6lInladl1Zn42zqZpn02Yuq2Z6gpJcHeYf4f2ym162epYb-g2c_JkKbNoKSn6A--)

# NEST SAMMELSTIFTUNG (Nest)

## Eine Pionierin in nachhaltigen Anlagen legt verstärkten Fokus auf CO<sub>2</sub>-Intensität der Portfolios

Typ der Organisation	Pensionskasse																				
Assets under Management (per 31.12.2015)	CHF 2,12 Milliarden																				
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	<p><b>Asset-Allokation nach Anlageklasse:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>CHF-Obligationen und -Darlehen:</td> <td>19 %</td> </tr> <tr> <td>Globale Anleihen:</td> <td>6 %</td> </tr> <tr> <td>Schweizer Aktien:</td> <td>7 %</td> </tr> <tr> <td>Globale Aktien:</td> <td>24 %</td> </tr> <tr> <td>Immobilien:</td> <td>24 %</td> </tr> <tr> <td>Andere:</td> <td>20 %</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><small>(Private Equity, ILS, Kreditpapiere, Infrastruktur, Liquidität)</small></td> </tr> </table> <p><b>Asset-Allokation nach Region:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>Schweizer Assets:</td> <td>59 %</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><small>vor Absicherung der Fremdwährungen</small></td> </tr> <tr> <td>Globale Assets:</td> <td>41 %</td> </tr> </table>	CHF-Obligationen und -Darlehen:	19 %	Globale Anleihen:	6 %	Schweizer Aktien:	7 %	Globale Aktien:	24 %	Immobilien:	24 %	Andere:	20 %	<small>(Private Equity, ILS, Kreditpapiere, Infrastruktur, Liquidität)</small>		Schweizer Assets:	59 %	<small>vor Absicherung der Fremdwährungen</small>		Globale Assets:	41 %
CHF-Obligationen und -Darlehen:	19 %																				
Globale Anleihen:	6 %																				
Schweizer Aktien:	7 %																				
Globale Aktien:	24 %																				
Immobilien:	24 %																				
Andere:	20 %																				
<small>(Private Equity, ILS, Kreditpapiere, Infrastruktur, Liquidität)</small>																					
Schweizer Assets:	59 %																				
<small>vor Absicherung der Fremdwährungen</small>																					
Globale Assets:	41 %																				

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?** Der Nest Stiftungsrat hat bereits in den frühen Neunzigerjahren auf Antrag der Anlagekommission die Anlagerichtlinien um soziale und ökologische Gesichtspunkte ergänzt. Ziel war die Reflexion der Wertvorstellungen der Institution und der Versicherten in der Anlagepolitik. Die über 15 000 Versicherten der Nest Sammelstiftung repräsentieren auch die Wertvorstellungen und Zielsetzungen der Schweizer Politik, die sich am Prinzip der Nachhaltigen Entwicklung orientiert.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?** In der Diskussion vor über 20 Jahren ging es darum, wie Investitionen umweltschonend und sozialverträglich vorgenommen werden können. Zwar standen damals andere Umweltthemen wie z.B. Luftverschmutzung oder Abfall im Vordergrund. Trotzdem war schon damals klar, dass umweltfreundliche Energiearten zu bevorzugen und umweltbelastende Energieerzeugungen möglichst zu vermeiden seien.

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?** Die Nest-Anlagepolitik orientiert sich an den Anforderungen einer nachhaltigen Wirtschaftsweise. Die Nachhaltigkeitspolitik beruht auf den zwei Pfeilern Ausschluss negativer Geschäftsfelder und aktive Auswahl positiver Bereiche. Die erste Säule basiert auf Richtlinien wie dem Global Compact und soll sicherstellen, dass Nest nur in wirtschaftliche Aktivitäten investiert, die mit allgemein geltenden Normen und Konventionen übereinstimmen und die einer nachhaltigen Wirtschaftsweise nicht entgegenwirken. Mit der zweiten Säule soll die Finanzierung von umwelt- und sozialeffizienten Wirtschaftsaktivitäten bevorzugt werden, was auf Basis einer Effizienzbeurteilung erfolgt. Die nachhaltige Anlagepolitik ergänzt die üblichen Leitlinien und Zielsetzungen bezüglich Risiko und Ertrag, Governance und Anlageprozesse. Die Anlagerichtlinien schreiben vor, dass

bei vorliegenden Alternativen – innerhalb der jeweiligen Anlageklasse – die jeweils umweltaffizientere Anlage zu bevorzugen ist. Das gilt auch für die CO<sub>2</sub>-Intensität. In der Analyse werden also beispielsweise verschiedene Energieerzeugungsformen branchenübergreifend verglichen (z. B. Vergleich von Kohlekraftwerken mit Windkraftanlagen) und die umweltaffizientere wird für das nachhaltige Anlageuniversum ausgewählt (Best-in-Service-Ansatz). Das Portfoliomanagement nimmt das Nest-Nachhaltigkeitsuniversum als Startpunkt und investiert dann nach finanziellen Gesichtspunkten wie Aktienbewertung oder Obligationenrating.

**Wie haben Sie die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?**

Die Nachhaltigkeitspolitik – und damit auch die Ausrichtung der Portfolios auf tiefe CO<sub>2</sub>-Intensität – ist in den Anlagerichtlinien verankert. CO<sub>2</sub>-Intensität macht ein Element der Umweltbewertung aus.

Nest verwaltet die Vermögen mittels der Vergabe externer Mandate und unterhält Beziehungen zu mehreren Asset Managern. Die aktiv verwalteten Portfolios orientieren sich an marktüblichen Benchmarks. Nest stellt den Asset Managern das investierbare Nachhaltigkeitsuniversum zur Verfügung. Durch die Trennung von Nachhaltigkeitsresearch und Asset Management kann sichergestellt werden, dass alle Portfolios unter gleichen Voraussetzungen geführt werden. Seit 2015 wird die CO<sub>2</sub>-Intensität der Aktienportfolios erhoben und mit einem festgelegten Zielwert verglichen.

**Welche Ressourcen haben Sie dafür eingesetzt?**

Basierend auf den Nest-Anlagerichtlinien stellt die Nachhaltigkeitsrating-Firma Inrate das nachhaltige Anlageuniversum bereit. Ein externer Spezialist unterstützt Nest bei einem Reporting zur Auswirkung der Nachhaltigkeit auf die Portfoliokonstruktion bei kotierten Aktien. Die weiteren Prozessschritte (z. B. Mandatsvergabe, Reporting) erfolgen intern.

**Was waren Ihre Erfahrungen bei der Implementierung?**

Die Implementierung ist grundsätzlich einfach, weil sie auf einem klar definierten nachhaltigen Anlageuniversum basiert. Sie erfordert etwas mehr Koordination, da mehrere Parteien involviert sind. Der Mehraufwand bewegt sich aber innerhalb der üblichen Bandbreiten für die Kosten aktiver Mandate und fällt vor allem bei der Implementierung eines neuen Portfolios an.

Der Best-in-Service-Ansatz, der gezielt umweltaffiziente Unternehmen identifiziert, führt automatisch auch zu einem Portfolio mit tiefem CO<sub>2</sub>-Fussabdruck, wie die ex-post ermittelten Werte bestätigen. Dies obwohl das Portfolio nicht im Hinblick auf eine geringe CO<sub>2</sub>-Intensität optimiert wurde.

**Welches waren die grössten Schwierigkeiten?**

Die grösste Herausforderung liegt möglicherweise in der Sicherstellung einer klaren Kommunikation zwischen allen Beteiligten, um Missverständnisse zu vermeiden. Dies ist besonders wichtig, weil Nest mit seinem Ansatz Neuland betreten hat.

**Wo sehen Sie heute die hauptsächlichen Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?**

Nest konnte mit diesem Ansatz die Wertvorstellungen der Institution und der Versicherten kohärent umsetzen und gleichzeitig eine erfolgreiche Anlagestrategie implementieren. Vor dem Hintergrund der steigenden Sensibilisierung für Nachhaltigkeitsthemen (Klimawandel, Menschenrechte) erhöht die Anlagepolitik auch den Reputationsschutz.

# 19 DIE ROLLE VON INDIZES FÜR NACHHALTIGES INVESTIEREN

KELLY HESS | Project Manager, Swiss Sustainable Finance  
KONSTANTIN MEIER | Manager, PwC

## Einleitung

Unter Anlegern wächst das Bewusstsein für die Bedeutung von unternehmerischer Nachhaltigkeit. Sie suchen daher nach Möglichkeiten, verschiedene Faktoren wie Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung in ihre Anlagestrategien einzubinden. Für eine erfolgreiche Umsetzung solcher Strategien werden Indizes benötigt, die auf Anlageansatz und Investmentuniversum des Anlegers abgestimmt sind. Seit über 25 Jahren gibt es Nachhaltigkeitsindizes in vielen verschiedenen Formen, ausgerichtet am Bedarf der Anleger. Anders als traditionelle Börsenbarometer berücksichtigen sie Nachhaltigkeit als zentrales Kriterium für die Aufnahme oder Gewichtung von Unternehmen in den Index. Neben der Anwendung allgemeiner Nachhaltigkeitskriterien wie Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG-Kriterien) können sie bestimmte Themen wie z.B. saubere Energie oder Wasserversorgung in den Fokus rücken oder aber einzelne, kontroverse Branchen ausschliessen. Beispiele sind die Alkohol- und Tabakherstellung, Atomenergieerzeugung und Waffenherstellung. In der Vermögensanlage können Nachhaltigkeitsindizes zwei grundlegende Aufgaben erfüllen.<sup>1</sup> Sie können einerseits anstelle traditioneller Indizes genutzt werden, um aktive Strategien basierend auf einem Nachhaltigkeitsuniversum zu managen, bei denen der Anlagemanager sie als Ausgangsuniversum und/oder Vergleichsindex für sein eigenes Nachhaltigkeitsportfolio verwendet. Sie eignen sich andererseits auch für passive Strategien, sogenannte Indexfonds oder ETFs, bei denen Nachhaltigkeitskriterien eine zentrale Rolle spielen. Weil sie bei der Auswahl der Indexwerte Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen, gelten solche Indizes gemeinhin als «semi-passiv», liegt ihnen selbst doch schon eine aktive, regelbasierte Aktien- und Anleihseselektion zugrunde, die einen Tracking Error gegenüber traditionellen Indizes mit sich bringt. Die Entwick-

lung solcher Indizes hat parallel dazu den Anreiz für Unternehmen erhöht, ihre Nachhaltigkeitsstrategien weiterzuentwickeln und zu verbessern. Denn eine Aufnahme in einen Nachhaltigkeitsindex gilt gegenüber Anlegern als Beleg für unternehmerisches Engagement in diesem Bereich.

## Das Universum der Nachhaltigkeitsindizes

In den letzten zwanzig Jahren haben nahezu alle grossen Indexanbieter ihr Produktangebot um nachhaltige Indizes erweitert. Neben MSCI bieten unter anderen S&P, FTSE, STOXX und Solactive solche speziellen Börsenbarometer an. Zunächst waren lediglich nachhaltige Aktienindizes verfügbar, was wohl vor allem damit zu tun hatte, dass sich Nachhaltigkeitskriterien einfach auf Aktien anwenden lassen, während bei Obligationen weitere Faktoren wie Laufzeit, Währung und Tranchenrangfolge ins Spiel kommen. Aber als Reaktion auf die steigende Anlegernachfrage werden immer mehr Nachhaltigkeitsindizes und -Benchmarks entwickelt. In den letzten fünf Jahren ist der Markt enorm gewachsen und Nachhaltigkeitskriterien finden Eingang in immer mehr Aktien- und zunehmend auch in diverse Obligationenindizes<sup>2</sup> wie z. B. die S&P ESG Sovereign Bond Indexfamilie oder die Barclays MSCI ESG Fixed Income Indizes. Eine positive Entwicklung für institutionelle Anleger, die ihr Anlagevermögen üblicherweise vor allem in festverzinsliche Anlageformen investieren.

Auch die Zahl der Indizes für bestimmte Regionen und Grössenklassen wächst von Jahr zu Jahr. Inzwischen haben die meisten Indexanbieter bereits Nachhaltigkeitsindizes für Schwellenländer im Angebot. Aber auch wenn die Indexregeln und die Anwendung von Nachhaltigkeitsfiltern wesentlich transparenter geworden sind, bleiben nachhaltige Indizes eine komplexe Angelegenheit. Grund dafür

**Tabelle 10**  
**ÜBERBLICK ZU NACHHALTIGKEITSINDIZES GROSSER INDEXANBIETER**

NACHHALTIGKEITSINDEX	TYP	METHODEN ZUR AUSWAHL UND GEWICHTUNG VON INDEXWERTEN	AB-DECKUNG	RESEARCH	INDEX-ANBIETER	LANCIERUNGS-DATUM
<b>Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)</b>	Aktienindex	— Best-in-Class — Alternatives Gewichtungsschema — Ausschlusskriterien (optional)	Global	Robeco-SAM	S&P Dow Jones Indices	1999
<b>S&amp;P ESG Index Serie</b>	Aktienindex	— Alternatives Gewichtungsschema	Global	Robeco-SAM	S&P Dow Jones Indices	2016
<b>STOXX ESG&amp;Sustainability Indices</b>	Aktienindex	— Best-in-Class	Global	J. Safra Sarasin/Sustainalytics	STOXX	2001
<b>MSCI ESG und SRI Indices</b>	Aktienindex	— Best-in-Class — Ausschlusskriterien	Global	MSCI ESG	MSCI	2007
<b>FTSE4Good Index Serie</b>	Aktienindex	— Best-in-Class — Ausschlusskriterien	Global	FTSE	FTSE	2001
<b>SIX Switzerland Sustainability 25®</b>	Aktienindex	— Best-in-Class	Schweiz	Sustainalytics	SIX Swiss Exchange	2014
<b>S&amp;P ESG Sovereign Bond Index</b>	Obligationenindex	— Alternatives Gewichtungsschema	Europe	Robeco-SAM	S&P Dow Jones Indices	2015
<b>Barclays MSCI ESG Fixed Income Indices</b>	Obligationenindex	— Best-in-Class — Alternatives Gewichtungsschema — Ausschlusskriterien (optional)	Global	Barclays und MSCI ESG	MSCI	2013

NACHHALTIGE THEMEN	AUSGEWÄHLTE THEMENBEZOGENE AKTIENINDIZES
<b>CO<sub>2</sub>-Reduktion</b>	— MSCI Low Carbon Indexes — S&P Fossil Fuel Free Indexfamilie — STOXX Low Carbon Indexfamilie — Solactive SPG Low Carbon
<b>Alternative Energie</b>	— S&P Global Alternative Energy Index — World Alternative Energy Index (Société Générale und RobecoSAM) — Solactive Alternative Energy Index
<b>Wasser</b>	— S&P Global Water Index — MSCI Global Sustainable Water Index

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)

ist die Vielzahl von Datenpunkten für die Auswahl der Werte, die in einigen Fällen bei über 500 liegt. Dies ist eine Herausforderung für alle Indexanbieter und sollte von Anlegern bei der Auswahl eines geeigneten Index, der ihren Vorstellungen von Nachhaltigkeit entspricht, bedacht werden. Viele Indexanbieter verfügen mittlerweile über Verfahren zur Minderung unerwünschter Faktorengagements (z. B. bezüglich Region, Grösse, Sektor, Volatilität oder Fremdkapitalanteil), die sich mit der Auswahl nachhaltiger Unternehmen aus einem der grossen Indizes<sup>3</sup> wie etwa S&P 500 oder MSCI World ergeben. Nachhaltigkeitsindizes können also so konstruiert werden, dass sie das Faktor-Engagement grosser Indizes imitieren und dabei lediglich beim sogenannten «Nachhaltigkeits»- oder «ESG»-Faktor von diesen abweichen. Das stellt eine attraktive Lösung für Asset Owner mit strengen Anlagerichtlinien dar, die gleichwohl ein höheres Engagement in nachhaltige Unternehmen anstreben.

Den angebotenen Indizes liegen verschiedene Ansätze zugrunde. Eine Möglichkeit der Indexkonstruktion ist die Best-in-Class-Methode, die nur Top-Unternehmen in den Index aufnimmt. Eine weitere basiert auf dem Ausschlussverfahren, bei dem schwache Unternehmen oder bestimmte Sektoren ausgeschlossen werden. Ein alternatives Gewichtungsschema, das Unternehmen anhand ihrer Nachhaltigkeitsleistung über- oder untergewichtet, ist ein weiterer möglicher Ansatz. Tabelle 10 gibt einen Überblick über die Nachhaltigkeitsindizes grosser Indexanbieter.

### **Zwei Anwendungsmöglichkeiten von Nachhaltigkeitsindizes im Anlageprozess**

**Index als Anlageuniversum und Benchmark für aktive Fonds:** Manche Anleger werden für die Umsetzung einer aktiven Anlagestrategie einen Nachhaltigkeitsindex als Basis wählen. Dabei können sie entweder auf einen vorhandenen Index zurückgreifen oder gemeinsam mit einem Indexanbieter einen auf ihren Bedarf zugeschnittenen Index zusammenstellen. Die in einem Nachhaltigkeitsindex enthaltenen Werte können dabei als zugrundeliegendes Universum dienen, aus

dem der Manager einer aktiven Strategie die Titel für die Anlage auswählt. Üblicherweise wenden Asset Manager bei der Zusammensetzung des Portfolios eigene zusätzliche Auswahlkriterien an, die entweder rein finanzieller Natur sind (z. B. Gewinnkennzahlen) oder auch zusätzliche Nachhaltigkeitskriterien umfassen (z. B. ESG-Faktoren oder eine themen-/sektorbezogene Auswahl). Normalerweise dient der ausgewählte Index sowohl als Ausgangsuniversum wie auch als Benchmark zum Performance-Vergleich. Letzteres bietet eine Lösung für das Problem, das sich vielen Portfoliomanagern stellt, wenn sie traditionelle Indizes als Benchmark für die Wertentwicklung ihrer Anlagestrategien nutzen. Mithilfe von Nachhaltigkeitsindizes lässt sich der Erfolg von nachhaltigen Anlagestrategien an einem geeigneteren Vergleichsindex messen.

**Passive Indexfonds:** Viele Organisationen, vor allem auch institutionelle Asset Owner, legen mittlerweile einen erheblichen Teil ihres Anlagevermögens in passive Strategien an. Passive Anlagen bilden einen bestimmten Index eins zu eins nach und bieten Anlegern eine kostengünstige Möglichkeit, sich in einem bestimmten Marktsegment, d. h. in einer bestimmten Region, Branche, oder einem Marktkapitalisierungssegment usw., zu engagieren. In den meisten Fällen nutzen sie dazu einen bestehenden Nachhaltigkeitsindex, der am besten zu ihrer Anlagestrategie/-politik passt. Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, mit einem Indexanbieter einen dem eigenen Anforderungsprofil entsprechenden Index zu entwickeln. Eine passive Anlage basierend auf einem Nachhaltigkeitsindex beinhaltet jedoch eine aktive Komponente, da die Zusammensetzung des Index auf Nachhaltigkeitsfiltern basiert. Damit weist der Index in der Regel einen Tracking Error zum Gesamtmarktindex auf, weshalb solche Investments auch als «semi-passiv» bezeichnet werden können. Der Anleger kann einen Indexfonds (ETF) auflegen lassen oder über ein passives Mandat anlegen, das in die Titel des gewählten Nachhaltigkeitsindex investiert. Hierbei handelt es sich um eine vergleichsweise günstige und effiziente Möglichkeit, eine Nachhaltigkeitsstrategie umzusetzen.

### **Kriterien zur Auswahl eines Index für eine Anlagestrategie: aktiv versus passiv**

Bei der Auswahl des passenden Index für eine aktive oder passive Strategie gilt es, bestimmte Kriterien zu berücksichtigen. Die jeweiligen Anforderungen des Anlegers spielen dabei eine zentrale Rolle.

Folgende Indexmerkmalen sind dabei zu berücksichtigen:

- Asset-Allokation (Assetklasse, Region, Sektor, Grösse)
- Evaluierung der Methoden, mit denen Nachhaltigkeitskriterien ausgewählt und gemessen werden (Best-in-Class, Ausschlussverfahren, Grad der Selektivität)
- Finanzielle Merkmale wie Umschlagshäufigkeit, Tracking Error, Performance und bestimmte Risikokennzahlen (z. B. Drawdown)
- Eignung des Index zur Verbindung mit anderen quantitativen Instrumenten (Optimierung über stärkere Gewichtung von Value- oder Size-Faktoren)

In die engere Auswahl kommen sollten nur Indizes, die zur Anlagestrategie des Anlegers passen.

### **Fazit**

Eine attraktive Lösung können Nachhaltigkeitsindizes insbesondere für institutionelle Anleger sein, die häufig einen erheblichen Teil ihres Anlagevermögens in passive Anlageprodukte investieren und bei allen Strategien besonders auf die Kosten achten müssen. Vor der Auswahl eines Nachhaltigkeitsindex sollten Anleger klären, ob:

- der ausgewählte Index zu ihrer Anlagestrategie passt;
- für sie ein «Index von der Stange» oder ein auf ihren individuellen Bedarf zugeschnittener Index besser geeignet ist;
- sie den Index als Anlageuniversum und Benchmark oder als Ausgangspunkt für eine passive Indexlösung nutzen wollen.

Mithilfe einer solchen vorgefertigten Lösung lassen sich Nachhaltigkeitsstrategien schnell und kostengünstig umsetzen, gerade auch durch Organisationen, die über keine eigenen Kapazitäten zur Nachhaltigkeitsanalyse verfügen. In den letzten Jahren haben die Anbieter von Nachhaltigkeitsindizes ihr Universum erweitert und ihre Methoden verfeinert. Heute sind sie in der Lage, innovative und individuelle Lösungen für nahezu jeden Anlegerbedarf zu bieten.

#### Weiterführende Unterlagen

- Faust, M., & Scholz, S. (Eds.). (2014). Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategien und Beratungskonzepte. Frankfurt School Verlag.

<sup>1</sup> Giese, G. (2014). Sustainability Indices. In Nachhaltige Geldanlagen. Frankfurt School Verlag.

<sup>2</sup> Bloomberg. (2013). Barclays, MSCI Issue Fixed-Income Sustainability Indices. Abrufbar unter: <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-12/barclays-msci-issue-fixed-income-sustainability-indices.html>

<sup>3</sup> Staub-Bisang, M. (2012). Sustainable Investing for Institutional Investors. Wiley Finance.

## Eine private Pensionskasse lässt ein massgeschneidertes passives Produkt entwickeln

Typ der Organisation	Pensionskasse																
Assets under Management (per 31.12.2015)	CHF 768 Millionen																
Ungefähre Asset-Allokation (per 31.12.2015)	<p><b>Asset-Allokation nach Anlageklasse:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>CHF-Obligationen:</td> <td>14 %</td> </tr> <tr> <td>Fremdwährungsobligationen:</td> <td>13 %</td> </tr> <tr> <td>Schweizer Aktien:</td> <td>9 %</td> </tr> <tr> <td>Globale Aktien:</td> <td>27 %</td> </tr> <tr> <td>Immobilien (inkl. Hypotheken):</td> <td>34 %</td> </tr> <tr> <td>Andere:</td> <td>3 %</td> </tr> </table> <p><b>Asset-Allokation nach Region:</b></p> <table border="1"> <tr> <td>Schweiz:</td> <td>60 %</td> </tr> <tr> <td>Global:</td> <td>40 %</td> </tr> </table>	CHF-Obligationen:	14 %	Fremdwährungsobligationen:	13 %	Schweizer Aktien:	9 %	Globale Aktien:	27 %	Immobilien (inkl. Hypotheken):	34 %	Andere:	3 %	Schweiz:	60 %	Global:	40 %
CHF-Obligationen:	14 %																
Fremdwährungsobligationen:	13 %																
Schweizer Aktien:	9 %																
Globale Aktien:	27 %																
Immobilien (inkl. Hypotheken):	34 %																
Andere:	3 %																
Schweiz:	60 %																
Global:	40 %																

**Wer hat die Erstellung einer nachhaltigen Anlagepolitik initiiert?** Der Anstoss für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Anlagepolitik kam 2008 von einem einzelnen Mitglied im Stiftungsrat. In der Folge wurde das Thema im Stiftungsrat diskutiert und schon 2009 beschloss man, im Sinne eines Versuchs, erstmals in nachhaltige Anlagen zu investieren.

**Was war die Hauptmotivation für diesen Schritt?** Im Leitbild der PVS war schon seit Gründung festgehalten, dass die erbrachten Leistungen auf ethisch vertretbare Weise zu finanzieren seien. Der Stiftungsrat sah es als «Gebot der Stunde», sich mit dem Thema vertraut zu machen, da sich in dieser Zeit im Thema viel bewegte und auch der Druck von einzelnen Arbeitnehmervetretern zunahm. Aufgrund der Tatsache, dass nachhaltige Anlagen zumindest nicht schlechter rentierten als vergleichbare herkömmliche Produkte, wollte man das Thema – auch im Sinne einer Risikodiversifikation – einfach einmal ausprobieren.

**Was sind die Hauptkomponenten/-inhalte der nachhaltigen Anlagepolitik?** Im Leitbild wurde als Resultat der Diskussion im Stiftungsrat ein Passus ergänzt, der besagt, dass die PVS ihr Vermögen umsichtig bewirtschaftet und soweit möglich nachhaltige Anlagen berücksichtigt. Gleichzeitig wurde beschlossen, in einem ersten Schritt 5% des Anlagevermögens in nachhaltige Fonds zu investieren. Im Stiftungsrat wurde anschliessend festgelegt, was «nachhaltig» für die PVS bedeutet. Grundsätzlich stützte man sich auf das Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit, das ökonomische, ökologische und soziale Nachhaltigkeit fordert. Weiter legte man für die nachhaltigen Anlagen Ausschlusskriterien fest, nämlich: Rüstung, Alkohol, Tabak, Pornographie, Gentechnik, Kinderarbeit und Glücksspiel.



<b>Wie wurde die nachhaltige Anlagepolitik implementiert?</b>	2009 wurde eine Ausschreibung für nachhaltige Aktienfonds durchgeführt, mit dem Ziel, drei Produkte mit unterschiedlichen Ansätzen auszuwählen. 2012 wurde gemeinsam mit der Zürcher Kantonalbank (ZKB) ein passiver nachhaltiger Aktienfonds entwickelt, der den Kriterien der PVS entspricht und gleichzeitig eine tiefe Abweichung zum Index MSCI World (ex Schweiz) hat.
<b>Welche Ressourcen werden dafür eingesetzt?</b>	Sowohl die Diskussion im Stiftungsrat zur Definition der Kriterien für nachhaltige Anlagen als auch die erste Ausschreibung für ein passendes Produkt wurden durch einen externen Investmentberater begleitet. Für die Lancierung eines nachhaltigen Aktienfonds, der den Kriterien der PVS entspricht, wurde mit der ZKB zusammengearbeitet.
<b>Was waren die Erfahrungen bei der Implementierung?</b>	Die ersten Diskussionen im Stiftungsrat bis zur Definition der eigenen Nachhaltigkeitspolitik waren sehr zeitaufwändig. Es brauchte einen gewissen «Reifeprozess», bis man die Anforderungen definiert hatte. Nach den ersten Erfahrungen wollte der Stiftungsrat in nachhaltige Anlagen gemäss den Kriterien der PVS investieren. Weil es auf dem Markt aber kein kostengünstiges Anlageprodukt mit geringer Abweichung zum Referenzindex gab, das die eigenen Kriterien erfüllte, entwickelte die PVS gemeinsam mit einem Anlagefonds-Anbieter ein passendes Produkt. Dieser Schritt erforderte ein starkes Engagement der Anlageverantwortlichen im Stiftungsrat und in der Geschäftsführung.
<b>Welches waren die grössten Schwierigkeiten?</b>	Am schwierigsten war die Meinungsbildung im Stiftungsrat bei der Definition der eigenen Nachhaltigkeitspolitik. PVS hat sich nicht nur auf normative Ausschlusskriterien konzentriert, sondern auch wertebasierte Kriterien festgelegt. Dies erforderte ausführliche Diskussionen.
<b>Was sind die hauptsächlichsten Vorteile der nachhaltigen Anlagepolitik?</b>	Der gewählte Ansatz erlaubt es, schrittweise Erfahrungen mit nachhaltigen Anlagen zu sammeln. Heute sind gut 10 Prozent des Gesamtportfolios und rund 30 Prozent der Aktienanlagen nachhaltig. Die Umsetzung (insbesondere mittels passivem Fonds) erfolgte kostengünstig und hat sich auch bezüglich Rendite bewährt. Die nachhaltigen Anlagen tragen dem Grundziel der PVS Rechnung, die erbrachten Leistungen auf ethisch vertretbare Weise zu finanzieren.

Glaubwürdigkeit ist eine zentrale Anforderung an institutionelle Anleger. Schliesslich möchte beispielsweise im Falle einer Pensionskasse jeder Destinatär sicher sein, dass mit seinen Vorsorgegeldern sorgsam umgegangen wird. Transparenz hilft hier, Glaubwürdigkeit zu schaffen und damit Vertrauen zu bilden.

Bezogen auf die rein finanziellen Aspekte wird die Glaubwürdigkeit bereits durch Regulierung und Auditierung gestützt. Im Falle von Nachhaltigkeitsaspekten ist das Feld allerdings noch weit offen, auch wenn sich im europäischen Ausland inzwischen Entwicklungen zur Formalisierung dieser Aspekte abzeichnen, so zum Beispiel in Frankreich und Holland, wie weiter unten ausgeführt wird (vgl. auch Kapitel 5 zu regulatorischen Themen). Glaubwürdigkeit in Bezug auf ein verantwortungsvolles Investieren lässt sich vor allem durch Transparenz fördern: die Dokumentation von Taten, die auf Worte folgen.

### Veröffentlichung der nachhaltigen Anlagepolitik

Für einen institutionellen Anleger ist es daher sinnvoll, schon bei der Ausgestaltung einer nachhaltigen Anlagepolitik die Gewährleistung von Transparenz miteinzubeziehen. Der erste und einfachste Schritt ist die Veröffentlichung einer solchen Anlagepolitik, beispielsweise auf der Webseite, im jährlichen Rechenschaftsbericht oder in einer Image- beziehungsweise Informationsbroschüre. Wie jede Form der Kommunikation hängt sie natürlich vom Adressatenkreis ab. Im Falle einer Pensionskasse sind dies primär die Destinatäre, im Falle einer Stiftung die Öffentlichkeit sowie tatsächliche und potenzielle Spender. Neben der Tatsache, dass eine solche Politik vorhanden ist, kann es für diese Zielgruppen besonders interessant sein zu erfahren, aus welchen Gründen sie eingeführt wurde. In den beiden oben exemplarisch genannten Fällen können dies finanzielle Gründe (z. B. Vermeidung von Risiken) oder auch ethische Motive sein, beispielsweise wenn eine Stiftung den Stiftungszweck nicht durch die Geldanlage konterkarieren will.

### Transparenz zur Nachhaltigkeit des Portfolios

Nachdem das Ziel beschrieben ist, entsteht natürlicherweise Informationsbedarf darüber, wie die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik erfolgt. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Informationen über die finanzielle Dimension («Unsere nachhaltigen Anlagen haben eine Wertentwicklung von x Prozent erzielt.») hinausführen und sich auch auf das Erreichen der Nachhaltigkeitsziele erstrecken. Dies kann qualitativ wie auch quantitativ geschehen. Eine

Form für die Illustration der Nachhaltigkeit ist beispielsweise die Berechnung eines durchschnittlichen Nachhaltigkeitsratings eines Portfolios in Form eines (anteils-)gewichteten arithmetischen Mittelwertes der Nachhaltigkeitsratings der einzelnen Positionen. Dieser Wert kann dann mit dem durchschnittlichen Nachhaltigkeitsrating einer konventionellen Benchmark verglichen und kommentiert werden. Weil diese Ratings üblicherweise ordinal sind, erlauben sie zwar einen Vergleich, ob besser oder schlechter, doch kann keine quantitative Aussage über die Grössenordnung des Unterschieds getroffen werden («Das Portfolio ist y Prozent nachhaltiger als die Benchmark.»).

In Frankreich sind Asset-Owner, Fondsmanager und Versicherer seit diesem Jahr gesetzlich verpflichtet darüber zu berichten, inwiefern sie ESG-Kriterien in ihren Anlageprozessen berücksichtigen, welche Treibhausgasemissionen mit den Anlagen verbunden sind und inwiefern sie den Umstieg auf eine «kohlenstoffarme» Wirtschaft finanzieren helfen. Dies entspricht ganz dem Trend, dass immer mehr Anleger den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck ihrer Portfolios berechnen. Dieser gibt an, wie viele Tonnen Kohlendioxid mit einer bestimmten Investitionssumme verbunden sind. Die Überlegung hinter diesem Trend: Wenn Unternehmen durch regulatorische und marktbezogene Entwicklungen zunehmend gezwungen sind, ihre entsprechenden Emissionen zu reduzieren, sollten CO<sub>2</sub>-intensive Investments zunehmend risikoreicher werden. Durch den Ausweis der CO<sub>2</sub>-Intensität des Portfolios – insbesondere im Vergleich zu einer Benchmark – kann also im Gegensatz zum Durchschnittswert der Nachhaltigkeitsratings anhand einer einzigen Zahl ein quantitativer «ökologischer Mehrwert» des Portfolios aufgezeigt werden: «Mit dem Portfolio waren x Prozent weniger CO<sub>2</sub>-Emissionen pro CHF 1000 verbunden als bei der Benchmark.» Diesem Vorteil stehen allerdings auch einige gravierende Nachteile gegenüber: Die von den entsprechenden Anbietern gelieferten Zahlen beruhen zu einem wesentlichen Teil auf Schätzungen und sind – wie diejenigen der Finanzbuchhaltung auch – lediglich vergangenheitsorientiert. Am schwersten jedoch wiegt der Nachteil, dass sich ein solcher Wert nur auf die eine Dimension Klima bezieht. Andere ökologische sowie alle sozialen Nachhaltigkeitsindikatoren werden vollständig ausgeblendet. Last but not least kann kaum eindeutig erklärt werden, ob eine Veränderung des CO<sub>2</sub>-Fussabdrucks auf einer ökologischen oder finanziellen Entscheidung beruht.

Einen Lösungsansatz bezüglich des letzten Punktes stellen gemischte Nachhaltigkeitsindikatoren dar: So verwendet beispielsweise die ZKB für Anlagefonds jeweils einen Indikator für die Umwelt

(CO<sub>2</sub>-Emission pro Umsatz), Soziales (einen Reputationsrisiko-Indikator) sowie Corporate Governance (ein Rating). Der «gewonnenen» Dreidimensionalität steht hier die Schwierigkeit der «Verrechnung» der einzelnen Dimensionen gegenüber: Wieviel weniger an CO<sub>2</sub> kann wieviel «schlechtere» Reputation ausgleichen?

### Berichterstattung zur Stimmrechtsausübung

Ein weiteres Feld für das Reporting über die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik ist das ganze Themengebiet der Stimmrechtsausübung und gegebenenfalls des Engagements. Bereits seit 2002 sind Pensionskassen in der Schweiz dazu angehalten, Regeln zur Ausübung ihrer Aktionärsrechte aufzustellen. Durch die Minder-Initiative gab es einen neuen Schub, der aber nicht unbedingt auf Gegenliebe stiess, weil er mit einem gewissen Mehraufwand verbunden war. So sind Pensionskassen nun verpflichtet, darüber zu informieren, wie die Stimmrechte im Bereich Vergütung konkret ausgeübt wurden. Verschiedene Investoren, insbesondere aus nordischen und angelsächsischen Ländern, gehen darüber deutlich hinaus: Sie veröffentlichen Statistiken über alle ausgeübten Stimmrechte und informieren auch, mit wie vielen Unternehmen und zu welchen Themen sie abseits der Generalversammlung einen aktiven Dialog geführt haben.

Solche «Voting & Engagement-Berichte» sind prinzipiell wichtige Bausteine zur Untermauerung der Glaubwürdigkeit einer entsprechenden Nachhaltigkeitspolitik. Auch hier gibt es ein paar Punkte zu bedenken. So kann beispielsweise der Erfolg eines Engagements von einer gewissen Vertraulichkeit abhängen. Hier muss im Bericht ein wohl dosiertes Mass an Transparenz gefunden werden, um die üblicherweise im Hintergrund geführten Gespräche nicht zu gefährden. Bei der Ausübung der Stimmrechte ist wichtig, dass sich die zugrundeliegende Abstimmungspolitik auch in den veröffentlichten Abstimmungsstatistiken reflektiert. Gerade weil eine Voting & Engagement-Politik häufig angewendet wird, wenn nicht nachhaltige Unternehmen weiterhin im Portfolio verbleiben, sollten sowohl Erfolge als auch Misserfolge und deren Konsequenzen klar thematisiert werden. Das mag durchaus zu Diskussionen mit Anspruchsgruppen führen, fördert aber genau dadurch mittel- bis langfristig die Glaubwürdigkeit.

### Transparenz fördert Vertrauen

Das folgende Fallbeispiel zeigt, wie durch Transparenz zuvor erschüttertes Vertrauen wiedergewonnen werden kann: Im Dezember 2007 machte eine investigative Fernsehsendung darauf aufmerksam,

dass niederländische Pensionskassen Investments in Herstellern von Streumunition hielten. Weil – wie in der Schweiz – fast jeder Niederländer Beitragszahler bei einer Pensionskasse ist, war das öffentliche Echo entsprechend negativ und der Handlungsdruck auf die Verantwortlichen stieg. Um dieser Kritik entgegenzutreten, verpflichteten sich die Pensionskassen, die Anteile an allen entsprechenden Unternehmen zu verkaufen. Um zukünftigen ähnlichen Fällen vorzubeugen, wurden manche Pensionskassen für ihre Destinatäre sogar vollkommen transparent: Nur wenige Wochen später war es diesen möglich, über das Internet Einblick in das gesamte Portfolio ihrer Pensionskasse zu erhalten.

### Fazit

Unabhängig davon, welche nachhaltige Anlagepolitik ein institutioneller Anleger verfolgt, ist es prinzipiell sinnvoll, die diesbezüglichen Anstrengungen, Erfolge und auch Misserfolge transparent an Anspruchsgruppen zu kommunizieren. Denn nur so können letztlich ein Feedback-Zyklus geschlossen und die Anlagepolitik kontinuierlich legitimiert und verbessert werden. Das Schaffen von Transparenz ist mit einem nicht zu unterschätzenden Aufwand verbunden, doch sollten Glaubwürdigkeit, Legitimation und geringere Reputationsrisiken diesen rechtfertigen.

#### Weiterführende Unterlagen

- PRI. (2016). Reporting and Assessment. Abrufbar unter: <https://www.unpri.org/about/pri-teams/reporting-and-assessment>
- Norges Bank investment management. (2015). Responsible investment report. Erhältlich unter: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/2015/responsible-investment-2015/>
- Nest Sammelstiftung. (2015). Treibhausgas Analyse Aktienportfolio Nest. Erhältlich unter: <https://www.nest-info.ch/anlagen/co2-report/>
- PGGM. (2015). Responsible investment report. Erhältlich unter: <https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Pages/Responsible-investing-reports.aspx>
- Österreichischen Vorsorgekasse. (2016). Umwelterklärung. Abrufbar unter: <http://www.vorsorgekasse.at/umwelterklaerung>

**IV**

# SCHRITTE ZUR UMSETZUNG

- 21 **Definition und Implementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik – eine praktische Anleitung**

# 21 DEFINITION UND IMPLEMENTIERUNG EINER NACHHALTIGEN ANLAGEPOLITIK

## Eine praktische Anleitung

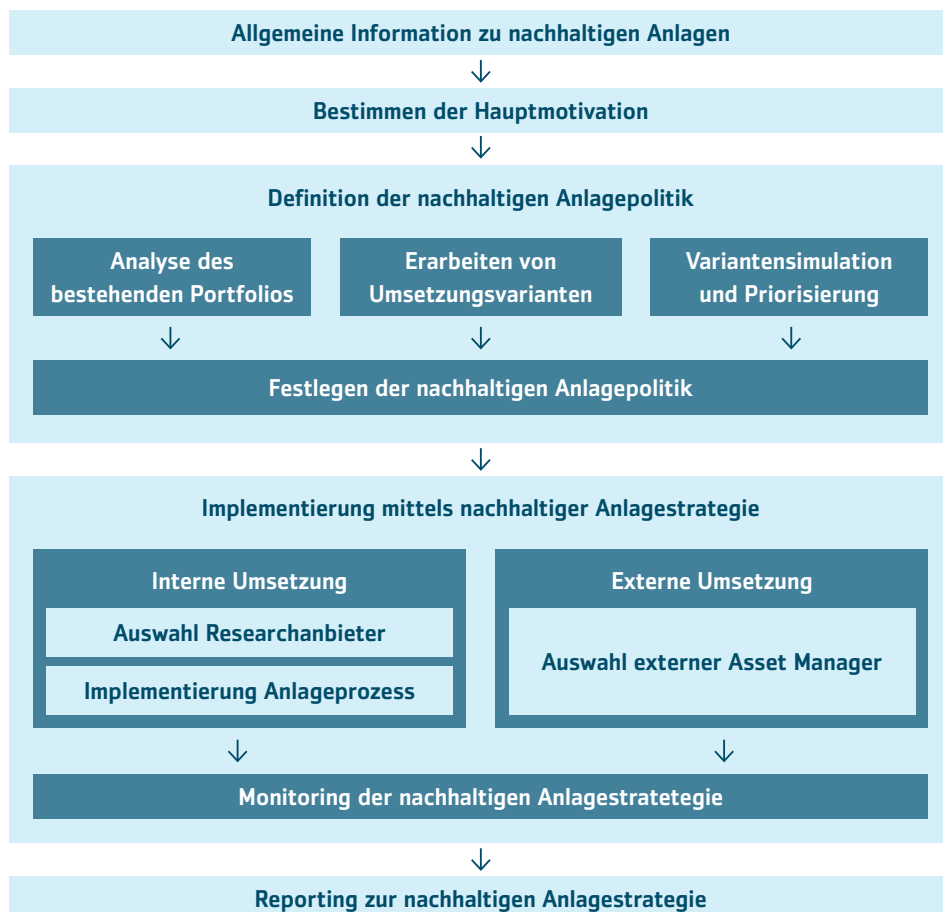
SABINE DÖBELI | Geschäftsleiterin, Swiss Sustainable Finance

Das vorliegende Handbuch illustriert eindrücklich, dass es viele verschiedene Formen und Wege gibt, Nachhaltigkeitsaspekte bei Anlagen zu berücksichtigen. Dabei gibt es nicht richtig oder falsch, sondern letztlich verfolgen die verschiedenen Ansätze unterschiedliche Zielsetzungen und sie haben verschiedene Wirkungen. Auch für die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik gibt es daher kein einheitliches Rezept, das für alle Organisationen gleichermaßen passt. Im Folgenden werden die wesentlichen Schritte aufgeführt, die bei

der Definition und Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik relevant sind (siehe Abb.21). Die verschiedenen Massnahmen basieren allesamt auf gelebter Praxis, wie sie in der Schweiz und anderswo heute schon beobachtet werden kann. Sie bieten sowohl für Mitglieder der Aufsichtsgremien wie auch für die Fachpersonen, welche die Empfehlungen umsetzen, eine Orientierung.

Dabei ist zu beachten, dass nicht alle aufgeführten Schritte umgesetzt werden müssen und die Umsetzung auch nicht unbedingt

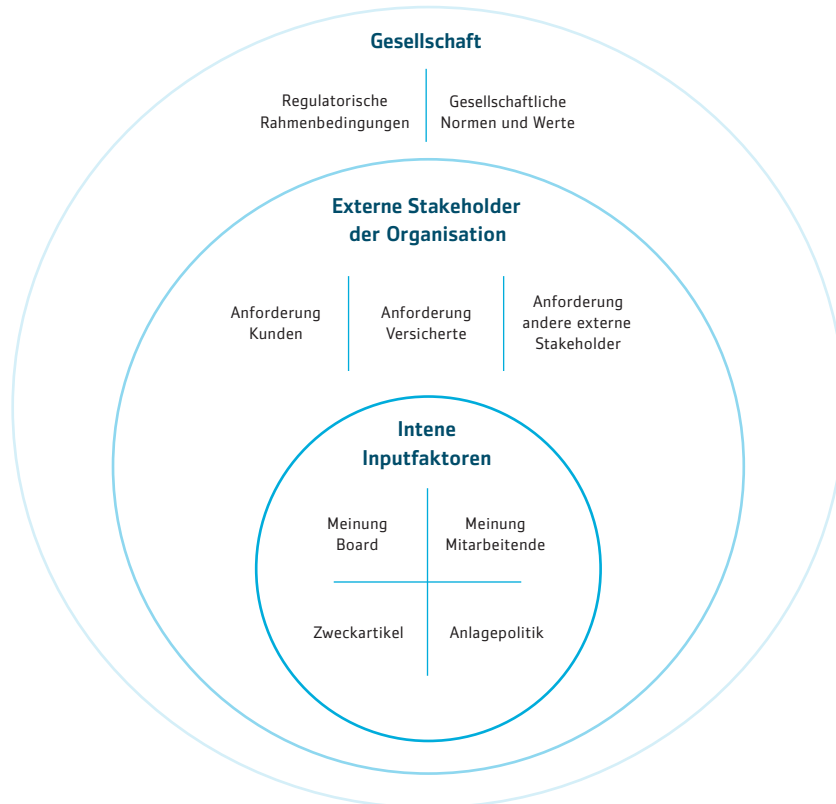
Abbildung 21  
SCHRITTE ZUR IMPLEMENTIERUNG EINER NACHHALTIGEN ANLAGEPOLITIK



Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)

## Abbildung 22 INPUTFAKTOREN FÜR DIE BESTIMMUNG DER HAUPTMOTIVATION

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)



in dieser Reihenfolge erfolgen muss. Je nach Punkt, an dem eine Organisation im Thema nachhaltige Anlagen steht, sind unterschiedliche Schritte relevant. Auch kann es sein, dass in einer ersten Phase nur einzelne Aktivitäten herausgegriffen werden und man sich allenfalls zu einem späteren Zeitpunkt für eine weitere Systematisierung entscheidet. Die Anleitung entspricht insofern einem Gesamtmenü, aus dem auch einzelne Gänge ausgewählt werden können.

### 21.1 ALLGEMEINE INFORMATIONEN ZU NACHHALTIGEN ANLAGEN

Die Etablierung einer nachhaltigen Anlagepolitik bedarf einer umfassenden Diskussion im obersten Führungsgremium (Stiftungsrat/ Verwaltungsrat), damit die Motivationen und Ziele geklärt werden können. Um diese Diskussion einzuleiten, sollte in einem ersten Schritt in allgemeiner Form über das Thema nachhaltiges Investieren informiert werden. Folgende Themen können im Rahmen einer allgemeinen Einführung behandelt werden:

- Überblick zu verschiedenen Formen nachhaltiger Anlagen
- Internationale und nationale Trends im Thema
- Aktivitäten von vergleichbaren Organisationen
- Information zur Performance nachhaltiger Anlagen

Diese Information kann durch interne Anlagespezialisten vorbereitet werden oder es kann dazu ein externer Experte eingeladen werden.<sup>1</sup>

Eine solche grundlegende Information zum Thema legt die Basis für eine ausführliche Diskussion im Leitungsgremium zu den eigenen Motiven und Zielen.

### 21.2 BESTIMMEN DER HAUPTMOTIVATION

Als zweiter Schritt ist im Führungsgremium eine Diskussion darüber zu führen, was die Motivationen der Organisation sind, sich mit nachhaltigen Anlagen zu beschäftigen.

#### Inputfaktoren für Motivationsdiskussion

Als Grundlage für die Diskussion zur eigenen Motivation sollten verschiedene Unterlagen von der Geschäftsleitung oder den internen Anlagespezialisten aufbereitet werden. Folgende Informationen bilden einen wichtigen Input in die Diskussion zur Motivation (siehe auch Abb.22):

- Anlagepolitik der Organisation
- Zweckartikel der Organisation
- Erste Analyse des bestehenden Portfolios (Assetklassen, erste Nachhaltigkeitsprüfung)
- Meinungen von internen Anspruchsgruppen (z. B. Aufsichtsgremium, Mitarbeitende)
- Meinungen von externen Anspruchsgruppen (z. B. Versicherte, Kunden, weitere externe Anspruchsgruppen – z. B. auf Basis von Befragungen oder durch Vertretung von Stakeholdern in der Diskussion)
- Informationen zu regulatorischen Entwicklungen
- Gesellschaftliche Normen

Basierend auf diesem Input soll das Führungsgremium festlegen, was mit einer nachhaltigen Anlagepolitik erreicht werden soll bzw. welche Motivation im Vordergrund steht.

Grundsätzlich können folgende drei hauptsächlichen Motivationen unterschieden werden, die sich nicht gegenseitig ausschliessen:

- Einhaltung allgemein anerkannter internationaler und nationaler Normen und/oder spezifischer Werte der eigenen Organisation
- Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles der Anlagen
- Förderung einer nachhaltigen Entwicklung/nachhaltiger Geschäftspraktiken

#### **Einhaltung von internationalen Normen und/oder spezifischen Werten der Organisation**

Bei der ersten Motivation geht es darum, unabhängig von finanziellen Auswirkungen oder einer aktiven Beeinflussung der Geschäftspraktiken bestimmte Werte im Anlageportfolio zu reflektieren. Dabei gibt es verschiedene Ausprägungen.

An Bedeutung gewonnen hat in jüngster Zeit in der Schweiz das Ausrichten der Anlagen an internationalen Standards (wie z. B. internationalen Konventionen, dem Global Compact oder den OECD Leitsätzen für multinationale Unternehmen), was nicht zufällig ist: Eine kürzlich erstellte Analyse kommt zu dem Schluss, dass solche internationalen Richtlinien für Investoren gelten. Auch Minderheitsaktionäre müssten demnach ihre Investments auf die Verletzung entsprechender Normen prüfen.<sup>2</sup> So haben beispielsweise grosse institutionelle Anleger rund um die PUBLICA einen Verein gegründet, der entsprechende Ziele verfolgt (siehe Fallstudie PUBLICA auf S.58). Auch die Schweizer Nationalbank prüft ihre Investments seit einiger Zeit auf Verletzung von Umwelt- und Menschenrechtsnormen.

Eine andere, vielfach angewandte Praxis schliesst bestimmte Bereiche aus, die mit den Werten der Organisation nicht vereinbar sind. So schliesst beispielsweise ein Family Office aufgrund von persönlichen Wertvorstellungen Glücksspiel, Tabak, Waffen und Kernenergie von seinen Anlagen aus und konzentriert die Anlagen mittels Best-in-Class-Ansatz auf besonders nachhaltige Unternehmen (siehe Fallstudie Eltaver auf S.36). Oder eine Kirche vermeidet Investitionen in Waffen, Glücksspiel und Pornographie und schliesst Unternehmen aus, die sich substantieller Menschenrechtsverletzungen schuldig machen.<sup>3</sup>

Obwohl sich die beiden Ausprägungen unterscheiden, weil erstere zunehmend zum Standard wird, der in gewissen Ländern bereits rechtlich verbindlich ist, und letztere eine rein freiwillige Massnahme darstellt, weisen sie bezüglich Umsetzung doch grosse Gemeinsamkeiten auf. Sie werden deshalb in den folgenden Ausführungen gemeinsam behandelt.

#### **Verbesserung des Risiko-Ertrags-Profiles des Gesamtportfolios**

Der zweiten Motivation liegt die Annahme zugrunde, dass es kurz-, mittel- oder langfristig finanziell Sinn macht, Nachhaltigkeitsaspekte bei Anlagen zu berücksichtigen. Auch dort gibt es verschiedene Ausprägungen. So kann eine breite Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Finanzanalyse erfolgen, weil dies im Anlageprozess einen Mehrwert liefern kann (siehe Kapitel 9.1 und 9.3). Oder es können dem Portfolio einzelne thematische Satelliten beigemischt werden, welche dank tiefer Korrelation das Risiko-Ertrags-Profil des Gesamtportfolios verbessern (siehe Kapitel 12 und 13).

Diese Motivation steht in engem Zusammenhang mit der treuhänderischen Pflicht von Investoren, die Geld im Auftrag von Dritten investieren, deren Interessen umfassend zu wahren. Zur Pflicht gehört die sorgfältige und weitsichtige Verwaltung der Vermögen, was gemäss Experten auch die Berücksichtigung von ESG-Faktoren beinhaltet.<sup>4</sup>

#### **Förderung nachhaltiger Geschäftspraktiken**

Die dritte Motivation kann ebenfalls verschiedene Facetten aufweisen. Die aktive Beeinflussung von Unternehmen im Hinblick auf eine bessere Corporate Governance und generell auf verantwortungsvollere, nachhaltigere Geschäftspraktiken kann mit dem klaren Ziel erfolgen, dass sich dadurch letztlich langfristig bessere Anlagechancen ergeben. Viele grosse internationale Anleger (wie die kalifornische CalPERS oder die britische BT Pension Fund) und auch immer mehr Schweizer Investoren (wie die Pensionskasse Stadt Zürich, siehe Fallstudie auf S.52) wählen diesen Weg in der Überzeugung, dass es für sie langfristig ökonomisch Sinn macht, eine sorgfältige und nachhaltige Wirtschaftsweise zu fördern. Andere Organisationen fin-



## Abbildung 23 EVOLUTIONÄRE ENTWICKLUNG DER MOTIVATIONEN FÜR NACHHALTIGES ANLEGEN



Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)

den es aus ethischen Überlegungen wichtig, mit ihren Anlagen zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise beizutragen. In einer Befragung des WWF unter Schweizer Pensionskassen wurde der Beitrag zu nachhaltigeren Unternehmen und Wirtschaftssystemen gleich nach der treuhänderischen Pflicht als einer der wichtigsten Beweggründe für nachhaltige Investments genannt.<sup>5</sup>

In der Praxis entwickeln sich Motivationen von Organisationen, die sich mit nachhaltigen Anlagen beschäftigen, oft schrittweise weiter. Vielfach steht am Anfang der Wunsch, spezifische Normen und Werte abzubilden. Später werden ESG-Faktoren in die Anlageprozesse integriert mit dem Ziel, Risiken zu reduzieren oder sich neue Anlagechancen zu erschliessen. Oft wird erst in einer dritten Phase mittels der Investments darauf hingewirkt, dass die Wirtschaft insgesamt nachhaltiger wird (siehe Abb. 23). Die Reihenfolge ist dabei nicht fix, sondern kann sich auch in anderer Abfolge manifestieren.

Wie einige der Fallstudien im vorliegenden Handbuch aufzeigen, kann sich die Diskussion zur hauptsächlichen Motivation oft auf mehrere Sitzungen erstrecken, denn auch in Stiftungsräten/Verwaltungsräten gibt es oft unterschiedliche Ansichten und die Definition eines Konsenses kann Zeit in Anspruch nehmen. Letztlich ist es aber wichtig, dass diese Diskussion sorgfältig geführt wird und die hauptsächliche Motivation bestimmt wird. Gleichzeitig soll man sich aber auch nicht allzu lange bei Grundsatzdiskussionen aufhalten, sondern im Hinterkopf behalten, dass die Etablierung einer nachhaltigen Anlagepolitik letztlich immer ein Prozess ist und zu einem späteren Zeitpunkt auch andere Motivationen als die anfängliche an Bedeutung gewinnen können.

### 21.3 DEFINITION DER NACHHALTIGEN ANLAGEPOLITIK

Wenn die Hauptmotivation für eine nachhaltige Anlagepolitik geklärt ist, kann diese im Detail ausgearbeitet werden. Normalerweise handelt es sich dabei um einen iterativen Prozess, bei dem das Leitungs-

gremium zuerst die grobe Stossrichtung vorgibt, indem es die Rahmenbedingungen definiert (z.B. Umsetzung mittels bestehender Kollektivanlagen, Anwendung nur auf Aktien- und Obligationenbestand, schrittweise und modulare Umsetzung), und das Management im Anschluss aufzeigt, welche Optionen es für die Umsetzung gibt und wie sich verschiedene Optionen auswirken (auf das Anlageuniversum, die Kosten etc.).

#### 21.3.1 ANALYSE DES BESTEHENDEN PORTFOLIOS

In dieser Phase ist die Analyse des bestehenden Portfolios eine wichtige Grundlage. Folgende Informationen sind zentral für die weitere Arbeit:

- Welche Assetklassen in welchen Regionen umfasst das bestehende Portfolio?
- Wie nachhaltig ist das Portfolio heute schon? Zu diesem Zweck können auf der Basis von Nachhaltigkeitsratings sämtliche Positionen des Portfolios analysiert werden. Eine solche Analyse zeigt auf, welche Titel ein gutes, durchschnittliches oder schlechtes Nachhaltigkeitsrating aufweisen. Die Analyse kann auch prüfen, wie stark ein bestehendes Portfolio von verschiedenen Ausschlusskriterien tangiert wäre.
- Enthält das Portfolio bereits nachhaltige Anlagen?
- Enthält das Portfolio Assetklassen, für welche die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagestrategie schwierig ist (z. B. Rohstoffe, Hedgefonds)

#### 21.3.2 ERARBEITEN VON UMSETZUNGSVARIANTEN

Tabelle 2 in Kapitel 6 gibt einen umfassenden Überblick dazu, welche Ansätze – die alle im vorliegenden Handbuch beschrieben sind – sich grundsätzlich auf welche Assetklassen anwenden lassen. Tabelle 11 baut darauf auf und zeigt in Abhängigkeit von bestehenden Portfoliokomponenten und der definierten Hauptmotivation verschiedene Umsetzungsoptionen auf und stuft sie nach ihrer Eignung ein.

Naturgemäss bieten sich jeweils verschiedene Umsetzungsvarianten an, die auf unterschiedliche Bereiche des Portfolios angewandt wer-

Tabelle 11

**EIGNUNG VERSCHIEDENER ANSÄTZE FÜR VERSCHIEDENE ASSETKLASSEN IN ABHÄNGIGKEIT VON DER HAUPTMOTIVATION**

MOTIVATION	RELEVANZ / EIGNUNG	ASSETKLASSE		
		AKTIEN AKTIV	AKTIEN PASSIV	UNTERNEHMENS-OBLIGATIONEN AKTIV
EINHALTUNG ALLGEMEIN ANERKANNTER NORMEN UND/ODER SPEZIFISCHER WERTE DER EIGENEN ORGANISATION	Hohe Relevanz gute Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>
	Mittlere Relevanz mittlere Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>
	Tiefe Relevanz moderate Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> </ul>
VERBESSERUNG DES RISIKO-ERTRAGS-PROFILS	Hohe Relevanz gute Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> </ul>
	Mittlere Relevanz mittlere Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> </ul>
	Tiefe Relevanz moderate Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>
FÖRDERUNG EINER NACHHALTIGEN ENTWICKLUNG	Hohe Relevanz gute Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> </ul>
	Mittlere Relevanz mittlere Eignung	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— ESG-Integration</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung / Shareholder-Engagement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> </ul>
	Tiefe Relevanz moderate Eignung			<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— ESG-Integration</li> </ul>

ASSETKLASSE

UNTERNEHMENS- OBLIGATIONEN PASSIV	STAATSANLEIHEN	IMMOBILIEN (DIREKT)	PRIVATE EQUITY	ANDERE ALTERNATIVE ANLAGEN** (Private Debt)	ANDERE ALTERNATIVE ANLAGEN** Rohstoffe und Edelmetalle
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Nachhaltige Immobilien-investments</li> <li>— ESG-Integration</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> <li>— Entwicklungs-investments</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung/Shareholder-Engagement *</li> <li>— ESG-Integration</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Entwicklungs-investments</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Nachhaltige Immobilien-investments</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ESG-Integration</li> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung/Shareholder-Engagement *</li> <li>— Entwicklungs-investments</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Entwicklungs-investments</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Best-in-Class</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Nachhaltige Immobilien-investments</li> <li>— ESG-Integration</li> <li>— Best-in-Class</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Aktive Stimmrechtsausübung/Shareholder-Engagement*</li> <li>— Nachhaltige thematische Anlagen</li> <li>— Entwicklungs-investments</li> <li>— Ausschlusskriterien</li> <li>— ESG-Integration</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Entwicklungs-investments</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ausschlusskriterien</li> </ul>

\* Ist natürlicherweise üblich bei Private-Equity-Investitionen

\*\* Aufgeführt werden nur übrige alternative Anlagen, für die es schon nachhaltige Ansätze gibt. Hypotheken wurden nicht berücksichtigt.

---

## Beispiele für das Ableiten von sinnvollen Varianten

Die Analyse des Portfolios zeigt auf, welche Umsetzungsmöglichkeiten es gibt, wie die folgenden zwei fiktiven Beispiele illustrieren:

- Das Portfolio einer Stiftung ist zu einem wesentlichen Teil in aktiven Aktienmandaten angelegt und 10% der entsprechenden Portfoliounternehmen weisen ein schlechtes Nachhaltigkeitsrating auf. Gleichzeitig verletzen 3% der Unternehmen die Ausschlusskriterien, die vom Stiftungsrat als wichtig eingeschätzt wurde. Die vom Stiftungsrat festgelegte Hauptmotivation besteht darin, dass man die Anlagen mit den Werten und Zielen der Stiftung in Einklang bringen will. Folglich mag es sinnvoll sein, bei der Neuvergabe von Aktienmandaten die entsprechenden Ausschlusskriterien zu berücksichtigen und die Unternehmen nach einem Best-in-Class-Ansatz auszuwählen, um Unternehmen mit schlechtem Nachhaltigkeitsrating zu vermeiden.
  - Das Portfolio einer Pensionskasse besteht v.a. aus passiv verwalteten CHF-Obligationen und -Aktien. Die Nachhaltigkeitsanalyse zeigt, dass rund 20% des Portfolios ein schlechtes Nachhaltigkeitsrating aufweisen. Der Stiftungsrat hat als Hauptziel festgelegt, dass eine langfristig nachhaltige Wirtschaftsweise gefördert werden soll, um damit auch langfristig attraktive Anlagemöglichkeiten zu gewährleisten. Gleichzeitig hat er vorgegeben, dass auch in Zukunft in erster Linie passiv angelegt werden soll. Eine mögliche nachhaltige Anlagepolitik kann darin bestehen, dass die Anlagen selber nicht verändert werden, aber neu für alle Aktien die Stimmrechte (global) aktiv ausgeübt werden und mit Unternehmen, die eine besonders schlechte Nachhaltigkeitsleistung haben, ein aktiver Dialog geführt wird.
- 

den können. Dabei lassen sich verschiedene Ansätze auch kombinieren. Wie die Beispiele illustrieren, können durch eine sorgfältige Analyse des bestehenden Portfolios und der Hauptmotivationen praxistaugliche Varianten erarbeitet werden.

### 21.3.3 VARIANTENSIMULATION UND PRIORISIERUNG

Für die verschiedenen Varianten sollten die Auswirkungen auf das bestehende Portfolio simuliert werden, um eine bessere Entscheidungsgrundlage für die Wahl des Ansatzes zu haben. So kann z.B. überprüft werden, ob die Wahl bestimmter Ausschlusskriterien das bestehende Portfolio stark betrifft oder ob die Anwendung eines Best-in-Class-Ansatzes grosse Umschichtungen zur Folge hätte.

Eine Priorisierung der Varianten kann anhand der folgenden Kriterien erfolgen:

- Bedeutung der Assetklasse im Portfolio
- Auswirkung auf bestehende Anlagepolitik (wie stark muss sie verändert werden?)
- Eignung zur Kombination mit bestehender Benchmark
- Auswirkung auf Risiko-Ertrags-Profil des Portfolios
- Verfügbarkeit entsprechender Dienstleistungen und Produkte (Umsetzbarkeit)
- Grösster Handlungsbedarf gemäss Analyse (grösste Differenz zu angestrebtem Ziel)
- Ungefähre Kosten

### 21.3.4 FESTLEGEN DER NACHHALTIGEN ANLAGEPOLITIK

Nach der Entwicklung möglicher Umsetzungsvarianten, der Prüfung ihrer Auswirkungen auf das Portfolio und der Priorisierung anhand der für die Organisation relevanten Kriterien kann die nachhaltige Anlagepolitik festgelegt werden. Sie definiert, was das Ziel ist, welcher Ansatz auf welche Assetklasse angewandt wird und wer für die verschiedenen Elemente verantwortlich ist.

### 21.4 IMPLEMENTIERUNG MITTELS NACHHALTIGER ANLAGESTRATEGIE

Abbildung 24 zeigt im Überblick, in welchen Elementen eines Standard-Anlageprozesses Nachhaltigkeitsaspekte eine Rolle spielen. In der nachhaltigen Anlagestrategie wird die nachhaltige Anlagepolitik konkretisiert und ihre Umsetzung geplant. Die nachhaltige Anlagestrategie definiert, wie der gewählte Ansatz in den verschiedenen Assetklassen umgesetzt wird und umfasst z. B. folgende Elemente:

- Aufführung der berücksichtigten ESG-Faktoren
- Angewandte Strategien und Mechanismen für die Umsetzung der Politik (z. B. Umsetzung durch interne Kapazitäten in Kombination mit dem Kauf von spezifischen Dienstleistungen, Umsetzung durch das komplette Outsourcing im Rahmen eines Verwaltungsmandats)
- Methoden zur Sicherstellung und Überwachung der Umsetzung
- Zeitplan für die Umsetzung
- Art der Berichterstattung zur nachhaltigen Anlagestrategie (z. B. mittels welcher «Key Performance Indicators» (KPI))

Grundsätzlich können zwei Hauptvarianten für die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagepolitik unterschieden werden:

- Umsetzung im eigenen Asset Management unter Zugriff auf externe Informationen
- Komplettes Outsourcing an externen Asset Manager

#### 21.4.1 INTERNE UMSETZUNG

Wenn ein eigenes Asset Management vorhanden ist und die nachhaltige Vermögensverwaltung intern erfolgt, sind folgende Schritte relevant.

##### Auswahl Researchanbieter

Als Basis für die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Vermögensverwaltung muss man sich die zugrundeliegenden Informationen bei einem Nachhaltigkeits-Researchanbieter beschaffen.

Die Auswahl des Researchanbieters sollte mittels eines umfassenden Ausschreibungsprozesses erfolgen. Bei der Auswahl des Anbieters sind u. a. folgende Kriterien wichtig:

- Abdeckung des Researchs (bezüglich Assetklasse, Region und Indizes)
- Qualität/Stil des Researchs (Umfangreiche Reports, übersichtliche Zusammenfassungen, kundenspezifische Ratings etc.)
- Ansatz des Researchs (passend zum eigenen ESG-Verständnis? Eher auf ethische oder eher auf finanziell relevante Kriterien ausgerichtet?)
- Researchkapazität (z. B. Anzahl Analysten) und Update-Frequenz
- Kosten (Preismodell fix oder volumenabhängig, Preisniveau)
- Zugänglichkeit des Researchs (d. h. via Datenbank) Unterstützung beim Reporting (d. h. jährliche Engagement-Berichte)

Abbildung 24  
INTEGRATION VON NACHHALTIGKEIT IN VERSCHIEDENE ELEMENTE DES ANLAGEPROZESSES (IN SCHWARZ)

ANLAGESYSTEM

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)



Mit der Entscheidung für einen Researchanbieter legt man sich üblicherweise bezüglich verschiedener Faktoren für eine gewisse Zeit fest, weil die Einbindung des externen Researchs mit Aufwand verbunden ist und im Anlageprozess Abhängigkeiten schafft. Umso wichtiger ist es, dass die Auswahl sorgfältig erfolgt und dafür genügend Zeit zur Verfügung steht.

Die Auswahl einer Nachhaltigkeitsratingagentur ist vergleichbar mit der Auswahl eines Asset Managers für ein Mandat und erfolgt wie dort meist mehrstufig. Auf Basis eigener Recherchen wird eine Long-list von Anbietern erstellt, an die üblicherweise ein Fragenkatalog verschickt wird.<sup>7</sup> Die eingereichten Unterlagen werden auf Basis der definierten Kriterien bewertet. Daraufhin wird eine Short-list erstellt. Mit den ausgewählten Anbietern werden die für die Organisation wichtigen Fragen vertieft, um anschliessend den geeignetsten Partner auswählen zu können.

### Implementierung Anlageprozess

Wenn der Researchanbieter ausgewählt ist, muss definiert werden, wie dieses Research in den Anlageprozess integriert wird. Folgende Fragen sind dabei zu klären:

- Wer ist für den nachhaltigen Anlageprozess verantwortlich? (vgl. auch Abbildung 25, S. 110)
- Welche Kriterien sind von diesen Personen zwingend einzuhalten? Welche dienen als Hintergrundinformationen, die den Anlageentscheid nicht zwingend beeinflussen?
- Wie wird das Research den Portfoliomanagern zugänglich gemacht (z. B. Integration in internes Asset-Management-System, regelmässige Zustellung eines nachhaltigen Anlageuniversums, Zugang zur Datenbank des Researchanbieters)?
- Wie wird der nachhaltige Anlageprozess überprüft? (z. B. Kennzeichnung nachhaltiger Titel im Asset-Management-System, regelmässige Trakandierung in Anlagesitzungen)

#### 21.4.2 EXTERNE UMSETZUNG

Wird die zweite Variante gewählt und die nachhaltige Vermögensverwaltung komplett outgesourct, sind folgende Schritte relevant.

### Auswahl externer Asset Manager

Grundsätzlich bieten heute die meisten Asset Manager eine nachhaltige Vermögensverwaltung an. Es gibt aber erhebliche Unterschiede, was die Kompetenzen zu nachhaltigen Anlagen angeht. Es macht daher Sinn, den externen Partner auf Basis eines umfassenden Ausschreibungsprozesses, der den Nachhaltigkeitsansatz im Detail prüft, auszuwählen.

Nebst den üblichen finanziellen Kriterien sind dabei u. a. folgende Aspekte zu prüfen:

- Auf welchem Ansatz basiert die nachhaltige Vermögensverwaltung? Welche Überzeugungen stehen dahinter?
- Für welche Segmente (Assetklassen, Produkttypen) gilt der kommunizierte ESG-Ansatz?
- Welche internen und externen Ressourcen setzt der Asset Manager für das Nachhaltigkeitsresearch ein?
- Über welche Erfahrungen verfügen die ESG-Spezialisten im Team des Asset Managers?
- Wie sind die Anreizsysteme der Anlagespezialisten definiert? Umfassen sie auch ESG-Faktoren?
- Ist es möglich, Kriterien kundenspezifisch festzulegen?
- Wie ist der nachhaltige Anlageprozess strukturiert?
- Gibt es ein Reporting zur Nachhaltigkeit des Portfolios und wie ist dieses ausgestaltet?
- Wie ist der Performance-Track-Record sowohl für die nachhaltigen als auch für vergleichbare nicht nachhaltige Mandate?
- Wie hoch sind die Kosten für die nachhaltige Vermögensverwaltung?

Üblicherweise werden nachhaltige Vermögensverwaltungsmandate dann ausgeschrieben, wenn bestehende Mandate auslaufen. Um eine nachhaltige Anlagestrategie rascher implementieren zu können, kann auch mit bestehenden Asset Managern ein Dialog aufgenommen werden und es kann geprüft werden, ob bei den Mandaten schrittweise mehr Nachhaltigkeitskriterien einbezogen werden können. So kann z. B. eine Ausschlussliste mit kontroversen Unternehmen allen beste-

henden Portfoliomanagern zugänglich gemacht werden und sie können dazu aufgefordert werden, nicht in entsprechende Titel zu investieren.

### 21.4.3 MONITORING DER NACHHALTIGEN ANLAGESTRATEGIE

Sowohl wenn nachhaltige Anlagen intern verwaltet werden als auch bei der Betreuung durch externe Asset Manager sollte die Umsetzung der nachhaltigen Anlagestrategie regelmässig überprüft werden.

Im Falle einer internen Verwaltung ist eine mögliche Form der Überprüfung, dass Nachhaltigkeitsaspekte zu einem Standardtraktandum in Investment-Komitee- oder Risk-Review-Sitzungen gemacht werden. Wenn ein Portfoliomanager einen Titel kaufen will, muss er nicht nur die finanziellen Gründe für seinen Entscheid darlegen, sondern auch die Nachhaltigkeitsleistung eines Titels verteidigen.

Bei einer externen Vermögensverwaltung sollten Nachhaltigkeitsthemen Teil der periodischen Performance-Gespräche sein. Es kann vom Asset Manager auch verlangt werden, dass er regelmässig über die Nachhaltigkeitsperformance Bericht erstattet. Dazu kann zum Beispiel ein durchschnittlicher Nachhaltigkeitswert des Portfolios berechnet werden oder die Nachhaltigkeitsbewertungen einzelner Positionen können in einer Portfolioübersicht ausgewiesen werden. Dies ermöglicht es, die Entwicklung der Nachhaltigkeit eines Portfolios zu verfolgen und die Entwicklung über die Zeit zu erfassen. Auch kann ein Reporting zur Ausübung der Stimmrechte oder zu Engagement-Aktivitäten verlangt werden.

### 21.5 REPORTING ZUR NACHHALTIGEN ANLAGESTRATEGIE

Je nach Asset-Owner-Typ kann es Sinn machen, die Aktivitäten im Bereich nachhaltige Anlagen regelmässig in einem Bericht darzulegen. Wenn die Verwaltung intern erfolgt, kann so ein Bericht durch die Portfoliomanager bzw. interne Fachspezialisten erstellt werden. Im Fall einer externen Vermögensverwaltung kann es Teil des Service-Level-Agreements sein, dass der Asset Manager auch zur Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie regelmässig Bericht erstattet.

Folgende Themen bieten sich für einen entsprechenden Bericht an:

- Reporting zu wichtigen Kennzahlen wie z. B. durchschnittlicher Nachhaltigkeitswert des Portfolios und Entwicklung im Zeitablauf
- Berichterstattung zur Ausübung der Stimmrechte (Anteil Ja- und Nein-Stimmen nach Themengebieten und Region)
- Angaben zu den Engagement-Aktivitäten (z. B. erreichte Meilensteine)
- Fallbeispiele zu Portfoliopositionen, die besonders nachhaltig sind
- Fallbeispiele zu Portfoliopositionen, bei denen aufgrund von Herausforderungen ein Dialog geführt wurde oder de-investiert wurde

Einige fortschrittliche Beispiele von Berichten zu nachhaltigen Anlagestrategien sind in Tabelle 12 aufgelistet.

Tabelle 12

## BEISPIELE VON NACHHALTIGEN INVESTMENT-BERICHTEN VON INSTITUTIONELLEN ANLEGERN

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)

INSTITUTIONELLER INVESTOR	LAND	LINK ZU BERICHT	SEITE MIT NACHHALTIGKEITS BEZUG
Nest Sammelstiftung	Schweiz	<a href="https://www.nest-info.ch/fileadmin/webdaten/archiv/geschaeftsberichte/Nest_GB15_DE_2015-07-12_def-web.pdf">https://www.nest-info.ch/fileadmin/webdaten/archiv/geschaeftsberichte/Nest_GB15_DE_2015-07-12_def-web.pdf</a>	S.19
CAP	Schweiz	<a href="http://www.cap-prevoyance.ch/non-classifiee/juillet-2016-rapport-dactivite-2015-2">http://www.cap-prevoyance.ch/non-classifiee/juillet-2016-rapport-dactivite-2015-2</a>	S.13
PGGM	Niederlande	<a href="https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/responsible-investment-annual-report_2015_pggm.pdf">https://www.pggm.nl/english/what-we-do/Documents/responsible-investment-annual-report_2015_pggm.pdf</a>	Gesamtbericht
AP4	Schweden	<a href="http://www.ap4.se/globalassets/formular/rapportarkiv/2015/har-20142015/ap4-sustainability-and-corporate-governance-report-2014_2015_pa.pdf">http://www.ap4.se/globalassets/formular/rapportarkiv/2015/har-20142015/ap4-sustainability-and-corporate-governance-report-2014_2015_pa.pdf</a>	Gesamtbericht
Norges Investment Bank	Norwegen	<a href="https://www.nbim.no/en/transparency/reports/2015/responsible-investment-2015/">https://www.nbim.no/en/transparency/reports/2015/responsible-investment-2015/</a>	Gesamtbericht

## 21.6 DIE BEDEUTUNG DER ORGANISATORISCHEN VERANKERUNG

Abbildung 25 illustriert den in diesem Kapitel beschriebenen Prozess und zeigt auf, welche Akteure je nach Typ der Organisation für den entsprechenden Schritt zuständig sind. Dabei ist zentral, dass die Anlagepolitik vom obersten Aufsichtsgremium verabschiedet wird. Nur so ist gewährleistet, dass sie auch konsequent umgesetzt wird. Die Zuständigkeit für die Implementierung ist stark von der Organisationsstruktur eines institutionellen Anlegers abhängig. Sie kann kaum allgemeingültig beschrieben werden und hängt auch stark von der Grösse des jeweiligen Teams ab. Auch für die Implementierungsphase ist aber wichtig, dass die Zuständigkeiten klar festgelegt sind.

## 21.7 SCHLUSSFOLGERUNGEN

Immer mehr institutionelle Anleger, seien es Pensionskassen, Versicherungen oder Stiftungen, beginnen, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Anlagetätigkeit zu integrieren. Diese Organisationen unterscheiden sich erheblich bezüglich Grösse, Zweck, Struktur und Anlageportfolio. Im vorliegenden Leitfaden wird versucht, die verschiedenen Ausgangslagen und Situationen zu berücksichtigen und die Empfehlungen danach zu differenzieren. Es ist aber wichtig, dass die

Definition einer nachhaltigen Anlagepolitik gut auf die jeweilige spezifische Situation einer Organisation abgestimmt wird. Das vorliegende Handbuch zeigt vielfältige Möglichkeiten für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit im Anlageprozess auf. Oft wird es sinnvoll sein, eine Kombination verschiedener Ansätze zu wählen. In vielen Fällen startet man mit der Integration in ein oder zwei Assetklassen und erweitert die Nachhaltigkeitspolitik schrittweise auf andere Assetklassen. Der in Abbildung 21 aufgezeigte Prozess ist insofern auch nicht abgeschlossen, wenn er einmal durchlaufen wurde. Vielmehr handelt es sich um einen stetigen Kreislauf, bei dem die Anlagepolitik regelmässig wieder überprüft, allenfalls ausgeweitet oder angepasst wird.

Der Markt und das Umfeld nachhaltiger Anlagen entwickeln sich sehr rasch. In schnellem Takt werden neue Produkte und Dienstleistungen lanciert, regulatorische Änderungen angekündigt oder neue Branchenstandards publiziert. Swiss Sustainable Finance verfolgt diese Entwicklung sehr eng und informiert seine Mitglieder regelmässig über wichtige Trends. Ein regelmässiger Dialog zwischen verschiedenen Akteuren, sei es zwischen Asset Ownern und Anbietern, zwischen Verbänden und dem Regulator oder zwischen Stakeholdern und institutionellen Anlegern, wird dazu beitragen, dass die Entwicklungen so gestaltet werden, dass sie für alle Beteiligten den grössten Nutzen erzielen. Mit seinen Aktivitäten will auch SSF zu diesem Dialog beitragen und die Entwicklung von nachhaltigen Anlagen zum Nutzen aller fördern.

### Abbildung 25 ZUSTÄNDIGKEIT FÜR DIE VERSCHIEDENEN SCHRITTE BEI DER DEFINITION UND IMPLEMENTIERUNG EINER NACHHALTIGEN ANLAGEPOLITIK

Quelle: Swiss Sustainable Finance (2016)

	Zuständigkeit bei		
	Versicherungen	Pensionskassen	Stiftungen
<b>Allgemeine Informationen zu nachhaltigen Anlagen</b>	Fachspezialist oder externer Berater	Fachspezialist oder externer Berater	Geschäftsleiter oder externer Berater
<b>Bestimmen der Hauptmotivation</b>	Geschäftsleitung und Verwaltungsrat	Stiftungsrat	Stiftungsrat
<b>Definition der nachhaltigen Anlagepolitik</b>			
<b>Analyse, Simulation und Umsetzungsvarianten</b>	Fachspezialisten und Portfoliomanager	Portfoliomanager oder externer Berater	Geschäftsleiter oder externer Berater
<b>Festlegen der nachhaltigen Anlagepolitik</b>	Geschäftsleitung und Verwaltungsrat	Stiftungsrat	Stiftungsrat
<b>Implementierung mittels nachhaltiger Anlagestrategie</b>			
<b>Interne Umsetzung oder Vergabe an externen Manager</b>	Fachspezialisten und Portfoliomanager	Portfoliomanager und Anlagekomitee	Geschäftsleiter und Anlagekomitee
<b>Monitoring</b>	Fachspezialisten und / oder Portfoliomanager	Fachspezialisten und Anlagekomitee	Geschäftsleiter und Anlagekomitee
<b>Reporting zur nachhaltigen Anlagestrategie</b>	Fachspezialisten und/oder externe Asset Manager	Fachspezialisten oder externe Asset Manager	Geschäftsleiter oder externer Asset Manager



#### Weiterführende Unterlagen

- PRI. (2012). Writing a responsible investment policy, guidance for asset owners.
- PRI. (2016). How asset owners can drive responsible investment beliefs, strategies and mandates.
- Investment Leaders Group. (2016). Taking the long view, A toolkit for long-term, sustainable investment mandates. University of Cambridge.
- Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland. (2016). Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlagen in der evangelischen Kirche.
- Staub-Bisang, M. (2011). Nachhaltige Anlagen für institutionelle Investoren. Verlag Neue Zürcher Zeitung.

- <sup>1</sup> Informationen zu verschiedenen Formen nachhaltiger Anlagen, internationalen Trends und Aktivitäten von anderen Asset Ownern können unter anderem auf folgenden Websites gefunden werden: [www.unpri.org](http://www.unpri.org), [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org), [www.sustainablefinance.ch](http://www.sustainablefinance.ch)
- <sup>2</sup> Jaeggi, O., & Webber Ziero, G. (2016). What New OECD Standards Mean for Investors. MIT Sloan Management Review – Blog. Abrufbar unter: <http://sloanreview.mit.edu/article/investors-required-by-oecd-to-broaden-due-diligence/>.
- <sup>3</sup> Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland. (2016). Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlagen in der evangelischen Kirche. Abrufbar unter: [http://www.ekd.de/download/ekd\\_texte\\_113\\_2016.pdf](http://www.ekd.de/download/ekd_texte_113_2016.pdf)
- <sup>4</sup> UN Global Compact, UNEP FI, PRI. (2015). Fiduciary Duty in the 21st Century. Erhältlich unter: <http://2xjmlj8428u1a2k5o341m71.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/Fiduciary-duty-21st-century.pdf>
- <sup>5</sup> WWF. (2016). Schweizer Pensionskassen und verantwortungsvolles Investieren. Abrufbar unter: [https://assets.wwf.ch/downloads/wwf\\_shareaction\\_german\\_report.pdf](https://assets.wwf.ch/downloads/wwf_shareaction_german_report.pdf)
- <sup>6</sup> Die Gewichtung der verschiedenen Ansätze wurde vom Editorial Team vorgenommen und basiert auf einer Einschätzung von Experten und Asset-Owner-Vertretern.
- <sup>7</sup> Vor einiger Zeit wurden verschiedene Researchanbieter im Auftrag von Stiftungen bewertet und ihre Qualität verglichen. SustainAbility bewertete Nachhaltigkeitsratingagenturen im Rahmen des «Rate the Raters»-Projektes und in verschiedenen Phasen. SustainAbility. (2012). Rate the Raters: Phase Five. Erhältlich unter: <http://sustainability.com/our-work/reports/rate-the-raters-phase-five/>  
Auch Novethic publizierte vor einigen Jahren einen Überblick zu verschiedenen Ratingagenturen. Novethic. (2013). Overview of ESG Rating Agencies. Erhältlich unter: [http://www.novethic.com/fileadmin/user\\_upload/tx\\_ausynovethicetudes/pdf\\_complets/2013\\_overview\\_ESG\\_rating\\_agencies.pdf](http://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2013_overview_ESG_rating_agencies.pdf).  
SSF beabsichtigt, seinen Mitgliedern eine Übersicht zu häufig verwendeten Researchanbietern zur Verfügung zu stellen.

# VERZEICHNIS DER ABKÜRZUNGEN

<b>BAFU</b>	Bundesamt für Umwelt
<b>BVV 2</b>	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>CO<sub>2</sub></b>	Kohlenstoffdioxid
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow
<b>ESG</b>	Environmental, Social, Governance (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)
<b>G7</b>	Gruppe der Sieben
<b>GRESB</b>	Global Real Estate Sustainability Benchmark
<b>GV</b>	Generalversammlung
<b>IFC</b>	International Finance Corporation
<b>IIGCC</b>	Institutional Investors Group on Climate Change
<b>ILG</b>	Investment Leaders Group
<b>JPY</b>	Japanischer Yen
<b>KKV</b>	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
<b>OECD</b>	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
<b>PRI</b>	Principles for Responsible Investment
<b>ROIC</b>	Return On Invested Capital
<b>SASB</b>	Sustainability Accounting Standards Board
<b>SDGs</b>	Sustainable Development Goals (Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen)
<b>SMI</b>	Swiss Market Index
<b>SSF</b>	Swiss Sustainable Finance
<b>SVVK-ASIR</b>	Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen
<b>UN COP 21</b>	UN-Klimakonferenz in Paris 2015
<b>UNGC</b>	United Nations Global Compact
<b>UNO</b>	Vereinte Nationen
<b>USD</b>	US-Dollar
<b>VegüV</b>	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
<b>WBCSD</b>	World Business Council for Sustainable Development (Weltwirtschaftsrat für nachhaltige Entwicklung)

<b>CDP</b>	CDP, früher Carbon Disclosure Project genannt, ist eine unabhängige Non-Profit-Organisation, die umfangreiche Umweltinformationen zu Unternehmen bereitstellt. Die bekannteste Datenbank bietet Informationen zu Kohlenstoff-Emissionen und -Strategien von Unternehmen. CDP stellt auch Daten zu Wasserverbrauch, Forstprodukten und Lieferketten zur Verfügung. <a href="http://www.cdp.net">www.cdp.net</a>
<b>CO<sub>2</sub>-Intensität</b>	Die CO <sub>2</sub> -Intensität misst die Menge an ausgestossenem CO <sub>2</sub> relativ zu einem Referenzmass. Im vorliegenden Fall ist meist von der CO <sub>2</sub> -Intensität von Portfolios die Rede, womit das Vergleichsmass aus einer investierten Einheit (z. B. einer Anlage von CHF 1 Million) besteht.
<b>Corporate-Governance-Faktoren</b>	Corporate-Governance-Faktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext auf die Systeme und Richtlinien, welche definieren, wie Unternehmen geführt und kontrolliert werden. Dazu gehören unter anderem Kriterien wie die Transparenz zur Vergütung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat, die Unabhängigkeit von Verwaltungsräten oder die Ausgestaltung der Aktionärsrechte.
<b>Divestment</b>	Divestment bezeichnet die Aktion des Verkaufs eines Wertpapiers. Im vorliegenden Handbuch bezieht sich der Begriff meist auf den Verkauf aufgrund der Verletzung eines Nachhaltigkeitskriteriums des entsprechenden Anlegers.
<b>ESG</b>	Die Abkürzung ESG (Environmental, Social, Governance) steht für die drei Bereiche Umwelt (z. B. Energie- und/oder Wasserverbrauch), Soziales (z. B. Attraktivität des Arbeitgebers, Management der Lieferketten) und Governance (z. B. Vergütungspolitik, Struktur des Verwaltungsrats). ESG-Faktoren bilden das Fundament für Nachhaltigkeitsratings sowie für Investitionsansätze wie Best-in-Class oder ESG-Integration.
<b>ESG-Aktionärsanträge</b>	Aktionärsanträge, die auf die Verbesserung von Umwelt-, Sozial- oder Governance-Kriterien zielen
<b>ESG-Indizes</b>	Ein ESG-Index bzw. Nachhaltigkeitsindex ist ein Instrument, um den Wert eines Ausschnitts des Aktienmarktes zu messen. Der Index wird auf der Basis der Kurse von Aktien berechnet, die anhand eines bestimmten nachhaltigen Investitionsansatzes ausgewählt wurden. Investoren nutzen solche Instrumente, um die Marktentwicklung nachzuverfolgen und die Rendite eines spezifischen Investmentproduktes mit der Markttrendite zu vergleichen.
<b>ESG-Kriterien</b>	Umwelt-, Sozial- oder Governance-Kriterien, die einer Nachhaltigkeitsanalyse zugrunde liegen
<b>ESG-Performance</b>	Die Leistung einer Organisation in Bezug auf festgelegte Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien
<b>ESG-Rating</b>	ESG-Ratings bzw. Nachhaltigkeitsratings widerspiegeln die Performance von Unternehmen/Ländern/Fonds gemessen an Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG). Nachhaltigkeitsratings ermöglichen es Investoren, einen raschen Überblick über die Nachhaltigkeitsperformance von Unternehmen/Ländern/Fonds zu gewinnen. Solche Ratings bilden die Basis für einen Best-in-Class-Ansatz.

<b>ESG-Reporting</b>	Die Berichterstattung einer Organisation zu Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren
<b>Governance-Faktoren</b>	Siehe Corporate-Governance-Faktoren
<b>Impact Investing</b>	Investitionen in Firmen, Organisationen, Projekte und Fonds, welche die Absicht verfolgen, neben einer finanziellen Rendite auch einen messbaren ökologischen und/oder sozialen Mehrnutzen zu generieren
<b>Kohlenstoffblase</b>	Angenommene Überbewertung von Unternehmen, die fossile Energieträger in ihren Assets ausweisen, welche vor dem Hintergrund der in Paris festgelegten Klimaschutzziele möglicherweise nicht mehr verbrannt und daher wertlos werden
<b>Montreal Carbon Pledge</b>	Diese Initiative wurde im September 2014 lanciert. Die Unterzeichner des Montreal Carbon Pledge verpflichten sich dazu, den Kohlenstoff-Fussabdruck ihrer Investitionen jährlich zu messen und offenzulegen. <a href="http://www.montrealpledge.org">www.montrealpledge.org</a>
<b>Nachhaltige Anlagen</b>	Nachhaltige Anlagen bezeichnen jeden Investitionsansatz, der Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) in die Selektion und Verwaltung von Investments mit einbezieht.
<b>Nachhaltigkeit</b>	Die Brundtland Kommission der Vereinten Nationen definierte Nachhaltigkeit wie folgt: «Nachhaltig ist eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen und ihren Lebensstil zu wählen.»
<b>Portfolio Decarbonization Coalition</b>	Initiative von institutionellen Investoren, die sich mittels quantitativer Ziele dazu verpflichten, die CO <sub>2</sub> -Intensität ihrer Portfolios zu vermindern
<b>Principles for Responsible Investment (PRI)</b>	Bei den «Principles for Responsible Investment» handelt es sich um sechs Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investieren, zu denen sich Asset Owner, Investment Manager und Dienstleistungsunternehmen mittels Unterzeichnung bekennen können. Die Organisation, welche von den Vereinten Nationen unterstützt wird, zielt darauf ab, die Auswirkungen von Nachhaltigkeit auf Investoren zu verstehen und die Unterzeichner dabei zu unterstützen, Nachhaltigkeitsfaktoren in ihre Investitionsentscheide und die Ausübung der Aktionärsrechte zu integrieren. <a href="http://www.unpri.org">www.unpri.org</a>
<b>Smart Beta</b>	Methode der Indexkonstruktion, die auf einer regelbasierten Auswahl von Unternehmen beruht, welche bestimmten Kriterien (auch «Faktoren») entsprechen. Dadurch sollen Risiko-Ertrags-Profile realisiert werden, die denen marktkapitalisierter Indizes überlegen sind.
<b>Soziale Faktoren</b>	Soziale Faktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext unter anderem auf die Rechte, Sicherheit, Diversität und Ausbildung von Arbeitnehmern sowie auf Zuliefererstandards, die Beziehungen zu verschiedenen Stakeholdern und auf Menschenrechte.

<b>Stranded Assets</b>	Stranded Assets beziehen sich auf das Szenario, dass der Wert von fossilen Brennstoffen fällt, wenn sich der CO <sub>2</sub> -Preis erhöht oder die Förderung fossiler Energieträger durch Regulierungen und gesellschaftlichen Druck erschwert wird. Die Aktien von Unternehmen, die im Energiesektor tätig sind, könnten wesentlich an Wert verlieren, falls der politische Druck zunimmt, die globalen CO <sub>2</sub> -Emissionen zu reduzieren. Die mit «Stranded Assets» verbundenen Risiken kommen zunehmend in den Fokus von Investoren.
<b>Treuhänderische Pflichten (Fiduciary Duty)</b>	Verwalter von Pensionskassenanlagen haben treuhänderische Pflichten gegenüber den Begünstigten. Die Verwalter verpflichten sich im Rahmen der Anlageprozesse, angemessene Sorgfalt, Vorsicht und Kompetenz anzuwenden, die Ziele der Begünstigten zu berücksichtigen und ihrem Vertrauen gerecht zu werden. Die rechtlichen Grundlagen von treuhänderischen Pflichten variieren je nach Land. Die meisten institutionellen Investoren verfolgen das hauptsächliche Ziel, für ihre Begünstigten eine angemessene finanzielle Rendite zu erreichen. Es ist aber auch möglich, von den Verwaltern zu verlangen, dass sie ESG-Faktoren als Teil ihrer treuhänderischen Pflichten anerkennen. Internationalen Rechtsexperten zufolge umfassen diese Pflichten heute auch die Berücksichtigung von ESG-Risiken und -Chancen im Investitionsprozess.
<b>Umweltfaktoren</b>	Umweltfaktoren als Teil der ESG-Kriterien beziehen sich im Investitionskontext unter anderem auf den ökologischen Fussabdruck einer Unternehmung oder eines Landes (z. B. Energie- und Wasserverbrauch), das Management von Umweltthemen (Umweltmanagementsysteme basierend auf ISO 14001) und auf die Umweltbelastung durch die Produkte (z. B. Autos mit geringem Benzinverbrauch).
<b>UNEP FI</b>	UNEP FI ist eine 1992 gegründete globale Partnerschaft zwischen dem Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP) und der Finanzbranche. Die Mission der UNEP FI ist es, einen systemischen Wandel im Finanzsektor zu unterstützen, damit dieser eine nachhaltige Welt fördert (auch ersichtlich im Motto «Changing finance, financing change»). Mitglieder, die dem Banken-, Versicherungs- und Investmentsektor angehören, anerkennen Nachhaltigkeit als eine gemeinsame Verantwortung aller Wirtschaftsakteure. Dementsprechend unterstützen sie Ansätze, welche die negativen Umweltauswirkungen der Finanzindustrie reduzieren.
<b>UNEP Inquiry</b>	UNEP Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System ist ein Programm der UNEP, das Strategien für eine bessere Ausrichtung des Finanzsystems auf die Bedürfnisse einer nachhaltigen Entwicklung erarbeitet und so den Übergang zu einer ressourcenschonenden Wirtschaft beschleunigen soll.
<b>United Nations Global Compact (UNGC)</b>	Diese Initiative der Vereinten Nationen hat zehn universelle Prinzipien für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung definiert und unterstützt Unternehmen dabei, ihre Strategien und Aktivitäten daran auszurichten. Die weltweit anerkannten Prinzipien des UN Global Compact beziehen sich auf die Bereiche Menschenrechte, Arbeit, Umwelt und Korruptionsvermeidung. Unterzeichnende Unternehmungen verpflichten sich dazu, regelmässig ihren Fortschritt in diesen Themen offenzulegen. <a href="http://www.unglobalcompact.org">www.unglobalcompact.org</a>
<b>Wesentlichkeit (Materiality)</b>	Eine Nachhaltigkeitsinformation gilt im Investmentkontext als wesentlich, wenn sie einen Bezug zur finanziellen Performance eines Unternehmens aufweist.

Vollständiges Glossar siehe SSF-Website:

[http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary-\\_content---1--3077.html](http://www.sustainablefinance.ch/en/glossary-_content---1--3077.html)

## Herausgeber

Swiss Sustainable Finance (SSF) stärkt die Positionierung der Schweiz als globaler Markt für nachhaltige Finanzen durch Information, Ausbildung und die Förderung von Wachstum. Die 2014 gegründete Organisation hat Vertretungen in Zürich, Genf und Lugano. Zurzeit vereint SSF über 90 Mitglieder und Netzwerkpartner, darunter Finanzdienstleister, Investoren, Universitäten und Hochschulen, Ämter und andere Organisationen. [www.sustainablefinance.ch](http://www.sustainablefinance.ch)

Dieses Handbuch wurde initiiert und begleitet von der Arbeitsgruppe «Institutional Asset Owners» von Swiss Sustainable Finance. In der Arbeitsgruppe mitgewirkt haben die folgenden Personen: Adnan Ahmad (AXA Winterthur), Claudia Bolli (Swiss Re), Renato Bortolamai (Eltaver AG), Ulla Enne (Nest Sammelstiftung), Dr. Hubert Niggi (suva), Pascale Pfeiffer (Die Mobiliar) und Kristine Schulze (Helvetia Versicherungen).

## Redaktionsteam

**Ulla Enne**, Fachspezialistin Anlagen, Nest Sammelstiftung

**Pascale Pfeiffer**, Corporate Social Responsibility, Leiterin Nachhaltigkeit & Kunst, die Mobiliar

**Dominique Habegger**, Head of Institutional Asset Management, de Pury Pictet Turrettini & Cie.

**Pierin Menzli**, Head of Sustainable Investment, Bank J. Safra Sarasin

**Sabine Döbeli**, Geschäftsleiterin, Swiss Sustainable Finance

**Jean Laville**, Stellvertretender Geschäftsleiter, Swiss Sustainable Finance

## Autoren

**Philip Ammann**, Global Thematic Equities Analyst, Vontobel Asset Management

**Roger Baumann**, COO & Head Sustainability, Credit Suisse Real Estate Investment Management

**Erol Bilecen**, CSR-Management, Raiffeisen Schweiz

**Dr. Marc-Olivier Buffle**, Senior Client Portfolio Manager, Pictet

**Bernard de Halleux**, Head of Candriam Switzerland LLC, Candriam Investors Group

**Angela de Wolff**, Founding Partner, Conser Invest

**Sabine Döbeli**, Geschäftsleiterin, Swiss Sustainable Finance

**Hans-Peter Egler**, CEO, Global Infrastructure Basel

**Christian Etzensperger**, Head of Corporate Strategy & Chief of Staff, responsAbility Investments AG

**Andrea Gäumann**, Consultant, BHP – Bruggler and Partners Ltd.

**Dr. Christopher Greenwald**, Head of Sustainability Investing Research, RobecoSAM AG

**Adam Heltzer**, Responsible Investment, Partners Group

**Kelly Hess**, Project Manager, Swiss Sustainable Finance

**Jonathan Horlacher**, Financial Analyst, Credit Suisse

**Dr. Maximilian Horster**, Partner, South Pole Group

**Vincent Kaufmann**, CEO, Ethos Foundation

**Jean Laville**, Stellvertretender Geschäftsleiter, Swiss Sustainable Finance

**Konstantin Meier**, Manager, PwC

**Philipp Mettler**, Senior Sustainable Investment Analyst, Bank J. Safra Sarasin

**Ivo Mugglin**, Trainee, Swiss Sustainable Finance

**Dr. Agnes Neher**, Sustainability Manager, Bank J. Safra Sarasin

**Marina Parashkevova**, Market Research Analyst, Symbiotics SA

**Ben Peeters**, Senior Investment Specialist SRI, Candriam Investors Group

**Catherine Reichlin**, Head of Financial Research, Mirabaud & Cie.

**Regula Simsa**, Consultant, BHP – Bruggler and Partners Ltd.

**Fabio Sofia**, Head of Business Development, Symbiotics SA

**Dr. Daniel Wild**, Head of Sustainability Investing Research & Development, Member of the Executive Committee, RobecoSAM AG

**Alexander Zanker**, Senior ESG/Quant Strategist, LGT Capital Partners

**Gyentsen Zatul**, Investor Relations Manager, VietNam Holding Asset Management

## Danksagung

Swiss Sustainable Finance dankt den folgenden Personen für ihre wertvollen Beiträge zum vorliegenden Handbuch: Die Autoren der verschiedenen Kapitel haben ihr Fachwissen für das Handbuch zur Verfügung gestellt und haben die Anregungen des Editorial Teams konstruktiv aufgenommen. Ohne ihr Knowhow hätten die verschiedenen Themen niemals in dieser Tiefe behandelt werden können. Zahlreiche Vertreter von verschiedenen Asset Ownern haben bereitwillig Auskunft gegeben zu ihren nachhaltigen Anlagestrategien, was die praxisrelevante Darstellung der Fallstudien ermöglichte. Die Mitglieder der Arbeitsgruppe «Institutional Asset Owners» haben mit ihrer Idee den Anstoss für die Publikation geliefert und in der Konzeptions- und Umsetzungsphase wertvolles Feedback zu Struktur und Inhalt des Handbuchs erteilt. Das Sustainable Finance Team des WWF Schweiz hat nützliches Feedback zu den Umsetzungstipps im Schlusskapitel beigesteuert. Alle Übersetzer und Korrektoren haben sich in die vielfältige Begriffswelt im Thema nachhaltige Anlagen eingedacht und die Texte sprachlich arrondiert.

Zürich, November 2016

Übersetzungen: Bersal Übersetzungen

Korrekturlesungen: a: text

Verwendeter Zitationsstil in den Referenzlisten und den weiteren Quellenangaben: APA (American Psychological Association)

Gestaltung: vetsch frei gmbh | vetschfrei.com

Papier: Lessebo 1.3 Rough White (FSC®-certified)

Druck: Abächerli Media AG, Sarnen



## Disclaimer

Dieses Dokument wurde von Swiss Sustainable Finance in Zusammenarbeit mit verschiedenen Autoren erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen (nachfolgend «Informationen») basieren auf Quellen, die als verlässlich betrachtet werden, jedoch wird keine Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit derselben übernommen. Die Informationen können jederzeit geändert werden, ohne dass eine Verpflichtung besteht, den Empfänger darüber zu informieren. Ist nichts Anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft und nicht garantiert. Sämtliche Handlungen aufgrund der Informationen erfolgen auf eigene Haftung und Gefahr des Empfängers. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Die Informationen entbinden den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung.



DIESES HANDBUCH  
BIETET EINEN  
UMFASSENDE,  
PRAXISORIENTIERTEN  
ÜBERBLICK  
ZU NACHHALTIGEN  
ANLAGEN.

**Swiss Sustainable Finance**

Grossmünsterplatz 6 | 8001 Zürich | Tel. 044 515 60 50  
[www.sustainablefinance.ch](http://www.sustainablefinance.ch)

Folgen Sie uns auf

> Twitter [@SwissSustFin](https://twitter.com/SwissSustFin)

> LinkedIn [Swiss Sustainable Finance](https://www.linkedin.com/company/swiss-sustainable-finance)

