

**Credit Insight: 19. November 2019 / HER**

## Nachhaltig Investieren: Pflicht oder Tugend?

**Praxistipp: Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten (ESG) in der Kapitalanlage**

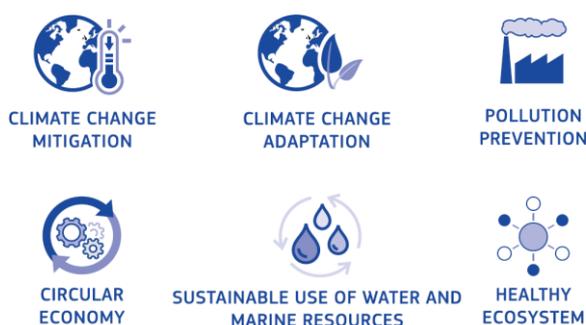
| 1

### Einführung

Es gibt kaum ein anderes Kürzel in der Finanzwelt, welches aktuell für hitzigere Diskussionen sorgt, als ESG. Durch verschiedene Vorstösse auch auf supranationaler und regulatorischer Ebene (z.B. Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen, Sustainable Finance Initiative der EU Kommission) sind institutionelle Investoren dazu angehalten, ethische Überlegungen aus den Bereichen Umwelt (**E**nvironment), Gesellschaft (**S**ocial) und Führungsbewusstsein (**G**overnance) explizit in ihre Anlageentscheide miteinzubeziehen. Institutionelle Investoren sollen die ihnen anvertrauten Gelder somit nicht nur anlegen, um rein finanzielle Ziele zu verfolgen, sondern auch um einen positiven Beitrag zur gesellschaftlichen Entwicklung und dem Schutz der Umwelt zu leisten.

Synonym für diese Bestrebungen stehen Begriffe wie nachhaltiges und verantwortliches Investieren (*sustainable and responsible investment*), sowie Impact und Green Investing, um nur einige zu nennen. Unter die Kategorie Green Investing fallen Green Bonds, also Anleihen deren Mittel einem dediziert umweltfreundlichen Verwendungszweck (z.B. Bau einer Wasseraufbereitungsanlage) zugeführt werden. Um die Betriebsamkeit der Branche in geordnete Bahnen zu lenken, hat die EU am 18. Juni 2019 einen Vorschlag für einen EU-weiten Standard (EU Green Bond Standard oder kurz: EU-GBS<sup>1</sup>) unterbreitet. Dieser soll die Marktteilnehmer zur Emission sowie zur Investition in diese grünen Instrumente ermutigen und der Verbreitung von grün-etikettierten aber nicht immer über jeden Zweifel erhabenen Papieren einen Riegel schieben. Auch wurde ein komplexes System zur Klassifizierung (Taxonomy) von nachhaltigen Aktivitäten geschaffen, das im Kern auf sechs Wirkungsbereichen basiert (siehe unten).

**Darstellung 1: Visualisierung der sechs Umweltziele gemäss EU Taxonomy**



Quelle: Beyond Ratings

Zukünftig sollen nur noch Unternehmen in nachhaltigen Aktien- und Obligationenfonds ("grüne Investitionen") inkludiert werden, welche konkret nachweisen können, dass sie einen messbaren Beitrag zu einem der sechs Bereiche leisten, ohne dabei einen der anderen zu verletzen. Die EU erhofft sich so, bei den Anlegern und Unternehmen einen einheitlichen Standard zu etablieren, welcher breite Anwendung findet und sich allenfalls auch global durchsetzt. Das relevante Grundlagenpapier ist 414 Seiten stark und von beeindruckender Detailtiefe, bleibt aber bei der praktischen Umsetzung viele Antworten schuldig.

So müssen die Daten, welche die Klassifizierung überhaupt ermöglichen, erstmals erhoben, überprüft und dann auch bewirtschaftet werden. Der Aufwand für diese zusätzliche, strikt umweltbezogenen Bewertungsdimensionen (traditionelle Risiko-Rendite Überlegungen sind explizit aussen vor) liegt zum einen bei den Unternehmen (Deklaration der Umsätze entlang der Definitionen der Taxonomy) und zum anderen bei den Investoren, die nachhaltige Anlageprodukte vermarkten. Es ist aber auch vorstellbar, dass die EU im Endausbau selbst eine zentrale Instanz zur Datenbeschaffung und -haltung ins Leben rufen wird und direkt Einfluss auf die Geldströme nehmen kann.

Im aktuellen Vorschlag ist die Anwendung der EU Klassifizierung (noch) auf freiwilliger Basis und es besteht die Möglichkeit, dass institutionelle Anleger und Asset Manager, die nachhaltige Produkte anbieten oder nachhaltig investieren, eigene Ansätze entwickeln und anwenden. So muss sich auch das Klassifizierungssystem der EU im Hinblick auf Aussagekraft und Benutzerfreundlichkeit am Markt durchsetzen und den Test der Zeit bestehen. Aus Marktsicht ist eine Pluralität von möglichen Ansätzen begrüssenswert, da Standardisierungsbestrebungen auf supranationaler Ebene bisher selten mit Erfolg gekrönt waren, Innovationen

<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-green-bond-standard_en)

ausbremsen und in bürokratischen Auswüchsen resultieren. Der administrative Aufwand, ein System nach der intellektuell spannenden Konzeptionsphase zu betreiben und kontinuierlich weiterzuentwickeln, wird oft unterschätzt und droht die ohnehin schon schmalen Renditen von Sparern, Rentnern und Versicherungsnehmern zusätzlich zu belasten.

### Nachhaltigkeit und Verantwortlichkeit in der Kapitalanlage

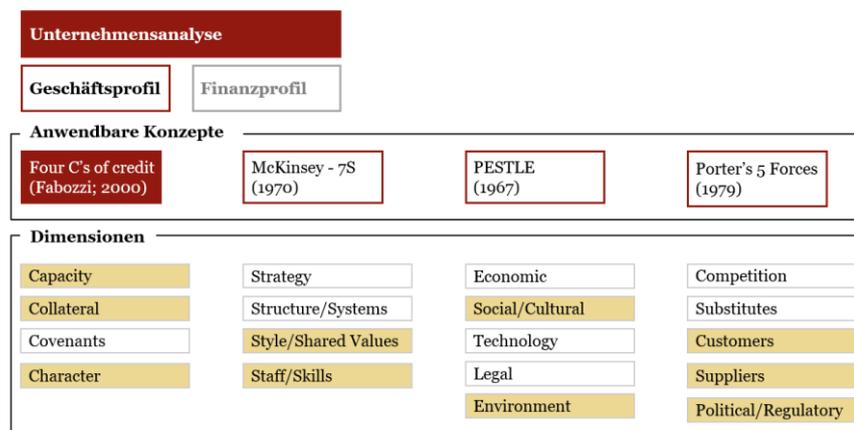
Neben der lautstarken ESG-Fangemeinde, darunter viele Nutzniesser der Entwicklung, gibt es auch einige Skeptiker, die berechtigterweise anführen, dass institutionelle Investoren in ihrer treuhänderischen Funktion schon immer nachhaltig und verantwortlich handeln mussten. Dies aus dem einleuchtenden Grund, dass Gelder umsichtig und mit Weitblick zur Sicherstellung von langfristigen Verpflichtungen gegenüber Rentnern, Versicherungsnehmern oder Sparern angelegt werden. Trotzdem sollen Pensionskassen in Deutschland durch eine neue Richtlinie (EbAVII) zur Integration von ESG-Kriterien in Anlagepolitik und Risikomanagement angehalten werden.

In der Disziplin der Kreditanalyse – Anleihen und Schuldscheine gehören, Tiefzinsumfeld zum Trotz, neben Immobilien und Aktien zu den traditionellen Bausteinen eines institutionellen Portfolios – ist der Begriff der Nachhaltigkeit fest verankert, was im langfristigen Charakter der Anlageklasse begründet ist. Gilt es doch nicht zuletzt, unter Berücksichtigung aller bekannten und potenziell relevanten Einflussfaktoren eine Aussage über die zukünftige Fähigkeit und Bereitschaft eines Schuldners zu machen, seinen Verpflichtungen über die gesamte Laufzeit (Unternehmen begeben Anleihen mit Laufzeiten von 5-30 Jahren, einzelne Länder bis 100 Jahre) pünktlich und vollumfänglich nachzukommen. Wie dies sinnvoll angegangen werden kann und wie man den thematischen Irrgarten ohne allzu grosse Reibungsverluste durchschreitet, versuchen wir nachfolgend aufzuzeigen.

### Relevante Dimensionen in der Kredit- und Unternehmensanalyse

Eine Kernaufgabe von Analysten ist es, ein vertieftes Verständnis des Geschäftsprofils eines Unternehmens zu gewinnen und die daraus resultierenden Mittelflüsse anhand der finanziellen Berichterstattung richtig zu interpretieren. Potentielle Chancen aber auch Risikofelder, welche die Geschäftsentwicklung in Zukunft prägen werden, gilt es frühzeitig zu identifizieren und in die Bewertung miteinfließen zu lassen. Dazu gehören Einschätzungen zur Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells, zur Qualität der Unternehmensführung sowie die Identifikation und kontinuierliche Überwachung von gesellschaftlichen und regulatorischen Problemfeldern. Eine umfassende Umweltanalyse gehört somit zum traditionellen Handwerkzeug eines Analysten. Zur Unterstützung stehen dem Analysten eine Vielzahl von etablierten Methoden zur Auswahl, welche als konzeptionelles Gerüst in diesem Analyse-schritt beigezogen werden können (siehe Darstellung).

### Darstellung 2: ESG Faktoren ist in der Kredit- bzw. Unternehmensanalyse: kein neues Konzept



Quelle: I-CV

So beschreibt das Grundlagenwerk "Fixed Income Analysis" von Frank J. Fabozzi (2000) den Ansatz der vier C (capacity, collateral, covenants, character) als Grundpfeiler der Kreditanalyse. Das erste C bezieht sich auf die Zahlungsfähigkeit (capacity to pay), welche neben der auf historischen Daten basierenden Finanzanalyse auch vorausschauende Faktoren wie sich abzeichnende Industrietrends, das regulatorische Umfeld sowie die Anfälligkeit des Geschäftsmodells gegenüber Schockszenarien mitberücksichtigt. Das zweite C (collateral) befasst sich konkret mit der Werthaltigkeit von Aktiven, welche während der Laufzeit zur Absicherung einer Verpflichtung dienen. Ein Kohlekraftwerk, welches aufgrund zu hoher Emissionswerte, in ein paar Jahren vom Netz genommen wird (gestrandeter Vermögenswert), stellt in dieser Betrachtung ein schwächeres Pfand dar als eine moderne Wasserkraftanlage mit einer 30-jährigen Betriebskonzession. Beim vierten C (character) wird unter anderem die Qualität des Managements (z.B. im Umgang mit Anspruchsgruppen, im Krisen- oder Turnaroundmanagement), die Corporate Governance, die Berichterstattung, Lohnpolitik und Transparenz evaluiert und in der Gesamtbeurteilung berücksichtigt.

Der kurze Exkurs soll darlegen, dass Analysten in ihre Bewertung sämtliche Faktoren, welche einen materiellen Einfluss auf den Geschäftserfolg eines Unternehmens haben können, mitberücksichtigen sollten und dass der gegenwärtige Fokus auf die Teilmenge ESG, eine breitangelegte Fundamentalanalyse nach traditionellem Ansatz nicht ersetzt. Als Konsequenz empfehlen wir **ESG Faktoren als komplementäre, der Fundamentalanalyse nachgelagerte Kriterien einzusetzen**, welche bei konsistenter Verankerung im Anlageprozess und periodischer Überwachung, einen positiven Beitrag zum Wohlergehen zukünftiger Generationen bzw. zur Erreichung der nachhaltigen Entwicklungsziele ermöglichen.

### Möglichkeiten und Grenzen quantitativer ESG-Scores

Ein einfaches quantitatives Verfahren, welches es ermöglicht, ESG Faktoren mittels einer aggregierten Kennzahl systematisch zu erfassen, ist ein guter Startpunkt, um Unternehmen im Anlageuniversum konsistent zu klassifizieren und zu überwachen. Hierbei ergeben sich in der Praxis aber einige Fallstricke, da hohe ESG-Werte oft mit attraktiver Bewertung (bei Aktien) bzw. hoher Bonität (bei Anleihen) gleichgesetzt werden. Beides ist empirisch jedoch unzureichend belegt bzw. auf Faktoren ausserhalb des ESG Geltungsbereichs zurückzuführen. Dies kann unter Umständen zu groben Fehlbeurteilungen führen.

So kann eine attraktive Aktie einen tiefen ESG Wert haben und eine Anleihe mit einer tiefen Bonität (also einer hohen Wahrscheinlichkeit, dass Zinsdienst und Kapitalrückzahlung nicht termingerecht geleistet werden) trotzdem einen hohen ESG Wert ausweisen. Ein prominentes Beispiel für letzteres ist das spanische Unternehmen Abengoa, welches mit über 24'000 Mitarbeitern im Bereich Umwelttechnik (Bau von Wasseraufbereitungs- und Solaranlagen) tätig ist. Mit zahlreichen Green-Bond-Emissionen erreichte die Unternehmung 2015 Bestnoten (in den globalen Top200) im Bereich Klimaschutz. Das Unternehmen kam jedoch mit einer Schuldenlast von EUR 10 Mia. ins Straucheln und beantragte bereits anfangs 2016 Gläubigerschutz. Bondinvestoren hatten die Wahl zwischen 97% Verlust oder einem Debt-for-Equity Swap. Die Aktie ging von EUR 5 auf EUR 0.02 zurück.

Im Markt mit Daten und Informationen zu ESG und Nachhaltigkeitsfaktoren herrscht trotz allem immer noch Goldgräberstimmung. Es gibt inzwischen eine Vielzahl von Anbietern, die Nachhaltigkeitsratings und ESG-Scoring Modelle feilbieten, welche dem Investor die Anlageentscheide erleichtern sollen. Scoring-Modelle basieren zurzeit noch fast ausschliesslich auf einer binären Auswertung von Informationen aus Nachhaltigkeitsberichten, Geschäftsberichten und der automatisierten Auswertung des Nachrichtenflusses zu einer Unternehmung. Dies führt dazu, dass ESG Ratings heute selten eine objektive Beurteilung der "wahren" Nachhaltigkeit und ethischen Güte eines Unternehmens ermöglichen, sondern Unternehmen begünstigen, die über klare, interne Richtlinien, eine lückenlose Berichterstattung sowie über hohe Marketingbudgets zu professionellen Aufbereitung von Nachhaltigkeitsthemen verfügen.

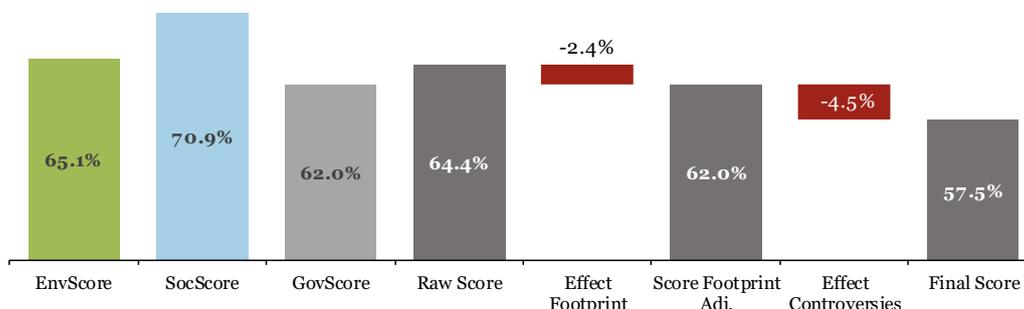
Ob die Unternehmen diese Werte dann auch vorleben und den Worten Taten folgen lassen – die eigentliche Essenz der Bemühungen – lässt sich durch ESG-Ratings nicht feststellen. Im Gegenteil, wir stellen fest, dass gerade Unternehmen, welche Geschäftsaktivitäten verfolgen, die aus Nachhaltigkeitsperspektive problematisch erscheinen (z.B. Emittenten aus der Bergbau- und Energieindustrie) höhere Werte aufweisen, als dies intuitiv erwartet werden könnte. Ein Grund dafür ist unseres Erachtens, dass sich diese Unternehmen der Problematik bewusst sind und dem prüfenden Blick der Öffentlichkeit so begegnen, dass Mithilfe spezialisierter externer Kommunikationsagenturen eine offensive Offenlegungsstrategie verfolgt wird. Konkret wurden parallel zum wachsenden Interesse an Nachhaltigkeitsaspekten seitens Investoren auch die Bemühungen hochgefahren, die Tugenden zur Schau zu stellen. Unternehmen mit weniger anfälligen Geschäftsmodellen sind in dieser Kunst andererseits noch weniger bewandert, was in tieferen ESG-Ratings resultiert. Der Verdacht besteht daher, dass ESG-Ratings, wenn nicht gar manipuliert, zumindest ein verzerrtes Bild der Realität darstellen.

ESG Vertreter führen oft an, dass sich die Berücksichtigung von ESG Faktoren über die lange Frist in einer Überrendite für Investoren niederschlagen wird, da Unternehmen mit fragwürdigen Geschäftsmodellen und -praktiken gemieden werden. Obwohl zahlreiche empirische Studien zum Thema veröffentlicht werden, ist ein solcher Effekt allerdings schwer nachweisbar. Umso mehr als die ESG-Zuordnung auf Basis verzerrter Informationen erfolgt, könnte sich diese Hoffnung als sehr flüchtig herausstellen. Auch laufen Investoren Gefahr, dass das investierbare Universum extrem beschnitten wird, so dass eine sinnvolle Diversifikation schwieriger zu erzielen ist, beziehungsweise das Portfolio eine starke Konzentration in einzelnen Sektoren aufweist.

### I-CV ESG Scores – praxisorientierter und skalierbarer Ansatz

Um unsere institutionellen Kunden im Gebiet der Kreditanalyse auch bei ESG und Nachhaltigkeitsthemen tatkräftig mit einer Lösung zu unterstützen, haben wir einen eigenen Ansatz entwickelt, welcher die beschriebenen Mängel traditioneller Scoring Modelle adressiert und zu korrigieren versucht.

Darstellung 3: Schematische Darstellung der einzelnen Komponenten des I-CV ESG Score

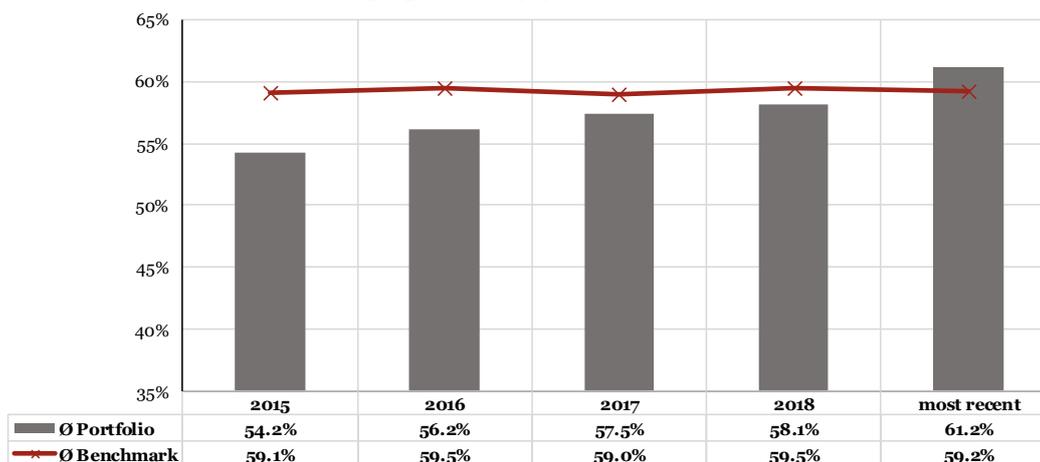


Quelle: I-CV

Das System ermöglicht eine Einstufung auf Unternehmensstufe und kann somit sowohl von Anleihen- wie auch Aktieninvestoren angewendet werden. Für Unternehmen ohne firmenspezifische Daten (keiner spezifischen Berichterstattung zu Nachhaltigkeitsfaktoren) kommt ein Proxy zum Einsatz, welches abgestützt auf den geografischen Fussabdruck (z.B. Umsatzanteil in politisch labilen oder korrupten Ländern) sowie die Kernaktivitäten der Gesellschaft ermittelt. Durch die Berücksichtigung von Kontroversen in den Scorewerten erhalten die Investoren einen Einblick in Unternehmen, welche ausserhalb der regulären Berichterstattungsperioden durch negativen Nachrichtenfluss auffallen (z.B. im Zusammenhang mit Rechtsverfahren, Streiks oder Vorfällen in Produktionsanlagen). Der Investor kann diese Signale dann zum Anlass nehmen, die Materialität und den Einfluss der Kontroversen auf die Bonität (bei Anleihen) und die Gewinnerwartungen (bei Aktien) vertieft zu untersuchen.

Das Verfahren ist praxisorientiert und ermöglicht die Identifikation von akuten Problemfeldern sowie Langzeitriskiken. Die Werte können bei der Auswahl und Überwachung eines Emittenten als Zusatzinformation beigezogen werden. Ebenso lassen sich die Werte als Instrument für die übergeordnete Portfoliosteuerung und das Risikomanagement einsetzen. So lassen sich die Auswertungen mit Benchmarks kombinieren und ermöglichen auch eine Übersicht der historischen Entwicklung des Portfolios.

#### Darstellung 4: Historische Entwicklung eines Beispielportfolios gegenüber einem Benchmark



Quelle: I-CV

Anhand eines einfachen Scoring-Systems können sich Investoren so an die Thematik herantasten, Erfahrungen sammeln und ihren eigenen auf die spezifischen Bedürfnisse zugeschnittenen ESG Ansatz kontinuierlich weiterentwickeln.

Auf Portfolioebene ermöglicht das System eine Gesamtsteuerung vorzunehmen, indem entweder ein Grenzwert als Kriterium für investierbare Anlagen definiert, ein Benchmark abgebildet oder ein Zielwert für das Gesamtportfolio festgelegt wird.

#### Fazit

Das Bestreben der Regulatoren widerspiegelt zum einen den Zeitgeist einer Generation, welche sich nicht nur aktiv für Klimaschutz einsetzt, sondern auch das Bedürfnis hat, das eigene Verhalten (Konsum und Anlageentscheide) konsequent darauf auszurichten. Zum anderen hat sich die Politik mit dem Pariser Abkommen (2015) und der Agenda 2030 zur Reduktion von Emissionen und der Implementierung eines fairen und klimaneutralen Wirtschaftsmodells verpflichtet. Um diese Ziele zu erreichen, sind massive Investitionen notwendig. Aktuelle Schätzungen der EU veranschlagen EUR 175-290 Mia. p.a. über die nächsten zehn Jahre – Tendenz steigend. Da in der Europäischen Union die vielerorts immer noch hoch verschuldeten Länder wenig Spielraum haben, die erforderlichen Infrastrukturinvestitionen selbst zu stemmen, sollen mittels Regulation die Gelder institutioneller Investoren (Pensionskassen, Versicherungen, Vermögensverwalter, etc.) – also der Sparer, Rentner und Versicherungsnehmer – angezapft und mehr oder weniger sanft in der erforderliche Richtung gesteuert werden. Leider sind die Regierungen und Regulatoren nicht gerade für billige oder einfache Lösungen bekannt. Sie bevorzugen meistens den kostspieligen und umständlichen Weg. Ein perfektes System wird es unseres Erachtens nicht geben. Daher sind alle Marktteilnehmer angehalten, das für die Bedürfnisse ihrer Anspruchsgruppen sinnvolle und vertretbare Verfahren zu entwickeln und zu operationalisieren. Die Kontinuität, stete Weiterentwicklung des Verfahrens, aber auch die Kommunikation nach aussen sind wesentliche Erfolgsfaktoren.

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.