

Swiss Finance Institute Roundups

Impact Investing

Editorial



Neben Rendite und Risiko beziehen immer mehr Investoren auch den Impact, also die Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft, als wichtiges Entscheidungskriterium in die Kapitalallokation mit ein. Dieser SFI-Roundup trägt Erkenntnisse von SFI-Professoren und Branchenexperten zu dieser sich rasch entwickelnden Thematik zusammen. Der Austausch ist besonders spannend, wenn konträre Standpunkte zum Vorschein kommen. Zu den angesprochenen wichtigsten Fragen gehören: Wie lässt sich Impact am besten messen? Können effektive, auf messbarem Impact basierende Anreizsysteme für Fondsmanager geschaffen werden? Gibt es einen Zielkonflikt zwischen Rendite und Impact? Sind die Anleger wirklich daran interessiert, eine messbare positive Wirkung auf Umwelt und Gesellschaft zu erzeugen, oder investieren sie in Impact-Finanzprodukte, damit sie ein gutes Gewissen haben?

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Autoren

**Guido Bolliger**

Guido Bolliger ist CEO und CIO von Asteria Investment Managers und Mitglied des Beirats von AxessImpact. AxessImpact nutzt kollektive Intelligenz, um Impact zu erzielen. In den letzten 20 Jahren hat er seine Karriere dem Portfoliomanagement gewidmet. Vor Asteria arbeitete er für SYZ Asset Management, Olympia Capital Management und Julius Bär. Zudem war er ausserordentlicher Professor an der Universität Neuchâtel. Er verfügt über einen Dokortitel in Finanzwissenschaften der Universität Neuchâtel und des Swiss Finance Institute.

**Philipp Krüger**

Philipp Krüger ist SFI Senior Chair und Professor für verantwortungsvolle Finanzen an der Universität Genf. Er ist Mitglied des wissenschaftlichen Beirats von Inrate, einer unabhängigen ESG-Ratingagentur mit Sitz in der Schweiz. Seine Hauptforschungsinteressen sind nachhaltige und verantwortungsvolle Finanzen, Unternehmensfinanzierung, Corporate Governance und verhaltensorientierte Finanzierung. Er hat einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften von der Toulouse School of Economics.

**Laurent Frésard**

Laurent Frésard ist SFI-Senior Chair und Professor für Finanzen an der Università della Svizzera Italiana. Zuvor war er Mitglied der Fakultät der HEC Paris und der University of Maryland. Er sitzt im Stiftungsrat der Fondazione Ticinese per il secondo pilastro, einer Tessiner Pensionskasse. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Big Data und FinTech, nachhaltige Finanzen, Unternehmensfinanzierung und private Märkte. Er hat einen Dokortitel in Finanzwissenschaften der Universität Neuchâtel.

**Norbert Rücker**

Norbert Rücker ist Head of Economics and Next Generation Research bei Julius Bär und Präsident von energie-cluster.ch, einem Verein zur Förderung von Innovation, Energieeffizienz und erneuerbaren Energien. Zudem gründete er die SwissAfrican Foundation, die Projekte zur Rettung bedrohter Tierarten und anderer Wildtiere in Afrika unterstützt. Er hat einen Master of Arts in Management and Economics der Universität Zürich.

**Julian Kölbel**

Julian Kölbel ist SFI-Fakultätsmitglied, Assistenzprofessor für nachhaltige Finanzen an der Universität St.Gallen und Research Affiliate am MIT Sloan, wo er Mitbegründer des Aggregate Confusion Project ist. Zusätzlich zu seiner akademischen Tätigkeit ist er Mitglied des Anlageausschusses der Schweizer Pensionskasse Abendrot. Er hat einen Dokortitel in Management und Finanzen der ETH Zürich.

**Rosa Sangiorgio**

Rosa Sangiorgio ist Leiterin des Bereichs Responsible Investing bei Pictet Wealth Management und verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Bank- und Finanzwesen. Sie ist die Gründerin von RSg Impact Investing, einer Initiative, die innovative Start-ups berät. Sie ist ebenfalls Vizepräsidentin der Expertenkommission für nachhaltige Finanzen der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und TEDx-Referentin. Sie hat einen Master of Science in Wirtschaftswissenschaften von der Universität Luiss Guido Carli in Rom.

Fakten und Zahlen

Neben der Rendite und dem Risiko wird der Impact, d. h. die ökologische und soziale Wirkung, zu einem immer wichtigeren Investitionskriterium. Welche wegweisenden Initiativen gibt es, die einen positiven Impact auf die Umwelt haben und zu einer besseren Welt beitragen?

► **G. Bolliger:** Ich erachte die 17 Nachhaltigkeitsziele der UNO, die sogenannten Sustainable Development Goals oder SDG, als die grösste je gestartete Initiative zur Erzielung eines positiven Impacts. Die 2015 veröffentlichten SDG enthalten 169 Unterziele mit klaren und messbaren Schlüsselindikatoren in ökologischen und sozialen Bereichen. Sie ermöglichen es jedem Land und jedem Einzelnen von uns, auf die eine oder andere Weise einen positiven Impact beizusteuern.

► **J. Kölbel:** Die SDG und die 1948 veröffentlichte Allgemeine Erklärung der Menschenrechte werden oft als die Eckpfeiler der Impact-Initiativen angesehen. Sie leisten sicher einen wichtigen Beitrag zu einer besseren Welt, es sind jedoch „nur“ politische Resolutionen, die gewisse Ambitionen von Staaten zum Ausdruck bringen. Ich betrachte die 1944 gegründete Weltbank als die erste wirkliche Initiative zur Erzielung von Impact. Denn bei der Gründung wurden die finanziellen Mittel bereitgestellt, die es zur Umsetzung der Ziele braucht.

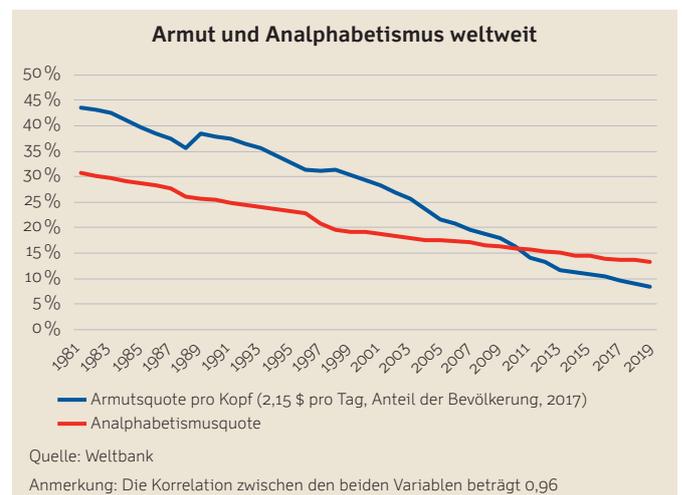
► **P. Krüger:** Im Bereich Umwelt sticht Climate Action 100+ eindeutig heraus. Diese 2017 gegründete und von Investoren geleitete Initiative konzentriert sich auf die weltweit grössten Treibhausgasemittenten, konkret auf mehr als 170 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehreren Billionen US-Dollar. Die Initiative möchte diese Unternehmen im Sinne des Pariser Abkommens dazu bringen, die notwendigen Massnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels zu ergreifen. Es bleibt zwar noch viel zu tun, aber 75% der von der Initiative angesprochenen Unternehmen haben sich bereits zu Netto-Null-Emissionen verpflichtet, gegenüber 50% im vergangenen Jahr.

► **R. Sangiorgio:** Der Aufbau der Welt von morgen erfordert eine Vielzahl von Massnahmen von einer Vielzahl von Akteuren. Eine einzelne Initiative wird nicht in der Lage sein, den vielschichtigen Herausforderungen gerecht zu werden, mit denen wir konfrontiert sind. Gute Bildung ist immer zentral für alle Entscheidungsprozesse. Das Problem bei der Bildung ist jedoch, wie bei vielen anderen Massnahmen auch, dass es Zeit braucht, bis sich ihre Wirkung entfaltet.

Wie erfolgreich waren diese Initiativen?

► **J. Kölbel:** Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, da es keinen Planeten B gibt, der als Vergleichsbasis herangezogen werden könnte. Im Idealfall könnten wir den Zustand der Welt mit einer Impact-Initiative mit dem Zustand der Welt ohne die Initiative vergleichen. In der Praxis müssen wir die Wirkung abschätzen und dabei alle alternativen Erklärungen für die beobachteten Ergebnisse berücksichtigen. Es gibt einige sehr klare Beispiele für erfolgreiche Initiativen, zum Beispiel, dass Impfungen massgeblich zur Ausrottung der Pocken beigetragen haben. In anderen Fällen haben wir weniger Gewissheit über den Impact einer Initiative. Im Allgemeinen sind solche Initiativen am besten, wenn sie sich auf eine fundierte "Theorie des Wandels" stützen, d. h. auf eine kohärente und wissenschaftlich untermauerte Erklärung, warum eine spezifische Aktivität ein bestimmtes gewünschtes Ergebnis haben sollte.

► **N. Rücker:** Der Erfolg solcher Initiativen kommt in der Regel in Wellen, sowohl im Laufe der Zeit als auch in verschiedenen Regionen. So war beispielsweise die Armut in China einst weit verbreitet, während sie heute dank intensiver staatlicher Interventionen nahezu eliminiert ist. Leider ist ein solcher Trend in den meisten Ländern südlich der Sahara nicht zu beobachten. Was die Umwelt betrifft, so hat die (durchaus umstrittene) Umstellung von Kohle auf Erdgas in den USA deutlich dazu beigetragen, den Anstieg der Treibhausgasemissionen zu begrenzen. Ebenso haben die staatlichen Subventionen in China und Deutschland einen Solarboom ausgelöst, der heute die Energiesysteme dieser Länder in rasantem Tempo verändert.



Was sind die auffälligsten Fakten in Bezug auf einen positiven Impact?

▶ **L. Frésard:** Obwohl die SDG entscheidend zum weltweiten Bewusstsein für aktuelle Probleme und insbesondere für das Klimarisiko beigetragen haben, dürften die meisten der 17 Nachhaltigkeitsziele bis zum Jahr 2030 nicht erreicht werden. Einer der Hauptgründe dafür sind fehlende Finanzmittel, auch bekannt als "SDG-Finanzierungslücke". Nach Schätzungen der OECD wird sich diese Lücke im Jahr 2030 auf schwindelerregende 4,3 Billionen US-Dollar belaufen. Dies entspricht etwa 25 % des gesamten verwalteten Vermögens in den privaten Märkten oder 3 % der Marktkapitalisierung aller börsenkotierten Unternehmen.

▶ **P. Krüger:** Auf der Umweltebene verblüfft die industrielle Konzentration der Treibhausgasemittenten. Die 100 grössten Unternehmen für fossile Brennstoffe – berühmt-berüchtigt unter dem Namen "Carbon Majors" – sind für fast drei Viertel aller industriellen Treibhausgasemissionen verantwortlich. Auf viele dieser Unternehmen haben jedoch Investoren nur begrenzt Einfluss, weil sie sich entweder in staatlichem oder in privatem Besitz befinden.

▶ **N. Rücker:** Um einen positiven Impact zu erreichen, muss eine Initiative die Konsumenten überzeugen: Sie sind es schliesslich, die sowohl Konsumententscheidungen treffen als auch ihre politische Stimme abgeben. Die Technologie hat zum Beispiel die Erfindung von Elektroautos ermöglicht, die herkömmlichen Autos in vielerlei Hinsicht überlegen sind. Dieses Beispiel zeigt, dass Innovationen einen positiven Impact herbeiführen können. Und dass es sowohl an den Regierungen als auch an den Unternehmen liegt, bessere Produkte und Dienstleistungen zu fördern und zu entwickeln, die Anklang bei den Konsumenten finden.

Unternehmen, Regierungen und Haushalte haben alle einen Einfluss. Wer kann am meisten bewirken und wer sollte die Hauptverantwortung für die Umsetzung tragen?

▶ **G. Bolliger:** Am Anfang sollte staatliches Handeln stehen. Die Regierungen müssen ihre rechtlichen Rahmenbedingungen anpassen und in die notwendige Infrastruktur investieren, damit ihre Länder die SDG erreichen. Danach können sich sowohl die Konsumenten als auch die Finanzwelt engagieren und zu einem positiven Impact beitragen. Die SDG bieten einen Rahmen zur Bewertung der Frage, inwieweit Produkte und Dienstleistungen einen nachweisbaren und messbaren Beitrag zur globalen Nachhaltigkeitsagenda leisten.

▶ **L. Frésard:** Die Regierungen sollten die Hauptakteure sein, da sie die Spielregeln mit Gesetzen, Steuern und Subventionen bestimmen können. Aufgrund der bekannten Limitationen des demokratischen Prozesses sind es jedoch die Haushalte, die letztlich über den Kurs und die Geschwindigkeit der Veränderungen entscheiden.

▶ **N. Rücker:** Die Regierungen spielen sicher eine wichtige Rolle, aber es ist zu einfach, ihnen die Schuld an allen heutigen Problemen zu geben. Regierungen können einiges vorantreiben, doch der eigentliche Impuls muss von den Menschen selbst kommen. Wähler und Konsumenten verhalten sich jedoch oft inkonsequent. In der Schweiz wird häufig an der Urne recht viel Willen zur Nachhaltigkeit gezeigt. Gleichzeitig erzeugen die Konsumgewohnheiten und der Lebensstil in der Schweiz immer noch einen ökologischen Fussabdruck, der alles andere als nachhaltig ist.

▶ **J. Kölbl:** Ich glaube, dass die vor uns stehenden Herausforderungen so gross sind, dass alle Akteure Stellung beziehen und zu einer besseren Welt beitragen müssen. Ich bin der Meinung, dass Regierungen am besten in der Lage sind, negative externe Effekte zu internalisieren und dafür zu sorgen, dass die Produzenten für die wahren Kosten aufkommen müssen. Unternehmen hingegen können technologische Fortschritte erzielen. Die Gesellschaft und die einzelnen Menschen wiederum können am meisten dazu beitragen, neuen Werten zum Durchbruch zu verhelfen.

Zeigt der Ruf nach mehr positivem Impact, dass die heutigen Regulierungen unzureichend sind?

▶ **L. Frésard:** Staatliche Regulierung ist sicherlich eines der wirksamsten Instrumente, um die meisten negativen externen Effekte zu internalisieren, aber in ihrer derzeitigen Form ist die Regulierung unzureichend. Wer ist schuld daran? Eine bessere Welt zu schaffen, kostet etwas, und bis heute sind die Wähler in Demokratien nicht bereit, dafür zu zahlen. Diese mangelnde Zahlungsbereitschaft erklärt zum Teil die fehlende demokratische Unterstützung für viele Regierungsinitiativen sowie den Mangel an internationaler Koordination. Jedes Land hat eine lange Liste von Gründen, warum andere Länder die Kosten für eine nachhaltigere Gestaltung der Welt tragen sollten.

► **R. Sangiorgio:** Regulierung kann nur ein Teil der Antwort sein. Wir – Regierungen, Unternehmen und Konsumenten – sind alle angesprochen, wenn es um Nachhaltigkeit und einen positiven Impact auf die Umwelt geht. Der Kern des Problems liegt darin, dass jahrzehntelang schlecht konzipierte Vorschriften die Macht der "unsichtbaren Hand" einer freien Marktwirtschaft verzerrt haben und dass die heutigen Erwartungen an das, was "der Markt" leisten kann, völlig überzogen sind. Wir brauchen einen konstruktiven Dialog zwischen Gesetzgebern und Unternehmen, der zu kompetenteren Regierungen und zu kohärenteren Massnahmen seitens der Unternehmen führt.

Ist das kapitalistische System fehlerhaft?

► **J. Kölbl:** Ich glaube, dass das kapitalistische System, unabhängig von seiner Form, viele Mängel hat. Der sichtbarste Aspekt ist das derzeitige Rekordniveau der weltweiten Ungleichheit. Ich kann mir jedoch auch kein besseres System als das heutige System vorstellen, also müssen wir es weiterhin auf positive und konstruktive Weise in Frage stellen.

► **P. Krüger:** Ich sehe keinen stichhaltigen Grund für die Behauptung, dass das kapitalistische System selbst fehlerhaft ist, da es über alle notwendigen Instrumente verfügt, um negative externe Effekte zu erkennen und zu internalisieren. Im Fall der CO₂-Emissionen beispielsweise fehlt der politische und regulatorische Wille, eine Steuer oder Strafgebühr festzusetzen, die den Kosten des verursachten Schadens entspricht.





Impact Investing – Die Theorie

Was ist Impact Investing und wie unterscheidet es sich von ESG?

► **L. Frésard:** Die traditionelle Sichtweise, zumindest in der Wissenschaft, definiert Impact Investing als eine Finanzinvestition, die zwei Ziele verfolgt: eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften und einen positiven Impact zu leisten, der z. B. durch die SDG messbar ist. Die drei Schlüsselbegriffe, die hinter Impact Investing stehen, sind Intentionalität, Messbarkeit und Rendite. Die Erwartung einer finanziellen Rendite, auch wenn diese möglicherweise geringer ist als bei anderen Investitionen, unterscheidet Impact Investing von der Philanthropie.

► **G. Bolliger:** In der Praxis geht es bei Impact um das, was das Unternehmen nach aussen hin tut, während es bei ESG darum geht, wie das Unternehmen intern arbeitet. Impact Investing konzentriert sich auf die Art und Weise, wie Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens zu den SDG beitragen. ESG konzentriert sich darauf, wie das Unternehmen seine Stakeholder behandelt und wie es die Interessen von Management und Aktionären durch eine angemessene Governance in Einklang bringt. Einige Unternehmen weisen hervorragende ESG-Werte auf, haben aber einen negativen Impact auf die Welt, wie z. B. Alkohol- und Tabakunternehmen. Hingegen hat Tesla beispielsweise eindeutig einen positiven Impact, weist aber nur mittelmässige ESG-Werte auf.

► **N. Rücker:** Das Konzept des Impacts hat eine besondere Bedeutung in der weiter gefassten ESG-Welt. Während ESG eine wichtige Rolle bei der Schaffung von Instrumenten zur Bewertung von Aktien und Anleihen gespielt hat, haben Investitionen nach ESG-Kriterien nur einen indirekten Nachhaltigkeitseffekt. ESG-Investoren können in der Regel nicht beeinflussen, zu welchem Grad ein Unternehmen sich der Nachhaltigkeit verpflichtet, oder wie schnell Nachhaltigkeitsziele umgesetzt werden. Impact Investing ist in der Regel interaktiver, da die Anleger dem Unternehmen direkt Kapital zur Verfügung stellen oder sich in die Entscheidungsfindung des Unternehmens einbringen und daran beteiligt werden. Impact Investing erfordert daher ein wesentlich höheres Mass an Fachwissen und Engagement als ESG-Investitionen. Man könnte sagen, dass Impact-Investoren die Verantwortung eines echten und aktiven Investors übernehmen.

Wie lässt sich Impact am besten messen?

► **R. Sangiorgio:** Erwartungsmanagement ist hier entscheidend. Einerseits mögen Investoren quantitative Ergebnisse, da sie den Vergleich von Projekten ermöglichen. Andererseits interagieren so viele unterschiedliche Einflussfaktoren, dass es in vielen Fällen zumindest aus wissenschaftlicher Sicht schwierig ist, etwas anderes als eine qualitative Veränderung festzustellen. Impact entsteht in verschiedenen Ausprägungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Dies macht die Messung noch komplexer. Nehmen wir Treibhausgasemissionen als Beispiel. Sie sind ein gutes Mass für positiven oder negativen Impact. Man kann sie nicht nur einfach messen, sondern es gibt auch eine komplexe "Scope"-Methodik, die Emissionen in der gesamten Wertschöpfungskette vom Lieferanten bis zum Konsumenten abdeckt. Die Scope-1-, Scope-2- und Scope-3-Emissionen spiegeln die direkten Emissionen im Zusammenhang mit dem, was ein Unternehmen in der Produktion verbrennt (Scope-1), die indirekten Emissionen im Zusammenhang mit der eingekauften Energie (Scope-2) und alle übrigen Emissionen, sowohl auf der vorgelagerten als auch auf der nachgelagerten Stufe (Scope-3). Doch trotz dieses ausgefeilten Systems gibt es bei der Messung von Treibhausgasemissionen grosse Unterschiede.

► **G. Bolliger:** Im Falle von nicht börsenkotierten Unternehmen ist es recht einfach, Impact zu messen, da die Anleger direkten Zugang zu den benötigten Informationen und Daten haben. Bei Green Bonds stellt der Emittent in der Regel Zahlen zum Impact zur Verfügung. Bei börsenkotierten Aktien ist die Lage jedoch etwas undurchsichtiger. In meinem Unternehmen für Impact Investing haben wir zusammen mit dem Lehrstuhl für Umweltökonomie der EPFL eine quantitative Methodik entwickelt, die auf Input- und Output-Tabellen basiert. Diese Tabellen enthalten Informationen über die gesamte Versorgungskette der Wirtschaft sowie über die externen Effekte jedes einzelnen Wirtschaftszweigs, wie etwa Wasserverbrauch, Abfallproduktion und CO₂-Emissionen. Eine solche Methodik ist sehr detailliert und ermöglicht es Anlegern und Kunden, den positiven und negativen Impact von einzelnen Finanzanlagen zu bestimmen.

Wie wird Impact Investing durchgeführt?

► **G. Bolliger:** Impact Investing kann für jede Anlageklasse eingeführt werden, mit jeweils anderen Besonderheiten. Private Direktinvestitionen zum Beispiel sind in der Regel besser auf die Erzielung von Impact zugeschnitten, aber die Skalierbarkeit wird irgendwann zu einem Hindernis. Wenn Anleger börsenkotierten wirkungsorientierten oder umweltfreundlichen Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen, können sie davon ausgehen, dass sie die Gesamtkapitalkosten des Unternehmens senken und auch den Aufbau der Impact-orientierten oder umweltfreundlichen Geschäftstätigkeit unterstützen. In ähnlicher Weise können Anleger beim Verkauf von Aktien und Anleihen brauner Unternehmen, d. h. solchen mit negativem Impact auf die Umwelt, darauf hoffen, die Kapitalkosten des Unternehmens sowie das Risikoniveau für die verbleibenden Kapitalinhaber zu erhöhen.

► **J. Kölbel:** Obwohl Impact Investing in privaten Märkten als effektiver angesehen wird, betrachte ich es nicht als eine Nischeninvestition, wie z. B. Mikrokredite in Entwicklungsländern. Ich glaube, dass Impact bald genau wie Rendite oder Risiko zu einem der vielen Merkmale gehören wird, die jede Art von Investition definieren. Anleger müssen sich darüber im Klaren sein, dass es zwischen den einzelnen Branchen erhebliche Unterschiede gibt, was Impact angeht. Die Herausforderung besteht darin, die zur Erreichung der eigenen Ziele effizienteste Anlagelösung zu identifizieren. Denken Sie daran, wie komplex dies selbst im Privathaushalt sein kann, wenn wir etwa entscheiden sollen, ob wir ein neues E-Bike kaufen, einen alten Benzinschlucker ersetzen oder in Solarpanels investieren sollen!

► **R. Sangiorgio:** Obwohl wir uns alle einig sind, dass alles, was wir tun, Auswirkungen hat, seien sie nun positiv oder negativ, sind wir derzeit nicht in der Lage, sie zu quantifizieren. Hier müssen Wissenschaft und Praxis ansetzen. Erst wenn wir Impact genau messen können, können wir ein Bewusstsein dafür schaffen und Anlegern die für die Entscheidung über ihren Kapitaleinsatz notwendigen Informationen zur Verfügung stellen. Während Investitionen in privaten Märkten eindeutig bestimmte Vorteile bieten, was die Zusätzlichkeit und die Sichtbarkeit von Initiativen angeht, hat sich der Aktionärsaktivismus in börsenkotierten Unternehmen als zunehmend vielversprechend gezeigt. Schliesslich müssen Anleger klar unterscheiden zwischen dem Impact, den sie für sich selbst erzielen wollen, und dem Impact, den das von ihnen finanzierte Unternehmen erzielen kann und will.

Sollten Anleger für ihre auf Impact-Investitionen basierenden Strategien eine Über- oder Unterrendite gegenüber dem Markt erwarten?

► **P. Krüger:** Es herrscht ein allgemeiner Konsens darüber, dass Anleger, die Impact als positives Kriterium sehen (was immer häufiger der Fall ist), bereit sein sollten, dafür zu "bezahlen". Deshalb sollten Impact-Investitionen schlechter abschneiden als der Markt. Das Gegenteil wäre nur in einer Welt möglich, in der wir Probleme entweder umsonst lösen können oder sogar dafür bezahlt werden. Nichtsdestotrotz haben nachhaltige Anlagestrategien, insbesondere in den USA, in den letzten Jahren bemerkenswert gut abgeschnitten. Aktuelle wissenschaftliche Untersuchungen deuten darauf hin, dass diese positiven Renditen abnormal sind und möglicherweise auf den anhaltenden Preisdruck in Richtung nachhaltiger Fonds zurückzuführen sind und nicht auf höhere erwartete Renditen an sich. Sollte dies der Fall sein, dann ist das ein deutliches Warnsignal. In jedem Fall halte ich Versprechungen über einen starken positiven Impact und gleichzeitig eine signifikante Outperformance für verdächtig.

► **N. Rücker:** Die Antwort hängt im Wesentlichen von der verfolgten Anlagestrategie ab. Wenn Ihr Ziel lediglich im Engagement besteht, dann sollten Sie in der Lage sein, ein ähnliches Risiko-Ertrags-Verhältnis zu erzielen wie an traditionellen Aktien- und Anleihemärkten, vorausgesetzt, Sie halten gut diversifizierte und liquide Vermögenswerte. Die einzigen zusätzlichen Kosten wären die Kosten für die Zeit, die Sie in die Interaktion mit dem Management und die Stimmabgabe an der Generalversammlung investieren. Letztendlich sollte sich Ihr Engagement in einen finanziellen Vorteil verwandeln, wenn Ihre Stimme gehört wird. Wenn Sie sich für den Weg der Kapitalbereitstellung für nachhaltige Investitionen entscheiden, wird Ihre Anlage weniger diversifiziert und weniger liquide sein. Ihre Benchmark sollten dann die privaten Märkte sein, mit höheren Risiken, höheren Erträgen und einem sehr langen Anlagehorizont. Da Impact Investing und die dazugehörigen Instrumente, wie grüne Anleihen, relativ neu sind, ist der Erfahrungszeitraum noch kurz und daher wenig aussagekräftig.

Impact Investing – Die sichtbaren Erfolge und Misserfolge

Was waren die erfolgreichsten Initiativen im Bereich Impact Investing?

► **J. Kölbl:** Zum einen haben Mikrokreditinitiativen und Initiativen zur finanziellen Eingliederung, wie zum Beispiel die der Grameen Bank, das Leben von Millionen von Menschen massgeblich und positiv beeinflusst. Zum anderen hat sich in der gesamten Wirtschaft ein subtilerer, aber auch globalerer Wandel vollzogen, der von der Sicherheit am Arbeitsplatz über ein stärkeres Bewusstsein für Chemikalien bis hin zur Verhinderung von Wirtschaftskorruption reicht.

► **R. Sangiorgio:** Obwohl sie noch in den Anfängen steckt, glaube ich, dass Blended Finance grosses Potential hat. Dieser Ansatz, bei dem private Mittel mit anderen Finanzierungsquellen wie staatlicher Unterstützung, Entwicklungsfinanzierung oder philanthropischem Kapital kombiniert werden, hat bereits Einzug in den Privatsektor gehalten. Der Privatsektor liefert bei diesem hybriden Instrument das innovative Element, das dem öffentlichen Sektor fehlt. Ausserdem wird das Rendite-Risiko-Verhältnis so verbessert, dass das Projekt für private Kapitalgeber interessant wird und tatsächlich starten kann. Schliesslich überbrückt Blended Finance die Kluft zwischen den kurzfristigen Bedürfnissen marktorientierter privater Investoren und einer langfristigen Agenda, die für einen nachhaltigen Impact erforderlich ist.

► **N. Rücker:** Diese Frage ist angesichts der grossen Vielfalt an Initiativen schwer zu beantworten. Dem aktivistischen Investor Engine 1 ist es gelungen, dass Aktionäre im Jahr 2021 drei umweltfreundliche Mitglieder in den Verwaltungsrat von ExxonMobil wählten. Dies ist erstaunlich, denn Engine 1 hat nur wenige Mitarbeiter und hielt nur ein sehr kleines Aktienpaket. Aber hat sich die Präsenz dieser Verwaltungsräte als wirksam erwiesen und ExxonMobil näher an einen Netto-Null-Pfad herangeführt? Verschiedene Investoren verkündeten ihren Ausstieg aus Unternehmen, die fossile Brennstoffe einsetzen, bereinigten ihre Portfolios und trennten sich von klimaschädlichen Anlagen. Aber hat ihr Ausstieg die Emissionen gesenkt? Offensichtlich nicht. Solange jemand Kohle kauft, wird es einen Bergmann geben, der sie aus dem Boden holt. Unternehmen, die fossile Brennstoffe herstellen, können gut abseits der Kapitalmärkte in privater Hand überleben, dank der Cashflows, die durch die Nachfrage der Konsumenten entstehen. Auf der anderen Seite gibt es schrittweise immer mehr Erfolge, dank entschlossener Investoren und innovativer Unternehmen, die Lösungen für eine nachhaltigere Welt entwickeln.

Werden bei Impact-Initiativen die Versprechen eingehalten?

► **P. Krüger:** Die empirische Forschung liefert gemischte Antworten auf diese Frage. So weisen beispielsweise Institutionen, welche die Principles for Responsible Investing (PRI) unterzeichnet haben und angeben, dass sie ESG-Aspekte in ihre Anlagen einbeziehen, bessere ESG-Werte auf als Nicht-PRI-Mitglieder, allerdings nur für Institutionen mit Sitz ausserhalb der USA. In den USA gibt es offensichtlich eine Diskrepanz zwischen den ESG-Versprechen von Investoren und dem, was sie tatsächlich tun. Diese Diskrepanz zeigt, dass nichts als selbstverständlich angesehen werden kann, und unterstreicht die Notwendigkeit zielgerichteter Vorschriften, um Greenwashing zu bekämpfen.

► **L. Frésard:** Obwohl solche Initiativen ein guter Weg sind, um voranzukommen, haben Untersuchungen gezeigt, dass es sich bei den Unterzeichnern in der Regel um Unternehmen handelt, die ohnehin sowohl die Fähigkeit als auch den Willen haben, nachhaltiger zu handeln. Es ist keine Überraschung, dass sich die grössten Verursacher von Umweltverschmutzungen an der Debatte praktisch nicht beteiligen. Erschwerend kommt hinzu, dass die meisten dieser Unternehmen entweder staatlich oder in Privatbesitz sind, wie die Öl- und Gaskonzerne Gazprom oder Saudi Aramco oder die globalen Schifffahrtsunternehmen CMA CGM und MSC. So stehen sie nicht im Blickpunkt der Öffentlichkeit und für Investoren ist es schwieriger, sie in die richtige Richtung zu steuern.

Gesamtanteil der globalen industriellen THG-Emissionen in den Bereichen 1+3, 1988-2015



Quelle: CDP

Anmerkung: Die Kohleproduktion in China und Russland wird aufgrund von Datenbeschränkungen auf nationaler Ebene dargestellt

Haben sich in diesem Fall die verpflichtenden Massnahmen zur Offenlegung von ESG-Kennzahlen bewährt?

► **P. Krüger:** Es hat sich gezeigt, dass die verpflichtende Offenlegung von ESG-Informationen direkte und eindeutige Vorteile für börsennotierte Unternehmen und die Umwelt hat. Einerseits verbessert die Regulierung die Qualität der öffentlich zugänglichen Unternehmensinformationen, was zu einem deutlichen Anstieg der Aktienliquidität führt. Andererseits wurde nachgewiesen, dass Unternehmen – insbesondere CO₂-intensive – ihre Treibhausgasemissionen durch betriebliche Anpassungen verringern. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass Regulierungen wirksam sind.

Wie erfolgreich sind grüne Anleihen (Green Bonds) und an die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen geknüpfte Anleihen (Sustainability-linked Bonds oder SLB)?

► **P. Krüger:** Der kumulierte Betrag der im Jahr 2022 ausgegebenen nachhaltigkeitsorientierten Anleihen belief sich auf fast 4 Billionen US-Dollar, von denen die überwiegende Mehrheit grüne Anleihen waren. Dies ist eine beeindruckende Zahl. Die Prämie grüner Anleihen im Vergleich zu konventionellen Anleihen ist jedoch gering, da der Coupon letztlich durch das Kreditrisiko des zugrunde liegenden Unternehmens bestimmt wird, und dieses Risiko bleibt dasselbe, ob die Anleihe grün ist oder nicht. Bei nachhaltigkeitsgebundenen Anleihen (SLB) ist der Coupon davon abhängig, ob der Schuldner ein vorher festgelegtes Nachhaltigkeitsziel erreicht. Die Daten zeigen zwar, dass es in diesem Fall eine Prämie gibt, aber sie ist gering. Seltsamerweise ist die (durchschnittliche) maximale potenzielle Strafgebühr für das Nichterreichen des Nachhaltigkeitsziels geringer als die Einsparung bei den Couponkosten von SLB. Dies deutet darauf hin, dass SLB-Emittenten derzeit einen "Free Lunch" erhalten. Es bleibt zu hoffen, dass der Markt in den nächsten Jahren reifer wird, was die Offenlegung von Kennzahlen zu Nachhaltigkeit und Impact verbessern dürfte. Zum jetzigen Zeitpunkt betrachte ich grüne Anleihen und SLB als Signalinstrumente für Unternehmen und Anleger.

► **G. Bolliger:** Der SLB-Markt steckt noch in den Kinderschuhen. Die zugrunde liegenden Nachhaltigkeitsziele sind nicht ehrgeizig genug, und die Sanktionen sind marginal. Aktuelle Untersuchungen zeigen, dass etwa ein Viertel aller SLB-Emissionen überbewertet sind. Eine solche Überbewertung führt zu sinkenden SLB-Preisen auf dem Sekundärmarkt und zu steigenden Aktienkursen. Diese Entwicklung kann durch einen Vermögenstransfer von Anleiheninhabern zu Aktionären erklärt werden. Um die Markteffizienz zu verbessern, bedarf es eindeutig einer grösseren Transparenz des

Anleiheprospekts und des Zertifizierungsverfahrens. Ebenso sollte es die Möglichkeit geben, Informationen über die Kosten zu erhalten, die dem Unternehmen durch die Schaffung der zur Erreichung seiner Ziele notwendigen Infrastruktur entstehen. Die Anleiheinvestoren müssen für die von ihnen eingegangenen Risiken angemessen entschädigt werden. Schliesslich sollten SLB auf die Erzielung von Auswirkungen abzielen und nicht nur auf ESG-Scores.

Welche Belege gibt es für die finanzielle Performance von Impact Investing?

► **P. Krüger:** Es ist noch zu früh, um eine abschliessende Antwort zu geben. Allerdings gibt es immer mehr Belege dafür, dass Unternehmen mit aktiven und engagierten Aktionären positive abnormale Renditen erzielen. Ein anderer Forschungsstrang zeigt, dass Unternehmen, bei denen das Engagement der Aktionäre erfolgreich ist, tendenziell auch weniger riskant sind. Während diese Ergebnisse Hoffnung machen, gibt es auch Studien, die zeigen, dass Impact Investing nicht zu finanziellem Erfolg führt.

► **R. Sangiorgio:** Ich bin davon überzeugt, dass Impact Investing bereits jetzt profitabel ist und noch profitabler wird, wenn die von uns berechneten Renditen die tatsächlichen Produktionskosten berücksichtigen. Das Problem in der heutigen Finanzwelt ist, dass die Renditen falsch berechnet werden, da die Kosten negativer externer Effekte nicht richtig bewertet und nicht in die Berechnung einbezogen werden. Langfristig werden wir sehen, dass Investitionen in Lösungen profitabler sind als Investitionen in Probleme. Der Öl- und Gassektor zum Beispiel wird bald mit erheblichen Investitionsausgaben konfrontiert sein und einen Teil seiner fossilen Brennstoffreserven nicht mehr nutzen können. Was wir im vergangenen Jahr bei den Gewinnen dieser Unternehmen beobachten konnten, war keine tatsächliche Wertschöpfung.

Sind die Anleger bereit, für Impact generierende Anlageformen zu zahlen?

► **L. Frésard:** Einige Investoren sind es. Sie haben wirklich gute Absichten. Jüngste Untersuchungen zeigen, dass die meisten Menschen, die in Impact-Produkte investieren, den Wunsch haben, einen positiven Einfluss auf die Welt auszuüben. Jedoch scheint der tatsächlich erreichte Impact für sie weniger wichtig zu sein. Die Anleger investieren also in Impact-Investments, damit sie ein gutes Gewissen haben. Gegen dieses Motiv ist nichts einzuwenden, aber ich befürchte, dass viele Finanzinstitute dieses Gefühl ausnutzen, ohne wirklich echten, messbaren Impact zu erzielen. So ist in der Fondsbranche derzeit eine Umetikettierung im Gange, bei der viele

bestehende Fonds plötzlich ein Impact-Label in ihren Namen und ihre Kommunikation hinzufügen. Die Anleger müssen vorsichtig sein, wenn es darum geht, wieviel tatsächlichen Impact ihr Geld generiert. Falsche Hoffnungen zu wecken, könnte die Umwelt auf lange Sicht teuer zu stehen kommen.

► **R. Sangiorgio:** Die Kunden, die ich treffe, ob institutionelle oder private, sind immer mehr daran interessiert, einen positiven Impact zu erzielen. Sie erkennen, dass ihre Investitionen mehr sind als nur Renditeobjekte – sie sind unser positiver oder negativer Beitrag zur Realwirtschaft der nahen Zukunft. Aber es gibt Nuancen. Manche Menschen sind bereit, auf Rendite zu verzichten, um Nachhaltigkeitsziele zu erreichen, während andere glauben, dass ein positiver Impact erzielt werden kann, ohne dass ihre finanzielle Rendite sinkt, durch eine Verlängerung ihres Anlagehorizontes. Einige assoziieren positiven Impact mit Innovation und Rendite, andere sehen negativen Impact als Risikoquelle an.

Viele institutionelle Anleger entscheiden sich dafür, die Treibhausgasemissionen ihres Finanzportfolios zu reduzieren, um zu zeigen, dass sie sich engagieren und etwas bewirken wollen. Wie wirksam sind diese Massnahmen?

► **P. Krüger:** Die Forschung liefert eine enttäuschende Antwort auf diese Frage. Obwohl institutionelle Anleger behaupten, durch die Dekarbonisierung ihrer Portfolios einen positiven Einfluss ausüben zu wollen, erfolgt der Grossteil dieser Bemühungen durch die Neugewichtung ihrer Bestände in Richtung emissionsarmer Unternehmen,

anstatt sich mit Unternehmen mit hohem Schadstoffausstoss auseinanderzusetzen und sie aufzufordern, ihre Emissionen zu verringern. Infolgedessen werden Umweltprobleme zunehmend auf die weniger sichtbaren Teile des Marktes und wahrscheinlich auch auf Investorengruppen verlagert, die weniger daran interessiert sind, die CO₂-Emissionen von Unternehmen zu reduzieren. Ebenso haben viele börsenkotierte Unternehmen, um grüner zu erscheinen, die braunen Teile ihres Geschäfts an private Investoren verkauft. Der negative Impact und alle Emissionen sind nach wie vor vorhanden, nur in einer weniger sichtbaren Form. Wir müssen uns darüber im Klaren sein, dass übermässiger Druck auf Investoren und Unternehmen, grün zu erscheinen, eigentlich kontraproduktiv ist, da er die umweltschädlichen Aktivitäten aus dem Blickfeld verdrängt.

► **N. Rücker:** Ein Portfolio ist lediglich ein Spiegel der Wirtschaft und der entsprechenden Unternehmen und Regierungen. Wenn Sie ein bestimmtes Portfolio halten, sind Sie dieser existierenden Wirtschaft ausgesetzt, haben aber nicht die Möglichkeit, sie zu beeinflussen. Wenn Sie die Treibhausgasemissionen Ihres Portfolios reduzieren, verringern Sie vielleicht Ihr eigenes Risiko in Bezug auf die Preise für fossile Brennstoffe und die CO₂-Kosten, aber das ändert nicht viel an den Emissionen der real existierenden Wirtschaft. Das Mantra der letzten Jahre, den Fussabdruck eines Portfolios zu verringern, lässt mich manchmal innerlich aufstöhnen. Die Portfolios erfolgreicher Investoren sollten die Wirtschaft von morgen repräsentieren, nicht die von heute.



Was ist die richtige Vorgehensweise für Investoren, die echten Impact erzielen wollen?

► **G. Bolliger:** Aktionärsaktivismus ist ein wirksames Instrument, wenn – und nur wenn – der Anteil der Aktivisten an dem Unternehmen hoch genug ist und diese Investoren bereit sind, sich von dem Unternehmen zu trennen, wenn es seine Geschäftspraktiken nicht ändert. Die Erfahrung zeigt, dass mittelgrosse Investoren manchmal sehr naiv sind, was die tatsächlichen Auswirkungen ihres Engagements angeht. Für einige Unternehmen bedeutet die Ökologisierung ihrer Tätigkeit eine komplette Kehrtwende ihres Geschäftsmodells und einen massiven Kapitalaufwand. Dies ist in der Regel viel komplexer und zeitaufwändiger als viele Corporate Governance Fragestellungen. Das Argument ist richtig, dass, wenn nachhaltige Investoren die Aktien oder Anleihen eines braunen Unternehmens verkaufen, jemand anderes sie kauft. Aber wenn viele Investoren verkaufen, konzentriert sich die Aktionärsbasis des braunen Unternehmens, was eine geringere Risikoverteilung und damit höhere Kapitalkosten bedeutet. Ausserdem zeigen die Statistiken ganz klar, dass die grössten institutionellen Anleger wie Blackrock und Vanguard eine viel grössere Rolle spielen könnten. Wenn Sie sich Statistiken der Organisation ShareAction ansehen, werden Sie feststellen, dass Investoren wie Blackrock oder Vanguard an Generalversammlungen nur für sehr wenige Aktionärsanträge gestimmt haben, die eine Verringerung des ökologischen Fussabdrucks von Unternehmen zum Ziel hatten.

Viele Kapitaleigner sind nicht in der Lage, ihre Meinung gegenüber Unternehmen zu äussern und mit den Unternehmen in Kontakt zu treten. Warum ist das so?

► **L. Frésard:** Die allermeisten Anleger glauben, dass Abstimmungen an Generalversammlungen zu kompliziert sind und delegieren sie. Diese Überzeugung erklärt, warum die Stimmrechtsberatung nach der Jahrhundertwende so beliebt wurde. Angesichts der heute verfügbaren digitalen Technologien ist es mir ein Rätsel, warum es für die eigentlichen Eigentümer von Unternehmen immer noch so kompliziert ist, ihre Meinung zu äussern. Wir nutzen Technologien, um unsere Meinung zu fast allem zu äussern, von Restaurants, Hotels und Filmen bis hin zu Universitätsprofessoren. Es sollte nicht so kompliziert sein, unsere Meinung zu den von uns direkt oder indirekt gehaltenen Vermögenswerten zu äussern.

► **N. Rücker:** Im aktuellen System haben die Anleger nur beschränkt die Möglichkeit, sich im Hinblick auf Impact Investing zu engagieren. Leider habe ich keine grossen Erwartungen, selbst wenn ein neues System den Kapitaleignern eine direkte Stimmabgabe ermöglicht. Wir verfügen bereits über die dafür erforderliche Technologie, aber es wird immer viel Arbeit und Zeit erfordern, sich eine fundierte Meinung für eine kompetente Stimmabgabe zu bilden. Meine Vermutung ist, dass institutionelle Anleger weiterhin dem Vorschlag ihrer Stimmrechtsberater folgen werden und wir nie wirklich wissen werden, wie die Präferenzen der Kapitaleigner tatsächlich aussehen.

► **R. Sangiorgio:** Wir haben es eindeutig mit einem veralteten System zu tun, und es wird einige Zeit dauern, bis jeder einzelne Kapitaleigner selbst entscheiden kann, ob er direkt abstimmen will oder die Abstimmung delegiert. Was den Arbeits- und Analyseaufwand bei Abstimmungen angeht, so glaube ich, dass die künstliche Intelligenz (KI) eine Schlüsselrolle spielen wird. Richtig trainiert ist KI bereits heute in der Lage, Daten und Berichte zu verarbeiten und so provisorische Abstimmungsempfehlungen zu liefern, die den Werten der Kapitaleigner entsprechen. Ich gehe davon aus, dass KI schon bald die gesamten Stimmrechtsaktivitäten für Anleger erleichtern wird, die gerne abstimmen würden, aber derzeit nicht über die nötigen Ressourcen verfügen.



Impact Investing – Das Vermächtnis von ESG und künftige Herausforderungen und Grenzen

Es ist bekannt, dass die ESG-Ratings verschiedener Anbieter häufig nicht übereinstimmen. Ist das ein Problem?

► **J. Kölbl:** Die ESG-Bewertungen der verschiedenen Rating-Agenturen weichen tatsächlich voneinander ab. Wenn man diese Divergenz in die Elemente Umfang, Gewichtung und Messung aufteilt, zeigen die Daten, dass mehr als die Hälfte der Verwirrung mit der Messung zusammenhängt. Dieses Problem tritt auf, wenn verschiedene Rating-Agenturen dasselbe Kriterium mit unterschiedlichen Indikatoren messen. So könnten die Arbeitsbedingungen eines Unternehmens beispielsweise anhand der Fluktuation der Belegschaft oder anhand der Anzahl der arbeitsrechtlichen Verfahren gegen das Unternehmen bewertet werden. Diese Divergenzen sind ein zentrales Problem in der Debatte über Nachhaltigkeit und Impact. Ich empfehle Fondsmanagern, das Rating zu wählen, dessen Methodik am besten mit ihren eigenen Zielen übereinstimmt, oder ein eigenes Ratingsystem auf der Grundlage von Rohdaten zu erstellen.

► **G. Bolliger:** ESG-Ratings sind uneinheitlich, aber ist das wirklich schlimm? Die Unternehmensbewertungen der Aktienanalysten stimmen auch nicht überein, und niemand kümmert dies. Die Leute neigen dazu, ESG-Ratings mit Kreditratings zu vergleichen. Aber ESG bewertet immaterielle Unternehmenswerte, was mit der Bewertung des Kreditrisikos überhaupt nicht vergleichbar ist. Einige Anleger stören sich jedoch an den Unstimmigkeiten zwischen den ESG-Ratings. Ich habe mehrere Gespräche mit Mitgliedern des Anlageausschusses von Pensionskassen geführt, die nicht verstanden hatten, warum sie von verschiedenen Anbietern unterschiedliche ESG-Ratings für ihre Portfolios erhielten. Es ist die Aufgabe der Vermögensverwalter und Berater, die Unterschiede zwischen den Anbietern von ESG-Ratings zu verstehen und Anlegern zu erklären, was verschiedene ESG-Ratings messen und was nicht.

► **L. Frésard:** Viele Marktteilnehmer stören sich an diesen Divergenzen. Ich sehe sie als ein grundlegendes Merkmal von ESG-Ratings. Die verschiedenen ESG-Ratings spiegeln unterschiedliche Werte wider, und die ihnen zugrundeliegenden Variablen sind sehr schwer zu messen, weshalb es logisch ist, dass sie keinen Konsens erreichen. Wenn wir über Werte oder Geschmack sprechen, ist es normal, dass wir uns nicht einig sind. Wir wählen ja auch nicht alle die gleichen politischen Parteien oder mögen die gleichen Weine. Wir müssen diese Debatte hinter uns lassen, nach vorne schauen, und uns darauf konzentrieren, welchen Einfluss das Kapital der Anleger auf die Unternehmen, auf unsere Gesellschaft und auf die Welt hat. Wir sollten unsere Ressourcen dafür einsetzen, diese Fragen mit validen Indikatoren, wie sie zum Beispiel in die SDG eingebettet sind, zu beantworten.

► **N. Rücker:** ESG-Daten sind weitestgehend qualitative Daten, die auf individuelle Systeme Bezug nehmen. Das quantitative Erscheinungsbild eines ESG-Ratings lässt uns seine im Wesentlichen subjektive Natur übersehen. Um dieses Problem zu lösen, konzentrieren wir uns in meiner Bank nicht auf die aggregierten Werte der verschiedenen ESG-Datenanbieter, sondern auf die zugrunde liegenden granularen Daten, die die Ratingagenturen zur Berechnung dieser Werte verwenden. Wir analysieren dann die verschiedenen verfügbaren Daten, passen sie bei Bedarf an und ergänzen sie durch Wissen unserer eigenen Experten. Am Ende des Prozesses erstellen wir eine Analyse zu vier Themen – Klima, Naturkapital, Humankapital und Unternehmensführung –, wobei jedes Thema einen Wert erhält, der positiv oder negativ sein kann. Ein solcher Ansatz bietet weitaus mehr Tiefe als eine einzelne aggregierte ESG-Bewertung ausschliesslich im positiven Bereich und stellt ausserdem sicher, dass wir als Finanzmanager das gesamte Bewertungssystem kontrollieren und somit in der Lage sind, es zu erklären.

Ist das Konzept der Bündelung von verschiedenen ESG Themen überholt und zu simpel?

► **L. Frésard:** Das ESG-Konzept hat den Anlegern bewusst gemacht, dass es bei einer Investition um mehr als nur finanzielle Erträge und Risiken geht. Es ist eine einfache Möglichkeit, verschiedene wichtige Elemente zusammenzufassen. Es wird jedoch zunehmend anerkannt, dass ESG-Analysen nuancierter und individueller gestaltet werden müssen und dass die laufenden Bemühungen zur Verfeinerung von Standards und Berichterstattungspraktiken fortgesetzt werden müssen. Entscheidend ist, dass Investoren und Organisationen ein Gleichgewicht finden zwischen Vereinfachung und der Notwendigkeit, die für ihren spezifischen Kontext relevanten ESG-Herausforderungen und Chancen zu berücksichtigen.

► **R. Sangiorgio:** Der Mensch hat schon immer versucht, die Dinge zu stark zu vereinfachen und sie in einer einzigen Zahl zusammenzufassen. Der Erfolg von IQ-Tests, Body Mass Index (BMI) und BIP-Wachstums sind weitere Beispiele für diesen Trend. Wir müssen anerkennen, dass Nachhaltigkeit und Impact komplex und mehrdimensional sind und dass es nicht möglich ist, Treibhausgasemissionen, biologische Vielfalt, Arbeitssicherheit und die Zusammensetzung des Verwaltungsrats mit einer einzigen Zahl zu bewerten. Diese exzessive Verwendung von Zahlen zur Vereinfachung der Analyse von Unternehmen und Investitionen hat zu einer erheblichen Intransparenz geführt. Ich glaube, dass Worte besser geeignet sind als Zahlen, wenn es darum geht, die Nachhaltigkeit eines Unternehmens und den Impact einer Investition zu beschreiben.

Schätzungen zufolge tragen die Abholzung von Wäldern und die veränderte Landnutzung bis zu 20 % zur globalen Erwärmung bei. Warum ist die scheinbar offensichtliche Lösung Bäume zu pflanzen, komplizierter, als es scheint?

► **N. Rücker:** Das Pflanzen von Bäumen ist zweifellos eine lobenswerte Handlung. Durch das Pflanzen von Bäumen binden Sie nicht nur CO₂ und fördern die Artenvielfalt, sondern Sie schaffen auch Arbeitsplätze und verringern die Bodenerosion. Doch zwischen dem Zeitpunkt, an dem der Baum gepflanzt wird, und dem Zeitpunkt, an dem er seinen Zweck der Kohlenstoffbindung zu erfüllen beginnt, vergeht eine beträchtliche Zeit. Noch wichtiger ist, dass es eine grosse Herausforderung darstellt, die ursprünglichen Ökosysteme wiederherzustellen, da biologische Vielfalt mehrdimensional ist. CO₂-Kompensationen könnten einen finanziellen Anreiz für eine Wiederaufforstung bieten, aber nur in Bezug auf die Kohlenstoffbindung. Dies bedeutet, dass die vielen anderen zur Wiederherstellung eines Ökosystems erforderlichen Massnahmen möglicherweise nicht belohnt und daher nicht durchgeführt werden. Wir sehen also, dass die Problemlösung komplizierter ist als das einfache Pflanzen von Bäumen.

Die von Unternehmen und Regierungen gesetzten Ziele sind in der Regel wenig ehrgeizig, während das Erreichen von Netto-Null bis 2050 eine Reduzierung der Emissionen um 10 Prozent pro Jahr erfordern würde – ungefähr das, wozu uns die COVID-19-Pandemie gezwungen hatte. Eine weltweite freiwillige Wiederaufnahme des COVID-19 Lebensstils erscheint jedoch unrealistisch. Was muss getan werden?

► **G. Bolliger:** Die Daten lassen drei verschiedene Verhaltensarten von Unternehmen erkennen: Unternehmen, die sich Ziele setzen, die nicht ehrgeizig genug sind; Unternehmen, die sich ehrgeizige Ziele setzen, diese aber nie erreichen werden; und schliesslich Unternehmen, die sich ehrgeizige Ziele setzen und auf dem richtigen Weg sind, diese zu erreichen. Investoren sollten diese dritte Gruppe von Unternehmen priorisieren, indem sie ihnen mehr Kapital zur Verfügung stellen. Auf der Gesamtebene besteht die einzige Möglichkeit, alle Unternehmen auf den richtigen Weg zu führen, in einer angemessenen Preisgestaltung für CO₂-Emissionen. Doch eine falsche Preisgestaltung für CO₂-Emissionen in Verbindung mit einer unzureichenden Anzahl von Branchen, die von den derzeitigen Emissionshandelssystemen erfasst werden, hält die Wirtschaft davon ab, sich schnell in die richtige Richtung zu bewegen.

► **P. Krüger:** Die derzeitige Methode ist in der Tat zu wenig streng, da Unternehmen die Möglichkeit haben, ihr Basisjahr selber zu wählen und sich auf CO₂-Intensitätsziele zu konzentrieren, die die Emissionen pro Produktionseinheit messen. Dieses System ist äusserst irreführend. Ölproduzenten verbessern beispielsweise scheinbar ihre CO₂-Intensität, wenn die Ölpreise steigen. Eine strengere Regulierung auf der Grundlage absoluter Ziele ist dringend erforderlich. Ich setze grosse Erwartungen in die geplanten europäischen Normen, die nicht nur obligatorisch sein werden, sondern auch über börsennotierte Unternehmen hinausgehen und auch für Privatunternehmen und Tochtergesellschaften gelten werden.

Unzureichende Finanzmittel werden häufig als Haupthindernis für die Erzielung eines grösseren positiven Impacts genannt. Stimmt das?

► **G. Bolliger:** Ja, das stimmt. Einerseits ist der Finanzierungsbedarf seit der Covid-Krise erheblich gestiegen, insbesondere für die im Zusammenhang mit sozialen Themen stehenden SDG. Andererseits ist der Markt für Impact Investing zwar noch klein, aber er wächst schnell. Es wird nicht leicht sein, die Billionen von US-Dollar aufzubringen, die zur Schliessung dieser Finanzierungslücke benötigt werden. Da die börsennotierten Impact-Portfolios sehr konzentriert sind und erhebliche Branchenverzerrungen aufweisen, führt dies zu einem Anstieg des Tracking-Errors gegenüber traditionellen Benchmarks und hält somit einige institutionelle Anleger davon ab, Gelder bereitzustellen. Ein weiteres Fragezeichen betrifft die mögliche Verletzung treuhänderischer Pflichten, wenn Investmentmanager neben der finanziellen Performance auch den Impact berücksichtigen. Die Regulierungsbehörden müssen eingreifen und vorschreiben, dass Impact ein ausdrücklicher Bestandteil aller institutionell verwalteten Portfolios sein muss.

► **N. Rücker:** Ich sehe keine Finanzierungslücke. Wirkungsorientierte Lösungen wie Solarzellen, Elektroautos und Präzisionslandwirtschaft sind nicht nur leistungsstark, sondern auch kommerziell verfügbar und wirtschaftlich tragfähig. Ich betrachte die Finanzierungslücke als ein politisches Instrument, denn schwindelerregende Zahlen verhindern das Handeln. Unvollständige Informationen und Trägheit sowie institutionelle Hindernisse, wie etwa der starre Markt oder gewisse soziale Strukturen, sind hier die entscheidenden Hemmnisse. Der Sektor der erneuerbaren Energien beispielsweise muss nicht subventioniert werden, um rentabel zu sein. Notwendig ist aber ein Ende der Subventionen für die fossile Energiewirtschaft. Diese haben im letzten Jahr mit 7 Billionen US-Dollar ein Allzeithoch erreicht!

► **R. Sangiorgio:** Obwohl die Finanzindustrie oft nur als Brücke zwischen Akteuren mit übermässiger Liquidität und Akteuren mit unzureichender Liquidität angesehen wird, hat sie die Möglichkeit, die Kapitalallokation auf der Grundlage von Risikoerwägungen zu beeinflussen. Meiner Meinung nach ist die Finanzindustrie heute übermässig restriktiv. Das Risikokzept muss überarbeitet und aktualisiert werden, um nicht nur das Klimarisiko in umfassenderer und präziserer Weise einzubeziehen, sondern auch Aspekte der Risikominderung zu berücksichtigen. Ausserdem sollte der Zugang zu privaten Märkten und illiquiden Anlagen erleichtert werden. Ein solcher Ansatz würde Gelder in positive Impact-Investitionen lenken, bei welchen in Zukunft auch höhere finanzielle Erträge und ein geringeres Gesamtrisiko (im weiteren Sinne) erreicht werden können.

Wie sollte Impact angesichts des Zielkonflikts zwischen Rendite und Impact belohnt werden?

► **P. Krüger:** Es ist eine grosse Herausforderung, Fondsmanager sowohl für monetäre Gewinne als auch für positiven Impact zu belohnen. Daten aus der US-Finanzbranche zeigen, dass die Vergütung hauptsächlich an die wirtschaftliche Leistung und kaum an den Impact gebunden ist. Interessanterweise ist das für kotierte Unternehmen anders. Da sind die Boni der Mehrheit der S&P 500-CEO nun an ESG- oder Impact-Ziele gebunden. Dieses duale System hat zu hohen Boni geführt, die auf ESG-Verbesserungen und positivem Impact beruhen, trotz negativer finanzieller Erträge. Ich rechne in den nächsten Jahren mit lebhaften Aktionärsversammlungen und

einer gründlichen Überprüfung dessen, was die treuhänderische Pflicht beinhaltet.

► **N. Rücker:** Es fällt uns leichter, die finanzielle Performance zu bewerten als den Impact, da wir quantitative Kennzahlen gegenüber qualitativen bevorzugen. Dennoch sehe ich nicht unbedingt eine Diskrepanz zwischen diesen beiden Zielen. Im Falle von Fondsmanagern, die auf dem liquiden Markt tätig sind, könnten wir beispielsweise problemlos eine Kennzahl für ihr ökologisches und soziales Engagement einbeziehen. Ich sehe nicht, wie sich dies nachteilig auf ihre finanzielle Performance auswirken würde. Entscheidungsträger in Unternehmen und in der Politik wurden schon immer anhand verschiedener und vielfältiger Ziele bewertet. Ich verstehe nicht, warum es unmöglich oder bahnbrechend sein soll, Impact als zusätzliches Ziel hinzuzufügen.

► **G. Bolliger:** Ein vielversprechender Weg in die Zukunft ist die Schaffung eines Marktes für SDG-Zertifikate und eine Monetarisierung der SDG-Ergebnisse, ähnlich wie es bei den CO₂-Zertifikaten geschehen ist. Dieser Markt würde es Unternehmen und Projekten, die einen positiven Impact erzielen, ermöglichen, dafür eine Gutschrift zu erhalten, und diejenigen, die eine negative Wirkung erzielen, verpflichten, solche Gutschriften zu kaufen. Dadurch würden Impact-Investoren SDG-Gutschriften erhalten, die monetarisiert werden können. Es entstünde eine Win-Win-Situation, durch die wir alle vorankommen könnten.





Über Impact Investing hinaus

Nichtregierungsorganisationen (NGO) und philanthropische Organisationen werden oft als die erfolgreichsten Organisationen genannt, wenn es um die Erzielung eines positiven Impacts geht – sogar erfolgreicher als Regierungen und grosse Impact-Fonds. Warum ist das so?

► **L. Frésard:** NGO und philanthropische Organisationen haben in der Regel sehr einfache Mandate und erhalten Geld dafür, die besten verfügbaren Projekte zur Erfüllung dieser Mandate zu finden. Dies führt dazu, dass sie sich spezialisieren und ein hohes Mass an Fachwissen und Effizienz erlangen. Für Regierungen ist es schwierig, ein ähnliches Mass an Spezialisierung, Konzentration und Fachwissen zu erreichen, da sie viele verschiedene Ziele verfolgen müssen. Wir dürfen aber nicht vergessen, dass Regierungen indirekt eine Rolle für die Grösse und den Erfolg des philanthropischen Sektors spielen. Ein grosser Teil der Mittel fliesst nämlich aus steuerlichen Gründen in diesen Sektor, und Steuervorteile werden durch staatliche Vorschriften gewährt. Ob diese Gelder besser von Regierungen oder anderen privaten Einrichtungen, wie z. B. Impact Funds, verwendet werden sollten, ist eine offene Debatte. NGO und philanthropische Akteure waren jedoch zweifellos in vielen Bereichen effektiv, und andere Akteure im Impactuniversum sollten deren Praktiken und Organisation genauer unter die Lupe nehmen.

Was halten Sie von den vielen Spenden, die NGO und philanthropische Organisationen weltweit erhalten?

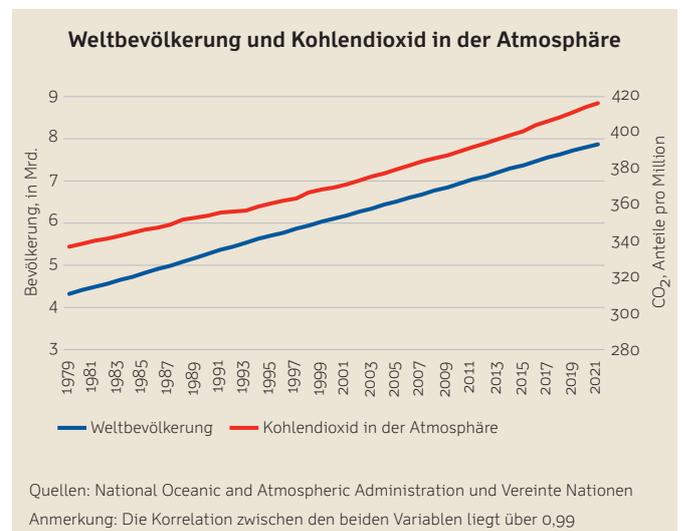
► **J. Kölbl:** Die Wurzeln der Wohltätigkeit reichen Tausende von Jahren zurück und sind ein Eckpfeiler jeder Gesellschaft und Religion. Geld zu spenden bringt viele Vorteile mit sich, von der Unterstützung einer positiven Sache über ein gutes Gefühl bei der Spende bis hin zu sozialer Anerkennung und Steuervergünstigungen. Wenn man anerkennt, dass Zeit, Zuwendung und materielle Ressourcen ebenfalls positiven Impact haben können, stellt man fest, dass Kapitalströme auf dem Finanzmarkt nicht das einzige Mittel sind, um Impact zu erzielen. Der Erfolg von Nichtregierungsorganisationen und philanthropischen Organisationen in der heutigen Welt zeigt, dass sich viele Menschen um soziale und ökologische Belange kümmern und die Zivilgesellschaft bei der Erzielung von Fortschritten unterstützen, die über den Zuständigkeitsbereich von Unternehmen und Regulierungsbehörden hinausgehen.

► **R. Sangiorgio:** Obwohl es schwierig ist, die tatsächliche Zahl der Menschen zu ermitteln, die jährlich an NGO und philanthropische Organisationen spenden, wird das verwaltete Vermögen auf einige Billionen US-Dollar geschätzt. Diese Zahl beweist, dass einerseits viele Menschen bereit sind, finanzielle Abstriche zu machen, um

positiven Impact zu erzielen, und dass andererseits ein eindeutiger Bedarf an solchen Initiativen besteht. Faszinierend ist die Flexibilität und Schnelligkeit, mit der NGO und philanthropische Organisationen agieren können, sei es, um die Lücke in der Mischfinanzierung zu schliessen, um mit dem Finger auf die schmutzigen Bereiche unserer Wirtschaft zu zeigen und auch um den Anlegern aufzuzeigen, wo Reputationsrisiken lauern könnten. Ich persönlich bin der Meinung, dass Fondsmanager den aktiven Austausch mit NGOs suchen sollten und sich auch mit den oft sehr stichhaltigen, aber unkonventionellen Daten beschäftigen sollten, die NGOs sammeln.

Welche Verantwortung haben die Privathaushalte, mit geeigneten Konsumentenscheidungen positiven Impact zu erzielen?

► **P. Krüger:** In den letzten 20 Jahren hat sich das weltweite Pro-Kopf-BIP mehr als verdoppelt, was für die Verbesserung vieler sozialer Aspekte unseres Lebens von zentraler Bedeutung war und es uns ermöglicht hat, in den Genuss einer grossen Vielfalt neuer Produkte und Dienstleistungen zu kommen. Aber in der Zwischenzeit ist auch die Weltbevölkerung um mehr als 25 Prozent gewachsen. Die kombinierte Wirkung von mehr Wohlstand und mehr Konsumenten hat zu einem zunehmenden Druck auf die Umwelt geführt. Die Haushalte stehen in der Verantwortung und können durch besser informierte Konsumentenscheidungen sowie aktives politisches Engagement, z. B. bei Wahlen, einen Impact erzielen.



► **R. Sangiorgio:** Die Privathaushalte haben viele Möglichkeiten, positiven Impact zu schaffen. Konsumentenscheidungen und Wahlen sind die beiden offensichtlichsten, aber auch die Rolle von Bildung und Wissensaustausch darf nicht unterschätzt werden. Positiver Impact, sei es in Form von geringerem Verbrauch, Impact-Investitionen oder der Unterstützung einer Kreislaufwirtschaft, sollte in wertvolle Erfolgsgeschichten verarbeitet und in sozialen und beruflichen Kreisen verbreitet werden.

Haben wir noch Zeit, um positiven Impact auf die Umwelt zu tätigen, oder ist es bereits zu spät?

► **J. Kölbel:** Die heutigen Probleme wurden von der Menschheit verursacht, also ist es auch ihre Aufgabe, sie zu lösen. Es gibt eine dringende Notwendigkeit zu handeln, aber der Mensch ist sowohl erfinderisch als auch anpassungsfähig. Im Laufe der Geschichte hat sich oft gezeigt, dass die Technik rasche Lösungen liefern kann. Ich muss jedoch betonen, dass das Gefühl der Dringlichkeit nicht in allen Ländern gleich stark ausgeprägt ist. Was zum Beispiel die globale Erwärmung betrifft, so dürfte die Situation in der Schweiz bis zum Ende des Jahrhunderts erträglich sein. Dies ist nicht der Fall für tief liegende Länder oder die Länder entlang des Äquators. Die Frage ist also eher: Zu spät für wen?

► **L. Frésard:** Das Klima verändert sich eindeutig, und meiner Meinung nach verändert es sich schneller, als wir reagieren können, um den Wandel einzudämmen. Finanzfachleute können an Lösungen zur Eindämmung des Klimawandels und des Klimarisikos

arbeiten und Anreize entwickeln, um die Gesellschaft in Richtung einer nachhaltigeren Welt zu lenken. Aber die Antwort auf die Frage, welche Folgen unser wirtschaftliches Handeln hat und ob es zu spät ist oder nicht, liegt letztlich bei der Wissenschaft.

► **G. Bolliger:** Die Zeit läuft zweifellos ab. Wenn der aktuelle Trend anhält, werden viele SDG bis 2030 verfehlt, ebenso wie der Netto-Nullverbrauch bis 2050. Auch wenn viele argumentieren, dass die Technologie viel Potential hat, bin ich der Meinung, dass es etwas naiv ist, alle unsere Hoffnungen auf technikbasierte Lösungen zu setzen. Wir sollten unsere Aufmerksamkeit auch auf naturbasierte Lösungen lenken, und auch die Haushalte müssen erkennen, dass sie jeden Tag einen Unterschied machen können.

► **R. Sangiorgio:** Ich glaube, wir haben noch Zeit, sonst würde ich meinen jetzigen Job nicht machen. Aber es heisst jetzt oder nie. Wir sind die erste Generation, die weiss, dass wir die Ursache der globalen Erwärmung sind, und wir sind auch die Letzte, die etwas dagegen tun kann. Das ist eine grosse Verantwortung. Innovationen könnten sich als bahnbrechend erweisen. Die künstliche Intelligenz beispielsweise ermöglicht uns heute, was wir uns vor ein paar Jahren nicht einmal vorstellen konnten. Die grösste Gefahr, die ich sehe, ist die "und was ist mit ..." Einstellung, mit der durch Themenwechsel und Ablenkungstaktik potenziell jeder Schritt in eine positive Richtung untergraben werden kann. Wie wir wissen, ist das Beste der Feind des Guten.



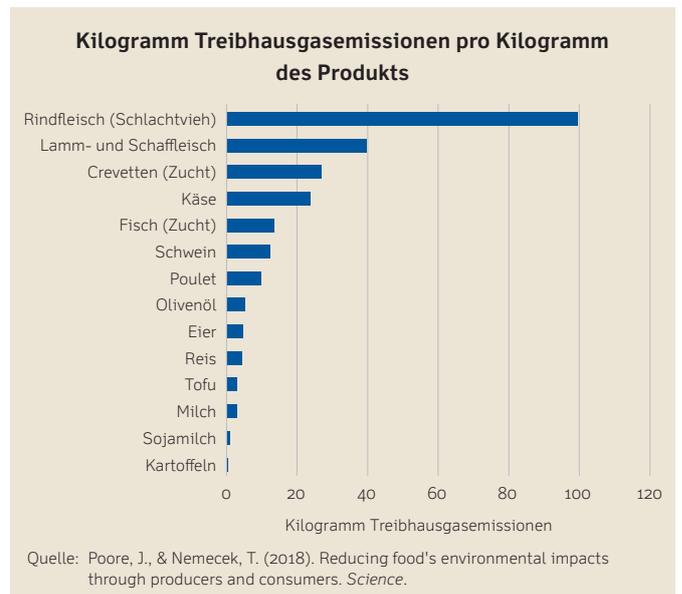
Und schliesslich: Wie kann man als Einzelperson einen positiven Impact haben?

J. Kölbl: Als Konsument kann ich einen unmittelbaren Einfluss ausüben, da Unternehmen sehr genau darauf achten, wie und wofür beim Konsum Geld ausgegeben wird. Ich unterscheide zwischen verschiedenen Produkten, indem ich z. B. fair gehandelten Kaffee kaufe, und ich schränke auch den Konsum von Produkten ein, die grosse negative Auswirkungen haben, wie z. B. Flugreisen. Letztlich denke ich, dass die Stimmabgabe bei Wahlen die einflussreichste Sache ist, die ein Einzelner tun kann.

N. Rücker: Als Familie liegt uns das Klima am Herzen. Wir verfolgen unseren Fussabdruck seit Jahren, und schärfen gleichzeitig unser Bewusstsein. Unser Fussabdruck liegt derzeit bei etwas über 3 Tonnen pro Person und Jahr, was immer noch über dem Netto-Null-Ziel von 2 Tonnen liegt, aber nur ein Bruchteil des Schweizer Durchschnitts von fast 14 Tonnen ist. Interessanterweise machen wir keine Abstriche bei unserem Lebensstil.

G. Bolliger: Positiv ist, dass ich viel weniger fliege als früher, mit öffentlichen Verkehrsmitteln pendle, lokale Produkte bevorzuge und mein Haus mit Solarzellen ausgestattet habe. Allerdings esse ich nach wie vor Rindfleisch und fahre auf (meistens) Kunstschnee Ski, was meinen CO₂-Fussabdruck sicherlich belastet.

R. Sangiorgio: Ich stelle mir und anderen Fragen und lese viel über die Themen. Insgesamt möchte ich neugierig sein. Auch im Lebensmittelgeschäft, beim Essen mit der Familie und bei der Buchung meiner Ferien kann ich Impact generieren. Wir dürfen uns nicht mit "Das ist nicht möglich", "Das ist zu kompliziert" oder "Das muss wahr sein, weil es so und so gesagt hat" zufrieden geben.



Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Herausgeber und Kontakt

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

