

Die nachhaltige Kapitalanlage wird dynamisch bleiben

Der Gedanke des nachhaltigen Investierens ist nicht mehr aus den Köpfen zu bekommen. Zu wichtig und zu universell ist das Thema. Und der Blick zurück offenbart, dass es keineswegs neu ist. Vielleicht in der Dimension, das mag sein. Bereits 1987 wurde der Brundtland-Bericht veröffentlicht. Die II-Chefredaktion sprach mit drei renommierten Experten im ESG-Umfeld.

Jan Rabe, Sustainable Investment Office, Metzler Asset Management GmbH
Richard Schmidt, Leiter Absolute Return und ESG-Botschafter, DJE Kapital AG
Patrick Vogel, Head of Portfolio Management und Mitglied der Geschäftsführung der MainFirst Affiliated Fund Managers (Deutschland) GmbH

INTELLIGENT INVESTORS: Meine Herren, beginnen wir mit einem aktuellen Anlass. Trotz Kritik bleibt die EU-Kommission bei ihren Plänen und stuft Erdgas und Kernkraft künftig als grüne Energie ein. Können Sie die vorgebrachten Bedenken verstehen?

Jan Rabe: Im Vordergrund sollte die Frage stehen, wie wir als Gesellschaft den Übergang in eine klimaneutrale Wirtschaft ökonomisch sinnvoll gestalten können. Ich glaube, dass man die Nutzung beider Technologien strenggenommen nicht als nachhaltig ansehen kann. Doch ich gebe auch zu bedenken, dass beispielsweise fossiles Gas in hochmodernen Gaskraftwerken für einen Übergangszeitraum eine Brücke bilden kann, um einen schnelleren Kohleausstieg zu ermöglichen. Der dahinterliegende Aspekt, sich nicht zu stark auf die Pure Plays zu konzentrieren, kommt mir in der öffentlichen Diskussion zu kurz. Das heißt, eine Einstufung von beispielsweise Erdgas als Brückentechnologie wäre die Grundlage dafür, den Energiemix zu stabilisieren. Dies ist wichtig aus zwei Gründen: Der Faktor Energie bildet eine verlässliche Säule in Zeiten steigender ökonomischer Unsicherheit und ermöglicht es, energieintensive Branchen zügig zu entkarbonisieren.

Richard Schmidt: Der Blick über unsere eigenen Landesgrenzen hinweg zeigt, wie heterogen die Auffassungen hierzu sind. Ähnlich

wie hierzulande gibt es beispielsweise in Österreich eine sehr starke Anti-Atomkraft-Bewegung. Andernorts, in Frankreich oder Polen, herrscht eine andere Meinung vor. So plant die polnische Regierung, Kohlekraftwerke durch neue Atomreaktoren zu ersetzen, um die Klimaziele zu erreichen. Während demnach in Deutschland die letzten Reaktoren in Bälde vom Netz gehen, erlebt die Atomkraft in anderen Ländern eine Renaissance. Unsere Kunden, um das noch zu betonen, positionieren sich klar gegen Kernenergie.

II: Unterschiedliche Meinungen prallen sowieso beim Thema Nachhaltigkeit aufeinander. Herr Vogel, ist es nicht förderlich, zu einem einheitlichen Verständnis zu kommen?

Patrick Vogel: Nein, das denke ich nicht. Zum einen ist es wichtig zu verstehen, dass sich Nachhaltigkeit in einer kontinuierlichen Weiterentwicklung befindet und sich damit auch das Verständnis wandelt. Heißt, nichts ist sozusagen in Stein gemeißelt. Zum anderen ist das Anerkennen der verschiedenen, mitunter gut begründeten Meinungen von Belang. Wir müssen uns daher vor Augen führen, dass es ein subjektives definitorisches Verständnis von Nachhaltigkeit ist, das wir dann aber auch authentisch vertreten sollten.

II: Anknüpfend daran – MainFirst hat viele Investmentprodukte anzubieten. Die Anforderungen an das Verständnis von Nachhaltigkeit bei Large Caps unterscheiden sich doch von jenen bei Small/MidCaps und Emerging Markets-Anlagen.

Vogel: Ja, genau. Beispiel: Nachhaltigkeit und Emerging Markets sind in der Summe zwei starke Trends. Nun ist die Herausforderung, was ESG-Daten in den Schwellenländern betrifft, tatsächlich existent. Wie geht man dieses vermeintliche Problem an? Nun, man muss mit den jeweiligen Unternehmen sprechen, um den Kontext und die Dynamik zu verstehen. Somit lassen sich im Zuge der Fundamentalanalyse viele Informationen gewinnen, die für die letztliche Investitionsentscheidung unerlässlich sind. So weit gehen viele ESG-Datenanbieter schon gar nicht, sondern berufen sich auf reine quantitative Abfragen oder gar Schätzungen. Darum ist es umso wichtiger, bei ESG-Anlagen in Schwellenländern zusätzlich auf ein aktives Portfoliomanagement zu vertrauen, welches die Lücken schließt, die durch mangelnde Offenlegung von ESG-Daten bis dato herrschen. Einen weiteren Aspekt möchte ich noch anführen – er betrifft das bereits angesprochene Verständnis von Nachhaltigkeit. Denn Investoren sollten bei ESG-Investments in Emerging Markets eben nicht nur auf den Status quo schauen, sondern auch das Verbesserungspotenzial im Blick haben, beispielsweise die Sozialstandards oder Aspekte der Corporate Governance. Hier kann durch aktiven Dialog mit den lokalen Emittenten ein positiver Einfluss ausgeübt werden. Ähnliches sehen wir in anderen Anlageklassen, in denen wir vertreten sind und das Gewicht unserer Investments richtungweisend sein können.

II: Beispiele für den „toten Winkel“ der nachhaltigen Kapitalanlage finden sich auch woanders. Weniger regional, sondern eher auf die Marktkapitalisierung bezogen. Nebenwerte haben einen strukturellen Nachteil gegenüber Standardwerten. Doch die zielgerichtete Kombination von Nebenwertestrategien mit Nachhaltigkeitspräferenzen bilden den Rendite-Treiber, so die Argumentation von Metzger AM.

Rabe: Zunächst einmal lässt sich beobachten, dass Unternehmen aus Europa bei der ESG-Bewertung besser abschneiden als Unternehmen aus allen anderen Regionen. Europa festigt zunehmend seine Führungsrolle in Bezug auf Nachhaltigkeitsbestrebungen. Das mündet darin, dass die Region mehr Kapital anzieht, somit die Refinanzierung für ansässige Unternehmen verbilligt und hieraus einen Wettbewerbsvorteil begründet. Aber ja, gliedert man den Europäischen Aktienmarkt jedoch nach Marktkapitalisierung, stellen wir fest, dass Nebenwerte im Vergleich zu Standardwerten schwächer abschneiden, wenn auf Bewertungen führender ESG-Ratingagenturen geschaut wird. Meist ist dies jedoch darin begründet, dass kleinere Unternehmen nicht dieselben Ressourcen haben, um ein ähnlich positives Bild nach außen zu kommunizieren. Das heißt im Umkehrschluss aber nicht, dass Nebenwerte weniger nachhaltig sind als Standardwerte. Andere Datenpunkte kommen hier zur Geltung.



Jan Rabe

II: Wie lässt sich folglich Mehrwert generieren?

Rabe: Ein Mehrwert für die Portfoliokonstruktion basiert hauptsächlich auf zwei Aspekten: Zum einen lohnt das Meiden von Titeln, die wiederholt durch Kontroversen auffallen, und zum anderen durch das Aufbauen von Impact-Exposure, also das Investieren in Titel, die einen positiven Beitrag für Ökologie und Gesellschaft leisten. Um das konsequent umzusetzen, genügt es nicht, sich auf externe Daten zu verlassen. Es ist nötig, einen partnerschaftlichen Dialog mit den Unternehmen zu führen, um die damit verbundenen Chancen und Risiken adäquat einschätzen und bewerten zu können. Wir bezeichnen diesen Ansatz als Silent Active Ownership – eine einzigartige Form des Shareholder Engagement, die Managements von Unternehmen bei der Umsetzung von ESG-Zielen unterstützt und fördert.

II: Nun fiel in diesem Kontext schon der Begriff der ESG-Daten. Heute gibt es eine Vielzahl an Datenanbietern am Markt, da das Bewusstsein für ESG gewachsen ist. Kritik kommt, da die Daten verschiedener Anbieter oft schwer vergleichbar sind. Viel hilft nicht unbedingt viel?

Schmidt: Dank regulatorischer Maßnahmen und größerer Nachfrage kam es in den vergangenen Jahren in vielen Märkten zu einer regelrechten Datenexplosion. Insofern besteht die Herausforderung tatsächlich darin, die wesentlichen Fakten herauszufiltern und durch die große Datenmenge zu navigieren. Und es ist wichtig zu verstehen, dass es auch bei sogenannten ESG-Vorreitern Aspekte der Kritik gibt und sie nicht überall glänzen. Als Investor liegt es dann an uns, auf Basis der vorhandenen Daten eine abschließende Meinung zu bilden. Und noch eine wichtige Sache

gilt es hervorzuheben – Geschäftsmodelle passen sich ständig neuen Gegebenheiten an. Somit ist es unabdingbar, die Transformationsbereitschaft eines Unternehmens im Blick zu haben. Nur somit sind wir in der Lage, unseren Kunden glaubhaft darzulegen, warum wir ein Unternehmen ins Portfolio aufnehmen.

Vogel: Ich stimme zu. Natürlich könnte man sich bei Investitionsentscheidungen einzig und allein auf ein bereits fertiges ESG-Rating beziehen. Erinnern wir uns aber an die Zeit vor 2008, in der Tranchen mit nahezu wertlosen Papieren ein gutes Rating erhielten und dies kaum hinterfragt wurde. Die eigene Einordnung der Datenlage und die Analyse bezüglich der Auswirkungen kann den Asset Managern keine Agentur vollends abnehmen und verbleibt schließlich eine subjektive Einschätzung. Ziel sollte daher sein, dass der Investor seine eigene ESG-Sicht formen, einbringen und damit einen Mehrwert generieren muss.

II: Mehrwert zu schaffen ist ein gutes Stichwort. Ich nehme an, dass Sie alle dem Vorwurf, Nachhaltigkeit gehe zulasten von Rendite, entschieden entgegengetreten?

Rabe: Unsere Analysen zeigen dies eindeutig. Wir können zum heutigen Stand das Zwischenfazit ziehen, dass ein nicht nachhaltig ausgerichtetes Portfolio das Rendite-Risikoprofil belastet. Zu unterstreichen gilt in diesem Zusammenhang vor allem, dass sich so nicht nur Renditen steigern, sondern vor allem Risiken reduzieren ließen. Zu beachten ist, dass sich der Nachhaltigkeitsbegriff stetig im Wandel befindet – nur wer die nachhaltige Kapitalanlage vorausdenkt, wird Bestand haben.

Patrick Vogel



II: Lassen Sie uns zu einem weiteren wichtigen Aspekt kommen – der Klimaneutralität als hehrem Ziel. So will die EU-Kommission beispielsweise grüne Anleihen fördern, mit denen Unternehmen Geld für klimafreundliche Investitionen einsammeln. Mit Hilfe welcher Methoden lässt sich Klimaneutralität überhaupt darstellen?

Schmidt: Kerngedanke ist, dass sich aus den Treibhausgasemissionen der Unternehmen der CO2-Fußabdruck eines gesamten Investmentfonds oder Portfolios ableiten lässt. MSCI hat ein Tool erarbeitet, das darstellt, inwiefern sich die Unternehmen in den Anlageportfolios an den weltweiten Temperaturzielen orientieren. Somit lässt sich eine Aussage dahingehend treffen, ob ein Portfolio, das einen impliziten Temperaturanstieg von zwei Grad oder weniger als Auswirkung hätte, beispielsweise als gut angesehen werden kann. Anders formuliert – das Tool rechnet die aktuellen und prognostizierten Treibhausgasemissionen jedes Unternehmens unter Berücksichtigung der Emissionsreduktionsziele in einen geschätzten Temperaturanstieg um. Für den Kunden wird auf einen Blick klar, welche Temperatureinflüsse sein Portfolio hat. Mit einem vergleichsweise abstrakten CO2-Fußabdruck kann der Anleger weniger anfangen, mit einer Gradzahl dagegen schon.

II: Das klingt gut. Vielleicht zu gut? Wo sind die möglichen Fallstricke?

Rabe: Im Kern geht es darum, eine komplexe Thematik in praktikable Metriken zu überführen, um die Treibhausgasintensität eines Portfolios in Einklang mit den Zielen aus dem Pariser Klimaabkommen zu bringen – nämlich der Begrenzung der durchschnittlichen globalen Erwärmung auf 1,5 Grad Celsius gegenüber dem vorindustriellen Niveau. Eine naive Ausrichtung nach diesen Metriken ist jedoch nicht ökonomisch sinnvoll. Ein Beispiel: Im passiven Bereich suggerieren Exchange Traded Funds (ETFs) auf Paris-Aligned Benchmarks, welche auf Empfehlungen der EU-Kommission abstellen, dass ein auf 1,5 Grad ausgerichtetes Portfolio klimaneutral wäre. Wenn wir die Branchengewichtung dieser ETFs gegenüber ihren konventionellen Benchmarks betrachten, sticht ins Auge, dass diese Ausrichtung eher als eindimensional zu bewerten ist. Während so Entwickler von Solarparks profitieren, werden Energie-, Grundstoff-, und Versorger-Branchen stark untergewichtet.

II: Welche Folgen hat das?

Rabe: Vielen ist nicht bewusst, dass genau diese eindimensionale Betrachtung die Energiewende nicht nur verteuert, sondern diese auch verlangsamt. Wussten Sie, dass 98 % einer Windkraftanlage aus Vorprodukten energieintensiver Branchen stammen – vor allem aus Zement, Stahl und Aluminium? Der Abfluss von Kapital aus diesen Branchen begünstigt folglich die sogenannte Grünflation. Das Ziel der Energiewende wird damit konterkariert. Anstatt an traditionellen Branchenklassifizierungen festzuhalten, sollte wertschöpfungskettenübergreifend gedacht werden.

II: Die Gretchenfrage für viele Anleger lautet: Aktives versus passives Portfoliomanagement im Rahmen der nachhaltigen Kapitalanlage. Folgt jetzt das Plädoyer für den aktiven Ansatz?

Vogel: Wir müssen schon festhalten, dass passive Produkte abhängig von den starren Regeln der Indexanbieter sind. Sie sind statisch in ihrer Methodik und können somit dem dynamischen Charakter der nachhaltigen Kapitalanlage nicht Schritt halten. Dieses Verständnis ist aber nach unserer Meinung vonnöten, um letztlich Mehrwerte zu generieren. Aktive Fondsmanager können so bei Unternehmen, mit denen sie als Investoren im Dialog stehen, langfristig erfolgreiche Veränderungen anstoßen und verfolgen. Hinzu kommt, dass Indizes nicht zwangsläufig die Unternehmen mit dem größten Entwicklungspotenzial abbilden.

Schmidt: Speziell institutionellen Investoren mit einer ausgeprägten Wertorientierung, zu denen Kirchen zählen, ist es wichtig, dass ihre Werte in ethisch-nachhaltigen Anlagekriterien zum Ausdruck kommen. Das war bereits in der Vergangenheit der Fall. Für sie ist klar, dass es kein ethisch neutrales Investment gibt, denn jede Geldanlage entfaltet eine Wirkung. An diesem Punkt konnten wir als aktiver Investor mit Ausschlüssen gut überzeugen und punkten. Anbieter passiver Produkte haben diesen Rückstand im Zeitablauf kleiner, aber nicht wettgemacht. Es gibt nach wie vor sehr viele Kunden im Insti-Bereich, die spezielle Anforderungen haben. Und die großen Indexanbieter können diese nicht bedienen. Was ich auch sehe ist, dass die Liquidität in vielen Nachhaltigkeitsindizes nicht so hoch ist.

Rabe: Passive Produkte sind durchaus in der Lage, individuelle Kundenwünsche umzusetzen – dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn Wertekonzepte nach strengen Vorgaben in Form von Ausschlusslisten und kostengünstig umgesetzt werden sollen. Darüber hinaus gilt: Die nachhaltige Kapitalanlage ist Trumpf des aktiven Portfoliomanagers. Daten, mit deren Hilfe sich Nachhaltigkeit messen lässt, werden qualitativ hochwertiger und bieten somit eine verlässlichere Grundlage, vorteilhafte Anlageentscheidungen zu treffen. Vor allem aber gilt es, stetig neu zu bewerten, ob die verkündete Nachhaltigkeitsstrategie eines Unternehmens glaubhaft oder lediglich ein Feigenblatt ist. Nur so kann überprüft werden, ob mit einer entsprechenden Ausrichtung auch ein ökonomischer Vorteil einhergeht.

Schmidt: Noch ein Satz zu den großen Indexanbietern – diese zeigen oftmals zwei Gesichter. Ein „grünes“ und eines, in dem sie beispielsweise massiv Kohle-Investitionen betreiben oder Atomenergie fördern. Diese Janusköpfigkeit möchten Kunden nicht mehr. Auch das spielt uns letztlich in die Karten.

II: Nun müssen Fondsanbieter neuerdings ihre Produkte in eine von drei Nachhaltigkeitskategorien einordnen. Dunkelgrün als „neue Idealvorstellung?“

Schmidt: Da habe ich meine Zweifel. Ist dem Kunden beispielsweise künftig wirklich einfach und nachvollziehbar die Differenzierung zwischen Artikel 8 plus und Artikel 9 beizubringen? In Zukunft wird es vermutlich so sein, dass das



Richard Schmidt

Anlageuniversum im dunkelgrünen Bereich recht eng sein wird mit der Konsequenz, dass ein Portfolio so gut wie vorgegeben ist. Das raubt Gestaltungsmöglichkeiten. Bei 8-plus-Fonds besteht zumindest noch genügend Auswahl.

Rabe: Ein Aspekt, der in diesem Zusammenhang zu wenig diskutiert wird, ist die Steuerung der Portfoliorisiko-Konzentration. Die Ausrichtung auf eine Nische kann dazu führen, dass das Anlageprodukt womöglich unbeabsichtigte Positionierungen auf anderen Investitionsebenen eingeht, wie der Risikoprämien- oder der Branchen- und Länderebene. Hierüber gilt es, den Kunden aufzuklären und in Absprache gegenzusteuern – nur so kann gewährleistet werden, dass die nachhaltige Kapitalanlage Bestand hat.

II: Den Nachhaltigkeitsbegriff der Zukunft – wie lässt er sich fassen?

Vogel: Ich denke, es gibt kein allgemeingültiges, einheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit. Und das wiederum ist gut so. Die zugrundeliegenden Kriterien sind subjektiver Natur. Insofern lässt sich nachhaltiges Investieren nicht gleichsetzen. Vielmehr gilt es, einen authentischen Ansatz zu erarbeiten und diesen transparent darzulegen. Das ist die zentrale Botschaft.

Rabe: Die nachhaltige Kapitalanlage wird dynamisch bleiben und muss ständig neu hinterfragt werden. Das gilt auch für Konzepte, die seitens der Regulierung zur Umsetzung des Nachhaltigkeitsbegriffs in Anlagestrategien vorgeschlagen werden. Nur wer versteht, wie sich Nachhaltigkeitsaspekte in ökonomische Größen wie Umsätze, Kosten, Abschreibungen oder Investitionen übersetzen lassen, kann dem Kunden gegenüber glaubhaft sein.