

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



Dienstag, 10. Dezember 2019 (Frankfurt)
BAI Insight 56 "Risikomanagement und Regulierung - Ein Ausblick auf 2020"
Mit anschließender Verleihung des BAI-Wissenschaftspreises

Montag, 20. Januar (München) und Montag, 27. Januar 2020 (Frankfurt)
Vortragsreihe „ESG hands-on“: BAI Insight 57 „360°-View für ESG-Investments bei institutionellen Investoren“

Dienstag, 21. Januar 2020 (Frankfurt)
BAI Event Blockchain: Re-Thinking Asset Management - Implikationen für Investoren, Manager und Assetklassen

Montag, 3. Februar 2020
Vortragsreihe „ESG hands-on“: BAI Webinar „ESG: Assessing the “S” and the “G” in private equity and infrastructure portfolios“

Donnerstag, 6. Februar 2020
Vortragsreihe „ESG hands-on“: BAI Webinar „Impact Management und -Messung im Bereich Real Assets“.

Dienstag, 31. März (Frankfurt) und Mittwoch, 1. April 2020 (München)
CAIA/BAI Joint Educational Events - Investieren in Volatilität: Zur Renditegenerierung oder zur Absicherung?

Mittwoch, 22. und Donnerstag, 23. April 2020 (Frankfurt)
BAI Alternative Investor Conference (AIC)
u.a. mit Vorträgen von Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld, Universität Freiburg, zu „Konjunktur, Klimawandel, Infrastruktur - Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft“, und Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro, Professor of International Economics, zu „Die Weltwirtschaft in interessanten Zeiten“. Den Get-together Speech wird Anders Indset, einer der global führenden Wirtschaftsphilosophen, halten.

Inhalt

2 Leitartikel

6 Stellenanzeigen

9 Investorenmeinung

Interview mit Martin Koneberg, Bayerische Versorgungskammer

11 Sustainable Finance:
Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung

Prof. Dr. Johannes Köndgen,
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

25 ESG-Strategien für Aktieninvestments in
Schwellenländern - Ansätze und Performance
europäischer Asset Manager

Michael Busack und Hendrik Schlimper, Absolut Research
GmbH

31 Impact Investing: Wie die Geldanlage Gutes
bewirken kann

Jörg Schomburg, AXA Investment Managers

38 Das „S“-Element bei ESG:
Ein anspruchsvoller Faktor

Dietmar Roessler, BNP Paribas Securities Services
Deutschland

43 Faktor-Strategien im Anleihebereich

Dr. Demir Bekić, Deka Investment

48 Strombörse als Triebfeder für den Ausbau
Erneuerbarer Energien

Jürgen Göbel und Bernd Rickels, EURAMCO Holding
GmbH

55 Private Debt und die SDGs der Vereinten
Nationen

Alistair Perkins, NN Investment Partners

60 Distress Signals: Illuminating Risks and
Opportunities in Corporate Credit

Adam Gubner, Christian Stracke, Jamie Weinstein and
Tom Collier, PIMCO

67 Digitalisierung als Schlüssel für ein professionelles
ESG Management: Wie digitale Prozesse
das verantwortliche Investieren in Alternative
Investments nach ESG-Kriterien befördern

Jessica Warrings, WeSustain GmbH, und
Marie-Lucie Linde, marieluCIE

76 Veranstaltungshinweise

82 Buchvorstellungen

Liebe Leserinnen und Leser,

ESG

ESG ist nicht das erste Mal Schwerpunktthema unseres Newsletters und sicherlich auch nicht das letzte Mal, denn dieses Thema entwickelt sich zunehmend. ESG ist in aller Munde und dennoch gibt es solche, deren Sättigungsgrenze zum Thema ESG schon fast erreicht ist und andere, die starken Bedarf haben, tiefer in hiermit verbundene Fragestellungen einzutauchen.

Da ESG auch weiterhin ein facettenreiches, sich fortentwickelndes Thema ist, können wir in dieser Newsletter-Ausgabe zahlreiche ESG-Artikel anbieten (siehe untenstehende Übersicht). Der BAI startet zudem gleich zu Beginn des Jahres 2020 unter dem Motto „ESG hands-on“ eine hoch interessante Vortragsreihe, zu der schon folgende Beiträge bekannt sind: Auftakt sind am 20. Januar 2020 in München und 27. Januar 2020 in Frankfurt BAI Insights mit PwC zum Thema „360°-View für ESG-Investments bei institutionellen Investoren“. Sodann folgen Webinare mit GCM Grosvenor zu „ESG: Assessing the “S” and the “G” in private equity and infrastructure portfolios“ (3. Februar 2020) sowie mit Franklin Templeton zu „Impact Management und -Messung im Bereich Real Assets“ (6. Februar 2020).

Weitere Veranstaltungen dieser Reihe werden zu gegebener Zeit u.a. auf unserer Homepage bekannt gegeben. ESG ist zudem aktueller „Themenschwerpunkt“ auch hinsichtlich von Veröffentlichungen auf unserer Homepage. Sie finden dort zusätzlich zu den Artikeln in diesem Newsletter zahlreiche weitere Beiträge zu diesem Thema.

BaFin-Merkblatt

Mehr als 30 nationale und internationale Banken, Organisationen und Privatleute haben das im September 2019 von der BaFin veröffentlichte Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken kommentiert. Bis Anfang November hat die BaFin hierzu Stellungnahmen gesammelt, auf deren Basis das Merkblatt nun überarbeitet werden soll. Frank Pierischel, Chief Sustainable Finance Officer der BaFin, äußert sich hierzu im BaFin-Journal wie folgt: „Alle begrüßen das Merkblatt, viele jedoch mit einem „Aber“. Das „Aber“ fällt je nach

Interessenlage sehr unterschiedlich aus. Das kommt natürlich nicht unerwartet. Wir werten jetzt alles sorgsam aus und erstellen dann eine finale Fassung, die den Entwurf in einigen Punkten verändern wird.“ Es bleibt nun abzuwarten, wie die BaFin bis Jahresende ihre Empfehlungen anpassen wird. Ziel der BaFin bleibt es, von ihr beaufsichtigte Unternehmen rechtzeitig an das Thema Nachhaltigkeit heranzuführen. Verbindliche Vorgaben sind jedoch nicht vorgesehen, sondern eher Orientierungen auf „Good Practices“ Basis.



*Annette Olschinka-Rettig,
Geschäftsführerin*

Wissenschaftspreis

Der BAI ist stolz, auch dieses Jahr ebenso wie in den Vorjahren wieder Wissenschaftspreise in vier Kategorien für hervorragende Bachelor-, Master-, Doktor-/ Habilitation- und sonstige wissenschaftliche Arbeiten vergeben zu können. **Die Preisverleihung findet am 10. Dezember 2019 im Café Hauptwache in Frankfurt statt.** Der Verband und die Jury freuen sich sehr, dass auch diesmal wieder zahlreiche Arbeiten zum Wettbewerb eingereicht wurden, die sich intensiv



mit Alternative Investments befassen. **Gerne können Sie live bei der Preisverleihung in Frankfurt dabei sein.** Anmeldungen nimmt Herr Brooks entgegen. Details zu den Preisträgern und ihren Arbeiten, begleitet von Fotos der Preisverleihung, können Sie ansonsten dem in Kürze erscheinenden Sondernewsletter entnehmen. In diesem Kontext sei hier

auch einmal erwähnt, dass der BAI Druckkostenzuschüsse für besonders gute Dissertationen zum Thema Alternative Investments vergibt.

Liebe Leserinnen und Leser, sofern Sie auf vielversprechende AI-Arbeiten stoßen, ermutigen Sie die Autoren und Autorinnen gerne, sich über unseren Wettbewerb etc. auf unserer Homepage zu informieren. Die Frist zur Einreichung für die nächste Preisvergabe läuft noch bis zum 29. Februar 2020.

Ein Blick hinter die Newsletter-Kulissen

Uns erreichen immer wieder Fragen rund um die Entstehung des Newsletters, die ich an dieser Stelle kurz aufgreifen möchte. Der reguläre Newsletter erscheint sechsmal jährlich. Anlässlich der Verleihung des Wissenschaftspreises gibt es zudem einmal pro Jahr einen Sondernewsletter. Die Schwerpunktthemen, die in den einzelnen Ausgaben aufgegriffen werden, legt die Redaktion mit Blick auf wesentliche Entwicklungen bei Alternative Investments fest. Um immer wieder aktuell zu berichten, gibt es Themen, die in regelmäßigen Abständen wieder aufgenommen werden. Als Beispiel sei hier das Thema „Institutionelle Investoren und Alternative Investments (Investorenregulierung, SAA, TAA..)“ unseres nächsten Newsletters genannt. Wir stellen fest, dass es hierzu immer wieder für unseren Leserkreis neue, interessante Aspekte gibt. Einsendeschluss für Artikel ist der 31. Januar 2020.

Die Redaktion und die „Abonnenten“ des Newsletters begrüßen vor dem Hintergrund der Meinungspluralität übrigens auch ausdrücklich von institutionellen Investoren verfasste Newsletter-Beiträge. Lesen Sie exemplarisch hierzu gerne das in dieser Ausgabe erscheinende Interview mit Martin Koneberg von der BVK.

BAI Alternative Investor Conference (AIC) am 22. und 23. April 2020

Die Vorbereitungen für die AIC 2020 laufen auf Hochtouren. Wir freuen uns, Ihnen auch im nächsten Jahr wieder im Kap Europa in Frankfurt ein spannendes Programm mit vielen hochkarätigen Rednern anbieten zu können. Unter anderem konnten wir Anders Indset, einen der global führenden Wirtschaftsphilosophen, für den Get-together-Speech gewinnen. Er eröffnet eine neue Sichtweise auf die „Kunst des Denkens“ und gilt als vertrauter Sparrings-Partner für internationale CEOs sowie führende Politiker. Erneut findet auch ein separates Investorendinner am 22. April 2020 und ein Investorenworkshop am 23. April 2020 statt. Zahlreiche

Anmeldungen von Mitgliedern, institutionellen Investoren und anderen AI-Interessierten liegen uns bereits vor. Das Programm finden Sie auf unserer Veranstaltungswebseite www.ai-conference.com.

CAIA Deutschland und BAI: Joint Educational Events

Für 2020 sind wieder gemeinsame Veranstaltungen geplant und zwar am 31. März 2020 in Frankfurt und am 1. April 2020 in München mit dem Titel „Investieren in Volatilität: Zur Renditegenerierung oder zur Absicherung?“.

Noch ein Hinweis zu einem zeitkritischen Regulierungsthema:

Anzeigepflicht für grenzüberschreitende Steuergestaltungen

Der BAI berichtete bereits über die europäisch veranlasste, nun aber auch in der nationalen Umsetzung befindliche Anzeigepflicht für grenzüberschreitende Gestaltungen. Mit dem „Gesetz zur Einführung einer Pflicht zur Mitteilung grenzüberschreitender Steuergestaltungen“ soll die Richtlinie (EU) 2018/822 in deutsches Recht umgesetzt werden. Das Gesetzgebungsverfahren soll bis zum Jahresende 2019 abgeschlossen sein, so dass allen betroffenen Marktteilnehmern empfohlen wird, sich mit den teils umfassenden operativen/bürokratischen Aspekten des Gesetzes zeitnah auseinanderzusetzen.

In dieser Ausgabe erwarten Sie nun folgende Beiträge zum Thema ESG:

- ESG-Strategien für Aktieninvestments in Schwellenländern - Ansätze und Performance europäischer Asset Manager, von Michael Busack und Hendrik Schlimper, Absolut Research GmbH
- Impact Investing: Wie die Geldanlage Gutes bewirken kann, von Jörg Schomburg, AXA Investment Managers
- Das „S“-Element bei ESG: Ein anspruchsvoller Faktor, von Dietmar Roessler, BNP Paribas Securities Services Deutschland

- Faktor-Strategien im Anleihebereich, von Dr. Demir Bektić, Deka Investment
- Strombörse als Triebfeder für den Ausbau Erneuerbarer Energien, von Jürgen Göbel und Bernd Rickels, EURAMCO Holding GmbH
- Private Debt und die SDGs der Vereinten Nationen, von Alistair Perkins, NN Investment Partners
- Distress Signals: Illuminating Risks and Opportunities in Corporate Credit, by Adam Gubner, Christian Stracke, Jamie Weinstein and Tom Collier, PIMCO
- Digitalisierung als Schlüssel für ein professionelles ESG Management: Wie digitale Prozesse das verantwortliche Investieren in Alternative Investments nach ESG-Kriterien befördern, von Jessica Warrings, WeSustain GmbH, und Marie-Lucie Linde, marieluCIE

Wie eingangs erläutert, gibt es durchaus divergierende Sichtweisen, ob das Thema ESG schon überstrapaziert oder noch eher in den Anfängen ist. Umso mehr freuen wir uns, für diesen Newsletter einen Autoren mit einem sehr grundlegenden, interdisziplinären wissenschaftlichen Beitrag zum Thema ESG gewonnen zu haben: Prof. Dr. Johannes Köndgen von der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn mit „Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung“.

Viel Freude bei der Lektüre dieses Newsletters!

Da diese Ausgabe die letzte in 2019 ist, möchte ich die Gelegenheit nutzen, Ihnen und Ihren Familien im Namen der Geschäftsstelle und des Vorstands des BAI ein frohes Weihnachtsfest, besinnliche Tage und einen wundervollen Start in das neue Jahrzehnt zu wünschen.

Ihre
Annette Olschinka-Rettig



Alternative Investor Conference

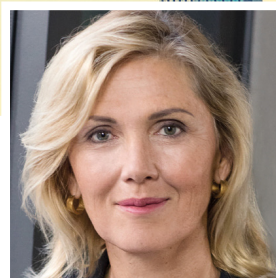
Workshop und Dinner für
institutionelle Endinvestoren

22. & 23. April 2020 Kap Europa • Frankfurt



Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld

Universität Freiburg, Walter Eucken Institut,
Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen
Entwicklung, zu „Konjunktur, Klimawandel, Infrastruktur-
Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft“



Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro

Professor of International Economics,
Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID,
Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute,
INSEAD, zu „Die Weltwirtschaft im Wildwasser“

Dinnersponsor



Lunchsponsoren

caplantic **SwanCap**

mit freundlicher Unterstützung von



Goldsponsoren



Silbersponsoren



Medienpartner



Partnerverbände



Informationen und Anmeldung unter: www.ai-conference.com

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Industrie in Deutschland. Wir setzen uns vor allem für die Diversifikation institutioneller Investorenportfolios ein. Zu den satzungsmäßigen Aufgaben gehört dabei insbesondere die Steigerung des Bekanntheitsgrades von alternativen Anlageklassen und -Strategien und die Verbesserung deren Verständnis in der Öffentlichkeit. Zu unserem Themenspektrum zählen Private Debt, Liquid Alternatives, Private Equity, Rohstoffe und Infrastruktur. Der Kreis der Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative-Investments-Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 220 namhafte nationale und internationale Unternehmen angewachsen. Wir suchen für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Mitarbeiter (m/w) mit dem folgenden Profil:

Ihre Herausforderung / Arbeitsschwerpunkte:

- Analyse der AI-Märkte mit Fokus auf die Nachfrage institutioneller Investoren in Deutschland und weltweite Angebotsentwicklungen
- Förderung der Diversifikation durch Mitarbeit bei der Gestaltung von BAI Veranstaltungen und Publikationen
- Ausbau der Verbandsaktivitäten zu den o.g. Schwerpunktthemen
- Erarbeitung der Verbandspositionen zu Vorhaben des Gesetzgebers und der Aufsicht sowie zu Verbandsinitiativen
- Unterstützung der Mitgliedsunternehmen zu Themen der Verbandsarbeit
- Pflege und Neukonzeption von Studien und Statistiken zum AI-Markt
- Mitarbeit bei der Gewinnung neuer Mitglieder für den Verband

Ihr Profil :

- Mit überdurchschnittlichem Erfolg abgeschlossenes Studium aus dem Bereich Wirtschaftswissenschaften
- Solide Finanz- und Statistikkenntnisse
- Ausgeprägtes Interesse an Finanzthemen, Politik und Regulierung im Allgemeinen und Verbandsarbeit im Besonderen
- Gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und hervorragende kommunikative Fähigkeiten
- Hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit
- Verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point)

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung ausschließlich **per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Frau Annette Olschinka-Rettig

-Geschäftsführerin-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 7-0 (15)

Fax.: 0228 / 96 98 7-90

olschinka-rettig@bvai.de

Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Industrie in Deutschland. Wir setzen uns vor allem für die Diversifikation institutioneller Investorenportfolios ein. Zu den satzungsmäßigen Aufgaben gehört dabei insbesondere die Steigerung des Bekanntheitsgrades von alternativen Anlageklassen und -Strategien und die Verbesserung deren Verständnis in der Öffentlichkeit. Zu unserem Themenspektrum zählen Private Debt, Liquid Alternatives, Private Equity, Rohstoffe und Infrastruktur. Der Kreis der Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative-Investments-Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 220 namhafte nationale und internationale Unternehmen angewachsen. Wir suchen für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Mitarbeiter (m/w) mit dem folgenden Profil:

Ihre Herausforderung / Arbeitsschwerpunkte:

- Mitarbeit bei der Vorbereitung und Durchführung von BAI Veranstaltungen und Publikationen
- Selbständige Bearbeitung von Studien und Statistiken zum AI-Markt
- Erarbeitung der Verbandspositionen zu Vorhaben des Gesetzgebers und der Aufsicht sowie zu Verbandsinitiativen
- Unterstützung von Investoren und Mitgliedsunternehmen zu Themen der Verbandsarbeit

Ihr Profil :

- Studium aus dem Bereich der Wirtschaftswissenschaften mit überdurchschnittlichem Erfolg, mindestens im 4. Semester
- Solide Finanz- und Statistikkenntnisse
- Kenntnisse zu Alternative Investments und/oder Portfoliomanagement
- Ausgeprägtes Interesse an Finanzthemen, Politik und Regulierung im Allgemeinen und Verbandsarbeit im Besonderen
- Gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und hervorragende kommunikative Fähigkeiten
- Hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit
- Verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point)

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet mit abwechslungsreichen Tätigkeiten. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagefähigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins, Ihrer zeitlichen Verfügbarkeit (bei Werkstudenten Wochenarbeitszeit, bei Praktikanten Praktikumsdauer in Wochen) **ausschließlich per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Frau Annette Olschinka-Rettig

-Geschäftsführerin-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 7-0 (15)

Fax.: 0228 / 96 98 7-90

olschinka-rettig@bvai.de

Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Branche in Deutschland. Wir vertreten mittlerweile über 200 renommierte in- und ausländische Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Infrastruktur, Private Debt, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, etc.) rekrutieren: Asset Manager, Fondsgesellschaften, Banken, Administratoren, Verwahrstellen sowie weitere Branchen-Dienstleister.

Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

Für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn suchen wir zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Juristen/Doktoranden/Referendar (m/w) in Vollzeit oder Teilzeit (mind. 20 Wochenstunden).

Ihre Herausforderung / Arbeitsschwerpunkte:

- Unterstützung der Geschäftsstelle bei der Analyse von und Mitwirkung bei Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene,
- Analyse, Strukturierung und Aufbereitung von Rechtsthemen für Verbandsmitglieder, Branche, Investoren und Öffentlichkeit,
- Teilnahme an und Vorbereitung von Ausschusssitzungen sowie Treffen mit Aufsicht und Politik auf nationaler und europäischer Ebene
- redaktionelle Arbeiten, insbesondere Zuarbeit zu Fach- und Newsletterbeiträgen sowie zu Vorträgen,
- Unterstützung bei Publikationen und der Entwicklung von Positionspapieren für Aufsichts- und Steuerbehörden sowie Politik,
- Planung und Durchführung von Verbandsveranstaltungen zu Rechts- und Aufsichtsthemen,
- Übernahme von Sonderprojekten.

Ihr Profil :

- Eine erfolgreich absolvierte Erste bzw. Zweite Juristische Staatsprüfung (vorzugsweise mindestens mit der Note befriedigend)
- erste Erfahrungen in bzw. ausgeprägtes Interesse an den Bereichen Finanz- und Kapitalmarktrecht und Regulierung,
- gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und sehr gute kommunikative Fähigkeiten,
- hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit,
- verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert,
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point).

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung ausschließlich **per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer

-Geschäftsführer-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 7-50

dornseifer@bvai.de

Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de



Interview mit Martin Koneberg, Bayerische Versorgungskammer, Neues Mitglied im Investorenbeirat

Im Investorenbeirat des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI) gab es mit Wirkung zum 1. November 2019 eine Veränderung: Martin Koneberg löst Anselm Wagner ab. Der BAI dankt Herrn Wagner ausdrücklich für seine langjährige Tätigkeit im Beirat und freut sich, mit Herrn Koneberg auch weiterhin einen Vertreter der Bayerischen Versorgungskammer mit tiefer Erfahrung in Alternative Investments begrüßen zu können.

Der Investorenbeirat des BAI existiert seit vielen Jahren und besteht aus neun Mitgliedern, die zugleich Impulsgeber und „Messenger“ für den BAI sind. Zugleich wird der BAI dankenswerterweise immer wieder von Mitgliedern des Investorenbeirates bei Veranstaltungen und sonstiger Verbandstätigkeit unterstützt.

Der BAI verfolgt das Ziel, auch Investoren regelmäßig zu Wort kommen zu lassen. Vor diesem Hintergrund führte Annette Olschinka-Rettig, Geschäftsführerin des BAI, mit Martin Koneberg das folgende Interview.

AO: Herr Koneberg, zunächst herzlich willkommen im Investorenbeirat. Was hat Sie motiviert, sich hierzu bereit zu erklären?

MK: Herzlichen Dank! Ich freue mich sehr über die Möglichkeit, in diesem Gremium meine langjährigen Erfahrungen als AI-Investor einbringen zu können und bedanke mich für Ihr Vertrauen. Die Aufgabe des BAI als Interessenvertretung für Alternative Investments halte ich für wichtig und wertvoll, deshalb unterstütze ich den BAI sehr gerne als Mitglied im Investorenbeirat.

AO: Vielen Dank. Könnten Sie unseren Lesern kurz beschreiben, wo Ihre Verantwortlichkeit bei der BVK liegt?

MK: Ich bin seit 2014 verantwortlich für das Referat Alternative Investments. Hier befassen wir uns mit liquiden Anlagen wie Hedgefonds und Rohstoffen sowie mit illiquiden Fondsanlagen in Private Equity, Infrastruktur und Timber. Insgesamt begleitet mich das Thema Alternative Investments schon seit fast 13 Jahren. Gleich zu Beginn meiner Tätigkeit bei der BVK im Jahr 2007 durfte ich beim Aufbau verschiedener alternativer Anlageklassen aktiv dabei sein.

AO: Ausgezeichnet. Dann haben wir ja in der Tat einen weiteren AI-Experten in unserem Beirat. Welche AI-Themen beschäftigen Sie derzeit am meisten?

MK: Grundsätzlich sind wir im Bereich Alternatives bereits sehr gut diversifiziert und wir decken zahlreiche Felder ab. Gleichzeitig wollen wir uns natürlich weiterentwickeln. Wir befinden uns gerade im spannenden Prozess der strategischen Planung, die regelmäßig in einem Dreijahresrhythmus überarbeitet und aktualisiert wird. Hierbei schauen wir uns natürlich auch unser alternatives Portfolio genau an und suchen nach Optimierungsmöglichkeiten. Wir versuchen, Anlagemöglichkeiten zu identifizieren, die mit ihrem Rendite-Risiko-Profil unser bestehendes Portfolio sinnvoll ergänzen. Ein Beispiel könnten Insurance Linked Securities sein, wo sich weitere alternative Risikoprämien abschöpfen lassen.

AO: Wie sehen Sie die eher jüngeren AI-Themen Blockchain und Künstliche Intelligenz?

MK: Im Grunde genommen ist der Themenkomplex nicht komplett neu, in der Theorie existieren Formen davon schon seit Längerem. Es haben sich aber seit ein paar Jahren „Modebegriffe“ wie zum Beispiel Machine Learning oder Big Data Analytics herausgebildet.

Wir haben in unserem Hedgefonds- und CTA-Portfolio bereits ein paar Manager, die solche Ansätze in ihren Investmentprozess implementiert haben. Das Angebot von unserer Meinung nach sinnvollen Lösungen ist allerdings begrenzt. Manager, die sich ernsthaft damit beschäftigen, benötigen enorme Ressourcen für aufwändige Systeme und Datensets, um das Thema sinnvoll spielen zu können. Blockchain ist

hingegen auch bei unseren Managern nur ein Randthema und ist in unserem AI-Portfolio (noch) nicht wirklich messbar.

AO: Denken Sie, dass Blockchain und KI in ca. fünf Jahren gängiger Bestandteil in der Portfolioallokation zumindest der meisten größeren, institutionellen Investoren sein wird?

MK: Ich gehe davon aus, dass man zukünftig an diesen Themen nicht mehr vorbeikommt. Es werden aber in den nächsten Jahren dadurch keine revolutionären Veränderungen in der Kapitalanlage stattfinden. Viele Investoren und auch Consultants schauen sich diese Felder aktuell an. Aufgrund dieser Nachfrage wird sicherlich ein breiteres Angebot geschaffen und die Modelle werden sich weiterentwickeln.

AO: Wie sieht es aus mit ESG? Die BVK ist ja in dieser Materie schon sehr fortgeschritten. Welche Themen werden Sie hierzu als nächstes bezogen auf Alternative Investments angehen?

MK: Ja, ESG ist schon seit Längerem ein wichtiges Thema für die BVK. Wir haben bereits 2011 – als erster Altersversorger Deutschlands – die PRI unterzeichnet. Mittlerweile wurden unsere ESG-Anstrengungen auch mit diversen Awards ausgezeichnet. Die BVK verfolgt auch bei Alternative Investments einen aktiven Engagement-Ansatz. Sowohl bei der Managerauswahl als auch im laufenden Monitoring-Prozess ist die ESG-Integration ein fester und wichtiger Bestandteil. Wir thematisieren ESG bei unseren Fondsmanagern und halten sie an, die verschiedenen Gesichtspunkte auch in ihre Prozesse und Guidelines zu integrieren. Innerhalb der Alternative Investments gibt es allerdings deutliche Unterschiede bei der Implementierung von ESG-Ansätzen. Diese gestaltet sich für Private Equity- oder Timbermanager tendenziell einfacher als für Liquid-Alternatives-Manager und ist in Europa präsenter als in den USA. Hier wollen wir als verantwortungsbewusster Investor nach Möglichkeit noch mehr konstruktiv auf die Manager einwirken.

AO: Welche Punkte zu ESG bedürfen aus Ihrer Sicht stärkeren regulatorischen Vorgaben und gibt es auch Bereiche, die Ihrer Meinung nach für professionelle Investoren nicht normativ sein sollten?

MK: Ohne regulatorische Vorgaben sind die Paris-Ziele sicherlich nicht zu erreichen. Die Maßnahmen der EU zur Offenlegung und Klassifizierung von wirtschaftlichen Aktivitäten mit Blick auf ESG-Aspekte schaffen dazu einen Rahmen, auch wenn noch vieles im Fluss ist. Dagegen fehlen Standards auf internationaler Ebene. Dies wäre ein wichtiger Input für die Finanzmarktteilnehmer und ein weiterer Schritt in Richtung Transparenz. Hier helfen freiwillige Guidelines, wie zum Beispiel die der PRI oder TCFD. Die konkrete Ausgestaltung der Strategie und die Umsetzung müssen in allen Fällen den individuellen Bedürfnissen der Anleger angepasst sein und diese reflektieren.

AO: Das Jahr 2020 steht bevor. Wie sind Ihre Erwartungen für dieses neue Jahr und das neue Jahrzehnt?

MK: Ich erwarte weitere erfolgreiche Jahre für Alternative Investments. Diese Anlageformen haben sich in unserem Portfolio bewährt und bleiben ein sinnvoller Diversifizierungs-Baustein. Natürlich können sich diese Anlageformen von bestimmten Marktentwicklungen nicht komplett entkoppeln. Deshalb werden wir im nächsten Jahrzehnt mit Sicherheit auch schwächere Phasen sehen. Gleichzeitig gehe ich langfristig von positiven Ergebnissen aus, die gerade im voraussichtlich noch länger vorherrschenden Niedrigzinsumfeld einen wertvollen Beitrag zum Gesamtergebnis leisten.

AO: Herzlichen Dank für diesen Austausch.

**Prof. Dr. Johannes Köndgen,
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn**

Sustainable Finance, oder schlicht: „Nachhaltigkeit“, ist gegenwärtig das wohl wirkungsmächtigste Narrativ auf den deutschen und europäischen Finanzmärkten.

Sein thematisches Spektrum hat viele Facetten. Es beginnt bei politik- und sozialwissenschaftlichen Grundsatzproblemen wie dem vordergründig überraschenden Gedanken, dass ausgerechnet das sich über das Medium Geld definierende Finanzmarktrecht mit dem sprichwörtlichen Tropfen wirtschaftsethischen Öls gesalbt werden sollte. Andererseits hat das Thema *Sustainable Finance* jetzt unversehens eine frapierende Eigendynamik entwickelt. Was eigentlich sollte den *rational investor* – gewissermaßen die lupenreine Inkarnation des *homo oeconomicus* – treiben, seine Investitionsentscheidung nach anderen Gesichtspunkten als der Maximierung seiner Rendite zu treffen? Und welche geläuterten Beweggründe könnten die Finanzbranche – Investment- und Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und andere Kapitalsammelstellen – veranlassen, ihre Produktpalette in Gestalt von „grünen“ Finanzprodukten in Richtung Nachhaltigkeit zu erweitern?

Jenseits dieser sozialwissenschaftlichen Grundlagen (nachfolgend I-IV) verdienen unsere Aufmerksamkeit aber auch die regulierungspolitischen und -theoretischen Fragen von *Sustainable Finance* (V). Sie reichen von den (möglicherweise) durch die Grundrechte gezogenen Grenzen über die Verhaltenspflichten der Produkthanbieter bis hin zur materiellen Produktkontrolle. Im Mittelpunkt werden hier Überlegungen zu dem von der EU-Kommission 2018 präsentierten „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ stehen.

I. Marktdaten und Rechtstatsachen im Überblick

Ethisch motiviertes Finanzieren ist historisch kein neues Phänomen. Kirchliche oder gewerkschaftliche Kreditinstitute, aber auch große Teile des genossenschaftlichen Sektors waren immer schon bestrebt – insbesondere durch nicht ausschließlich gewinnmaximierende Kreditvergabe –, realwirtschaftliche Aktivitäten mit ethischen, sozialen oder sogar politischen Nebenzwecken zu fördern. Globalisierung und globale Finanzintermediation haben diesen Nexus zwischen Finanz- und Realwirtschaft weitgehend gelöst: Jeder Klein-

sparer kann heute in weltweit investierende Fonds anlegen, ohne auch nur annähernd zu wissen, in welche wirtschaftlichen Aktivitäten sein Geld fließt. Ist *Sustainable Finance* nun ein Versuch, diese Entwicklung wenigstens teilweise zu revidieren?

„*Sustainable Finance*“ ist nur eine von zahlreichen Formeln, die sich um eine prägnante Charakterisierung von alternativem, d. h. nicht ausschließlich renditemaximierenden Anlageverhalten mühen. Folgende, und keineswegs synonyme, Epitheta sind gebräuchlich:

- *Grün* heißen Finanzierungen, die im weitesten Sinne dem Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen (Naturschutz, Wasserwirtschaft, Kreislaufwirtschaft und Abfallvermeidung etc.) dienen, allerdings mit einem eindeutigen Schwerpunkt auf dem Klimaschutz. Sie sind nicht nur die älteste Variante von *Sustainable Investment*, sondern dominieren bis heute das Spektrum nachhaltiger Anlageprodukte.
- *Nachhaltigkeit* heißt die umfassendste und zugleich die am wenigsten trennscharfe Charakterisierung von alternativen Finanzierungen. Nachhaltigkeit ist ein mit moralischen Konnotationen behafteter Imperativ für jede Art des Wirtschaftens. Als Fortentwicklung des Ökologiediskurses propagierte er ursprünglich in erster Linie den maßvollen und „generationengerechten“ Verbrauch von Ressourcen. Unter der Führung der Vereinten Nationen ist daraus ein multidimensionales Konzept geworden, welches als *Social Development Goals (SDG)* nicht nur wirtschaftliche Prosperität, sondern u. a. auch Prinzipien sozialer Gerechtigkeit und der Achtung der Menschenrechte einschließt und auf nicht weniger als die „Transformation unserer Welt“ zielt („Agenda 2030“).
- Eine *verantwortliche* Finanzwirtschaft propagiert die Finanzinitiative des *United Nations Environment Programme (UNEP FI)* in drei Selbstverpflichtungskodizes zur Kreditwirtschaft, Versicherungswirtschaft und Investmentwirtschaft. In der Erkenntnis, dass moralische Appelle, und dazu noch im Modus bloßer Selbstverpflichtung, allein keine Verhaltensänderungen der Finanzmarktakteure anstoßen, statuieren die *Principles of Responsible Investment (2006)* eine Trias von Kriterien „verantwortlicher“ Anlagen:

- *Environmental/Social/Governance*. Investoren und Anbieter von Finanzprodukten sollen Umweltrücksichten, soziale Gesichtspunkte (mit Schwerpunkt auf der Verbesserung der Arbeitsbedingungen und der Wahrung der Menschenrechte) und die Governance-Qualität der finanzierten Unternehmen in ihre Entscheidungen „integrieren“ bzw. „inkorporieren“. Unter dem Akronym ESG gehört die genannte Ziel-Trias inzwischen zur – inhaltlich nicht weiter reflektierten – Alltagssprache der Finanzmärkte. Im EU-Aktionsplan hat sie die höheren Weihen erhalten.

In der Finanzbranche hat die Nachhaltigkeitsagenda inzwischen nahezu sämtliche Geschäftsfelder erreicht. „Nachhaltige Universalbanken“ existieren (wennschon mit minimalen Marktanteilen) in Gestalt der sog. Ethik- oder Öko-Banken. „Nachhaltige“ Anlageprodukte bilden mittlerweile das gesamte Spektrum marktgängiger Anlagetitel ab. Pionier unter diesen Produkten und zugleich bis heute mit Abstand größtes Marktsegment sind *nachhaltige Anleihen* (*Green Bonds*). Noch in den Kinderschuhen steckt hingegen das Angebot nachhaltiger *Investmentfondsanlagen*.

Interessanterweise rekrutiert sich das *Anlegerpublikum* von als nachhaltig beworbenen Finanzprodukten ganz wesentlich aus institutionellen Anlegern, denen lediglich 7% Privatanleger gegenüberstehen. Auch im Marktsegment (individuelle und kollektive) Vermögensverwaltung lässt der im Vergleich zu Investmentfonds wesentlich höhere Marktanteil individueller Verwaltungsmandate den Schluss zu, dass deren Kunden ganz überwiegend aus dem Kreis der institutionellen Investoren sowie der sog. *High Net Worth Individuals* stammen. Darauf ist noch zurückzukommen.

Nachhaltige Kreditvergabe (auch durch Pfandbriefbanken) schafft Finanzierungsmöglichkeiten für nachhaltige Projekte mit Schwerpunkt auf Energieeffizienz und erneuerbaren Energien.

II. Das Nachhaltigkeitsnarrativ: ein Tropfen wirtschaftsethischen Öls für die Finanzwirtschaft?

1. Nachhaltigkeit als real- und finanzwirtschaftliche Agenda

Das Diffundieren der Nachhaltigkeitsagenda in die Finanzmärkte und deren geldspezifischen Diskurs ist eine Entwicklung der jüngsten Vergangenheit. Gewiss ist das Nachhaltigkeitsziel im allgemeinpolitischen Diskurs seit Jahrzehnten omnipräsent. Dass es den Raum der Finanzmärkte mit Verzögerung, aber doch mit wachsender Dynamik erreicht hat, provoziert die Frage nach den sozialwissenschaftlichen Hintergründen dieser nicht unbedingt selbsterklärenden Entwicklung. Sind für einmal auch die – privaten wie institutionellen – Investoren ihrer Verantwortung für Gemeinwohlbelange gewahr geworden? Und wollen Unternehmen der Finanzindustrie sich unter der Maxime der *Corporate Social Responsibility* vermehrt als gute *Corporate Citizens* erweisen? Dann wäre am Ende sogar das oft als kalt verschriene Finanzmarktwesen mit einem Tropfen wirtschaftsethischen Öls gesalbt. Oder – in der zeitgemäßen Diktion des Wirtschaftssoziologen *Jens Beckert* – es hätte sich auch für Finanzmärkte eine „*moral embeddedness of markets*“ bewahrheitet.

Hier ist nicht der Ort, den konzeptionellen Grundlagen der Wirtschaftsethik nachzugehen. Gesichert ist immerhin: Dass nicht wenige Menschen moralischen Überzeugungen und ebensolchen Handlungs- bzw. Entscheidungsmotivationen folgen, bestätigen nicht nur wiederkehrende Alltagsbeobachtungen, sondern auch die Ergebnisse der experimentellen Ökonomie. Unter solchen als moralisch geltenden Orientierungen finden sich namentlich auch eine gefühlte Verantwortlichkeit für die Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen, dies sogar um den Preis eines altruistischen Verzichts auf Renditemaximierung seitens nachhaltig anlegender Investoren. Gleichviel, ob man den Ursprung solchen Verhaltens in intellektuell gesteuerter Intuition (Evidenz), im individuellen Streben nach tugendhaftem Leben, im Gewissen oder in Erziehung und Sozialisation sucht: die Existenz eines moralischen Kodex als System, oder wenigstens als partikularer Kodex in einem Pluralismus von Moralen, ist damit nicht etabliert. Gerade angesichts der raschen Proliferation des *Sustainable-Finance*-Projekts wird man Erklärungen hierfür am ehesten in einer Analyse der *Kommunikation* über „nachhaltige“ *Moral* finden. Zu rekonstruieren ist mithin, wie moralische Orientierungen in das wirtschaftliche Handeln von Unternehmen, Konsumenten, Investoren Eingang finden konnten und neuerdings sogar dem Regulierungsgesetzgeber die Feder führen.

Sustainable Finance ist ein verspäteter Ableger des Postulats der Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen, welches sich über die Jahrzehnte zu dem vielleicht stärksten moralischen Imperativ unseres Zeitalters entwickelt hat. Der bislang anspruchsvollste Versuch, diesen Imperativ in einen *moral code* zu übersetzen und mit völkerrechtlicher Verbindlichkeit auszustatten, ist die von der Generalversammlung der Vereinten Nationen im Jahre 2015 beschlossene Resolution „Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung“ mit nicht weniger als 17 Nachhaltigkeitszielen. Letztere nehmen nicht nur die „grünen“ Ziele des bereits 1993 beschlossenen Rahmenübereinkommens der UN über Klimaänderung auf, sondern programmieren u. a. auch die Bekämpfung von Hunger und Armut, eine bessere Gesundheitsversorgung, hochwertige Bildung, Geschlechtergleichstellung, Wirtschaftswachstum, Arbeitsschutz und Sicherung des Weltfriedens. Jedes einzelne Ziel zählt gewiss zum (nahezu) globalen moralischen *Common Sense*. Doch verschleiert dies die zahlreichen Zielkonflikte innerhalb der Agenda, etwa zwischen dem zur Armutsbekämpfung (d. h. Sozialethik) in der dritten Welt erforderlichen raschen Wirtschaftswachstum und dem Klimaschutz (Umweltethik) oder zwischen dem Kampf gegen ausbeuterische Löhne, die aber zugleich viele unter den Armen dieser Welt erstmals in Arbeit und Brot bringen und immerhin deren Subsistenz verbürgen. Die Kommunikation über Nachhaltigkeit im Allgemeinen und nachhaltiges Investieren trägt nahezu alle typischen Kennzeichen eines Kommunikationsstils, den die Kommunikationsforschung als *Narrativ* bezeichnet. Narrativ ist eine (meist öffentliche) Botschaft, die ihre Adressaten (Politiker, Unternehmer, Konsumenten, Investoren etc.) in einem bestimmten Sinne beeinflussen will. Förderlich ist es, dazu eine einfache Geschichte zu erzählen (*Storytelling*), die sich ihrerseits einer mit Emotionen aufgeladenen Sprache bedient sowie eine Standardstruktur und ein stereotypes Personal von Protagonisten aufweist. Multipliziert und epidemisch wird die Resonanz von Narrativen sodann durch die Medien, welche stets bereit sind, griffige und emotionalisierende Formeln aufzugreifen und zu verbreiten. Ständiges Wiedererzählen eines Narrativs hat das Potential, soziale (und das heißt auch: moralische) Normen zu generieren.

Erzählt wird das Narrativ „*Sustainable Finance*“ in unheiliger Allianz von Kirchen, Verbraucherverbänden und anderen

NGOs, aber zugleich auch von der Finanzwirtschaft selbst. In der Erzählfolge zuerst die Problemdefinition: Kapitalströme fließen immer noch überwiegend in Unternehmen, die nicht nachhaltig wirtschaften; andererseits ist die nachhaltige Transformation der Realwirtschaft dringend auf privates Kapital angewiesen. Die Übeltäter: gewinnmaximierende Anleger, die sich nicht darum scheren, ob die von ihnen finanzierten Unternehmen als Kohleproduzenten das Klima ruinieren oder als Waffenhersteller Kriegswaffen in Spannungsgebiete liefern; Kreditinstitute, die diesen Anlegerpräferenzen entgegenkommen und zu wenig nachhaltige Finanzprodukte bereitstellen; schließlich: ein passiver Finanzmarktgesetzgeber („Politikversagen“), der seiner Regulierungsverantwortung nicht nachkommt. Als „Lichtgestalten“ posieren: Unternehmen (der Real- wie auch der Finanzwirtschaft), die sich als „*good corporate citizen*“ zur „*Corporate Social Responsibility*“ bekennen; die nicht nur an shareholder, sondern auch an *stakeholder* denken und sich – selbstverständlich – „Transparenz“ auf die Fahne schreiben; Anleger, die als *responsible investor* „mit ihrem Geld Gutes tun“ oder wenigstens „Performance mit gutem Gewissen“ wollen und darum bereit sind, um ethischer Ziele willen auf einen Teil der am Markt realisierbaren Rendite zu verzichten oder ein höheres Risiko zu akzeptieren. Ideengeschichtlich (und durchaus förderlich) wird das *Sustainable-Finance*-Narrativ mit der um einiges älteren und daher im kollektiven Bewusstsein schon stärker verankerten „story“ der *Corporate Social Responsibility* verknüpft.

Dass dieser Sprachduktus Empathie auszulösen vermag – wer ist schon gegen Verantwortlichkeit oder Transparenz, und wer möchte kein ordentlicher Staatsbürger sein? –, steht außer Frage. Das Narrativ wirkt. Allerdings kann die Erzeugung von Empathie auch zur Falle werden: Wahrheit, Authentizität und Verifizierbarkeit von Narrativen werden tendenziell verdunkelt, denn deren „Wahrheit“ liegt weniger in der Darstellung überprüfbarer Fakten und deren Ursachen als in der Vermittlung von Sinn. Dies macht Narrative – auch jenes von *Sustainable Finance* – täuschungs- und manipulierungsaffin. So bieten in Deutschland inzwischen zwar viele Institute nachhaltige Finanzprodukte an; einige dieser Institute vertreiben aber auch ungeniert Investments in Agrarland- und/oder Lebensmittelspekulationen in Afrika – das Gegenteil von *Corporate Social Responsibility*.

2. Insbesondere: „ESG-Integration“ in der Finanzindustrie

Die pragmatische Kurzformel *ESG-Integration* ist sozusagen die säkularisierte Version der Weltverbesserungsvision in der UN-Agenda 2030 und ist als solche in den Sprachcode der Finanzmärkte eingegangen. Das scheint auf den ersten Blick ein Beleg, dass die Finanzbranche die Nachhaltigkeitsagenda inzwischen mit einer gewissen Selbstverständlichkeit umzusetzen weiß. Gleichwohl verfehlt die neue Pragmatik die Komplexität von *Sustainable Finance* schon im Ansatz.

ESG-Integration ist bereits als Verhaltens- und Entscheidungsmaxime in der Realwirtschaft fragwürdig. Die Bündelung dreier Ziele in der Kurzformel – „ökologisch, sozial und gute Governance“ – suggeriert, dass die Verfolgung dieser Ziele quasi unidirektional zum nachhaltigen Erfolg führt. In Wahrheit steckt hinter der ESG-Formel ein fundamentaler und unauflösbarer Zielkonflikt. Dabei mag man noch hinnehmen bzw. durch unterschiedliche Gewichtung der Ziele lösen, dass auch Unternehmen mit unzweifelhaft nicht nachhaltigem Gegenstand (z.B. Chemiewaffenproduzenten) durchaus eine vorbildliche Governance praktizieren können. Ein Grundsatzproblem bleibt hingegen die – nunmehr in der Agenda 2030 festgeschriebene – systematische Verknüpfung des Schutzes der natürlichen Lebensgrundlagen mit Verteilungs- und insbesondere mit Menschenrechtsfragen (Armutsbekämpfung, Ausbeutung von Arbeitnehmern, Geschlechtergleichstellung) in dem Ziel einer Entwicklung des „Sozialen“. Ethischphilosophisch ist eine einfache Vorrangregel bisher nicht wirklich begründet worden. Noch weiter entfernt von einer Entscheidung ist die globale politische Praxis: Die problemlose Akzeptanz des Natur- und Klimaschutzziels im Grundsatz bei zugleich anhaltendem Dissens über die angemessene Verteilung der Umweltkosten, etwa zwischen „reichen“ Industrieländern und „armen“ Entwicklungsländern, hat noch jede Weltklimakonferenz in einer Sackgasse enden lassen.

III. Zur Ökonomik nachhaltigen Investierens

1. Grundlagen: Zur Ökonomik uneigennützigen Verhaltens

Im Narrativ vom verantwortlichen Investor schwingt stets die Vorstellung mit, dass, wer nachhaltig investiert, Gutes tut und sich zumindest zu einem Teil von uneigennützigen Motiven

leiten lässt. Auch solches Verhalten ist einer ökonomischen Analyse zugänglich. Die neoklassische Dissoziation von Ökonomie (Markt, Nutzenmaximierung, Effizienz) und moralisch motiviertem Handeln (Ethik, Altruismus) ist in der neueren Ökonomik überwunden: *homo oeconomicus* ist, wer unter alternativen Handlungsoptionen eine rationale Auswahl trifft. Die rationale Auswahl basiert wiederum auf den prinzipiell grenzenlosen und wandelbaren Präferenzen der Akteure – z.B. auch einer Präferenz für Umweltbelange oder für „soziale Gerechtigkeit“.

Überlegungen zur Ökonomik nachhaltigen Investierens könnten das Narrativ vom verantwortlichen Investor entzaubern, falls sich erweist, dass auch die Motive nachhaltigen Investierens nicht signifikant vom typischen Investorenkalkül auf der Basis von Risiko/Rendite/Liquidität der gewählten Anlage abweichen und allenfalls von peripherer Relevanz sind. Auf einer gesamtwirtschaftlichen Ebene bleibt ferner zu klären, ob die Entwicklung der Finanzmärkte und deren Eigendynamik nicht erwarten lassen, dass sich die Finanzierungsströme längerfristig ohnehin der Investition in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten zuwenden. Dies könnte dem ambitionierten Regulierungsprojekt der Europäischen Union zumindest zu einem Teil den Boden entziehen.

2. Die Über-/Unterrendite nachhaltiger Investments als exogene Variable

Im Investorenkalkül ist die – jeweils im Marktvergleich zu prüfende – Über- oder Unterrendite nachhaltiger Anlage eine exogene Variable, auf die der Investor keinen Einfluss hat, die aber seine rationale Anlageentscheidung unter der Prämisse eines effizient diversifizierten Portfolios gemäß dem jeweils gewählten Risiko-/Renditeprofil und dem Zeithorizont seiner Anlage (sog. Portfolioselektion) maßgeblich bestimmt. Präjudiziell ist die Frage, ob und ggf. wie weit das Ertragsprofil nachhaltig wirtschaftender Unternehmen sich vom übrigen Markt abhebt. Drei Hypothesen sind hierzu in Betracht zu ziehen. Alle drei können auf mehr oder weniger bestätigende empirische Studien verweisen.

(1) Hypothese 1: ESG-konforme Anlagen erwirtschaften im Vergleich zum Gesamtmarkt eine – nicht nur zufällige oder nur kurzfristige – *Überrendite*. Für die Investitionsentscheidung genügt es dazu schon, dass Anleger infolge eines höheren Innovationspotentials und darum einer besseren Zukunftsfähigkeit nachhaltig wirtschaftender Unternehmen

vergleichsweise höhere Erträge erwarten. Zwei empirische Studien aus neuester Zeit meinen, die Frage einer bereits jetzt zu erwartenden Überrendite bejahen zu können. Beide Studien sind indes mit Vorsicht zu genießen, da sie zwar große Mengen von Primärdaten aggregieren, aber sowohl die (durchaus problematische) Definition des ESG-Ziels als auch die Methode von dessen „Integration“ als gegeben unterstellen. Insbesondere die unzureichende Differenzierung unter den drei ESG-Faktoren kann die Ergebnisse verzerren.

Hält man trotz alledem die Hypothese für hinreichend erhärtet, so sind die Konsequenzen offensichtlich. Rationale Investoren würden ein Portfolio aus ESG-konformen Titeln konstruieren bzw., als Kleinanleger, in einen nach ESG-Kriterien zusammengesetzten Indexfonds investieren. Diese Entscheidung ist gänzlich unabhängig davon, ob der Anleger neben der Renditemaximierung noch nachhaltige Anlageziele verfolgt. Für nachhaltige Anleger gilt immerhin: „gute Performance mit gutem Gewissen“ – die sprichwörtliche Win-win-Situation. Rigorose Regulierungseingriffe zwecks Umleitung der Kapitalströme in den Nachhaltigkeitssektor erübrigen sich. Diese Aufgabe wird der Finanzmarkt, unterstützt von Finanzanalysten, Ratingagenturen und Anlageberatern, selbststeuernd erledigen – auch Märkte sind befähigt zu lernen.

Ein triftiger Vorbehalt gegenüber der Hypothese „Überrendite“ kommt aus der Portfoliotheorie. Jede Portfoliorestriktion durch Beschränkung der Titelauswahl kann zu einer suboptimalen Portfolioselektion führen. Dies gilt auch für den gezielten Ausschluss nicht ESG-konformer Titel. Nicht ESG-konforme, aber hochrentierliche Titel, deren Kursentwicklung zudem noch minimal mit dem ESG-Markt korreliert ist – Standardbeispiel der Kriegswaffenhersteller –, dürfen nicht in das Portfolio eingestellt werden. Für einen ausschließlich in nachhaltige Titel (z. B. Green Bonds) investierenden Fonds kann es sogar zu einem regelrechten Klumpenrisiko kommen, weil das Angebot für Green Bonds immer noch relativ eng und dazuhin zu einem beträchtlichen Teil von einigen wenigen Großemittenten dominiert ist.

(2) Nur unter der zweiten Hypothese – dass der ESG-Markt eine *Unterrendite* gegenüber dem Gesamtmarkt abwirft – kommt der verantwortliche Anleger zentral ins Spiel. Er scheint tatsächlich bereit, eine niedrigere erwartete Rendite oder ein höheres Risiko zu akzeptieren, möglicher Weise

sogar beides. Und nur in diesem Fall wird man mit der Ökonomik prosozialen oder gar altruistischen Verhaltens fragen, aus welchen Gründen ein rationaler Investor sich für einen solchen Einkommensverzicht entscheiden könnte.

(3) Unter der Hypothese, dass die Rendite im ESG-konformen Markt *keine signifikante Unter- oder Überrendite* enthält, wird sich wiederum eine Präferenz für nachhaltige Anlagen schwerlich begründen lassen. Allenfalls wird ein nachhaltig investierender Anleger bei gleichen oder ähnlichen Renditeerwartungen zu dem ESG-konformen Titel greifen. Dazu ist er freilich schon heute ohne Weiteres in der Lage.

3. Die Nutzenfunktion des verantwortlichen Investors: Warum könnten rationale Anleger nachhaltig investieren wollen?

a) Finanzielle Präferenzen: vom Nachhaltigkeits- zum Risikodiskurs

aa) Ein wachsender Anteil von *Sustainable Finance* hat inzwischen die Lager gewechselt und das wirtschaftsethisch kodierte Nachhaltigkeitsnarrativ durch einen Risikodiskurs ersetzt, der selbst den engsten Kriterien der ökonomischen Rationalität des nutzenmaximierenden homo oeconomicus standhält. Ein Umdenken findet vor allem bei der Finanzierung von Unternehmen statt, die im klimasensiblen Bereich wirtschaften. Versicherungen weigern sich, Unternehmen der Kohleindustrie zu versichern, Kreditgeber ziehen sich aus deren Finanzierung zurück; institutionelle Investoren wie Pensionskassen betreiben eine Anlagepolitik der Dekarbonisierung durch Desinvestition – und all dies bemerkenswerterweise ohne aktuelle Zwänge durch den Regulierungsgesetzgeber. Gewiss hat Risikomanagement durch Finanzinstitute als solches längst einen festen Platz in der Finanzmarktregulierung. Aber die Verhaltensänderungen der Finanzwirtschaft basieren auf einem geschärften Risikobewusstsein und einem effektiveren Risikomanagement, also auf marktlichen Lernprozessen. Die – nicht neuen, aber erst neuerdings ins Bewusstsein gedungenen – Risiken verteilen sich einerseits auf drohende unmittelbare (physische) Klimaschäden, die primär die Versicherungswirtschaft treffen, aber auch das Kreditrisiko der Banken erhöhen, zum anderen auf umweltbezogene politische Risiken durch Verschärfung klimaschützender Regulierungen in der Realwirtschaft. In Deutschland ist bekanntlich der Ausstieg aus Kohle- und Nuklearenergie weitgehend beschlossene Sache, und auch die Tage des Verbrennungsmotors sind offenbar gezählt.

Vor diesem Hintergrund ist Risikoprophylaxe schlicht ein Gebot wirtschaftlicher Vernunft; moralische Appelle an den „good corporate citizen“ oder den „responsible investor“ sind nicht mehr vonnöten. Der Nachhaltigkeitsdiskurs geht mit hin zunehmend im Risikodiskurs auf, oder, in der normativ gemeinten Formulierung des EU-Aktionsplans: Geboten ist die „Einbettung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement“. In Deutschland hat sich inzwischen die BaFin mit ihrem „Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken“ (20.09.2019) an die Spitze dieser Bewegung gesetzt.

bb) Weniger klar erkannt ist bisher, dass auch die *Governance-Komponente des ESG-Standards* kein wirtschaftsethisches bzw. Nachhaltigkeitspostulat, sondern eine Prämisse jedweder rationaler Investitionsentscheidung ist. Für Investoren ist eine gute Governance, weil förderlich für den Unternehmenserfolg, ein relevanter Faktor jeder Unternehmensbewertung, nicht zuletzt, weil der „G-Faktor“ und dessen Elemente – Vorstandsgröße und Managerentlohnung, Aktionärsrechte und Wahlverfahren, gute Compliance – im Gegensatz zum E- und zum S-Faktor unschwer beobachtbar sind. Dass nachhaltige Unternehmen in größerer Zahl höhere Governance-Standards als der Restmarkt praktizieren, ist also bereits eingepreist.

b) Uneigennützige, insbes. soziale Präferenzen

Als eines der auffälligsten Symptome im wachsenden Volumen nachhaltigen Investierens erwies sich die statistische Dominanz von Anlegern wie Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen sowie, unter Individualanlegern, von sog. *High Net Worth Individuals*. Diese einseitige Distribution ist offenkundig kein Zufall. Alle genannten Investorengruppen bevorzugen – oft vom Gesetz dazu gezwungen – einen nachhaltigen, d. h. nicht kurzfristigen oder gar spekulativen, Anlagestil. Insoweit existiert eine gewisse Schnittmenge zwischen Anlagestil und materiellnachhaltigem Anlageziel, da eine qualifizierte Risikovorsorge zwangsläufig in einer erhöhten Sensibilität gegenüber längerfristigen Umwelttrisiken resultiert. Bei Familienstiftungen und wohlhabenden Privatanlegern kommt hinzu, dass beide Investoren sind, für die das Gesetz des abnehmenden Grenznutzens weiterer Konsumgüternachfrage gilt – was wiederum Einkommen für nicht konsumtive oder sogar uneigennützige Zwecke freisetzt. Unter diesem Gesetz sind sie eher bereit, auf Renditemaximierung zu verzichten und – zwar immer noch finanziell lukrative, aber zugleich nachhaltige – Anlageziele zu verfolgen. Dies steht im Einklang mit einer empirischen Studie, der

zufolge eine Mehrheit der *Responsible Investors* – im Unterschied zur Rhetorik der Finanzindustrie – glaubt, nachhaltiges Investieren verlange einen Renditeverzicht. Eine eher marginale Rolle spielen in der beschriebenen Investorengruppe noch Reputationsmotive, obschon demonstrative Philanthropie (*social signaling*) prinzipiell reputationsfördernd wirkt.

Der Verzicht auf einen Teil der am Markt maximal zu erzielenden Renditen ist seitens des verantwortlichen Anlegers unter Opportunitätskosten zu verbuchen; der korrespondierende Nutzen fließt den Zielunternehmen in Gestalt niedrigerer Finanzierungskosten zu. Mit dem gleichen finanziellen Ergebnis kann ein Anleger offenbar auch die erzielbare Maximalrendite vereinnahmen und einen den Opportunitätskosten bei nachhaltiger Anlage entsprechenden Betrag direkt an das Zielunternehmen spenden. In beiden Alternativen kombiniert der Investor monetäre mit nichtmonetären oder sogar altruistischen Präferenzen. Da dieser Renditeverzicht grundsätzlich monetär messbar ist, ist ein rationaler Investor durchaus befähigt, über die Gewichtung seiner Präferenzen zu entscheiden. Das lenkt den Blick auf die Frage, warum rationale Individuen uneigennützige Vermögensopfer wie Spenden erbringen, Vermögen an eine ESG-Zwecke verfolgende Stiftung abgeben oder eben nachhaltig Kapital anlegen.

Für den *E-Faktor* nachhaltigen Investierens darf unterstellt werden, dass der moralische Imperativ, die natürlichen Lebensgrundlagen zu bewahren, sich breiter Zustimmung erfreut und als „normativer Altruismus“ im moralischen Bewusstsein der meisten Menschen fest internalisiert ist. Ebenso offenkundig ist freilich auch, dass sehr viel weniger Menschen konsequent nach diesem Imperativ handeln, weil sie nicht bereit sind, mit eingelebten Konsumgewohnheiten zu brechen und dem für die gesamte Moderne kennzeichnenden unbedingten „Willen zur Selbststeigerung“ zu entsagen. Diese krasse Divergenz zwischen moralischer Intuition und täglicher Praxis ist beim nachhaltigen Investieren immerhin deutlich schwächer ausgeprägt. Fühlbarer Konsumverzicht (d.h. Kosten ökologisch motivierter Anlageentscheidungen) ist nur unter relativ engen Budgetrestriktionen seitens des Anlegers gefordert. Überdies wird der verantwortliche Investor für seinen Renditeverzicht durch das (illusionäre) Gefühl belohnt, ohne aufgezwungene Askese und ungeachtet seines exzessiven Konsumverhaltens das „richtige“ Leben zu führen.

Dass der *S-Faktor* bei der Entscheidung ein eher peripheres Motiv für nachhaltiges Investieren zu bilden scheint, kommt nicht von ungefähr. Zufriedene und motivierte Arbeitnehmer unter „sozial gerechten“ Arbeitsbedingungen haben einen (wennschon schwer messbaren) positiven Effekt für die Profitabilität eines Unternehmens und fallen darum eher unter die finanziellen Präferenzen. Im Übrigen dürften nur flagrante Menschenrechtsverletzungen wie Kinderarbeit u. ä. einen Anleger wirklich nachdenklich machen.

4. Warum bieten Institute nachhaltige Finanzprodukte an?

Im Einklang mit dem Nachhaltigkeitsnarrativ wird die Markteinführung nachhaltiger Finanzprodukte von den Anbietern gerne als Ausweis ihrer Übernahme einer neuen, auf Nachhaltigkeit setzenden *corporate social responsibility* beworben; dies im Widerspruch zu der (nicht grundlosen) Vermutung, dass moralisches oder gar altruistisches Verhalten erwerbswirtschaftlicher Unternehmen jedenfalls im Regelfall der Nutzenmaximierung dient, konkret: der Erzielung von Wettbewerbsvorteilen durch Vermeidung von Reputationschäden bzw. Generierung positiver Marketingeffekte.

In der Tat ist die Ökonomik des Verhaltens der Finanzdienstleister von erstaunlicher Schlichtheit. Sie folgt dem einfachen Dreierschritt: (1) menschliche Bedürfnisse sind prinzipiell grenzenlos, (2) Bedürfnisse (Präferenzen) schaffen Nachfrage, (3) Anbieter reagieren rasch auf die „*revealed preferences*“ der Haushalte durch Anpassung ihres Angebots. Plausible Werbebotschaften der Anbieter – in concreto: Werbung mit dem Nachhaltigkeitsnarrativ – können in einem Rückkoppelungseffekt neue Präferenzen mit entsprechendem Kaufverhalten schaffen oder existierende verstärken. Fazit: Wie eigentlich nicht anders zu erwarten, sind nachhaltige Finanzprodukte für die Anbieter lediglich eine Erweiterung ihrer Angebotspalette um eine neue – im anglophilen Bankerjargon – „Assetklasse“, nicht anders als weitere Finanzinnovationen aus jüngster Zeit wie Infrastrukturinvestments oder Islamic Finance.

Das Design nachhaltiger Produkte ist durchaus komplex, da die Anleger ihre finanziellen und nichtfinanziellen Präferenzen in unterschiedlichen Proportionen verfolgen. Der pragmatische Ausweg der Anbieter lautet: Die Produkte werden als „ausgewogene“ Mischung von Rendite- und Nachhaltigkeitszielen verkauft.

IV. Narrativ vs. Ökonomik: ein Zwischenfazit

In sozialwissenschaftlicher Perspektive verrät sich, dass der von der Finanzbranche (und neuerdings vom Regulierungsgesetzgeber) intensiv und mit wirtschaftsethischen Untertönen gefärbte Nachhaltigkeitsfeldzug teilweise mit zweifelhaften Argumenten geführt wird. Was als Tropfen wirtschaftlichen Öls in der Finanzwirtschaft ausgegeben wird, hat zumeist handfeste wirtschaftliche Motive und verwirklicht sich in einem entsprechenden Rationalverhalten der Marktteilnehmer. Insofern ist *Sustainable Finance* in der Tat „Mainstream“. Immerhin: Für die Effektuierung der (in dieser Studie als axiomatisch verstandenen) Nachhaltigkeitsagenda ist es belanglos, ob und in welchen Proportionen die Triebfeder privaten und unternehmerischen Handelns in schlichtem Gewinnstreben oder in ethisch respektabler moralischer Motivation liegt. Mithin ist es nicht nur legitim, sondern geradezu erwünscht, auch künftig an moralische Überzeugungen der Marktteilnehmer zu appellieren.

Auf einem anderen Blatt steht, ob die Proliferation und der weitere Ausbau nachhaltigen Investierens und nachhaltiger Finanzprodukte tatsächlich einen Fall für zusätzliche Finanzmarktregulierung begründen. Dass der Europäische Gesetzgeber neuerdings derart energisch auf eine Nachhaltigkeitsregulierung für die Finanzmärkte setzt, entspricht durchaus den Gesetzen der Politischen Ökonomie. Was längst allgemeinkundig ist: Politiker, die ihre Wiederwahl im Auge haben, scheuen die unpopulären Eingriffe, die zur Implementierung von Nachhaltigkeit in der Realwirtschaft der (unternehmerischen und privaten) Haushalte geboten sind. Hingegen setzt sich eine Nachhaltigkeitsagenda speziell für die Finanzmärkte mit eher indirekten und allenfalls einige Unternehmen belastenden Interventionen an die Spitze des mehrheitsfähigen Nachhaltigkeitsnarrativs und darf auf geringere politische Widerstände hoffen. Regulierung, die primär verantwortliches Finanzieren fördert, statt „unverantwortliches“ Finanzieren zu sanktionieren, stößt überdies weniger schnell an verfassungsrechtliche Grenzen.

V. Sustainable Finance als Regulierungsprojekt: der EU-Aktionsplan „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“

1. Ein neues Kapitel in der Finanzmarktregulierung

a) Der EU-Aktionsplan ist eine der regulatorischen Antworten der Union auf die völkerrechtlichen Verpflichtungen der Mitgliedstaaten aus der UN-Agenda 2030 und aus dem Pariser Klimaschutzabkommen. Allein diese Entstehungsgeschichte zeigt, dass der Aktionsplan in der Historie der Finanzmarktregulierung ein neues Kapitel aufschlägt. Genetisch ist er nämlich im Kern Umweltregulierung; sein fundamentales Ziel ist, die Finanzmärkte für das Politikziel Nachhaltigkeit zu instrumentalisieren, und zwar durch nicht weniger als eine Umsteuerung der privaten Finanzströme in den Nachhaltigkeitssektor mittels einer „umfassenden“ Umgestaltung des Finanzsystems. Alle bisherige Finanzmarktregulierung hatte sich ausschließlich um *endogene* Dysfunktionen der Finanzmärkte und des Finanzsystems gekümmert; ihre drei Säulen waren (und sind): „prudentielle“ Regulierung mit dem Ziel der Stabilisierung des Finanzsystems, Funktionsschutz für die Märkte sowie „protektive“ Regulierung zum Schutz der Marktteilnehmer (Anleger/Verbraucher). Von diesem tradierten Schema weicht der Aktionsplan paradigmatisch ab, indem er die dienende Funktion der Finanzmärkte für die Realwirtschaft in den Mittelpunkt stellt und damit die Finanzmarktregulierung und deren spezifischen Diskurs für *exogene Rationalitäten* öffnet.

b) Als Derivat der Nachhaltigkeitsregulierung bevorzugt der Aktionsplan auch einen eigenen *Regulierungsstil*. Herkömmliche Regulierung ist ganz überwiegend interventionistische *control and command*-Regulierung durch zwingende Organisations- und Verhaltensregeln mit repressiven Sanktionen. Im Vergleich ist der Regulierungsstil des Aktionsplans und der bislang vorliegenden Umsetzungsrechtsakte weniger interventionistisch, allenfalls indirekt marktlenkend und im Übrigen positiv fördernd. U. a. möchte die Kommission eine „Investitionsoffensive“ ins Leben rufen. Sie will bei der Entwicklung von Kennzeichnungssystemen und Benchmarks Unterstützung leisten. Vereinzelt setzt sie sogar auf positive Sanktionen, etwa indem sie ein Eigenkapitalprivileg für „nachhaltige“ Kreditgewährung zur Diskussion stellt. Zu diesem Stil passt es, dass der Aktionsplan bewusst darauf verzichtet, die zu einer effektiven Umlenkung der Kapitalströme nicht weniger dringliche Desinvestition durch Erschwerung der Finanzierung nicht nachhaltigen Wirtschaftens zu beschleunigen.

c) Der Aktionsplan hat im Wesentlichen drei *thematische Schwerpunkte* und bedient sich zu deren Implementierung folgender Instrumente:

(1) *Markttransparenz und Publizität zur Optimierung nachhaltigkeitsbezogener Anlegerinformation*. In die Pflicht genommen werden hier sowohl die (potentiellen) Zielunternehmen in der Realwirtschaft als auch die Institute. Den Zielunternehmen wird in Ergänzung der bereits existierenden CSR-Berichterstattung ein periodischer Nachhaltigkeitsbericht abverlangt. Sowohl diese Berichterstattung als auch die Anlegerinformation beim Vertrieb nachhaltiger Produkte hat sich an einem einheitlichen und verbindlichen Definitions- und Klassifizierungsschema für Nachhaltigkeit („Taxonomie“) auszurichten.

(2) *„ESG-Integration“ durch Regulierungen für Finanzintermediäre*. Hiermit werden in erster Linie die Informationsintermediäre wie Anlageberater, Vermögensverwalter, Analysten, Ratingagenturen und selbstverständlich die als Intermediäre fungierenden institutionellen Anleger (Investmentfonds, Pensionskassen u. ä.) angesprochen.

(3) Das *Aufsichtsrecht* soll in zweierlei Hinsicht für die Implementierung der Nachhaltigkeitsagenda in Dienst genommen werden: „defensiv“, weil die Kommission (und inzwischen auch das BaFin-Merkblatt) in nicht nachhaltigem Verhalten der Institute offenbar ein Risiko für die Stabilität des Finanzsystems sieht; „proaktiv“, weil die Kommission durch aufsichtsrechtliche Privilegien den Instituten positive Anreize für die Entwicklung nachhaltigerer Geschäftsstrategien vermitteln will.

2. Grund und Grenzen einer Nachhaltigkeitsregulierung für Finanzmärkte

Die Notwendigkeit einer Nachhaltigkeitsregulierung für die Finanzmärkte wird im EU-Aktionsplan ohne Weiteres unterstellt. Das versteht sich nicht von selbst. Regulierende Interventionen in das Marktgeschehen setzen mehr voraus als nur den politischen Willen, wirtschaftliche Ungleichgewichte – z. B. die defizitäre Bereitstellung privaten Kapitals für die nachhaltige Umgestaltung der Volkswirtschaft – zu beseitigen.

a) Warum überhaupt Regulierung?

Weder der Aktionsplan noch die Verordnungsentwürfe zur Taxonomie thematisieren, ob die notwendige Umsteuerung privater Kapitalflüsse überhaupt inzentivierender Regulierung bedarf oder der *invisible hand* des Marktes überlassen werden kann. Insbesondere fehlt es an Feststellungen zu der bereits angesprochenen und alles entscheidenden empirischen

rischen Frage, ob nachhaltiges Finanzieren den Anleger mit einer Überrendite belohnt oder ihm umgekehrt finanzielle Opfer abverlangt. Unter der empirisch nicht hinreichend erhärteten, aber von der Finanzbranche mit Nachdruck beworbenen Hypothese einer Überrendite könnte die Umsteuerung der Finanzierungsströme in Richtung Nachhaltigkeit in der Tat den Märkten überlassen und dem Regulierungsprojekt weitgehend den Boden entziehen. Die Nachhaltigkeitsagenda des Aktionsplans und die bei ihrer Implementierung anfallenden, nach Möglichkeit auf die Anleger abgewälzten erheblichen Kosten für Unternehmen und Finanzintermediäre wären dann offensichtlich unverhältnismäßig. Als Anlass für punktuelle Regulierungen blieben dann nur die „klassischen“ Konstellationen wie externe Effekte oder – im Finanzmarktrecht bekanntlich von besonderem Gewicht – Informationsasymmetrien.

b) Warum nicht Selbstregulierung durch die Finanzindustrie?

Die neuesten Entwicklungen des Markts für nachhaltiges Investieren provozieren eine weitere Grundfrage der Regulierungstheorie: das *Verhältnis von staatlicher zur Selbstregulierung* durch die Finanzindustrie. Im Gleichschritt mit dem Volumen nachhaltiger Finanzierungen haben im In- wie im Ausland private Selbstregulierungsaktivitäten zugenommen. Hingegen sind unter den bedeutenderen Finanzmarkt-Jurisdiktionen der Union bisher nur der französische und der luxemburgische Gesetzgeber aktiv geworden, beide allerdings, ohne die Agenda des EU-Aktionsplans in voller Breite abzudecken.

Unter den transnationalen Selbstregulierungswerken hervorzuheben sind, nicht nur wegen ihrer detaillierten Ausformulierung, sondern auch wegen ihrer breiten Akzeptanz in der Praxis, die *Green Bond Principles der International Capital Market Association* von 2014. In Deutschland existieren „freiwillige“ Selbstregulierungsinitiativen auf mehreren Ebenen. Unternehmen (vor allem der Realwirtschaft) schließen zumindest Teile des ESG-Reporting in ihre CSR-Berichterstattung gem. §§ 289a ff. HGB ein. Das „Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG)“ – eine mittlerweile von über 170 Unternehmen, im Wesentlichen aus der Finanzindustrie, getragene Initiative – zertifiziert Finanzprodukte, die als nachhaltig beworben werden, durch eine Art Gütesiegel, das sich an der ESG-Formel orientiert, aber nicht auf einem exakten Klas-

sifizierungssystem basiert. Der einflussreiche Verband der Fondsverwalter und Asset Manager (BVI) empfiehlt seit 2016 seinen Mitgliedern, ESG-Kriterien zu „berücksichtigen“ und die *UN Principles of Responsible Investment* in ihre Anlagepolitik „einzubeziehen“. Schließlich hat die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) vor kurzem ein Klassifizierungssystem publiziert, über dessen Akzeptanz in der Praxis freilich noch keine Prognosen möglich sind.

Ungeachtet dieser Fortschritte braucht an dieser Stelle auf die nicht ganz unbegründeten Vorbehalte gegenüber Selbstregulierung – private Eigeninteressen der Regulierer verdrängen Gemeinwohlinteressen, Standards sind lasch, Sanktionen ineffektiv – nicht eingegangen zu werden. Die vorhandenen Selbstregulierungsmaßnahmen bleiben im Vergleich zum Aktionsplan fragmentarisch. Sie lösen vor allem nicht das Problem unterschiedlicher Standards in den Mitgliedstaaten. Gefragt ist damit die binnenmarktfunktionale Harmonisierungskompetenz gem. Artt. 26, 114 AEUV. Überdies steht das Europäische Projekt im Einklang mit der Nachhaltigkeitsagenda im Aktionsplan Kapitalmarktunion.

3. Die Überwindung von Informationsasymmetrien durch Herstellung von Markttransparenz

a) Das EU-Regelungspaket „Taxonomie“: kasuistische Auflösung des Nachhaltigkeitsbegriffs

Nicht von ungefähr war der erste Schritt zu einer Übersetzung des Aktionsplans in verbindliches Unions-Sekundärrecht der Kommissionsvorschlag für drei sog. Taxonomie-Verordnungen vom 24. Mai 2018. Er ist nicht weniger als der Versuch, den an den Rändern verfließenden Nachhaltigkeitsbegriff unter Zugrundelegung der ESG-Formel überhaupt erst einmal für Regulierungszwecke operationalisierbar und damit zur Grundlage für die weitere Implementierung des Aktionsplans zu machen. Die Wahl des vollharmonisierenden Verordnungsinstruments ist dabei nur konsequent, ist doch die Einheitlichkeit der technischen Standards Voraussetzung für die Vergleichbarkeit der Produktbeschreibung und damit unverzichtbar für eine informierte Anlageentscheidung und letztlich für einen funktionierenden Wettbewerb im Binnenmarkt. Als kluge Beschränkung kann gelten, dass die Kommission sich aus der ESG-Trias zunächst nur den „Faktor E“, also das ökologische Nachhaltigkeitsziel, herausgegriffen hat; dies lässt nicht nur eine Priorisierung der Nachhaltigkeitsziele erkennen, sondern berücksichtigt auch, dass das

verfügbare gesellschaftliche und politische Wissen beim Faktor E deutlich fortgeschrittener ist als bei den Faktoren S und G.

Notgedrungen stellt sich der Taxonomie-Gesetzgeber der Herkulesaufgabe, den ethisch aufgeladenen Nachhaltigkeitsbegriff in subsumtionstaugliche Normen auszumünzen. Die Schwierigkeiten dieser Transformation sind aus den diversen Selbstregulierungsprojekten seit langem bekannt. Ist nur der Betrieb eines Windkraftwerks ökologisch wertvoll (sog. *positive impact*) oder auch die Rekultivierung einer durch Braunkohletagebau verwüsteten Landschaft? Sollen auch Unternehmen als nachhaltig gelten, die sowohl ökologisch wertvolles als auch umweltschädliches Wirtschaften praktizieren? Offenbar um schwierige Abgrenzungsfragen zu vermeiden und die Praktikabilität der Regulierung zu wahren, fordert Art. 3 Taxonomie-RahmenVO jeweils einen „wesentlichen“ Beitrag zur Umweltverbesserung; zugleich darf die Verfolgung eines Schutzziels (z. B. Klimaschutz) andere Schutzziele (z. B. Abfallvermeidung) nicht „signifikant“ beeinträchtigen. Diese unbestimmten Rechtsbegriffe verlangen ihrerseits nach kasuistischer Ausformung, die das Taxonomieprojekt am Ende zu einem regulatorischen Albtraum werden lässt.

Beschränkt ist der *persönliche Anwendungsbereich* des Regelungspakets, der lediglich die Anbieter und Vermittler von als nachhaltig beworbenen Anlageprodukten adressiert und letztere detaillierten und weitreichenden Informationspflichten unterwirft. Die Information erfolgt in zwei Stadien und übernimmt damit, was bei Green Bonds schon bisher Marktstandard war: ex ante (vorvertragliche) Information beim Produktvertrieb (Art. 4-6 Taxonomie-InformationsVO) sowie ex post als periodische und von unabhängigen Stellen geprüfte und zertifizierte Rechenschaftslegung über die nachhaltige Verwendung der investierten Mittel (Art. 7 Taxonomie-InformationsVO). Unter Aufnahme des Risikodiskurses soll schließlich die Aufklärung über Nachhaltigkeitsrisiken obligatorisch werden (Art. 3 f. Taxonomie-InformationsVO).

b) Das prioritäre Ziel: „Policing the Market“

Wiederum ist es kein Zufall, dass die Umsetzung des Aktionsplans vor allem anderen mit der Statuierung eines Transparenzregimes beginnt. Während ein Bedürfnis für staatliche Regulierung hinsichtlich der weiteren Projekte des

Aktionsplans zumindest nicht durchweg zweifelsfrei ist, bilden individuelle und publizitäre Information geradezu das Herzstück aller Kapitalmarktregulierung, und dies auf relativ gesicherten ökonomietheoretischen Grundlagen.

Anlass für regulierenden Eingriff ist primär eine *Informationsasymmetrie* infolge des überlegenen Wissens des Unternehmens hinsichtlich des Unternehmenswerts. Versichert sich der Investor beim Erwerb der Unterstützung eines Finanzintermediärs (Vermögensverwalter, Anlageberater, Wertpapieranalyst), kommt es ebenfalls zu einer Informationsasymmetrie der besonderen Art, nämlich zwischen beruflich spezialisierten Intermediären und (nichtprofessionellen) Anlegern. In beiden Konstellationen steht auf der aggregierten Ebene des Kapitalmarktes dessen Informationseffizienz und damit letztlich dessen Allokationseffizienz auf dem Spiel.

Im Spiegel der Nachhaltigkeitsregulierung von Finanzmärkten eröffnen sich dazu neue Perspektiven. Neben die bekannten allgemeinen Informationsasymmetrien tritt ein weiterer Fall asymmetrischen Wissens: die mangelnde definitorische Schärfe des Nachhaltigkeitsbegriffs. Emittenten und Intermediäre sind infolgedessen versucht, die ethischen Motive eines verantwortlichen Anlegers durch sog. *Greenwashing* zu ihren Gunsten auszubeuten. Selbst wenn dies ohne unredliche Absicht geschieht, werden dabei wiederum nicht nur die Präferenzen individueller Anleger frustriert, sondern auch Marktergebnisse verfälscht. Die Bekämpfung von Greenwashing als Regelungsziel des Taxonomiepakets ist damit nicht von wirklichem Neuigkeitswert: Sie bezweckt lediglich, was auf den Gütermärkten §§ 5 f. UWG und auf dem Kapitalmarkt Prospektpflicht und Prospekthaftung intendieren: *policing the market*.

Das *policing the market* ist im Taxonomieprojekt freilich noch recht unvollständig umgesetzt. In die Pflicht genommen werden bislang lediglich die Finanzintermediäre. Diese sind aber ihrerseits Opfer einer Informationsasymmetrie, weil sie als Informationsmittler auf die Primärinformation aus den Zielunternehmen angewiesen sind. Dies stellt der Aktionsplan auch durchaus in Rechnung, während seine Umsetzung im Taxonomieprojekt sozusagen die Prioritäten umkehrt. Ausstehend ist auch noch die Institutionalisierung von Verfahren und numerischen oder symbolischen *Shortcuts*, die die Informationskosten der Marktteilnehmer senken: z.B. Entwicklung des ESG-Rating, Zertifizierungsverfahren,

Verleihung von Gütesiegeln, Schaffung von Benchmarks. Nach französischem Vorbild ist hier Raum für „beaufsichtigte Selbstregulierung“. Der Selbstregulierung der Wertpapierbörsen darf auch die Entwicklung von „nachhaltigen“ Börsenindizes nach dem Vorbild der Londoner Börse überlassen werden; aus eigenem Antrieb werden die Börsen sich dabei an das Taxonomieschema halten. Erst wenn all diese Aufgaben erledigt sind, kann der im Anlegerinteresse liegende Qualitätswettbewerb der Produkthanbieter seine Dynamik wirklich entfalten.

c) Sanktionen, insbes. Haftungsfolgen

Wie zumeist im Unionsrecht, hält das sekundärrechtliche Taxonomie-Projekt keine Sanktionen für die Verletzung der Transparenzpflichten bereit. Die zur Kontrolle und Durchsetzung der Nachhaltigkeitspublizität berufenen nationalen Aufsichtsbehörden – in Deutschland die Bundesanstalt – können die in den OWi-Katalogen der Finanzmarktgesetze noch auszubuchstabierenden Verfehlungen aufsichtsbehördlich sanktionieren (§§ 35 ff., 59 ff. KWG, §§ 120 ff. WpHG, §§ 5 ff., 309 ff., 340 ff. KAGB). Sondervermögen oder AIF, deren Bezeichnung in nicht Taxonomiekonformer Weise die Vokabeln „grün“, „nachhaltig“, „sustainable“ oder „Öko-“ enthält, dürfen gem. § 4 Abs. 1 KAGB gar nicht erst zugelassen werden. Nachhaltigkeits-Fonds sind derzeit zwar begrifflich von § 2 BaFin-Richtlinie zu Fondskategorien (§ 4 Abs. 2 KAGB) erfasst; die Taxonomie dieser Richtlinie ist indes ungleich gröber und rein quantitativ (fondstypische Anlagen zum Mindestwert von 51% des gesamten Investmentvermögens) und darum mit der unionsrechtlichen Taxonomie unvereinbar.

Sanktionen durch Haftung fügen der bereits vielfach ausdifferenzierten Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation eine weitere Facette hinzu. Die Haftungsgrundlage hängt jeweils von der spezifischen Rolle des Intermediärs und vom jeweils gewählten Medium der nachhaltigkeitsbezogenen Information ab. Um nur die wichtigsten Anwendungsfälle zu nennen:

- Kapitalverwaltungsgesellschaften (§ 17 KAGB) sind gehalten, die Informationen in den Prospekt (§ 165 KAGB), in die Wesentliche Anlegerinformation (§ 166 KAGB) und in die vorvertragliche Information nichtprofessioneller und semiprofessioneller Anleger (§ 302 Abs. 1 Nr. 1 und 2 KAGB) aufzunehmen (Art. 4 Abs. 3 lit. a) und g) Taxonomie-InformationsVO). Fehlende oder fehlerhafte Nachhaltigkeitsangaben

auf diesen Kanälen führen zu einer Prospekthaftung der KVG gem. §§ 306 Abs. 1 und 2, 307 Abs. 3 KAGB. Obligatorischer Bestandteil des Jahresberichts der KVG wird die Rechenschaftslegung über die nachhaltigkeitskonforme Verwendung der investierten Mittel (Art. 7 Taxonomie-InformationsVO, § 38 KAGB), worauf ein verantwortlicher Anleger begreiflicherweise besonderen Wert legt; doch werden Pflichtenverstöße insoweit ausschließlich durch die Aufsichtsbehörde zu ahnden sein.

- Portfolioverwaltern und beratenden Wertpapierdienstleistern wird aufgegeben, Nachhaltigkeitsinformationen im Rahmen der vorvertraglichen Beratung (§§ 63 Abs. 7, 64 WpHG) zu erteilen (Art. 4 Abs. 3 lit. h) Taxonomie-InformationsVO i.V.m. Art. 24 Abs. 4 MiFID II); Pflichtverletzungen resultieren in einer Haftung aus culpa in contrahendo. Da dem Anleger infolge fehlerhafter oder unvollständiger Angaben typischerweise kein Vermögensschaden erwächst, er jedoch in seiner rechtsgeschäftlichen (Investitions-)Entscheidungsfreiheit beeinträchtigt wird, zielt die Haftung primär auf Rückgängigmachung des Erwerbs des Finanzinstruments. Für sämtliche Finanzdienstleister werden schließlich Werbebotschaften (einschließlich des Internetauftritts) reguliert, indem sie dem Gebot der Konsistenz mit den Pflichtdokumenten unterstellt werden (Artt. 6, 9 Abs. 1 Taxonomie-InformationsVO, für KVGen bereits de lege lata § 302 KAGB).

4. Die „ESG-Integration“ durch Investoren und Finanzintermediäre

a) Problematik der Begriffsbildung

In der deutschen Finanzwirtschaft hatte sich der Terminus ESG-Integration in die Anlagestrategie institutioneller Investoren sowie als Maßgabe für „nachhaltige“ Anlageberatung schon seit geraumer Zeit eingebürgert. EU-Aktionsplan und Taxonomieprojekt nehmen diese Begrifflichkeit auf. Ein für die Praxis der Fondsverwalter wichtiges Selbstregulierungswerk empfiehlt, ESG-Kriterien in den Investmentprozess „in angemessenem Umfang einzubeziehen“.

„Integration“ heißt zunächst: aus mehreren verschiedenen Elementen (Renditeerwartungen, Nachhaltigkeit) ein einheitliches Ganzes machen. „Berücksichtigen“ heißt, deutlich schwächer: das Primärziel Renditemaximierung bleibt unangetastet, aber Nachhaltigkeitsaspekte werden seriös geprüft. Dieses Vorgehen hat man zutreffend als bloße Ver-

fahrensregelung für verantwortliche Anlageentscheidungen charakterisiert.

Die Investmentpraxis weiß bisher weder mit „Integration“ noch mit „Berücksichtigung“ viel Konkretes anzufangen und flüchtet sich in Verlegenheitsformeln wie, dass „wirtschaftliche und wertebasierte Erwägungen miteinander einher“[gehen]. Relativ unverfänglich ist das Integrationspostulat immerhin für Ratingagenturen, die sog. ESG-Rating betreiben, sowie für die Finanzaufsichtsbehörden, die über Verantwortliches Investieren zu wachen haben. Beide können sich auf eine isolierte Betrachtung der ESG-Kriterien beschränken und brauchen diese nicht in eine konkrete Investitionsentscheidung oder -beratung zu „integrieren“. Hingegen sind Portfolio-Verwalter, institutionelle Investoren und Finanzberater darauf angewiesen, komplexe Abwägungen zwischen Rendite- und Nachhaltigkeitsprofil eines Anlageinstruments vorzunehmen und dabei idealerweise noch über eine praktikable Entscheidungs- bzw. Vorrangregel zu verfügen. Das erweist sich als schwierig.

b) Internalisierung exogener Rationalitäten in den Finanzmarktdiskurs?

In *Sustainable Finance* treffen drei verschiedene Diskurse mit je spezifischen Rationalitäten aufeinander: Finanzwirtschaft, Ethik sowie Naturwissenschaften und Technik. Finanzwirtschaft spricht über Renditechancen und die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts, Ethik über den Beitrag moralisch handelnder Anleger zur Rettung der Welt; Naturwissenschaften und Technik stehen für ein instrumentales Verhältnis zur Ökologie und fragen, wie ökologische Probleme am effektivsten zu lösen sind. Grundsätzlich haben die verschiedenen Diskurse einander wenig zu sagen. Konsens besteht allenfalls beim Ausschluss von „*sin stocks*“, also der Desinvestition aus Unternehmen, deren Geschäftszweck zu Menschenrechtsverletzungen beiträgt oder flagrant das *common good* missachtet.

Das Problem dieser konkurrierenden Rationalitäten ist nicht ganz neu. Kapitalmarktrecht und Ethik sind erstmals aufeinander getroffen, als die sog. CSR-Richtlinie der EU den börsennotierten Unternehmen eine in den Lagebericht aufzunehmende Erklärung über gute Unternehmensführung abverlangte (§ 289a HGB i.d.F. von 2009). Die Erfahrungen mit der Integration von *Corporate Social Responsibility* und (seit

2017) von ESG-bezogenen Informationen (§ 289c Abs. 2 HGB) in die Kapitalmarktinformation sind indes nicht sonderlich ermutigend. Die ganz h.L. hat das nichtfinanzielle Reporting alsbald zu einer Information zweiter Klasse abgestempelt, indem sie einen Schutzgesetzcharakter der Normen über nichtfinanzielles Reporting unter § 823 Abs. 2 BGB in Abrede stellt. Diese Erfahrung lässt sich auf die ESG-Integration in Investitionsentscheidungen und Finanzberatung übertragen. Sie verweist auf ein Grundsatzproblem: Die Integration ethischer, „weicher“ Faktoren bleibt ein vergebliches Unterfangen, solange „die Konzepte nicht wirklich den *net profit* der ethischen Maßnahmen darstellen können“. Aus Sicht der Regulierungsdogmatik wird dann auch schnell schon die Justiziabilität derartiger Normen in Frage gestellt.

Spätestens das Taxonomie-Regelungspaket hat auch eine Vorstellung davon vermittelt, wie *Sustainable Finance* sogar vom naturwissenschaftlich-technischen Diskurs usurpiert wird. Der Taxonomie-RahmenVO sollen noch umfangreiche „technische Evaluierungskriterien“ in Form von Delegierten Rechtsakten der Kommission folgen, deren Einhaltung der Überprüfung aus technisch-naturwissenschaftlicher Sicht bedarf. Das Problem dabei ist nicht, dass Recht und Regulierung sich überhaupt mit technischen Fragen befassen müssen, sondern dass hochspezialisierte Finanzdienstleister und ihre Fachaufsichtsbehörden unausweichlich mit derartigen Fragen konfrontiert werden.

Prinzipiell wird eine ESG-Integration praktisch nur in dem Maße gelingen, wie die konkurrierenden Rationalitäten zu einer gemeinsamen Sprache finden können. Und da die Nachhaltigkeitsagenda letztlich in eine Regulierung finanzwirtschaftlicher Aktivitäten und Vorgänge münden muss, gebührt dem finanzwirtschaftlichen Diskurs grundsätzlich ein Vorrang. Das heißt: moralische Ansprüche und technisch-naturwissenschaftliche Notwendigkeiten sind in finanzwirtschaftliche Größen zu übersetzen – und das heißt letztlich: als Determinanten des Unternehmenswerts zu formulieren. (1) Der Anleger ist zur Quantifizierung des Gewinnverzichts auf professionellen Rat angewiesen. Damit ist die Aufgabe der „Integration“ an die Finanzintermediäre delegiert. (2) Auch der Markt für nachhaltige Finanzprodukte ist ein Massenmarkt für konfektionierte Produkte, der auf individuelle Präferenzen wenig Rücksicht nimmt. Individuelle soziale Präferenzen können allenfalls über gezielte Anlage-

richtlinien für Portfolio-Verwalter oder Stiftungen gesetzt werden.

Die ESG-Integration auf *Intermediärebene* hat mit dem Übergang vom Nachhaltigkeits- zum Risikodiskurs einen grundsätzlichen Fortschritt erzielt. Dieser kann sich allerdings nicht in traditionellem und bereits nach den geltenden Finanzmarktgesetzen obligatorischem Risikomanagement erschöpfen. Vielmehr geht es darum, Risikoprävention nicht nur als Bedingung für die Schaffung von *shareholder value* zu sehen, sondern als Determinante für den total *value* eines Unternehmens weiterzuentwickeln.

Als vergleichsweise problemlos erscheint demgegenüber noch die Integration des technisch-naturwissenschaftlichen Diskurses. Schon die Autoren des EU-Aktionsplans und seiner Umsetzungsakte haben sich des sachverständigen Rats der *European Environmental Agency* (EEA) versichert. Diese Aufgabe wird künftig auch auf die Finanzintermediäre zukommen.

c) Privatrechtliche Umsetzung: ESG-Integration und fiduziarische Verantwortung von Vermögensverwaltern und Anlageberatern

Bekannterweise steht im Zentrum der Pflichtenposition von Anlageberatern, Portfolio-Verwaltern und Fondsmanagern die fiduziarische Pflicht, die Interessen des Geschäftsherrn/Anlegers unter Zurückstellung eigener Interessen zu optimieren. In der aktuellen politischen Auseinandersetzung über den EU-Aktionsplan herrscht allerdings Streit, ob die Inpflichtnahme von Anlageberatern und Fondsmanagern durch die Nachhaltigkeitsagenda mit deren fiduziarischer Position unvereinbar oder im Gegenteil in letzterer bereits de lege lata enthalten ist. Die *UN Principles of Responsible Investment* fordern immerhin im Rahmen einer Selbstverpflichtung die Inkorporierung nachhaltigkeitsbezogener Anlagestrategien in die Treuhandpflicht.

aa) Fondsmanager

Ohne Weiteres gilt wiederum: Soweit Nachhaltigkeitserwägungen Teil eines pflichtgemäßen Risiko-Management (§ 29 Abs. 2 und 3 KAGB) bzw. einer risikobewussten Anlageberatung sind, müssen sie bereits de lege lata angestellt werden. Andererseits können Fondsmanager nicht verpflichtet werden, in ihrem Produktangebot jeweils auch Nachhaltigkeitsfonds vorzuhalten. Damit geriete man in den

grundrechtssensiblen Bereich (Art. 12 GG); eine solche Berufsausübungsregelung wäre unverhältnismäßig, hat doch das Anlegerpublikum reichlich Wahlfreiheit unter einer Vielzahl von Produktanbietern. Im Unterschied zur individuellen Vermögensverwaltung ist das geschäftsbesorgungstypische Weisungsrecht des Anlegers hinsichtlich seiner Anlagestrategie bei der Fondsanlage allerdings erheblich verkürzt; Fondsanteile sind vorgefertigte Konfektionsprodukte, die der Investor „*tel quel*“ erwirbt. Eben darum darf aber die Produktgestaltungsfreiheit des Fondsmanagers nicht durch einen schematischen Zwang – ein Investment ist entweder zu 100% oder überhaupt nicht nachhaltig – beschnitten werden; richtigerweise will die Taxonomie-RahmenVO daher eine gemäß den Anlagebedingungen abgestufte Nachhaltigkeit zulassen, diese dann aber auch einer Meldepflicht unterwerfen. In der Tat muss dem Anleger die Möglichkeit erhalten bleiben, ein Produkt zu finden, welches seinem ganz individuellen Mix aus finanziellen und nichtfinanziellen Präferenzen am besten entspricht.

Unter der Devise *Active Ownership* oder *Corporate Engagement* verlangen vor allem Selbstregulierungswerke von Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, ihre Gesellschafterrechte aktiv und extensiv wahrzunehmen. Schon nach geltendem Recht (§§ 26, 94 KAGB) ist gesichert, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften von ihren treuhänderisch für die Anleger gehaltenen Stimmrechten aktiv und im Einklang mit der jeweils in den Anlagebedingungen beschriebenen Anlagestrategie (§ 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB) Gebrauch zu machen haben. Eine ESG-Integration in diese Verpflichtung stößt allerdings auf Schwierigkeiten. Zunächst: Die Stimmrechtsmacht von Kapitalverwaltungsgesellschaften darf schon wegen der quantitativen Emittentengrenzen für einzelne ins Portfolio gestellte Titel (§ 206 KAGB) nicht überschätzt werden. Die Praxis zeigt überdies, und keineswegs überraschend, dass sich das Stimmverhalten für Nachhaltigkeitsfonds maßgeblich auf den G-Faktor beschränkt. Nachhaltigkeitsfragen fallen nur ausnahmsweise in die Hauptversammlungskompetenz gem. § 119 AktG, nämlich soweit sie auf eine Änderung des Unternehmensgegenstandes hinauslaufen (§ 119 Abs. 1 Nr. 5 i.V.m. § 32 Abs. 3 Nr. 2 AktG). Angesichts seines beschränkten Stimmgewichts wird ein Fondsmanager dann aber eher direkt die Exit-Option ziehen. Im Übrigen wird an dieser bewährten Zuständigkeitsordnung in Deutschland niemand rütteln wollen. Dies

gilt auch für eine radikalere Forderung der Parteigänger des „Engagement“-Postulats, nämlich nach aktiverer Einflussnahme nachhaltiger Fondsverwalter unmittelbar auf die Geschäftsleitung. Diese Forderung dürfte selbst in der Sicht ihrer Befürworter keinerlei kompetenzrechtliche Relevanz haben und eher als Aufforderung zum zivilen Ungehorsam zu begreifen sein.

bb) Anlageberater

Das Ziel einer ESG-Integration in die Anlageberatung trifft auf ein Diskussionsklima, in dem die Regulierung der Anlageberatung im Gefolge von MiFID II aus der Praxis als bürokratischer Exzess beklagt wird. Dies wird die Zuweisung weiterer Aufgaben durch die Nachhaltigkeitsagenda unter erheblichen Rechtfertigungsdruck setzen. Albtraum der Praktiker ist, dass ein Anlageberater jeden Kundenkontakt mit einer Nachhaltigkeitsbelehrung eröffnen muss. Richtig ist immerhin: Es kann nicht Pflicht eines Anlageberaters sein, seine Kundin zum verantwortlichen Anleger gleichsam zu erziehen. Weiter: Schon heute ist jeder Bankkunde frei, seine Kapitalanlagegeschäfte bei einem der Institute mit universalem Nachhaltigkeitsanspruch abzuwickeln. Fortschritt lässt sich aber schon mit einer relativ einfachen Maßnahme von geringem Aufwand erzielen, die bereits im geltenden Recht zumindest angelegt ist. Gem. § 64 Abs. 3 WpHG i.V.m. Art. 54 Abs. 2 S. 2 lit a) MiFID II Delegierte VO 2017/565 hat der Anlageberater ohnedies beim ersten Kundenkontakt und mit grundsätzlicher Fortgeltung für folgende Kontakte (Art. 54 Abs. 12 Uabs. 3 MiFID II DelVO 2017/565) den Anleger über die von ihm gewünschte Anlagestrategie zu befragen und im Eignungsbericht festzuhalten. Zu ergänzen wäre diese Verpflichtung dann regelhaft um die Nachfrage, ob und mit welcher Gewichtung der Anleger neben den typischen Strategien grundsätzlich auch noch das Nachhaltigkeitsziel verfolgen will. An eine bejahende Antwort bleibt der Anleger bis auf Widerruf gebunden.

Fazit

Sustainable Finance ist kein Modethema, sondern ist und bleibt eine säkulare Aufgabe für Generationen. Die Fundierung der Nachhaltigkeitsagenda in der moralischen Intuition hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Aufgabe der Bewahrung der natürlichen Lebensgrundlagen mit einiger Phasenverzögerung auch die Finanzmärkte erreicht und dort Fuß gefasst hat. Für das Regulierungsprojekt *Sustainable Finance* fangen die Probleme damit erst an. Der Versuch der Europäischen Union, das Projekt ohne weiteres Zögern auf den Weg zu bringen, ist ambitioniert, couragiert und aller Ehren wert. Aber die vorschnelle Flucht in die Regulatorik verkennet, dass regulierende Interventionen unter der Prämisse eines positiven Renditeprofils nachhaltiger Anlagen kaum zu rechtfertigen sind. Wie in anderen Märkten auch, bleibt gewiss die Aufgabe, Irreführungsgefahren (Greenwashing) zu begegnen. Dies gelingt tendenziell mit dem EU Taxonomie-Vorschlag. Weiterreichende politische Intentionen sollten nicht weiterverfolgt werden.

Bei diesem Beitrag handelt es sich um eine gekürzte und geänderte Fassung des Beitrags in der Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag, Bd. I, Verlag C.H.Beck 2019, S. 671-700.

Aus Platzgründen wurden die zahlreichen Fußnoten dieses Beitrages entfernt und nicht mitabgedruckt. Interessierte Leserinnen und Leser finden den Beitrag mit den ganzen Nachweisen aber unter nachfolgendem Link:

[Prof. Dr. Johannes Köndgen, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung.](#)

Kontakt:



Prof. Dr. Johannes Köndgen

Prof. Dr. Johannes Köndgen, (em.) Professor für Rechtsvergleichung und Internationales Privatrecht an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn mit Forschungsschwerpunkten im Bankrecht, Investmentrecht sowie in der Rechtsvergleichung und der Rechtsökonomik.

Mitherausgeber der Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB).

[*koendgen@jura.uni-bonn.de*](mailto:koendgen@jura.uni-bonn.de)

von Michael Busack und Hendrik Schlimper, Absolut Research GmbH

1. Einleitung

Emerging Markets versprechen per definitionem ein höheres Wachstumspotenzial als entwickelte Staaten. Aktieninvestments in börsennotierte lokale Unternehmen stellen eine einfache und liquide Möglichkeit dar, an diesen Wachstumschancen zu partizipieren. Während in der Vergangenheit der Aufschwung vieler Schwellenländer vorrangig durch Rohstoffexporte getrieben war, eröffnen sich aktuell durch die Entstehung gesellschaftlicher Mittelschichten diverse Opportunities, am lokalen Konsumwachstum teilzuhaben. Gleichzeitig sind Schwellenländer in besonderem Maße ESG-Risiken ausgesetzt. Einerseits sind Aspekte wie Einkommensungleichheit, Exposure zu extremen Wetterereignissen oder Korruption hier ausgeprägter als in Industrieländern. Andererseits sind die lokalen Institutionen, um diese Risiken zu managen, schwächer. Investoren sollten diese Faktoren daher in ihre Entscheidungen einbeziehen. Wie diese Analyse zeigt, hat in den vergangenen Jahren die Reporting-Transparenz der lokalen Märkte zugenommen und die Hürden für ausländische Anleger wurden gesenkt. Somit eröffnen sich mittlerweile auch für ESG-Strategien einige Möglichkeiten, Mehrwert aus nicht-finanziellen Kennzahlen zu generieren und Risiken zu reduzieren.

2. Entwicklung der Schwellenländermärkte

Seitens der Indexanbieter werden, auf Basis von gesamtwirtschaftlichem Entwicklungsgrad, der Größe und Liquidität der lokalen Kapitalmärkte, sowie der Zugänglichkeit für ausländische Investoren, knapp zwei Dutzend Staaten als Schwellenland definiert. Auf sie entfallen mehr als 60 % der globalen Wirtschaftsleistung und über 70 % des Wachstums. An über der Hälfte des Welthandels sind Emerging Markets beteiligt. Unter den 20 größten Volkswirtschaften der Welt befinden sich mittlerweile mehr Schwellenländer als Industrienationen. Seit der Jahrtausendwende hat die chinesische Wirtschaft die USA hinsichtlich des kaufkraftad-

justierten BIP überholt, während Indien inzwischen so groß ist wie Deutschland, Frankreich und Großbritannien zusammen. Gleichzeitig entwickelten sich die lokalen Finanzmärkte weiter. Die Marktkapitalisierung der Emerging Markets konnte sich seit der Jahrtausendwende verachtfachen und betrug Ende 2017 28,4 Bill. US-Dollar. Davon entfielen 13,1 Bill. US-Dollar auf China, wie Auswertungen der World Federation of Exchanges zeigen. Die Industrienationen kamen auf ein Volumen von 59,3 Bill. US-Dollar – eine Verdreifachung im selben Zeitraum. Betrachtet man den investierbaren Anteil auf Basis von MSCI-Daten, so zeigt sich, dass das Gewicht von Emerging Markets im globalen Markt von rund 5 % Anfang der 1990er Jahre auf derzeit knapp 13 % wuchs.

3. Nachhaltigkeit an den Finanzplätzen

Mit dem Marktwachstum sind tendenziell auch die Hürden für ausländische Investoren niedriger geworden. Fast alle nationalen Finanzaufsichten sind Mitglied der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) und damit Teil der internationalen Standardisierung der Wertpapierregulierung. Dabei nehmen auch in Schwellenländern die Anstrengungen zu, Nachhaltigkeitsaspekte in der Finanzmarktregulierung zu verankern, denn auch diese Staaten haben das Pariser Klimaabkommen unterzeichnet. Bei der Vereinbarung der 17 Nachhaltigkeitsziele der UN (Sustainable Development Goals, SDGs) wurde die Trennung zwischen Industrie- und Schwellenländern sogar ganz abgeschafft.

Beispielsweise sind in China Unternehmen seit 2014 verpflichtet öffentlich darüber Bericht zu erstatten, welche Schadstoffe sie in welchen Mengen emittieren (via Luft, Wasser, Abfall) und welche Kontrollsysteme sie dabei anwenden. Ebenfalls hat das Umweltministerium eine Reihe von freiwilligen Leitlinien für börsennotierte Unternehmen verfasst, die empfehlen, wie ESG-Daten im Rahmen ihrer Jahres- und Nachhaltigkeitsberichte zu veröffentlichen sind. Zwar fehlen dabei noch Standards, wie u.a. die PRI bemängeln¹, aber über 80 % der CSI300-Unternehmen berichten bereits teilweise über verschiedene ESG-Kennzahlen – beinahe eine Verdopplung in den vergangenen zehn Jahren.

1 PRI, UNEP FI und SynTao Green Finance im Juni 2019: ESG data in China: Recommendations for primary ESG indicators

Auch die Börsenplätze fordern teilweise ein verpflichtendes ESG-Reporting von Unternehmen oder weisen über freiwillige Guidelines auf Best Practices hin. Beispielsweise sind südafrikanische Aktiengesellschaften, die an der Börse Johannesburg (JSE) gelistet sind, bereits seit 2010 gezwungen einen integrierten Nachhaltigkeitsbericht zu veröffentlichen, der nichtfinanzielle Aspekte aus Perspektive des Risikomanagements mit der grundsätzlichen Unternehmensstrategie kombiniert, oder zu erläutern, warum sie keinen solchen Bericht veröffentlichen (comply or explain). Eine Studie der Universität Oxford² kam im März 2019 zu dem Ergebnis, dass die integrierte Berichterstattung südafrikanischer Unternehmen zu den weltweit führenden gehört, vor denen aus Großbritannien oder den USA.

In Indien veröffentlichte die Regierung erstmals im Juli 2011 freiwillige Guidelines für „Social, Environmental and Economic Responsibilities of Business“, in denen sie anerkennt, dass Unternehmen, die Kapital über öffentliche Aktienmärkte aufgenommen haben, auch eine soziale und ökologische Verantwortung tragen, und dass über die damit verbundenen Risiken systematisch Bericht zu erstatten ist. Seit 2015 ist dieses Reporting an den beiden Börsen in Mumbai für einige Marktteilnehmer, in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße, verpflichtend.

Die Börse in Hong Kong fordert seit 2016 ebenfalls ein ESG-Reporting von gelisteten Unternehmen. Zuletzt wurde im Mai 2019 die entsprechende Disclosure Guidance überarbeitet und u.a. um Aspekte der Geschlechter-Diversität erweitert. An den chinesischen Festland-Börsen in Shenzhen und Shanghai existieren keine Reportingpflichten hinsichtlich ESG, allerdings sind auch hier umfangreiche Leitfäden zum „Environmental Information Disclosure“ verfügbar.

Auf internationaler Ebene treibt die Sustainable Stock Exchange Initiative u.a. die Vereinheitlichung von Non-Financial Reporting voran. Derzeit sind 90 Börsen Teil der UN-Initiative. Davon fordern 24 ein verpflichtendes ESG Reporting in ihren Listing-Bedingungen. Neben der Euronext-Börsengruppe in Industrieländern sind dies überwiegend Handelsplätze in Schwellenländern u.a. in Indien, Südafrika, Thailand, Indonesien und Brasilien.

Eine weitere Quelle für Nachhaltigkeitsdaten ist die Investoren-Initiative CDP, die jährlich die größten Unternehmen der Welt zu den Themen Klima, Wasser und Wald befragt und entsprechend bewertet. 2018 haben knapp 7.000 Unternehmen Daten an die CDP berichtet, darunter 750 aus China, 125 aus Indien, 100 aus Südkorea und 80 aus Südafrika.

Die wachsende Zahl an berichtenden Unternehmen verbessert die Datengrundlage für Nachhaltigkeitsanalysen stetig. Auch wenn nicht immer auf dieselben KPIs oder Erhebungs- und Berechnungsmethoden zurückgegriffen wird, bestehen mit TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) und GRI (Global Reporting Initiative) große internationale Rahmenwerke auf die hingearbeitet wird. Auch im Rahmen der SDGs wurden 169 Sub-Indikatoren benannt, über die – wenn auch überwiegend auf staatlicher Ebene – zu berichten ist. Die großen Ratingagenturen für Nachhaltigkeit können so auf immer größere Datenmengen zugreifen und bieten eine wachsende Zahl von Datenpunkten und historischen Zeitreihen an. Auch für Unternehmen, die keine Angaben zu Energieverbrauch, Treibhausgasemissionen oder Governance-Aspekten machen, lässt sich auf Basis der von vergleichbaren Unternehmen berichteten Daten eine Schätzung abgeben.

4. Herausforderungen bei (passiven) Schwellenländer-Investments

So nehmen die Transparenz und Internationalisierung der lokalen Finanzmärkte zwar stetig zu, dennoch sind die Hürden für Investments noch höher als in entwickelten Finanzmärkten. Einige lokale Märkte sind für ausländische Investoren nach wie vor nicht ohne weiteres zugänglich und erfordern spezielle Lizenzen. Oftmals sind informelle oder regulatorische Unterlagen nur in Landessprache verfügbar oder ohne lokale Präsenz schwer zu erhalten. Insbesondere Small und Mid Caps haben oftmals nur unzureichende Investor-Relations-Abteilungen für ausländische Anleger. Ebenfalls ist der Anteil von Aktiengesellschaften, die sich mehrheitlich in Staatsbesitz befinden wesentlich höher als in entwickelten Ländern, während staatliche Regulierungsbehörden in einigen Ländern weniger strikt die Einhaltung der Rechte von Aktionären und insb. Minderheitsaktionären oder die Be-

² A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries, Robert G. Eccles, Michael P. Krzus, und Carlos Solano

grenzung von Insider Trading überwachen. Auch sind Medien in vielen Schwellenländern weniger aktiv und unabhängig oder können weniger frei über kontroverse Themen und Missstände berichten.

All diese Aspekte beeinflussen nicht nur die Wertentwicklung, sondern auch die Rahmenbedingungen für das lokale Depot, das für ein Direktinvestment bspw. in China oder Indien einzurichten wäre. Die Beurteilung, inwieweit lokale Broker und Depotbanken verlässliche Partner sein können, erfordert eine umfangreiche Due Diligence. Es bietet sich daher an, ein Investment über externe Manager mit lokaler Expertise einzugehen. So greift bspw. der staatliche norwegische Pensionsfonds, der den Großteil seines Vermögens inhouse verwaltet, für seine Aktienanlagen in Schwellenländern überwiegend auf externe Asset Manager zurück und vermeidet es, kostenintensives internes Know-How aufzubauen und aufrecht zu erhalten.

Der Betrugsskandal um den Mineralölkonzern Petrobras oder das brasilianische Bergbauunternehmen Vale, das im Juli 2019 zu Schadenersatzzahlungen in Folge eines Dammbruchs an einer Eisenerzmine verurteilt wurde, sind nur zwei prominente Beispiele, die zeigen, dass nichtfinanzielle Aspekte gravierenden Einfluss auf die Profitabilität haben und für ausländische Investoren ohne lokale Expertise oft nur schwer zu identifizieren sind.

5. Performance der Aktienmärkte

Der traditionelle Emerging-Market-Index von MSCI erzielte in den vergangenen fünf Jahren eine Rendite von 6,3% p.a. bei einem maximalen Drawdown von -25%. MSCI unterscheidet zwei zentrale Nachhaltigkeitsansätze: ESG Leaders und SRI. Der SRI-Filter zielt darauf ab, 25% des Market-Cap-Exposures je Sektor des Ausgangsindex abzubilden, wobei ein Mindest-ESG-Rating von jedem Unternehmen eingehalten werden muss. Die ESG-Leaders-Methodik verfolgt ein Cap-Exposure-Ziel von 50% je Sektor bei identischer Sektorgewichtung mit dem Ausgangsindex. Beide Indizes schließen kontroverse Einzeltitel und Branchen, wie bspw. Tabak, Alkohol oder Waffen, aus.

Die SRI-Strategie von MSCI erzielte seit Juni 2014 eine Rendite von 8,3 % p.a. bei einem maximalen Drawdown von -19%. Die ESG-Leaders-Variante lag bei 8,7 % Rendite und -21% maximalem Wertverlust.

Während der breite MSCI Emerging Markets rund 1.200 Unternehmen beinhaltet, setzt sich die ESG-Leaders-Variante aus rund 420 Titeln zusammen. Der SRI-Index ist noch kleiner und umfasst knapp 180 Einzelwerte. So weisen bspw. chinesische Unternehmen häufig ein unterdurchschnittliches ESG-Rating auf, was einerseits auf mangelndes Umweltbewusstsein und andererseits auf unzureichende Kontrollmechanismen im Board zurückzuführen ist. In der SRI-Version des MSCI Emerging Markets sind chinesische Titel daher nur mit sehr geringem Gewicht vertreten (ca. 4 %). Das größte Gewicht haben hier taiwanische Konzerne (24%), gefolgt von Unternehmen aus Indien (15%), Südkorea (11%) und Südafrika (11%). Die regionale Gewichtung im ESG-Leaders-Index entspricht im Wesentlichen der des traditionellen EM-Index von MSCI. Abbildung 1 zeigt die indexierte Wertentwicklung der MSCI Benchmarks in den letzten fünf Jahren.

Abb. 1: Marktentwicklung von Emerging-Market-Aktien und Nachhaltigkeitsstrategien (in Euro)



Quelle: MSCI, Absolut Research GmbH

Die Sektorgewichte des ESG-Leaders-Index ähneln per definitionem dem traditionellen Index. Der SRI-Filter dagegen resultiert in einer Übergewichtung der Branchen Financials, IT und Consumer Staples (Basiskonsumgüter). Sie machen rund 63% des SRI-Index aus. In der herkömmlichen Benchmark beträgt ihr Gewicht knapp 45%.

Obwohl der SRI-Index verglichen mit dem traditionellen EM-Index eine konzentriertere Selektion aufweist, lag die annualisierte Volatilität über 60 Monate mehr als einen Prozentpunkt niedriger (12,2% vs. 13,6%). Die ESG-Leaders-Variante lag mit 13,4% auf etwa demselben Niveau wie die der traditionellen EM-Benchmark.

6. Strategien der Asset Manager

In Europa sind 47 Fondsgesellschaften am Markt, die 54 nachhaltige EM-Aktienstrategien anbieten. Die meisten Produkte verfolgen eine aktive Strategie (38). Das verwaltete Anlagevolumen beträgt rund 25 Mrd. Euro, davon entfallen 17 Mrd. auf aktive Fonds. Sowohl hinsichtlich der Fondsanzahl als auch des Volumen beträgt der Anteil passiver Strategie rund ein Drittel. Hinsichtlich der Mittelflüsse liegen aktive Strategien vorn. In den letzten fünf Jahren betrugen die Zuflüsse rund 8,5 Mrd. Euro (passive 4,5 Mrd. Euro).

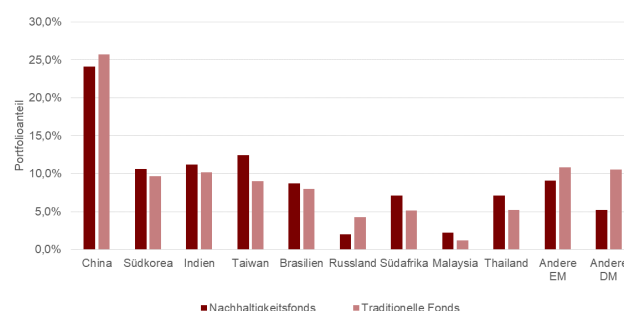
Die Bandbreite der aktiven Nachhaltigkeitsansätze im Universum ist groß. Einige Asset Manager verfolgen Themenansätze und investieren gezielt in lokale Branchen, die von den wirtschaftlichen Veränderungsprozessen profitieren und dabei Umwelt-, Sozial- und Governance-Mindeststandards einhalten oder zu den nachhaltigsten ihres Sektors gehören. Andere Ansätze sind quantitativ geprägt und erweitern bspw. ein Faktormodell um Kennzahlen für Treibhausgasemissionen oder Wasserverbrauch. Wiederum andere Strategien wenden Ausschlusskriterien oder einen Best-in-Class-Filter auf ihr Basisuniversum an und verfolgen dann einen aktiven Stock-Picking-Ansatz.

Unter den passiven Ansätzen variieren die replizierten Indizes von traditionellen Benchmarks, auf die Ausschlusskriterien angewendet werden, bis zu dezidierten Nachhaltigkeitsindizes mit Mindeststrating. Alle passiven Anbieter greifen jedoch auf MSCI-Indizes zurück. Die meisten replizieren die ESG-Leaders- oder die SRI-Variante. Einige Fonds wenden eigene, feste Ausschlusskriterien auf die MSCI-EM-Benchmark an.

Nahezu alle Fonds des Universums führen eine Negativliste mit Unternehmen, die aufgrund von kontroverserem Verhalten oder durch Umsatzgenerierung in Branchen wie

Waffenproduktion, Glücksspiel oder Tabak als nicht investierbar eingestuft werden. Dies gilt auch für die passiven Ansätze. Im Durchschnitt sind nachhaltige EM-Strategien etwas weniger stark in China investiert als traditionelle Schwellenländerfonds, wie Abbildung 2 veranschaulicht. Anders als die SRI-Strategie von MSCI weisen die allermeisten nachhaltigen Fonds jedoch immer noch eine China-Quote von mehr als 20 % auf. Im Durchschnitt betrug der Anteil chinesischer Titel Ende Juni 24 % bei nachhaltigen Fonds und 26 % bei traditionellen. Auch in russische Titel sind nachhaltige Strategien durchschnittlich weniger stark investiert. Demgegenüber steht eine Übergewichtung von Taiwan, Südafrika und Thailand.

Abb. 2: Regionale Gewichtung nachhaltiger und traditioneller Schwellenländerfonds (per 06/2019)



Quelle: Morningstar, Absolut Research GmbH

7. Performanceanalyse über 36 Monate

In der Vergleichsgruppe wiesen 34 Fonds einen Track Record von mindestens drei Jahren auf. Der MSCI EM ESG Leaders Index erzielte in diesem Zeitraum eine Rendite von 10,1 % p.a. bei Drawdowns von -16 %. Passive Fonds aus der Peer Group lieferten 8,8 % p.a. bei -14 % max. Drawdown. Die Gruppe der aktiven Ansätze lag im Durchschnitt bei einer Rendite von 7,4 % p.a. und -16 % Drawdown. Die Spannweite zwischen Top- und Bottom-Quartile betrug jedoch über acht Prozentpunkte, wie Abbildung 3 zeigt. Wie die Strategien im Einzelnen abgeschnitten haben, finden Investoren im *Absolut|ranking Sustainability Equity*.

Abb. 3: Rendite- und Risikokennzahlen (Jul. 16-Jun 19)

Gruppe	Rendite p.a.	Vola p.a.	Sharpe Ratio	Max. DD	TER	Total AuM	Total Flows 12 Monate	Anz. Fonds
Aktive Manager (1. Quartil)	11,8%	11,9%	1,02	-15,2%	1,29	7.785	1.095	7
Aktive Manager (2. Quartil)	8,1%	12,1%	0,70	-17,2%	1,40	2.411	548	7
Aktive Manager (3. Quartil)	6,1%	11,3%	0,58	-15,7%	1,58	4.789	-285	6
Aktive Manager (4. Quartil)	3,6%	10,5%	0,39	-15,7%	1,65	355	-48	7
Passive Manager	8,8%	11,2%	0,82	-14,5%	0,32	4.419	2.233	7
MSCI EM ESG Leaders	10,1%	11,6%	0,90	-15,9%	-	-	-	-

Alle Werte in Euro. Sharpe Ratio über 3M-Euribor. Assets und Flows in Mio. Euro. Quartile nach Rendite 36 Monate. Datenstand: 30.06.2019, Quelle: Absolut Research GmbH, MSCI

Tendenziell ließ sich beobachten, dass Bottom-up-Strategien, die strenge Ausschlusskriterien auf Basis von eigenen oder externen ESG-Ratings umsetzen, im Mittel bessere Performance lieferten als solche, die einige wenige Branchen pauschal ausschlossen und traditionelles stock picking betrieben. Ansätze, die mit Positivkriterien innovative Unternehmen oder nachhaltige Branchen selektierten, schnitten im Durchschnitt über den Betrachtungszeitraum eher schlechter ab als solche, die Negativkriterien anwendeten. So war mit der Vermeidung bestimmter Unternehmen im Mittel eine Risikoreduktion wahrscheinlicher, die sich entsprechend in der Performance zeigte. Wie bei traditionellen Strategien, ist die Spannweite zwischen den Managern jedoch groß und sie waren unterschiedlich gut in der Lage die „richtigen“ Aktien auszuwählen.

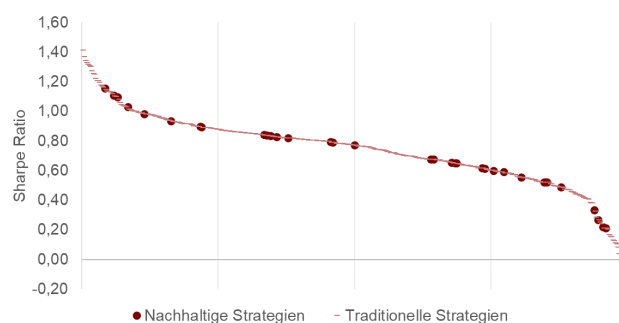
8. Vergleich mit traditionellen Strategien

Die Gruppe der traditionellen Schwellenländerstrategien ist mit rund 440 Publikumsfonds wesentlich größer als die der nachhaltigen. Knapp 400 Fonds weisen eine Historie von mindestens 36 Monaten auf, darunter mehr als 60 passive Ansätze. Das von aktiven und passiven Fonds verwaltete Ver-

mögen ist mit 240 Mrd. Euro rund zehnmal so groß wie das der nachhaltigen Peer Group.

Abbildung 4 veranschaulicht die risikoadjustierte Performance der nachhaltigen Strategien im Vergleich zur traditionellen Peer Group in den letzten 36 Monaten. Nachhaltige Strategien finden sich in allen Quartilen der Verteilung, treten in den extremen Tails jedoch nicht auf. Im Durchschnitt erzielten die nachhaltigen Fonds eine Sharpe Ratio über 3-Monats-Euribor von 0,71 – die traditionellen lagen bei 0,74.

Abb. 4: Sharpe Ratios traditioneller und nachhaltiger EM-Aktienstrategien (36 Monate)



Sharpe Ratio über 3M-Euribor, Datenstand 30.06.2019. Quelle: Absolut Research GmbH

Insbesondere die Art und Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie hat Einfluss darauf, ob die Vorteile einer um nicht-finanzielle Kriterien erweiterten Analyse genutzt werden können. Eine adäquate Manager Due Diligence ist auch hier unerlässlich. So waren Strategien, die einen detaillierten Nachhaltigkeitsprozess mit Mindestkriterien implementiert hatten, im Durchschnitt besser in der Lage, Risiken zu reduzieren. Im Top-Quartile beider Peer Groups lieferten die nachhaltigen Strategien im Durchschnitt jedoch eine etwas bessere Performance.

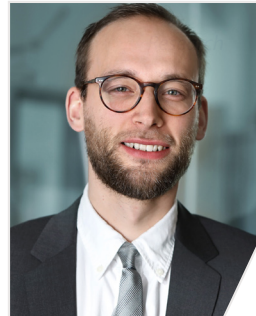
9. Zusammenfassung

Aspekte der Nachhaltigkeit in die Selektion von Schwellenländeraktien zu integrieren, kann helfen ein detaillierteres Bild dieser oftmals intransparenten Unternehmen zu erhalten. Asset Manager, die entsprechende Publikumsstrategien anbieten, konnten verglichen mit traditionellen Managern im Durchschnitt Drawdowns für die Wertentwicklung besser vermeiden und gleichzeitig ähnliche Renditen erzielen. Eine effiziente Selektion geeigneter Manager ist dennoch erforderlich, wie diese Analyse gezeigt hat. Denn auch unter nachhaltigen Managern variiert die erzielte Performance stark und insbesondere die Art und Weise der Umsetzung des nachhaltigen Investmentstils unterscheidet sich von Anbieter zu Anbieter. Die besten aktiven Strategien konnten jedoch bessere Ergebnisse als passive Ansätze erzielen. Institutionelle Investoren können in der Selektion geeigneter aktiver oder passiver Strategien auf das monatlich erscheinende Absolut|ranking zurückgreifen. Hier wird anhand von acht Kennzahlen und über fünf Zeiträume das Top-Quartile nachhaltiger und traditioneller Asset Manager neutral ermittelt und vergleichbar gemacht. In der im Oktober erschienenen Absolut|analyse ESG in Emerging Markets finden Investoren außerdem weitere Details zur ESG-Performance institutioneller EM-Aktienstrategien.

Kontakt:



*Michael Busack
Geschäftsführender Gesellschafter*



Hendrik Schlimper

*Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg | Germany*

*+49 40 303779 0
hendrik.schlimper@absolut-research.de
www.absolut-research.de*

von Jörg Schomburg, AXA Investment Managers

Verantwortungsbewusste institutionelle Anleger können mit Impact Investing soziale und ökologische Projekte unterstützen und gleichzeitig attraktive Renditen erwirtschaften. Auf diese Weise haben Impact Investing-Strategien bereits weltweit Unterstützung geleistet, um Menschenleben zu sichern und zum Artenschutz beigetragen.

Die Gesellschaft ist im Wandel – Klima- und Umweltschutz sowie soziale Anliegen werden den Menschen heutzutage immer wichtiger. Wer alltäglich auf Mülltrennung achtet, Wasser spart und beispielsweise darüber nachdenkt, ob der Geschäftsflug oder die nächste private Autofahrt wirklich notwendig sind, möchte auch bei der Geldanlage nachhaltig und umsichtig handeln. Genau das ist der Gedanke beim Impact Investing.

Auf den ersten Blick klingt es nach einem hehren Ziel: Unser Impact Investing-Team schreibt sich nicht weniger auf die Fahnen, als zur Rettung des Planeten beizutragen und die Lebensqualität von benachteiligten Menschen weltweit zu verbessern. Gleichzeitig soll dabei noch eine attraktive Marktrendite für Anleger erwirtschaftet werden. Kann das gelingen? Dass das funktionieren kann, belegen drei unserer bereits erfolgreich umgesetzten Impact Investing-Strategien.

Die Ziele in Einklang bringen

Technologischer Fortschritt ist ohne finanzielle Investition kaum möglich. Ganz gleich, ob es um die neue Entwicklung eines bezahlbaren Impfstoffes oder die Aufforstung des Regenwaldes geht: Impact Investing setzt genau an dieser Stelle an und bringt über die Finanzierung ökologisch oder gesellschaftlich sinnvoller Innovationen soziale und nachhaltige Ziele in Einklang mit Renditezielen. So können institutionelle Investoren mit ihrer Geldanlage konkrete und messbare positive Wirkungen erzielen. Somit ergibt sich aus dem Investment ein doppelter Nutzen: eine attraktive finanzielle Rendite für den Anleger sowie ein nachweislich positiver Effekt für Menschen und Ökosysteme.

Wir zählen zu den Pionieren auf diesem Gebiet: AXA Investment Managers hat bereits den dritten Impact-Investing-Fonds erfolgreich aufgelegt. Dieser Fonds investiert bis zu 200 Millionen Euro in aussichtsreiche Lösungen, die den Klimawandel und den Verlust an Biodiversität bremsen sollen. Aktuell ist der vierte Impact-Investing-Fonds in Vorbereitung. Er soll noch in diesem Jahr gelauncht werden und legt den Schwerpunkt auf Projekte in globalen Entwicklungsländern, die benachteiligten Menschen einen Zugang zu grundlegenden Finanzdienstleistungen und zu einer besseren Gesundheitsversorgung ermöglichen und damit eine Basisversorgung sicherstellen. Dies zählt auf die Erreichung der Ziele eins und drei der Ziele für eine nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (United Nations Sustainable Development Goals) ein: Armutsbekämpfung sowie Gesundheitsversorgung und Lebensqualität.



Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes. Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert werden.

Impact Management

Logisches Modell – die AXA IM Impact Strategy

LOGIC MODEL

Mission	Themen	Input	Impact KPIs	Output	Ergebnis
Emanzipation der unterversorgten und einkommensschwachen Bevölkerung in den Schwellenländern	 Zugang zu Finanzdienstleistungen	Mikrofinanz / KMU Kredite	Begünstigte mit niedrigem Einkommen, die Zugang zu neuen Produkten oder Dienstleistungen erhalten	Zugang für Haushalte und Unternehmen zu erschwinglichen und angemessenen Finanzdienstleistungen, die den Bedürfnissen der Begünstigten entsprechen	 1 KEINE ARMUT Verbesserung der finanziellen Belastbarkeit
		Sparprodukte	Kreditunabhängige Produkte von Finanzinstituten		
		Versicherung	Volumen an Investitionskrediten		
		Überweisungen	Versicherungskunden		
		Mobile Money			
	 Zugang zu erschwinglicher hochwertiger Gesundheitsversorgung	Gesundheitsinfrastruktur	Patientenanzahl mit Zugang zu erschwinglicher Gesundheitsversorgung	Zugang für Haushalte und Unternehmen zu erschwinglichen und angemessenen Gesundheitsversorgung, die den Bedürfnissen der Begünstigten entsprechen	 3 GESUNDHEIT UND WOHLERGEHEN Gesundheitswesen
		Pharmazeutische F & E	Anzahl der entwickelten Arzneimittel		
		Krankenversicherung	Anzahl der gebauten Krankenhäuser		
		Digitale Gesundheitsforschung			
		Medtech	Gewährte Nachlässe für Bedürftige		

Nur zu illustrativen Zwecken.

Der Fonds wird in kommerzielle, skalierbare Lösungen auf dem privaten Markt investieren, die helfen, den Zugang zu diesen Basissgütern und -dienstleistungen für die breite Bevölkerung zu erweitern, zum Beispiel indem sie die Kosten reduzieren. Die investierten Unternehmen erhalten über den Fonds unter anderem spätes Wagniskapital und Wachstumsfinanzierungen für die Entwicklung und Bereitstellung entsprechender Technologien und Infrastrukturen. In Summe sollen 400 bis 500 Millionen US-Dollar investiert werden; die Laufzeit der Strategie beträgt insgesamt zehn bis zwölf Jahre. Das Renditeziel liegt bei einer Net Internal Rate of Return (IRR) von 15 bis 18 Prozent.

Immer mehr Menschen investieren mit gutem Gewissen

Mit diesem klaren Projekt-Fokus ist Impact Investing die logische Weiterentwicklung des seit Jahren verbreiteten Trends

zum nachhaltigen Investieren. Wie wichtig es Anlegern inzwischen ist, dass ihre Investments positive Ergebnisse über die finanziellen Erträge hinaus erbringen, zeigt der Fakt, dass sich der Impact-Investing-Markt in den vergangenen fünf Jahren laut Global Impact Investing Network von 50 auf 500 Milliarden US-Dollar verzehnfacht hat.¹ Bereits im Jahr 2012 haben wir ein Impact Investing-Programm aufgelegt und nutzen das gesamte Anlagespektrum von Private Equity und Venture Capital über Projektfinanzierungen und -kredite bis hin zu börsennotierten Wertpapieren.

Heute verwalten wir in diesem Bereich Assets under Management mit einem Volumen von mehr als 600 Millionen US-Dollar – die neue Strategie nicht eingerechnet. 450 Projekte, Innovationen und Lösungen in mehr als 70 Ländern wurden bereits umgesetzt und unterstützt. Profitiert haben dadurch Ökosysteme und benachteiligte Gesellschaften weltweit. Im Umweltsektor haben Projekte, Produkte und

¹ Stand Ende 2018: GIIN: Sizing the Impact Investing Market

Dienstleistungen, die entscheidend zum Naturschutz beigetragen, geholfen, den Klimawandel zu bremsen und Lebensräume für Menschen und Tiere zu erhalten. Für zahlreiche Menschen vor allem in Entwicklungsländern hat das eingesetzte Kapital die Lebensqualität erhöht, unter anderem durch eine bessere Versorgung mit medizinischen Dienstleistungen und Medikamenten.



Von Fairtrade am Amazonas bis Choleraschutz

Ein konkretes Beispiel für ein solches erfolgreiches Impact Investment ist unsere Zusammenarbeit mit Partnern und Interessenvertretern, um im peruanischen Amazonas-Regenwald Abholzung zu verhindern und degradierte Flächen zu sanieren. Das Programm hilft den dortigen Kleinbauern, sich mit biologisch angebautem und fair gehandeltem Kakao eine nachhaltige Lebensgrundlage in der Agroforstwirtschaft aufzubauen. Die positiven Wirkungen des Projektes liegen auf der Hand: Sie reichen von Kohlendioxid-Einsparungen über messbar breitere Biodiversität bis zu einer verbesserten Einkommenssituation in der Gemeinschaft. Die Investoren wiederum haben Anteil an den Umsätzen des Premiumproduktes und an handelbaren CO₂-Rechten (Carbon Credits), die dem Projekt zugewiesen werden.

In einem anderen Fall wurde in die Entwicklung und Verbreitung eines bezahlbaren Cholera-Impfstoffs investiert. Mehr als 17 Millionen Impfdosen wurden in Katastrophengebieten bereitgestellt, darunter Somalia, Haiti und Mosambik. Geschätzte 8,3 Millionen Cholera-Erkrankungen und 100.000 Todesfälle konnten letztendlich verhindert werden.

Von Lebensmittelrettung bis Schulbildung

Ein weiteres finanziertes Projekt hat sich des Themas Lebensmittelverschwendung angenommen: Mithilfe von künstlicher Intelligenz kann nun in der Hotellerie der Einsatz von Lebensmitteln besser geplant werden – bisher gingen pro Jahr rund 100 Milliarden US-Dollar durch weggeworfene Lebensmittel verloren. Der Lebensmittelabfall lässt sich so um durchschnittlich 50 Prozent reduzieren. Das Ergebnis: Viele große Hotelketten weltweit setzen das System bereits ein, bisher konnten auf diese Weise 23 Millionen Mahlzeiten pro Jahr eingespart werden.

In Afrika haben mehr als fünf Millionen Menschen Zugang zu nachhaltigen Energiequellen in Form von erschwinglichen Solarlaternen und Solarsystemen für ihre Wohnungen und Häuser bekommen. In Indien, wo ein großer Teil der Bevölkerung als finanziell ausgeschlossen gilt, also keinen Zugang zu den grundlegendsten Finanzdienstleistungen hat, gelang es, mehr als 30 Millionen Haushalten und Unternehmen Mikrofinanzierungen und ausgewählte Finanzdienstleistungen bereitzustellen. In Ostindien, wo die medizinische Versorgung besonders schlecht ist, entstanden dank des Impact Investments 1.100 neue Krankenhausbetten. Und in Asien und Afrika konnten zwischen 2013 und 2018 mehr als 700 zusätzliche Grundschulen eingerichtet werden, wodurch mehr als 550.000 Schüler eine Schulbildung bekommen.²

Mission im Einklang mit Zielen der Vereinten Nationen

Unser Impact Investing-Team legt viel Wert darauf, dass die Wirkungsziele ihrer Strategien jederzeit im Vordergrund stehen. Das Fondsmanagement identifiziert drängende Probleme und investiert Kapital auf direktem Weg, um eine skalierbare Lösung zu schaffen. Diese Kombination schafft es, für alle Projektbeteiligten Vorteile zu generieren: für die benachteiligten Gesellschaftsgruppen ebenso wie für die Investoren. Am Ende leistet dies einen Beitrag zu einem besseren, geschützteren Planeten und zu höherer Lebensqualität für mehr Menschen.

2 Die in Fallstudien enthaltenen Daten stammen aus den einzelnen Organisationen/Projekten.
Stand: Juni 2019.



Quelle: Engagement Global gGmbH, <https://17ziele.de/>

Im Einklang mit Zielen der Vereinten Nationen UN SDGs

Dieser Anspruch wird im gesamten Prozess des Impact Investing deutlich: Im ersten Schritt wird die Mission eines neuen Fonds festgelegt. Diese steht stets im Einklang mit den 17 von den Vereinten Nationen definierten Zielen für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDG). Die Mission kann beispielsweise Klimaschutz oder Armutsbekämpfung sein, die Erhaltung und Stärkung der Artenvielfalt oder der Zugang benachteiligter Gesellschaften zu Gesundheitsversorgung.

Investierbare Projekte in aller Welt finden

Danach identifizieren unsere Experten konkrete Themen, die genau zu dieser Mission beitragen können – etwa die Verbreitung eines Impfstoffes oder die Unterstützung der nachhaltigen Arbeit von Kleinbauern in einer bestimmten Region. Bei jedem Impact Investment definieren wir, welches Ziel erreicht werden soll, also welche konkrete soziale oder ökologische Veränderung angestrebt wird.

Gesucht werden dann passende und investierbare Unternehmen und Projekte, die mit finanzieller Unterstützung diese Fokusthemen entscheidend voranbringen können und für deren Stakeholder die gewünschte positive Veränderung ebenfalls bedeutsam ist. Die Experten screenen dafür alle Asset-Klassen, Branchen und Weltregionen. Es liegt auf der Hand, dass besonders häufig Entwicklungsländer im Fokus stehen, aber auch Projekte in entwickelten Volkswirtschaften werden umgesetzt. Erwünscht sind insbesondere Lösungen für die adressierten sozialen oder ökologischen Probleme in Form von neuen Technologien und anderen Innovationen, mit denen dringend benötigte Versorgung für mehr Menschen leichter oder günstiger verfügbar wird. Denn die Massentauglichkeit sichert den wirtschaftlichen Erfolg des Projektes. Dank einer tiefen Marktdurchdringung kann die Unternehmung auch bei geringen und für die Bevölkerung erschwinglichen Preisen gewinnbringend arbeiten.

Risiken im Blick

Wichtig ist, dass die Lösungen direkt sowie nachhaltig wirken. Um das zu sichern, prüft das Impact Management Team für jede identifizierte mögliche Unternehmung systematisch, ob sie für ein wirkungsorientiertes Investment geeignet ist:

Neben dem Einklang des Projektes mit der Mission und Zielsetzung stehen die Chancen und Risiken für Umwelt und Gesellschaft im Vordergrund. Dazu gehört eine detaillierte Risikobewertung. Dabei achtet das Fondsmanagement insbesondere darauf, dass die ausgewählten Unternehmen und Initiativen nicht gleichzeitig an anderer Stelle durch negative Effekte die positiven Wirkungen unterminieren. Der Einsatz von Kohle oder die Verwicklung in Kontroversen könnten entsprechende Fälle sein.

Nachfolgend werden für die Ziele und erwünschten Wirkungen Indikatoren benannt und beziffert. Erst mit der klaren Definition von Kenngrößen und Kriterien im Vorhinein ist die Grundlage für eine spätere Wirkungsmessung gelegt. Zusammen mit einem Zeitplan werden die Indikatoren vom finanzierten Unternehmen oder Projekt bestätigt, damit das Investment schließlich erfolgen kann.

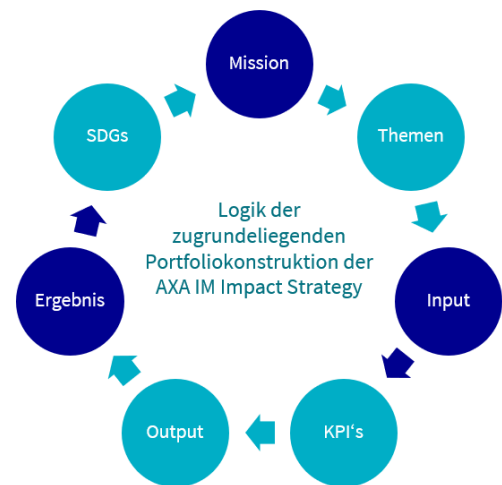
Messbare Erfolge

Einmal gestartet, wird das Projekt in Rücksprache mit dem beteiligten Unternehmen fortlaufend begleitet und überwacht. Wir kontrollieren regelmäßig anhand der Erreichung von Zwischenzielen den Fortschritt im Hinblick auf das Wirkungsziel und behalten die Zeitpläne und Risiken im Auge. Das Managen und Messen der Wirkung ist zentral während des gesamten Zyklus' des Investments. Während der ganzen Zeit werden ökologische und soziale Aspekte einbezogen, damit sichergestellt ist, dass die beabsichtigte Wirkung im Vordergrund steht und stets Haupttreiber für die Investitionsentscheidungen ist.

Nach Abschluss des Projektes wird das konkrete Ergebnis quantifiziert – das kann beispielsweise über die Anzahl von ausgegebenen Impfdosen geschehen. Die erzielte Wirkung wird mit dem zum Projektstart gesteckten Ziel abgeglichen. Schließlich ist es das erklärte Bestreben der Impact-Strategien, messbare Ergebnisse zu erzielen.

Langfristiger Beitrag zu einer besseren Welt

Impact Management
Portfolio-Konzeption: Im Einklang mit SDGs - unser Ansatz - Kreislauf mit positiver Rückkopplung



Das AXA IM Modell ist ein Feedbackkreislauf. Die Erfahrungswerte der bestehenden Strategien haben einen signifikanten Einfluss auf die Konzeption unserer neuen Strategien und Mission.

Quelle: AXA IM 2019, alle Angaben und Informationen dienen ausschließlich der Illustration.

Auch die langfristigen Wirkungen, also beispielsweise wie viele Menschenleben am Ende dank eines entwickelten Impfstoffes oder eines Krankenhausbaus gerettet wurden, werden festgehalten. Denn gemessen wird der Erfolg eines Impact-Fonds nicht ausschließlich in absoluten Zahlen oder in Marktrenditen, sondern auch daran, welchen Beitrag das Investment zum Erreichen der insgesamt 17 Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen leistet.

So haben dank der bisher aufgelegten drei erfolgreichen Impact Investing-Fonds von AXA IM Bevölkerungsgruppen, die laut der World Health Organization (WHO) als vernachlässigt gelten, von einem besseren Zugang zu bestimmten Medikamenten profitiert. In der Subsahara-Region in

Afrika wurde Zugang zum Bildungswesen für Kinder aus armen Familien geschaffen. Auch der Aufbau von stabilen Finanzsystemen für Personengruppen mit geringem Einkommen wurde ermöglicht. Es wurden Waldgebiete geschützt, die wiederum Lebensraum für viele bedrohte Tier- und Pflanzenarten bieten und zugleich durch natürliche CO₂-Umwandlung entscheidend zum Kampf gegen den Klimawandel beitragen.

Die Intention bestimmt das Investment

Genau das ist es, was Impact Investing von anderen Investments unterscheidet: Die Intentionalität, dass das eingesetzte Kapital etwas Positives für Mensch und Planet bewirken soll. Dies erfordert ein hohes Maß an Transparenz auf allen Stufen. Das wird über die quantitative Messbarkeit der Resultate gewährleistet – beispielsweise, wie viele neue Schulen gebaut werden konnten – ebenso wie über die Qualität der grundlegenden Mission ergibt – zum Beispiel die nachhaltige positive Wirkung, die aus der erstmaligen Möglichkeit einer Schulbildung für eine gesamte Gesellschaft erwächst.

Der wirkungsorientierte Ansatz bringt naturgemäß einen langen Investmenthorizont von teilweise mehr als zehn Jahren mit sich. Dahinter steht der Wille, nachhaltige Veränderungen zu schaffen, die über viele Jahre hinweg einen positiven Nutzen bringen.

Maßgeschneiderte Lösungen mit finanzieller und sozialer Rendite

Das doppelte Ertragsziel, bestehend aus finanzieller und sozialer Rendite, erfordert von der Fondsgesellschaft ein tiefgehendes Know-how und einen austarierten Anlageprozess. Wir wissen, dass es für viele institutionelle Anleger wichtig ist, neben ihrem finanziellen Ertragsziel zum gesellschaftlichen Wandel beizutragen. Wenn sie dafür nach einer maßgeschneiderten Impact Investing-Anlagelösung suchen, ist es wichtig, vorab die eigenen Werte und Ziele genau zu definieren. Auf dieser Basis lassen sich für Versicherer oder Pensionskassen passende investierbare Projekte mit nachweislich positiver Wirkung für Gesellschaft und Umwelt zusammenstellen, die genau diese individuellen Ziele Wirklichkeit werden lassen.

Kontakt:



*Jörg Schomburg
Head of Institutional Sales DACH*

*AXA IM Deutschland GmbH
T: +49 69 90025 2123
E: Joerg.Schomburg@axa-im.com oder
Team-Institutional@axa-im.com*

Rechtliche Hinweise:

Wir weisen darauf hin, dass dieses Dokument nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/MiFID II) und der zu diesen ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung gegenüber Privatanleger nicht geeignet und ausschließlich für professionelle Kunden, welche das Dokument direkt von der AXA Investment Managers Deutschland GmbH / ihren verbundenen Unternehmen erhalten, bestimmt und streng vertraulich zu behandeln. Dieses Dokument und die in diesem enthaltenen Informationen dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von AXA Investment Managers Deutschland GmbH / mit ihr verbundenen Unternehmen weder ganz noch auszugsweise weitergegeben werden.

Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument. Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Fondsanteilen oder zur Inanspruchnahme einer Dienstleistung dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“), sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Auf der alleinigen Grundlage dieses Dokuments dürfen keine Anlage- oder sonstigen Entscheidungen gefällt werden.

Vor jeder Transaktion sollte eine ausführliche und an der individuellen Kundensituation ausgerichtete Anlageberatung unter Berücksichtigung der steuerlichen Belange und aller einschlägigen Risiken erfolgen. Im Rahmen dieser Beratung werden Sie u.a. über die Kosten und Gebühren, die mit dem Erwerb eines Fonds verbunden sind, aufgeklärt. Es wird darauf hingewiesen, dass AXA Investment Managers Deutschland

GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienst- und Wertpapiernebenendienstleistungen Zuwendungen (Provisionen, Gebühren oder sonstige Geldleistungen sowie alle geldwerten Vorteile) annehmen und/oder gewähren können.

Die in diesem Dokument von AXA IM DE zur Verfügung gestellten Informationen, Daten, Zahlen, Meinungen, Aussagen, Analysen, Prognose- und Simulationsdarstellungen, Konzepte sowie sonstigen Angaben beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Die genannten Angaben können jederzeit ohne Hinweis geändert werden und können infolge vereinfachter Darstellungen subjektiv sein. Soweit die in diesem Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernehmen AXA IM DE für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn nur solche Daten verwendet werden, die als zuverlässig erachtet werden. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA IM DE nicht übernommen. Informationen über Mitarbeiter von AXA Investment Managers dienen lediglich zu Informationszwecken und sind stichtagsbezogen. Ein Weiterbeschäftigungsverhältnis mit diesen Mitarbeitern wird nicht garantiert.

Unternehmenserfolge und Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage können steigen und fallen und werden nicht garantiert. In die Zukunft gerichtete Angaben, inklusive solcher Angaben bezüglich der Wertentwicklung basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie erhebliche Risiken und Unsicherheiten. Dementsprechend kann die tatsächliche Wertentwicklung höher oder niedriger ausfallen. Anleger sollten sich auch bewusst sein, dass die tatsächliche Performance erheblich von vergangenen Ergebnissen abweichen kann. Insofern kann die zukünftige Performance nicht zugesichert werden.

– nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger-
Stand: 15.11.2019

Impressum

Jahrgang 19 – Ausgabe VI

Verantwortliche Redakteure:

Frank Dornseifer

Christina Gaul

Annette Olschinka-Rettig

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

SimpleThings GmbH

Münsterstraße 1 · 53111 Bonn

www.simplethings.de

**von Dietmar Roessler, BNP Paribas Securities Services
Deutschland**

Wir zeigen die Schwierigkeiten bei der Berücksichtigung des „S“-Elements in einer ESG Strategie auf. Dazu gehören die Herausforderungen um die Definitionen, die Messung von den Auswirkungen, die Interpretation von Daten sowie das Verhältnis zu den anderen ESG-Kennzahlen.

Institutionelle Anleger binden zunehmend Umwelt-, Soziale- und Governance-Faktoren (ESG) in ihre Anlagestrategie ein, um die Rendite zu verbessern, die Risiken zu reduzieren und das Image zu schützen. Dabei hat die Praxis gezeigt, dass von den drei Komponenten der Faktor „Sozial“ am schwierigsten zu definieren und zu integrieren ist. In BNP Paribas' [2019 Global ESG Survey](#) gaben 46 % der Teilnehmer an, dass sich dieses Kriterium am schwierigsten analysieren und in ihre Strategien einbinden lässt.

Soziale Messgrößen umfassen den Umgang eines Unternehmens mit seiner Belegschaft sowie die Auswirkungen auf die Gesellschaft durch die Beziehungen zu Kunden, Lieferanten und lokalen Communities. In diesem Sinne geht es nicht nur darum, mögliche Schäden zu begrenzen, sondern auch um die Schaffung eines gesellschaftlichen Nutzens. Dadurch gestaltet sich die Bewertung oft schwieriger als bei Umweltfaktoren, wo meist die Schadensbegrenzung im Mittelpunkt steht, oder bei der Governance, die sich in der Regel innerhalb der bestehenden rechtlichen oder verwaltungstechnischen Rahmenbedingungen abspielt.

Um die Herausforderungen der Integration des „S-Faktors“ der ESG-Kriterien zu verstehen, müssen wir mit einer grundlegenden Frage beginnen: Was bedeutet eigentlich „sozial“?

Definition des „S“

Eine große Herausforderung stellt zunächst die enorme Bandbreite an Messgrößen dar, die einen sozialen Sachverhalt abbilden können. Diese reichen von den Arbeitgeber-/Arbeitnehmerbeziehungen über die Diversität der Mitarbeiter, bis hin zu den Beschaffungs- und Lieferkettenpraktiken. „Anleger wollen Beweise dafür, dass es tatsächlich positive soziale Auswirkungen gibt“, so Anjali Pandit, Primary Sustainability Manager bei BNP Paribas. „Im gemeinnützigen Sektor

dürfte die Berichterstattung zu den sozialen Auswirkungen das umstrittenste und am meisten diskutierte Thema sein. Nichtregierungsorganisationen haben hierfür bislang keine überzeugende Lösung gefunden, obwohl bei vielen von ihnen das Reporting über soziale Auswirkungen den eigentlichen Schwerpunkt bildet. Daher überrascht es nicht, dass sich auch Unternehmen hier schwertun, zumal sie diese Kompetenzen oft von Grund auf neu aufbauen müssen.“

Eine weitere Schwierigkeit sind die je nach Region und Kulturkreis verschiedenen Definitionen und der unterschiedliche Stellenwert, der den diversen sozialen Themen beigemessen wird. „In Kontinentaleuropa steht der Klimawandel bei Anlegern ganz oben auf der Liste der ESG-Faktoren, gefolgt von sozialen Themen wie z. B. Arbeits- und Menschenrechte“, erklärt Leon Kamhi, Head of Responsibility bei Hermes Investment Management. „Darüber hinaus ist z.B. in Großbritannien das Thema Mitarbeiter-Diversität stärker in den Fokus gerückt. In den USA hingegen haben sich Investoren, insbesondere öffentliche Fonds, in der Vergangenheit stark auf die Governance konzentriert. Aber auch hier ist festzustellen, dass Themen wie Klimawandel und Diversität inzwischen weit oben auf der Agenda stehen.“

Indexanbieter kommen bei der Entwicklung von Indizes, die die vielen verschiedenen Faktoren aus den Bereichen Gesellschaft, Umwelt und Governance kombinieren und bewerten, immer besser voran. Die starke Zunahme spezifischer ESG-Indizes ist bislang jedoch dominiert von Umweltthemen, und es gibt weitaus weniger Indizes, die explizit soziale Themen berücksichtigen. MSCI hat beispielsweise [10 thematische Indizes im Angebot, von denen sich die Hälfte auf den Faktor Umwelt konzentriert und nur zwei den Fokus ausdrücklich auf das „S“ legen](#). Es gibt keine branchenweite „Sozial-Benchmark“, der die meisten Anleger zustimmen würden.

Veränderungen messen

Selbst wenn ein relevanter sozialer Faktor identifiziert wurde, sind seine Auswirkungen möglicherweise schwer messbar. „Es lässt sich nicht ohne Weiteres feststellen, ob eine Investment-Return auch einen gesellschaftlichen Nutzen bringt“, so David Harris, Group Head of Sustainable Business der London Stock Exchange Group und Head of Sustainable Investment

bei FTSE Russell. „Ein Beispiel: Hat Bildung einen sozialen Nutzen, wenn Privatunternehmen eher wohlhabende Kinder unterrichten?“

Anders als bei der Bewertung von Umweltfaktoren, wie z. B. der Reduzierung von Kohlenstoffemissionen, gibt es bei sozialen Indikatoren oft keinen eindeutigen Start- und Zielpunkt. Nehmen wir beispielsweise das Thema Beschäftigung. Ein Unternehmen beschäftigt vielleicht Menschen in ländlichen Gebieten, wo die Arbeitsplätze rar sind. Doch dann wird genauer hingeschaut: Beschäftigt es sowohl Männer als auch Frauen? Und wird ihnen der Mindestlohn oder ein existenzsichernder Lohn gezahlt? Werden die Menschen als Gelegenheitsarbeiter oder als Vollzeitarbeiter mit Arbeitsplatzsicherheit beschäftigt? Die Fragen sind endlos.

Die Datenherausforderung

Die qualitative Natur vieler Sozialprogramme macht die Übertragung in aussagekräftige Performance-Indikatoren, die von Anlegern effizient genutzt werden können, schwierig. Verstärkt wird die Problematik dadurch, dass es an relevanten Daten mangelt. In der Vergangenheit lag die Priorität der Investoren auf Umweltfaktoren, daher haben Emittenten Systeme und Berichtskonzepte zu Themen wie z. B. Kohlenstoffemissionen, fossilen Brennstoffreserven und Nutzung von sauberer Energie entwickelt. Im Vergleich dazu verfügen nur wenige Unternehmen über das erforderliche Berichtswesen, um Daten zu sozialen Themen präsentieren zu können.

Das Fehlen eines standardisierten Reporting bedeutet auch, dass die Datenlieferanten anhand mehrerer Faktoren eigene Annahmen treffen und Gewichtungen vornehmen müssen. Folglich gibt es nur wenig Vergleichbarkeit der Daten verschiedener Anbieter. Eine im August 2018 veröffentlichte [Studie von Schroders](#) zeigt bei sozialen Themen lediglich eine Korrelation von 0,3.

Derzeit können Anleger die verfügbaren Daten zu sozialen Faktoren bestenfalls als Richtschnur betrachten und nicht als verlässliche Informationsquelle mit Normcharakter. Für Investoren ist es wichtig, die zugrunde liegenden Faktoren wirklich genau zu recherchieren und nachzuvollziehen, wie die ESG-Scores zustande kommen. Aktuell bedarf es

dazu eine Mischung aus den richtigen Mitarbeitern als auch Technologien und den richtigen IT Kapazitäten zur Durchführung der Analysen – und dann bleibt immer noch ein Stück subjektiver Interpretation.

Das Gesamtbild sehen

Inzwischen wird immer deutlicher, dass die ESG-Elemente eng miteinander verknüpft sind. Soziale Themen haben oft einen Umweltbezug und Verbesserungen oder Abhilfemaßnahmen in einem Bereich können sich positiv auf den jeweils anderen Bereich auswirken. Beispielsweise muss die globale Erwärmung mit einem Minimum an Leid für die ärmeren Menschen in der Gesellschaft (z. B. Subsistenzlandwirte) eingedämmt werden. Die Finanzierung von Bildung und Familienplanung für Mädchen in Entwicklungsländern kann zur Senkung der Geburtenrate beitragen, was gleichzeitig die Umweltbelastung des Planeten verringert.

Damit erhöht sich jedoch auch die Komplexität. So kann eine soziale Messgröße mit einem Umweltindikator in Konflikt stehen oder etwa mit einer anderen sozialen Kennzahl. In gleichem Maße wie die Abwanderung in die Städte die Beschäftigungszahlen steigen lässt und die Kompetenzentwicklung fördert, erhöht sie auch die Umweltbelastung durch Verschmutzung und Stromverbrauch und schafft zudem soziale Probleme wie z. B. Überbevölkerung und Mangel an bezahlbarem Wohnraum. Da 65 % der institutionellen Investoren ihre Anlagekonzepte an den Zielen der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (SDGs) ([BNP Paribas Survey 2019](#)) ausrichten, wägen die Unternehmen beim Versuch, soziale Faktoren weiter zu integrieren, die einzelnen Anforderungen sorgfältig gegeneinander ab.

Eine Lösung muss her

Trotz der vielen Herausforderungen sind die Analyse und Integration sozialer Faktoren ein Muss, da immer mehr Indikatoren für einen direkten Zusammenhang zwischen positiven sozialen Praktiken und dem wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens sprechen. Eine Studie von [Deutsche Asset & Wealth Management und der Universität Hamburg aus dem Jahr 2015](#) ergab eine positive Korrelation zwischen einer

guten Performance im Bereich der sozialen Faktoren und einer guten finanziellen Performance.

Grund zum Optimismus besteht auf jeden Fall: Aufsichtsbehörden, Börsen und Investoren fordern erfolgreich, dass Unternehmen aussagekräftigere Daten zur Verfügung stellen. Gleichzeitig eröffnen Analysten durch einen immer kreativeren Technologieeinsatz neue Perspektiven. Im zweiten Teil dieser Reihe werden diese Lösungen näher untersucht.

Neue Wege gehen

Wir erörtern die jüngsten Entwicklungen, die Investoren neue Möglichkeiten zur Integration des „S-Faktors“ bieten, darunter Technologien, Regulierung und die Bedeutung von Zusammenarbeit.

Kreativer Technologieeinsatz: Messung des Unmessbaren

Technologische Entwicklungen – wie z. B. Satellitenbilder – können die Überwachung von Messgrößen erleichtern, die sich bisher nur schwer quantifizieren ließen. „Beispiel Kinderarbeit: Nehmen wir mal an, ein Agrarlieferant verpflichtet sich dazu, keine Kinder als Arbeitskräfte einzusetzen. Das bedeutet, er muss gemäß den internationalen Standards überwachen, ob ein Kind mehr als eine bestimmte Anzahl von Stunden pro Tag (oftmals vier) auf dem Feld verbringt. Ist dies der Fall, handelt es sich um Kinderarbeit“, erklärt Anjali Pandit, Primary Sustainability Manager bei BNP Paribas. „Einige unserer Kunden arbeiten mit Nichtregierungsorganisationen vor Ort zusammen und setzen auf Satellitenbilder zur Kontrolle, damit Lieferanten hierzu keine falschen Daten liefern.“

Als zweites Beispiel lässt sich Blockchain und die Integrität der Lieferkette anführen. Multinationale Unternehmen können Blockchain als Nachweis einsetzen, dass zu keiner Zeit Unternehmen oder staatliche Einrichtungen in die Produktion eingebunden waren, die in der Vergangenheit in Zwangsarbeit oder sonstige Menschenrechtsverletzungen verwickelt waren. Bei allen Lieferanten innerhalb des Blockchain-Netzwerks des Unternehmens wird jedes Mal, wenn ein Produkt innerhalb der Lieferkette den Besitzer wechselt, der genaue Ort und Zeitstempel durch die Erstellung eines neuen Blocks

dokumentiert. Das hierbei erzeugte Ledger schafft eine permanente Historie jedes Produkts von der Herstellung bis zum Verkauf, die nicht manipuliert werden kann, ohne dass solche Manipulationen mit aufgezeichnet werden.

Dazu kommt, dass die künstliche Intelligenz (KI) zunehmend für die Verarbeitung und Analyse enormer Datenmengen eingesetzt wird. In diesem Zusammenhang gibt es auch große Fortschritte bei der Verarbeitung unstrukturierter Daten, d. h. uneinheitliche Informationen, die nicht in einem standardisierten Format vorliegen, wie z. B. Chats in den sozialen Medien.

Regierungen und Behörden

Der Gesetzgeber hat in mehreren Ländern die rechtliche Verantwortung von Unternehmen zur Überprüfung der Zustände in ihren Lieferketten verschärft. Ein Beispiel hierfür ist das britische Gesetz zur modernen Sklaverei ([Modern Slavery Act](#)), das 2015 verabschiedet wurde. Paragraph 54 des Gesetzes verpflichtet große und mittelgroße Unternehmen zur Abgabe einer jährlichen Erklärung zu Sklaverei und Menschenhandel, in der die Maßnahmen dargelegt sind, die zur Sicherstellung der Vermeidung moderner Sklaverei in ihrem Unternehmen bzw. in ihren Lieferketten ergriffen wurden. Viele dieser Erklärungen liefern nicht nur allgemeine Informationen, sondern auch konkretes Zahlenmaterial, das Investoren bei der Beurteilung der Relevanz heranziehen können. Die Daten lassen z. B. die Anzahl der bei Lieferanten mit hohem Risiko eingeleiteten Audits oder aber die Anzahl der Lieferanten, die Korrekturmaßnahmenpläne erstellt haben, erkennen.

Der regulatorische Druck auf Unternehmen zur Bereitstellung aussagekräftiger Sozialdaten dürfte in Zukunft weiter zunehmen. In den USA hat sich z. B. die Initiative „Human Capital Management Coalition“, zu der einflussreiche Investoren wie CalSTRS gehören, gegenüber der Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission dafür eingesetzt, dass Emittenten zur Offenlegung von Informationen über ihre Richtlinien, Praktiken und Leistungen im Bereich Human Capital-Management verpflichtet werden sollen. Auch die internationale Zusammenarbeit ist hierbei ein Schlüsselfaktor. Dazu David Harris, Group Head of Sustainable Business der London Stock Exchange Group und Head of Sustainable Investment bei FTSE Russell: „Wir bemühen uns u. a. sehr

intensiv um die Mitwirkung der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO). Die IOSCO vernetzt die Aufsichtsbehörden weltweit und entwickelt globale Rahmenkonzepte, die dann von den Aufsichtsbehörden im jeweiligen Land als Basis für das eigene Regelwerk genutzt werden können. Somit wird eine weltweite Standardisierung gefördert.“

Lösungen durch Standardisierung

Ein Grund zum Optimismus ist der Fortschritt bei der standardisierten Berichterstattung von börsennotierten Beteiligungsunternehmen. Einen wesentlichen Schritt nach vorne stellt in diesem Zusammenhang die Sustainable Stock Exchanges Initiative dar, eine Arbeitsgruppe der UN, die als Forum für Börsen zur Verbesserung der ESG-Berichterstattung ihrer Mitgliedsunternehmen dient.

Im Jahr 2015 rief die Initiative alle Börsen dazu auf, Leitlinien für die ESG-Berichterstattung aufzustellen. Seither hat sich die Anzahl der Börsen, die entsprechend gehandelt haben, auf 43 mehr als verdreifacht. Börsen, die Emittenten Leitlinien an die Hand geben wollten, konnten auf die Musterleitlinie Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors der Initiative zurückgreifen. Dieses wegweisende Dokument deckt die gesamte Bandbreite der ESG-Faktoren ab, ist jedoch angesichts des relativen Mangels an harten Vorgaben wohl am interessantesten für Investoren, die nach Sozialdaten suchen. Die Musterleitlinie enthält auch konkrete Vorschläge im Zusammenhang mit sozialen Themen, wie z. B., dass Unternehmen ein Reporting zu „Humankapital“ entwickeln sollen. Dabei geht es um den Gesamtwert der Fähigkeiten, des Wissens und der Qualifikationen der Mitarbeiter für ein Unternehmen.

Die Rolle der Depotbank

Die Analyse von sozialen Themen stellt gewiss eine Herausforderung dar, sie muss aber nicht von den Anlegern alleine gemeistert werden. Depotbanken können bei der Suche nach relevanten sozialen Daten zu Wertpapieren, die sie im Auftrag von Investoren halten, Big-Data-Technik einsetzen, wie z. B. die Verarbeitung natürlicher Sprache und KI – beispielsweise um Nachrichten, Pressemitteilungen und Unternehmensmeldungen sowie die sozialen Medien zu durchsuchen. Diese Informationen lassen sich dann von den Depotbanken auf Sektor-, Regions- oder Unternehmensebene analysieren und zusammenfassen, um Anlegern einen Vergleich der Performance verschiedener Portfolios oder die Identifizierung von Risikoquellen zu erleichtern. Zudem sind soziale Faktoren (ebenso wie Umwelt- und Governance-Faktoren) grundsätzlich risikobehaftet. Das gilt für den Bereich Gesundheit und Arbeitsschutz ebenso wie für die Community Relations. In unserer Studie 2019 BNP Paribas ESG Global Survey war für 36 % der Befragten die Aggregation von ESG-Daten die wichtigste Dienstleistung einer Depotbank im Bereich ESG. 43 % betrachteten die Analyse und die Risikoüberwachung als wesentlichen Depotbank-Service zur Unterstützung des ESG-Investing.

Realismus oder Optimismus?

Es ist wichtig, dass Anleger in diesem frühen Stadium der ESG-Berichterstattung realistisch bleiben, denn die Informationen zur sozialen Performance sind bei weitem noch nicht perfekt. So kann ein Unternehmen beispielsweise über exzellente Richtlinien zur Förderung einer fairen Karriereentwicklung bei Frauen verfügen, aber es fehlen harte Daten, die zeigen, was diese Richtlinien tatsächlich bewirken.

Was wird in Zukunft mit dem „mittleren Kind“ der ESG-Kriterien geschehen? Es gibt viele Möglichkeiten. Eine davon ist, dass die kulturellen und rechtlichen Normen rund um die soziale Performance zum selbstverständlichen Standard werden, anstatt nur eine Gruppe von Kennzahlen zu bilden, die von Investoren beobachtet werden. Eine weitere Möglichkeit wäre, dass ein völlig neues Spektrum an Berichtsfaktoren das derzeitige Modell ersetzt, mit separaten Messgrößen zur Überwachung spezifischer Bereiche wie etwa Geschlechtervielfalt, Gesundheit und Arbeitsschutz oder Mitarbeiterbindung. Eine genaue Vorhersage ist schwierig. Sicher ist nur, dass dieser dynamische Anlagebereich nicht stillstehen wird.

Kontakt:



*Dietmar Roessler
Mitglied der Geschäftsleitung
BNP Paribas Securities Services
Deutschland
Europa-Allee 12
60327 Frankfurt am Main*

von Dr. Demir Bektić, Deka Investment

In den vergangenen Jahren hat sich bei institutionellen Investoren das sogenannte faktorbasierte Investieren als ein erfolgversprechender Ansatz etabliert. Viele Marktteilnehmer nutzen in ihren Aktienportfolios sehr erfolgreich Multi-Faktor-Modelle. Doch lässt sich die Idee auch auf den Anleihebereich übertragen? Und wenn ja, worin liegen die Gemeinsamkeiten und worin die Unterschiede?

Faktorbasiertes Investieren wird immer attraktiver für institutionelle Investoren. Eine Erklärung dafür bietet das aktuelle Zinsumfeld: Wie Karies frisst sich der Niedrigzins immer tiefer in die Anleihenmärkte. Von Dezember 2018 bis Mitte August 2019 verdoppelte sich das Volumen der weltweit negativ rendierenden Schuldtitel auf 15 Billionen Dollar. Das entspricht etwa 30 Prozent aller Rentenpapiere rund um den Globus. In dem als sicherer Hafen geltenden Deutschland waren Mitte August 2019 sogar 100 Prozent des Markts für Staatsanleihen unter Wasser. Angesichts des daraus resultierenden Renditedrucks geht bei einigen Investoren der Blick für das Risiko verloren. Dass Qualität oftmals kein Kaufkriterium mehr ist, zeigt der Blick auf europäische Hochzinsanleihen: Der Bank of America Merrill Lynch Euro High-Yield Index beispielsweise hat seit Jahresbeginn 2019 bis zum 15. August um knapp acht Prozent zugelegt. In einer solchen Gemengelage kann schon ein kleiner Auslöser massive Folgen haben, wenn viele Anleger schnell und gleichzeitig aus ihren Positionen herauswollen. Mit einem faktorbasierten Ansatz lassen sich solche Risiken nicht nur besser kontrollieren, sondern auch zusätzliche Renditequellen in ein Portfolio aufnehmen.

In der Aktienwelt sind Faktor-Modelle daher schon seit Jahrzehnten etabliert. Als Begründer des Ansatzes gelten der Nobelpreisträger Eugene Fama und sein Kollege Kenneth French. Sie stellten 1992 das nach ihnen benannte Dreifaktorenmodell zur systematischen Erklärung von Aktienrenditen vor. Dabei fügten sie der aus dem traditionellen Capital-Asset-Pricing-Modell bekannten aktienspezifischen Variable Beta noch die Faktoren Value (die aus Buch und Marktwert berechnete Bewertung) und Size (Marktkapitalisierung) hinzu. Dieses Modell wurde mehrfach weiterentwickelt, zuletzt von Fama und French selbst, die 2015 die Faktoren Quality und Investment und 2017 noch den Faktor Momentum hinzunahmen. Hintergrund: Aktien mit hoher operativer Ertragskraft errei-

chen eine bessere Performance, Aktien von Unternehmen mit stark wachsender Bilanzsumme erzielen unterdurchschnittliche Renditen und Aktien, die in der Vergangenheit eine Outperformance erzielen konnten, haben auch in Zukunft eine höhere Wahrscheinlichkeit, höhere Renditen zu generieren. Unter bestimmten Voraussetzungen lässt sich dieses Konzept auch für Unternehmensanleihen anwenden. Dabei führen bestimmte Charakteristika zu positiven Risikoprämien und einem besseren Risikoprofil im Anleihebereich.

In der wissenschaftlichen Literatur wurden bisher fast ausschließlich Faktoren an Aktienmärkten untersucht, zum Teil war dies der Datenverfügbarkeit und Datenkomplexität geschuldet. Üblicherweise geben Unternehmen nur eine Aktie aus, können aber mehrere Anleihen mit unterschiedlicher Kapitalstruktur sowie Fälligkeit begeben. Zudem fehlten häufig die technischen Kapazitäten zur Auswertung der Daten. Dies hat sich mittlerweile geändert.

So wird beispielsweise am IQ-KAP, dem Privaten Institut für quantitative Kapitalmarktforschung der DekaBank, zu dem Einsatz von Aktienfaktoren in Rentenportfolios geforscht. Dabei stellte sich unter anderem heraus, dass die Fama-French Aktienfaktoren grundsätzlich auf die Märkte für Unternehmensanleihen ausgedehnt werden können. Allerdings zeigen die empirischen Ergebnisse auch, dass sich nicht alle Faktoren vollständig in Märkten für festverzinsliche Wertpapiere umsetzen lassen, wie es strukturelle Aktien-Anleihen-Beziehungen nahelegen – obwohl Anleihen und Aktien von den gleichen Fundamentaldaten getrieben werden und daher auf die gleichen Faktoren reagieren sollten. Eine Erklärung dafür liegt in der Marktsegmentierung, da Anleihen eine andere Position in der Kapitalstruktur eines Unternehmens einnehmen als Aktien. Außerdem kann die Marktsegmentierung auch durch institutionelle Investoren verursacht werden, die den Markt für Unternehmensanleihen dominieren und das Risiko im Vergleich zu Privatanlegern anders wahrnehmen.

Das Faktorenmodell lässt sich auf Anleihen übertragen – aber nicht 1:1

Das bedeutet aber nicht, dass sich das Faktorenmodell nicht auf die Anleihenmärkte übertragen lässt. Es kann nur nicht 1:1 übernommen werden, da bestimmte Faktoren bei Anleihen ganz anders wirken als bei Aktien. Grundsätzlich

gibt es einige Faktoren, die auch Renteninvestoren einen Mehrwert bieten. Die IQ-KAP-Ergebnisse deuten darauf hin, dass die untersuchten Faktoren (insbesondere Profitability, Investment und Momentum) höhere Renditen in den High-Yield-Unternehmensanleihemärkten aufweisen. Dies kann auf die eigenkapitalähnlichen Eigenschaften von High-Yield-Anleihen zurückgeführt werden. Für US- und europäische Investment-Grade-Werte liefert insbesondere der Momentumfaktor ökonomisch und statistisch signifikante Renditen.

Auf der Anleihe Seite gibt es im Vergleich zu Aktien zusätzliche Treiber wie Illiquidität, Kredit- und Laufzeitriskien, aber es existieren auch Faktoren, die denen auf der Aktienseite ähneln. Dazu gehören beispielsweise Value, Momentum oder Quality. Weiterhin ist es so, dass Aktie und Unternehmensanleihe zwar von den gleichen Fundamentalfaktoren abhängen, aber doch zwei Seiten der gleichen Medaille sind. Deshalb können sich Aussagen, die auf der einen Seite gelten, auf der anderen komplett umdrehen. Um faktorbasierte Anleihe-Portfolios zusammenzustellen, ist daher eine umfassende Expertise nötig. So stellt sich beispielsweise die Frage, was Quality bei Unternehmensanleihen eigentlich bedeutet. Schließlich gibt es eine Vielzahl an Bilanzrelationen, die herangezogen werden können, um diesen Faktor zu beurteilen. Diese können bei Anleihen aber eine ganz andere Bedeutung haben als bei Aktien. Zum Beispiel das Preis-Momentum. Weist eine Anleihe ein starkes Momentum auf, dann fällt ihre Rendite. Im Verhältnis zu anderen Bonds kann sie damit unattraktiv werden. Ähnlich sieht es für den Faktor Size aus: Während er bei Aktien die Marktkapitalisierung darstellt, bemisst er sich auf der Anleihe Seite aus der Summe der ausstehenden Bonds. Damit aber können Investoren hohe Risiken eingehen. So kann ein Unternehmen nur eine einzige ausstehende Anleihe haben, aber dennoch hoch verschuldet sein, unter anderem bei Banken. Deshalb ist es ratsam, auf die Gesamtverschuldung eines Unternehmens zu schauen. Noch komplexer wird es, wenn es um einzelne Anleihe Segmente geht. Wie bereits erwähnt haben die klassischen Aktienfaktoren bei Titeln aus dem Investment-Grade-Bereich eine geringere Erklärungskraft als bei Hochzinsspapieren. Das hat auch Auswirkungen auf die Rolle der jeweiligen Faktoren. Nehmen wir wieder das Beispiel Qualität. Da bei High-Yield-Bonds idiosynkratische Risiken, die Risiken also, die im Unternehmen selbst lauern, von großer Bedeutung sind, sollte der Faktor Quality hier eine prominente Rolle spielen.

Die derzeitige Forschung kommt zu dem eindeutigen Ergebnis, dass sich die üblichen Faktoren wie Value, Momentum, Investment, Quality, Low Volatility und Size auch für den Anleihebereich eignen, wenn auch teilweise unter anderen Vorzeichen. Damit sind Anleger in der Lage, einerseits Risiken besser zu kontrollieren und andererseits zusätzliche Renditequellen in das Portfolio aufzunehmen.

Multi-Faktor-Ansätze erhöhen Renditechancen und minimieren Risiken

Sowohl im Aktien- als auch im Anleihe-Segment gibt es allerdings keinen Faktor, der in jeder Marktphase erfolgreich ist. Anleger, die auf faktorbasiertes Investieren setzen, sollten daher unbedingt Multi-Faktor-Ansätze verfolgen. Mit ihnen lassen sich verschiedene Faktorprämien erzielen, bei gleichzeitiger Erhöhung der Diversifikationsvorteile im Vergleich zu klassischen kapitalisierungsgewichteten Indizes. Bestimmte Faktoren wie Size oder Quality können genutzt werden, um Klumpenrisiken zu vermeiden oder in turbulenten Phasen Stabilität zu bieten, während Value und Momentum Überrenditen liefern können. Die Faktoren können miteinander ausbalanciert werden – so ist es möglich, das Gesamtportfolio genau auf die Kundenbedürfnisse zuzuschneiden. Ist ein Investor zum Beispiel auf der Suche nach einem Buy-and-hold-Portfolio aus Hochzinssanleihen, kommt es entscheidend darauf an, dass keine der Anleihen ausfällt. Dem Faktor Quality kommt in diesem Fall eine zentrale Rolle zu. Steht für einen Investor dagegen die Erzielung einer bestimmten Rendite im Vordergrund, dann geht dies am besten über das Ausnutzen von Opportunitäten, die sich am Markt bieten. In diesem Fall kann der Schwerpunkt auf Faktoren wie Momentum oder Value liegen. Ist das Ziel eine aktive Strategie, die langfristig den Markt schlägt, sind die Faktoren Value und Momentum entscheidend bei der Zusammenstellung des Portfolios. So lassen sich die Ergebnisse der Faktor-Forschung einerseits dazu nutzen, individuell angepasste Kundenportfolios zusammenzustellen. Andererseits lassen sich damit aber auch konkrete Produkte kreieren, die langfristig ein besseres Chance-Risiko-Verhältnis bieten als der breite Markt.

Ein weiteres Argument für Multi-Faktor-Ansätze besteht darin, dass in den üblichen Benchmarks Unternehmen oder Staaten in der Regel über ihr Emissionsvolumen vertreten sind und somit stark verschuldete Emittenten ein entsprechend

großes Gewicht im Anlageuniversum haben. Mit systematischen Multi-Faktor-Strategien, die über die Kombination der entsprechenden Faktor-Gewichte erzeugt werden, können mittel- bis langfristig die gewünschten Faktor-Prämien verinnahmt und unerwünschte Faktoren umgangen werden. Im Ergebnis wird eine Übergewichtung stark verschuldeter Unternehmen oder Staaten vermieden. Es gilt dabei, einerseits Risiko-Faktoren wie Quality und Size zu berücksichtigen und andererseits strategisch die Rendite-Faktoren wie Value und Momentum auszunutzen – und beide Elemente in eine sinnvolle Balance zu bringen.

Die Studien des IQ-Kap belegen dies. Ihre Ergebnisse zeigen, dass ein langfristiges und nach Transaktionskosten gleichgewichtetes Multi-Faktor-Portfolio sowohl den Tracking Error als auch Drawdowns reduziert und gleichzeitig höhere risiko-adjustierte Renditen als Einzel-Faktor-Portfolios liefert. Dies ist vor allem auf die Diversifikationsvorteile von Multi-Faktor-Portfolios zurückzuführen, da die Faktorkorrelationen gering und in einigen Fällen sogar negativ sind. Vor dem Hintergrund, dass sich die Faktoren in den jeweiligen Marktphasen sehr unterschiedlich verhalten, wird hierbei jedoch weniger auf das Faktor-Timing abgestellt, sondern insbesondere der Diversifikationsaspekt unter den Faktoren selbst berücksichtigt.

Traditionelle Investmentmanager für Unternehmensanleihen vermeiden jedoch immer noch bestimmte Faktoren aufgrund des letztlich großen möglichen Tracking Errors oder niedriger Information Ratios bei einzelnen Faktoren, während diejenigen Investoren, die Faktoren gezielt in ihren Ansatz einbeziehen, in der Regel einen Multi-Faktor-Ansatz verfolgen. Untersucht man die Sharpe-Ratio, bietet faktorbasiertes Investieren in Corporate-Bonds-Märkten vor allem langfristig klare Vorteile und sollte daher sowohl für Investoren als auch für Investmentmanager eine strategische Wahl sein.

Multi-Faktor-Investing verändert sich dynamisch

Bei der Auswahl der geeigneten Faktoren für ihr Portfolio sollten Investoren bedenken, dass sich die Faktoren im Zeitverlauf naturgemäß mit unterschiedlicher Intensität auf die Erträge einer Anleihe auswirken. Dabei wechseln die Favoriten zwar nicht so häufig wie auf der Aktienseite, eine regelmäßige Reallokation ist aber dennoch notwendig. Außerdem sollte auf eine hinreichende Stabilität geachtet werden. Würde sich ein Faktor täglich ändern, müssten Portfolios auch täglich den neuen Gegebenheiten angepasst werden. Ein "guter" Faktor sollte also eine gewünschte Risikoprämie beinhalten und möglichst über mehrere Monate stabil sein. Letztendlich kann jede Variable, die Renditen vorhersagt oder mit Renditen korreliert, ein neuer Faktor werden. Aus ökonomischer Sicht ist aber zu differenzieren, wofür ein Faktor steht. Holt sich der Investor möglicherweise ein Risiko ins Portfolio oder handelt es sich um ein Element, mit dem er eine Outperformance erzielen kann, ohne mit negativen Konsequenzen rechnen zu müssen?

Die Deka wählt Faktoren zusätzlich nach drei weiteren Kriterien aus: Ihre Outperformance sollte ökonomisch oder alternativ mit Ansätzen der Behavioural Finance begründbar sein. Der Mehrwert des Faktors Momentum lässt sich beispielsweise durch den sogenannten „Herdentrieb“ erklären – ein klassisches, von der Verhaltenswissenschaft spezifiziertes psychologisches Muster. Anders verhält es sich hingegen mit dem Faktor Size: Er basiert überwiegend auf ökonomischen Kenngrößen. Potenzielle neue Faktoren sollten darüber hinaus nicht nur in der Vergangenheit gut funktioniert haben, sondern es muss berechtigt angenommen werden können, dass sie auch in der Zukunft weiterhin ihre Gültigkeit beibehalten. Zu guter Letzt müssen sie mit liquiden Instrumenten zu vernünftigen Kosten umsetzbar sein.

Alternative Data nutzen

Mit derart ausgewählten Faktoren können Renditechancen in globalen Märkten mit Tausenden von Unternehmen flächendeckend und systematisch erschlossen werden. Der gesamte Markt wird dabei analytisch abgedeckt. Damit dies möglich ist, kommen Algorithmen zum Einsatz, die in der Lage sind, große Datenmengen schnell auszuwerten. Wollte man diese Aufgabe manuell erledigen, wäre dafür eine ganze Armee von Analysten notwendig. Daher fällt im Zusammenhang mit faktorbasiertem Investieren auch immer wieder der Begriff „Big Data“. Dahinter verbirgt sich im Wesentlichen ein Synonym für unstrukturierte Datensätze, die so groß sind, dass sie mit herkömmlichen Methoden nicht bearbeitet werden können. Asset Manager sind dabei im Regelfall weniger an Big Data interessiert als vielmehr an alternativen Datenquellen, also Alternative Data oder Smart Data. Dabei geht es darum, neue, gegebenenfalls unstrukturierte Datenquellen zu erschließen, um bei der Analyse bessere und stabilere – und auch schnellere – Informationen zu gewinnen. In diesem Bereich gibt es viele nützliche Informationen, die man nicht in der Bilanz oder vergangenen Aktienkursen findet. Diverse Studien zeigen, dass neue Daten aus der digitalen Welt nützliche Informationen für Kapitalmärkte beinhalten.

Ein Datensatz, der derzeit sehr intensiv genutzt wird, sind Google-Suchanfragen. Das Tool „Google Trends“ bietet z.B. Informationen darüber, wie oft ein Begriff gesucht wird. Daraus wird ersichtlich, wofür sich beispielsweise Konsumenten und Investoren gerade interessieren. Voraussetzung für die Nutzung von Alternative Data sind valide und über längere Zeiträume vorhandene Datensätze.

ESG gewinnt an Bedeutung

Ein Thema, das erst eine vergleichsweise kurze Datenhistorie aufweist und daher bisher nur eingeschränkt analysiert werden kann, ist ESG – also die Einbeziehung ökologischer und sozial-gesellschaftlicher Aspekte sowie die Art der Unternehmensführung bei der Bewertung von Unternehmen. Ein wirksames Nachhaltigkeitsengagement bedeutet zwar nicht automatisch eine bessere Performance, aber wenn ein Investment in nachhaltige Anlageprodukte dazu beiträgt, die

Performance zu verbessern, sollten Anleger dies zweifellos umsetzen. Daher ist es entscheidend, ob und wie ESG-Faktoren und Performance miteinander zusammenhängen.

Im Allgemeinen ist der Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren und Rentenprodukten mehrdimensional und unterscheidet sich daher von Aktienmärkten. Da Emittenten verschiedene Arten von Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten begeben können, kann die Relevanz der ESG-Faktoren ebenfalls variieren. Der Schwerpunkt liegt auf den Erwartungen an die Emittenten bezüglich ihrer Kreditwürdigkeit und ihrer Finanzkraft. Ethisches Investieren berücksichtigt finanzielle als auch nichtfinanzielle Aspekte. Daher ist es wichtig, dass sowohl Investoren als auch Vermögensverwalter sich der potenziellen Fallstricke bei der Konstruktion ethischer und sozial verantwortlicher festverzinslicher Anlagen bewusst sind.

Aufgrund des wachsenden sozialen und politischen Drucks sowie der steigenden Nachfrage seitens institutioneller Anleger wird dieses Thema in Zukunft immer mehr an Bedeutung gewinnen. Die bisherigen Forschungsergebnisse lassen noch keinen eindeutigen Schluss zu diesem Thema zu. Es ist grundsätzlich gut möglich, dass ESG auch für Multi-Faktor-Investing eine wichtige Rolle spielen wird. Wie groß der konkrete Einfluss auf Performance und Kreditrisiko sein wird, kann aufgrund der Datenlage aber noch längst nicht abschließend beantwortet werden. Es gehört zu den Aufgaben der Forschung, die weitere Entwicklung engmaschig zu beobachten und zu analysieren.

Fazit

Möglicherweise lassen sich in Zukunft die positiven Effekte von Multi-Faktor-Ansätzen noch weiter optimieren. Dies wird nicht zuletzt davon abhängen, welche Faktoren künftig relevant sein werden. Dies müssen nicht zwingend die in diesem Beitrag genannten bleiben. Multi-Faktor-Ansätze bleiben also eine interessante und dynamische Anleihestrategie. Letztendlich ist Factor-Investing eine strategische Entscheidung und kann verwendet werden, um zu bestimmen, was die Rendite antreibt, um Diversifikationsvorteile zu erzielen, als Alternative zu traditionellen Benchmarks und vor allem als Quelle von Alpha.

Kontakt:



*Dr. Demir Bektić,
Leiter Quantitative Produkte Renten
im Fondsmanagement der Deka
Investment*

*Tel.: 069/7147-5779
E-Mail: Demir.Bektic@deka.de*

von Jürgen Göbel und Bernd Rickels, EURAMCO Holding GmbH

In der zunehmend emotionaleren Diskussion um die Folgen des Klimawandels und die damit zusammenhängenden politischen Maßnahmen fragen sich Investoren in Erneuerbare Energien immer öfter nach den Auswirkungen auf ihre bestehenden und zukünftigen Investments.

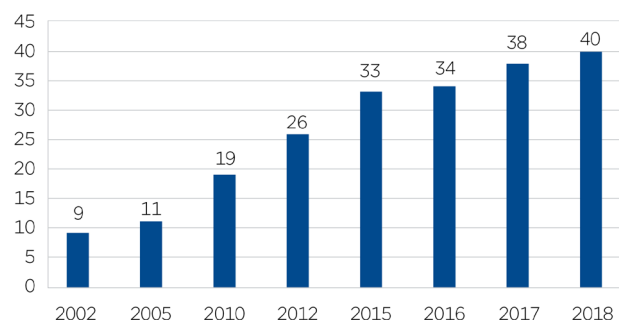
Stichworte sind hierbei das Nichterreichen der CO₂-Ziele für 2020 und der immer größere Druck auf die Bundesregierung, die Klimaziele energischer zu verfolgen – der politische Kompass verschiebt sich aktuell überdeutlich in Richtung Klimaschutz. Arbeitsmarkt- und Bildungsziele scheinen dahinter zu verblassen.

Ziele und bisherige Bilanz

2016 hatte sich die Bundesregierung verpflichtet, die deutschen Treibhausgas-Emissionen bis 2020 um mindestens 40 %, bis 2030 um 55 % und bis 2040 um 70 % gegenüber 1990 zu reduzieren. 2050 soll Deutschland dann nahezu klimaneutral sein. Auf diesem Weg hat Deutschland schon einiges erreicht: Seit 2000 wuchs die Bruttostromproduktion aus Erneuerbaren Energien von 36 Milliarden kWh auf 218 Milliarden kWh im Jahr 2017.

Dennoch wird Deutschland das selbstgesteckte Ziel der Reduktion der CO₂-Emissionen bis 2020 verfehlen. So gingen von 2000 bis 2018 die CO₂-Emissionen nur um 17 % zurück, trotz der kostspieligen Subventionierung im Rahmen der Energiewende: Nach Berechnungen des Bundesrechnungshofs aus dem Jahr 2018 entstanden 2013 bis 2018 dafür Kosten in Höhe von mindestens 160 Milliarden Euro.

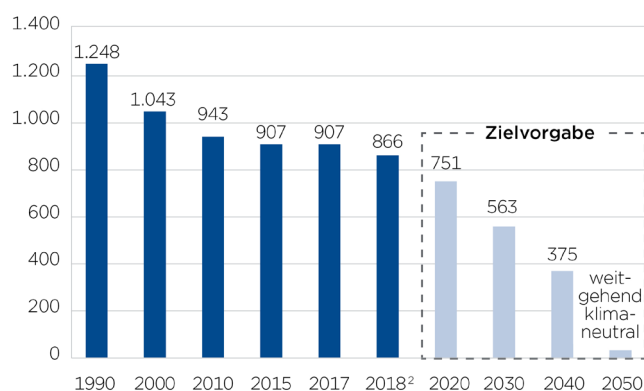
ANTEIL ERNEUERBARE ENERGIEN IN % DER NETTOSTROMERZEUGUNG ¹



¹ Incl. Verluste durch Eigenstromverbrauch, Umwandlung und Leitung
Quelle: Fraunhofer ISE www.energy-charts.e/ren_share_de.htm

Um den Zeitplan des Klimaschutzvorhabens noch einzuhalten, müssten bis 2020 die Emissionen um weitere 14 % und bis 2030 um 35 % reduziert werden, das ist unrealistisch. Bei ihrer Rede zum Petersburger Klimadialog im Mai dieses Jahres bedauerte Angela Merkel deshalb das Verfehlen der Ziele und rief zu verstärkten Anstrengungen auf, um wenigstens das Ziel für 2030 zu erreichen.

EMISSIONEN CO₂ ¹



¹ Millionen Tonnen Kohlendioxid-Äquivalente ² Schätzung

Gründe für die Zielverfehlung

Ausstieg aus der Kernenergie

2002 trug die Kernenergie 31 % zur Stromerzeugung in Deutschland bei, bis 2018 fiel ihr Anteil wegen der Ausstiegsbeschlüsse der Rot-Grünen und der Schwarz-Gelben Bundesregierung auf 13 %. Bis 2022 soll der endgültige Ausstieg vollzogen werden.

Der Verzicht auf Atomstrom konnte teilweise durch den Umstieg auf Strom aus Erneuerbaren Quellen ausgeglichen werden, jedoch ohne durchschlagenden Effekt auf die CO₂-Bilanz, da lediglich eine CO₂-freie Energiequelle durch eine andere ersetzt wurde. Um für den gleichzeitig gestiegenen Stromverbrauch eine grundlastfähige Energiequelle zu liefern, wurde Kernkraft durch konventionelle Kraftwerke ersetzt – deshalb stieg die Kohleverstromung deutlich an, da häufig Braunkohlekraftwerke mit geringen Grenzkosten einsprangen – mit verheerender Wirkung auf den CO₂-Ausstoß.

Zunehmender Stromexport in das europäische Ausland

Häufiger als erhofft führt die volatile Stromproduktion aus Renewables (besonders Solar- und Windenergie) bei entsprechenden Wetterlagen (Sonne und Wind gleichzeitig) zu einem Überangebot von Strom. Um eine stabile Netzfrequenz von 50 Hz zu sichern, muss ein solcher Stromüberschuss exportiert werden, da in Deutschland Speichermöglichkeiten in Form von Pumpspeicherkraftwerken, Power-to-Gas- oder Batterielösungen nicht ausreichend zur Verfügung stehen. Dies geschieht wegen des Überangebots häufig zu nicht kostendeckenden Preisen.

Auch die geringe Flexibilität der konventionellen Energieerzeugung könnte theoretisch ein Überangebot auslösen und den Strompreis drücken, so dass das benachbarte Ausland zum Import billigen deutschen Stroms verführt wird. Dann tauchen die CO₂-Emissionen in der deutschen Emissionsbilanz auf und entlasten entsprechend die Nachbarstaaten. Ohne Stromerzeugung aus Kohle und Atomkraft, die derzeit für die Abdeckung der Grundlast noch unverzichtbar sind, könnte mehr Strom aus Erneuerbaren Energien in das deutsche Netz eingespeist und so der CO₂-Ausstoß reduziert

werden.

Primärenergieverbrauch

Der Anteil Erneuerbarer Energien am gesamten Energieverbrauch Deutschlands beträgt derzeit 14 %. Der wichtigste Energieträger davon ist mit rund 45 % die grundlastfähige Biomasse, vor Windkraft mit 21 % und Photovoltaik mit 9 %. Nur rund 4 % entfallen auf Wasserkraft. Deshalb wird ein Ausbau der Windenergie als Schlüssel für das Gelingen der Energiewende angesehen.

Renewables und ihr Potential als Atom- oder Kohle-Ersatz

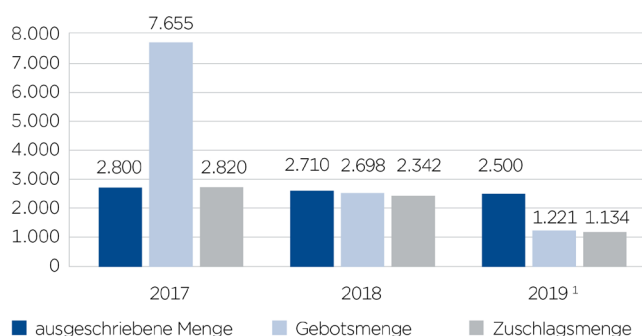
Das Potential für den Ausbau von Wasserkraftwerken ist aufgrund der geologischen Bedingungen in Deutschland begrenzt. Auch ein stärkerer Ausbau der Bioenergie ist derzeit politisch nicht gewollt – Stichwort „Teller oder Tank“-Debatte. Daher wird sich bis zur Entwicklung neuer Technologien der Ausbau der Erneuerbaren Energien voraussichtlich auf Wind und Solar konzentrieren.

Windenergie

Der Widerstand in der Bevölkerung gegen die Windenergie nimmt zu. Argumentiert wird mit möglichen gesundheitlichen Beeinträchtigungen, Artenschutz (Fledermäuse, Raubvögel, Insekten) und Landschaftsschutz (Rodung von Wäldern) bei Klagen gegen geplante oder fertiggestellte Anlagen. Allein im 2. Quartal 2019 waren 325 Windanlagen mit mehr als 1.000 MW Leistung von Klagen betroffen. Als Folge sind 2018 sowohl der Zubau als auch die Gebote bei den Ausschreibungsrunden für Windenergie eingebrochen. Von 730 in 2017 bezuschlagten Anlagen waren bis April 2019 erst 35 Anlagen ans Netz gegangen.

Als weitere Gründe für den geringen Zubau stellten sich das Warten auf neue Turbinentypen, Gesetzesänderungen und Genehmigungen, die vermutlich im Zusammenhang mit der Klagewelle stehen, heraus. Das hat, zusammen mit negativen Aspekten des Ausschreibungsverfahrens (niedrigere Vergütung, Vertragsstrafen bei Nichtbau eines bezuschlagten Gebots), dazu geführt, dass der notwendige Zubau bei der Windenergie für die nächsten Jahre gefährdet ist.

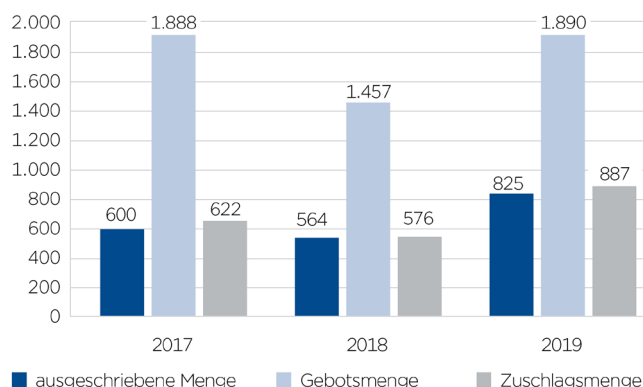
AUSSCHREIBungsverfahren ONSHORE-WIND IN MW P.A.



¹ bis September 2019

Quelle: Bundesnetzagentur

AUSSCHREIBungsverfahren SOLAR IN MW P.A.



Quelle: Bundesnetzagentur

Photovoltaik

Anders steht die Photovoltaik im Markt. Ihr Volllastpotential beträgt zwar nur 850 bis 1.100 von 8.760 Stunden eines Jahres gegenüber 1.800 bis 4.500 Volllaststunden bei Windkraft (Binnenstandort vs. guter Offshore-Standort). Obwohl Photovoltaik pro erzeugtem MW mehr Fläche erfordert, hat sie deutlich geringere Akzeptanzprobleme in der Bevölkerung – weder Gesundheitsgefahren durch Infraschall und Schlag Schatten noch Gefährdung von bedrohten Tierarten wird kritisiert. Die Gefahr von Klagen gegen die Projekte ist somit geringer. Der vorgesehene Ausbaukorridor konnte in den vergangenen Jahren problemlos erreicht werden.

Während die EEG-Vergütung für größere Freiflächenanlagen 2005 noch 43,42 ct/kWh betragen hat, lag der mengen- gewichtete Zuschlagswert bei den drei Ausschreibungen des Jahres 2019 nur noch zwischen 4,80 und 6,59 ct/kWh. Damit hat sich Solarstrom durch die drastische Reduzierung der Kosten für Module und Wechselrichter um 75 bis 80 % in den vergangenen 15 Jahren zu einer konkurrenzfähigen Energie- quelle entwickelt.

Befürworter der Solarindustrie mahnen daher höhere Aus- bauziele und eine Aufhebung des im EEG vorgesehenen 52 GW-Deckels (installierte Leistung) an. Ab diesem Wert, der voraussichtlich bereits 2020 erreicht wird, sieht das EEG keine weitere Solarförderung vor. Daraus resultiert eine Investi- tionsbarriere, die dem Klimaschutzplan der Bundesregierung widerspricht.

Herausforderungen für die Umsetzung der Klimaschutzpläne

Zwei Ereignisse aus der Vergangenheit werden in den näch- sten Jahren die Stabilität unserer Energieversorgung und die Energiewende wesentlich beeinflussen.

Atomenergie- und Kohleausstieg

Als Reaktion auf das durch einen Tsunami verursachte Reak- torunglück in Fukushima beschloss die Bundesregierung den Ausstieg aus der Atomkraft bis Ende 2022. Damit ent- fällt eine Nettostromerzeugung von 72,27 TWh. Gleichzeitig geschieht durch den Kohlekompromiss eine Reduktion der Nettoleistung der Kohlekraftwerke bis 2023 um ca. 50 TWh im Vergleich zu 2018. Bis 2030 soll insgesamt 58 % an Nettolei- stung der Kohlekraftwerke von 2018 vom Netz gehen, 2038 soll der Kohleausstieg komplett vollzogen sein.

Insgesamt entfällt damit bis 2023 eine Nettostromerzeu- gungsleistung von 122 TWh und soll nach dem Willen der Politik durch Regenerative Energien kompensiert werden. Wind- und Solarkraftwerke produzierten im Jahr 2018 157 TWh. Wahrscheinlich könnte dieser Wert mit den vorhandenen Anlagen erhöht werden, da bisher bei einem Stromüber- angebot Anlagen vom Netz genommen wurden. Es ist aber derzeit ausgeschlossen, die wegfallende Kraftwerksleistung auch mit einem massiven Zubau von Wind- und Photovol- taikanlagen zu kompensieren.

Dafür müsste zu den bestehenden, seit 2000 entstandenen Solar- und Windkapazitäten in nur 3 Jahren ein ähnliches Zubauvolumen erfolgen: Die installierte Gesamtnennleistung an Onshore-Windenergie und Photovoltaik-Anlagen lag 2018 bei rund 98.800 MW, im Jahr 2018 wurden nur 5.000 MW Nennleistung zugebaut. Der notwendige Zubau ist demnach aus Kapazitäts- und Genehmigungsgründen unmöglich. Außerdem gehen Windanlagen mit einer Betriebszeit von 20 Jahren sukzessive vom Netz, weil die Standorte nicht repoweringfähig sind. So rechnet die Deutsche Windguard damit, dass der Netto-Zubau bei Wind-Onshore (Brutto-Zubau minus Stilllegungen) in den nächsten Jahren unter 2.800 MW liegen und ab 2021 weiter sinken wird. Welche Auswirkungen wird diese problematische Entwicklung auf Sicherheit und Kosten der Stromversorgung haben? Wir untersuchen zwei Szenarien:

Fallende Strompreise

Häufig wird der niedrige Strombörsenpreis als Argument für den preisreduzierenden Effekt der Erneuerbaren Energien angeführt. Die EEG-Umlage wird dabei lediglich als Anschubfinanzierung verstanden, die wegen sinkender Gestehungskosten zukünftig ganz oder teilweise wegfällt. Für Solarkraftwerke trifft das zu: In der letzten Ausschreibungsrunde lag der Zuschlag bei einer durchschnittlichen EEG-Vergütung von 4,9 ct/kWh und damit um 89 % unter dem Wert von 2005.

Fraunhofer ISE geht davon aus, dass sich durch verbesserte Produktionsverfahren und technische Weiterentwicklung die Gestehungskosten weiter reduzieren lassen.

Für 2018 gibt Fraunhofer ISE für Braunkohlekraftwerke eine Bandbreite in Abhängigkeit vom Betriebsjahr, Brennstoffkosten, Wirkungsgrad und CO₂ Preis von 5 bis 8 ct/kWh an.

Damit wäre die Wettbewerbsfähigkeit fast aller Erneuerbarer Energien im Jahr 2035 gegenüber fossilen Kraftwerken zu 2018er Gestehungskosten erreicht.

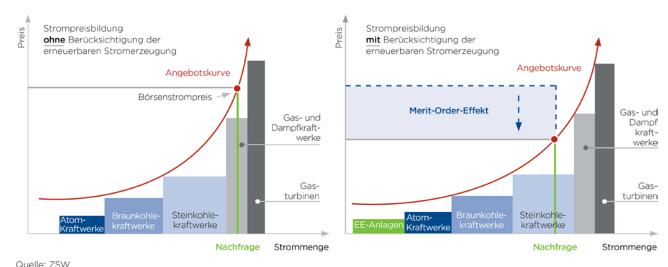
Kraftwerks- typ	PV Frei- flächen	Wind onshore	Wind offshore	Biogas
Ct/kWh	2,2 – 3,9	3,5 – 7,1	5,7 – 10,1	10,1–14,8

Werte gerundet

Der Merit-Order-Effekt

Annahme: Gemäß dem uniform pricing an der Strombörse bestimmt das letzte Kraftwerk, das den Zuschlag für die Stromlieferung erhält, den Preis für alle anderen Lieferanten, da der letzte bezuschlagte Preis für alle gilt. Da in einem funktionierenden Strommarkt das letzte Kraftwerk dasjenige mit den höchsten Grenzkosten ist – zuerst wird der Strom mit den niedrigsten Kosten an der Börse gehandelt – gilt dieser Höchstpreis für alle zuvor gehandelten Strommengen. Industrievertreter verweisen daher gern auf den positiven Effekt der Erneuerbaren: Durch die verstärkte Einspeisung von Wind- und Solarenergie wird das letzte und teuerste Kraftwerk aus dem Markt gedrängt, da sein Strom nicht mehr benötigt wird. In der Regel sind das Gasturbinenkraftwerke mit Grenzkosten von 6 bis 9 Ct/kWh. Die nächstgünstigen Kraftwerke sind Steinkohlekraftwerke mit 3 bis 7 Ct/kWh vor Braunkohlekraftwerken mit 2 bis 3 Ct/kWh und Atomkraft mit 1 Ct/kWh. Da Erneuerbare Energien mit Grenzkosten von 0 Ct/kWh operieren, Einspeisevorrang genießen und damit die teuersten Kraftwerke aus dem Markt drängen, senken sie folglich den Börsenstrompreis.

SCHEMATISCHE DARSTELLUNG DES MERIT-ORDER-EFFEKTS



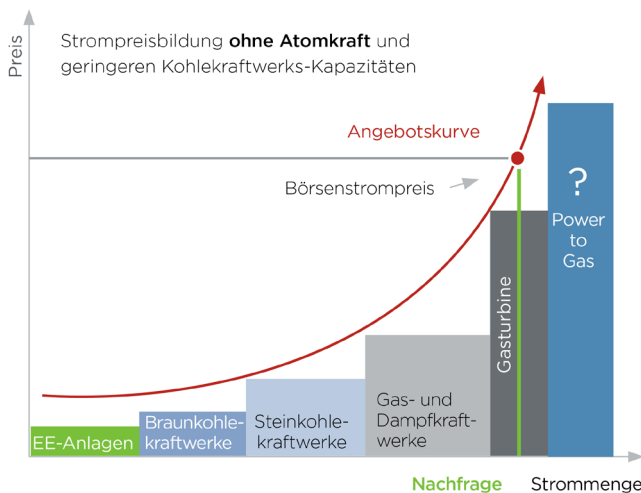
Wie realistisch ist die Annahme rückläufiger Strompreise? Die Praxis hat diese Annahme bisher bestätigt, allerdings auf Basis des Einspeisevorrangs Erneuerbarer Energien Einspeisevorrang vor allen anderen Kraftwerkstypen und der Tatsache, dass die EEG-Umlage eigentlich dem Börsenstrompreis zugeschlagen werden müsste, der dann eher bei 10 ct/kWh läge.

Steigende Strompreise

Annahme: Das uniform pricing führt durch den Ausbau der Erneuerbaren Energien bei gleichzeitigem Ausstieg aus Atomkraft und Kohleverstromung zu Preissteigerungen. Langfristig wird der Zubau an Erneuerbaren Energien die Stromversorgung nicht vollständig sicherstellen können, wegen des schleppenden Ausbaus und der volatilen Stromerzeugung der Renewables. Besonders in Zeiten geringer Produktion von Wind- und Photovoltaik (Dunkelflaute) bei gleichzeitig hoher Nachfrage müssen andere Kraftwerksarten einspringen.

Das müssten nach Wegfall von Kohle- und Atomkraft zukünftig Gas- und Dampfkraftwerke sowie Gasturbinen sein. Damit kämen vermehrt die teureren Kraftwerkstypen zum Zuge und der Strompreis stiege.

SCHEMATISCHE DARSTELLUNG DES MERIT-ORDER-EFFEKTS AB DEM JAHR 2023



Als Alternative zu Gaskraftwerken werden Speicherlösungen wie Pumpspeicherkraftwerke oder Power-to-Gas-Verfahren diskutiert, die mit überschüssigem Strom aus Wind- oder Solarkraftwerken Wasserstoff bzw. Gas klimaneutral herstellen. Derzeit betragen die reinen Produktionskosten von Elektrolysegas etwa 38 ct/kWh. In einer von Greenpeace in Auftrag gegebenen Studie ermittelt Energy Brainpool für 2040 durchschnittliche Kosten der Elektrolyse bei großindustrieller Produktion in einer Bandbreite von 2,1 bis 10,7 ct/kWh. Dafür müssten die Investitionskosten um 70 % und die

Betriebskosten um 50 % sinken sowie der Wirkungsgrad von 70 % auf 80 % und die Lebensdauer von 10 auf 20 Jahre steigen.

Ist dieser Zeitplan realistisch? In Niedersachsen ist Ende 2018 als Pilotprojekt eine 100-MW-Anlage gestartet, allerdings vorsichtig mit 20 MW Leistung, die sukzessive bis 2028 auf 100 MW erhöht wird. Bis Elektrolyseverfahren in größerem Umfang nutzbar sind, werden also noch einige Jahre vergehen. In der Zwischenzeit wetten Investoren quasi auf Effizienzsteigerungen.

Zudem kann der Merit-Order-Effekt lediglich kurzfristigen Charakter haben. Kein Investor wird zukünftig in Anlagen zur Energieerzeugung investieren, wenn er nur die Grenzkosten als Vergütung erhält. Somit sind langfristig die Gestehungskosten der Stromerzeugung zuzüglich einer erwarteten Marge maßgeblich.

Entwicklung von Angebot und Nachfrage

In den nächsten drei Jahren werden bedeutende Erzeugungskapazitäten ohne adäquaten Ersatz durch Erneuerbare Energien vom Markt genommen.

Bei optimistischen Annahmen dauert die Kompensation der entfallenden Kapazitäten mindestens neun Jahre. Zusammen mit der sukzessiven Abschaltung älterer Anlagen und dem Abbau der verbliebenen Kohleverstromungsanlagen ab 2023 müssen 276 TWh bis 2038 ersetzt werden (= 50 % der Nettostromerzeugung im Jahr 2018).

Gleichzeitig wird die Nachfrage deutlich steigen: Für das politische Ziel einer weitgehenden CO₂-Neutralität bis 2050 muss unter anderem der Verkehr (= 30 % des Primärenergieverbrauchs) elektrifiziert oder auf regenerativ erzeugten Wasserstoff umgestellt werden. Die Studie „Strom- und H₂-Bedarf für einen dekarbonisierten Verkehrssektor in Deutschland“ im Auftrag von Greenpeace ermittelt einen zusätzlichen Strombedarf von 240 TWh p. a. allein für die Dekarbonisierung des Verkehrs (ohne den internationalen Luft- und Seeverkehr).

Resümee

Aus unserer Sicht ist ein Anstieg der Börsenstrompreise wahrscheinlich: Der absehbare Nachfrageüberhang dürfte für steigende Preise sorgen.

Wind onshore ¹	3.000 MW x 2.700 ²	=	8.100.000 MWh
Wind offshore ¹	500 MW x 4.000 ²	=	2.000.000 MWh
Solar Freifläche ¹	1.500 MW x 1.200 ²	=	1.800.000 MWh
Summe			11.900.000 MWh
			= 11,9 TWh
bezogen auf 3 Jahre			= 35,7 TWh
abzüglich Atom- und Kohleausstieg 2023			122,0 TWh
Unterdeckung			86,3 TWh

¹ Angenommener Zubau

² Volllaststunden

Sollte ein massiver Zubau von Wind- und Solarenergie die Lücke zwischen Angebot und Nachfrage tatsächlich schließen, bleibt die Volatilität der Erneuerbaren Energien auszugleichen. Dafür ist ein deutlicher Ausbau der Erzeugungs-/Reservekapazitäten bei Gaskraftwerken notwendig. Langfristig muss der Einsatz innovativer Speicherverfahren wie Power-to-Gas oder Power-to-Liquid zum Ausgleich der schwankenden Stromerzeugung verstärkt werden, was die Stromnachfrage wiederum erhöht. Die Kosten werden selbst bei Effizienzsteigerungen auf den Strompreis durchschlagen. Wir werden zukünftig häufig Strompreisextreme sehen. Je höher der Anteil der Erneuerbaren an der Stromproduktion, um so häufiger die Phasen, in denen optimale Wetterbedingungen zu einem Stromüberschuss führen. Um die Netzstabilität zu sichern, muss dieser Strom am europäischen Markt verkauft werden, auch zu niedrigen oder negativen Preisen. Für Erneuerbare-Energien-Anlagen ein Problem, da sie bei negativen Preisen mit einer Dauer von ≥ 6 Stunden rückwirkend von der ersten volatilen Stunde an keine Vergütung mehr erhalten. Umgekehrt wird bei einem deutlich geringeren Angebot der Strompreis an der Börse deutlich steigen, da alle Betreiber auf das Gesamtjahr Gewinne erwirtschaften wollen.

Handlungsempfehlung für Investoren

Erwerb von europäischen Windparks

Durch steigende Akzeptanzprobleme und juristische Auseinandersetzungen ist die Errichtung von Windparks in Deutschland für Projektentwickler zeitlich schwer steuerbar und teuer geworden. Die wenigen Angebote bei den letzten Ausschreibungen zeigen das deutlich.

Als Alternative bieten sich Länder ohne oder mit nur wenig Widerstand gegen neue Windparkprojekte an. Während Deutschland eine Einwohnerdichte von 231 Einwohner/km² hat, liegt diese beispielsweise in Schweden bei nur 22 Einwohnern/km². Daraus resultiert ein deutlich geringeres Konfliktpotenzial.

Die höhere Effizienz der in Schweden angebotenen Projekte (mehr Volllaststunden) ergibt einen Renditevorteil von rund 400 Basispunkten. Allerdings tragen Investoren dort ein höheres Marktpreisrisiko, da es weder Einspeisevorrang noch eine garantierte Vergütung für den produzierten Strom gibt. Dieses Risiko kann jedoch durch konservative Annahmen bei der Strompreiskalkulation berücksichtigt werden.

An der Strombörse NordPool in Schweden wird in Euro gehandelt, daher entfällt das Währungsrisiko weitgehend. Unterm Strich ist deshalb eine Eigenkapitalfinanzierung von Parks mit Renditen von rund 6 % p.a. möglich.

Wegen seines Nachfrageüberhangs könnte Deutschland ab 2023 Stromimporteur werden. Daraus ergeben sich Exportchancen nach Deutschland für ausländische Windparks und damit Preisvorteile, da die Knappheitssituation in Deutschland zu einem steigenden Preisniveau führen sollte.

Erwerb von europäischen Solarparks

Verglichen mit sehr guten Standorten in Deutschland bieten weite Teile Spaniens ein um mindestens 50 % höheres Stromerzeugungspotenzial. Sinkende Investitionskosten haben zusammen mit hohen Einstrahlungswerten dazu geführt, dass neue Solarparks frei finanziert entstehen können. Vorteilhaft ist zudem die hohe Flächenverfügbarkeit in kargen Hochebenen des Landes. Daher sind gerade Märkte mit

optimalen meteorologischen Rahmenbedingungen für Solarenergie wie Spanien, Portugal oder Italien eine Investitionsüberlegung wert.

Erwerb von deutschen Bestands-Windparks

Bei Bestandsanlagen sind Qualität des Standortes und Performance bekannt. Dazu verfügen sie oft über auskömmliche EEG-Vergütungen. Das Preisrisiko ist also ausgeschlossen, lediglich das Mengenrisiko besteht noch, ist jedoch durch die Vergleichsmöglichkeit von Vergangenheitswerten und Gutachten geringer als bei Neuanlagen.

Erwerb von deutschen Windparkprojekten

Durch den absehbaren Rückgang des Zubauvolumens wird in den nächsten Jahren voraussichtlich ein Mangel an Projekten bestehen. Bei Opportunitäten ist deshalb in den Windgutachten besonders auf die Strompreisprognosen zu achten. Die meisten Investitionen rechnen sich nur unter der Prämisse steigender Strompreise. Interessant ist hier die Höhe der prognostizierten Steigerungen. Daher sollten vor einem Investment die Werte verschiedener Analysehäuser miteinander verglichen und möglichst konservativ in einer Prognoserechnung berücksichtigt werden. Bei Windgutachten ist zu prüfen, ob die Risiken aus der oben beschriebenen 6-Stunden-Regel berücksichtigt wurden. Aktuell empfehlen wir für diesen Effekt einen Abschlag von ca. 3 %.

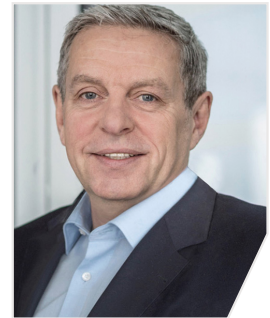
Fazit

Nach wie vor gibt es interessante und lukrative Investitionsmöglichkeiten für Erneuerbare Energien in Europa. Einer ihrer größten Vorteile (vorausgesetzt, der Investor bleibt bis zum Ende der kalkulierten Lebensdauer der Anlagen, in der Regel 25 Jahre, beteiligt) ist das Fehlen von Restwertrisiken. Vernünftig kalkulierte Investitionschancen sollten Investoren mit Fokus auf nachhaltige Investments mutig ergreifen.

Kontakt:



Jürgen Göbel



Bernd Rickels

EURAMCO Holding GmbH
Max-Planck-Straße 3
85609 Aschheim
Phone +49 89 45666-113
Fax +49 89 45666-2113

von Alistair Perkins, NN Investment Partners

Die 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung, auf Englisch Sustainable Development Goals oder kurz SDGs, der Vereinten Nationen bekommen im Asset Management immer mehr Gewicht, die bunten SDG-Logos sind mittlerweile ein vertrauter Anblick. Immer mehr Fondsgesellschaften bieten Strategien an, die eines oder mehrere dieser Ziele als Messlatte für ihren ökologischen und sozialen Impact nutzen. Die meisten dieser Strategien finden sich im Aktien- und im Anleihebereich, wie auch der schnell wachsende Markt für Green Bonds verdeutlicht. Wir bei NN Investment Partners sind jedoch überzeugt, dass die SDGs auch im Bereich Private Debt eine wichtige Rolle spielen und dazu beitragen können, den Weg zu einer nachhaltigeren Wirtschaft und wohlhabenderen und sozialeren Gesellschaft zu ebnen. Die starke Governance, der langfristige Investitionshorizont und der Fokus auf Investitionen in die Realwirtschaft sind Faktoren, die Private Debt zu einer logischen Wahl für nachhaltige Anlagen mit Bezug auf die SDGs machen.

Private Debt ist heute die volumenstärkste Impact-Anlageklasse

Die jährliche Impact-Investoren-Umfrage des Global Impact Investing Network (GIIN) von 2019 lieferte ein Ergebnis, das viele Investoren nach wie vor überraschen dürfte: Private Debt ist gemessen an den Assets unter Management heute die am stärksten genutzte Impact-Anlageklasse (Abbildung 1). Der Begriff Private Debt steht für praktisch jede Form von Schuldtiteln, die bilateral verhandelt und nicht öffentlich gehandelt werden. Beispiele für Segmente in dieser breiten und schnell wachsenden Anlageklasse sind Unternehmenskredite, Infrastruktur- und Projektfinanzierungen, gewerbliche Immobilienkredite und Wohnungsbaukredite.

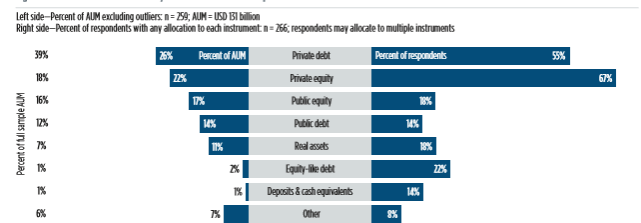
Welche Auswirkungen werden unterschiedliche Klimaszenarien auf mein Portfolio haben? Worin unterscheiden sich Impact-Investments in Industrienationen und in Schwellenländern? Können Private-Debt-Anlagen eine Alternative für Anleihen sein? Können Anlagen, die auf eine solide Rendite abzielen, auch für Investoren interessant sein, die Wert auf Nachhaltigkeit legen? Das sind Fragen, die sich noch vor rund zehn Jahren nur wenige Anleger gestellt haben. Aber

der Blick auf die Dinge hat sich verändert. Investoren müssen nicht nur eine umfassendere Anlagepalette in Betracht ziehen, um ihre finanziellen Ziele zu erreichen, sie müssen sich auch dem Thema Nachhaltigkeit stellen. Eine Investition in Private Debt kann einen Beitrag zur Lösung dieser Herausforderung leisten.

Abbildung 1: Meistgenutzte Impact-Anlageklassen nach AuM und Anzahl der Befragten

Quelle: Global Impact Investing Network (GIIN), 2019

Figure 22: Instrument allocations by AUM and number of respondents



Langfristiges und kontinuierliches Engagement

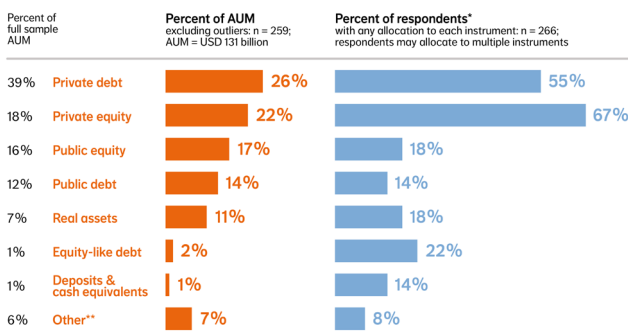
Private Debt erfolgt definitionsgemäß in Form von bilateral ausgehandelten Krediten, so dass die Kreditgeber (wie Banken und Asset Manager im Auftrag ihrer Kunden) in allen Phasen des Investmentzyklus in engem Kontakt mit den Kreditnehmern stehen. Sie müssen ein fundiertes Verständnis für das Geschäftsmodell und die Aktivitäten der Kreditnehmer erlangen. Diese Beziehung endet nicht mit dem Abschluss eines Kredits, sondern setzt sich über seine gesamte Laufzeit fort. Private-Debt-Investitionen erfordern eine genaue fortlaufende Überwachung.

Infolge der starken Governance (das in der öffentlichen ESG-Diskussion oft vernachlässigte „G“ in „ESG“), die durch eine vertragliche Struktur und Sicherheitsvereinbarungen untermauert wird, sind darüber hinaus auch die Recovery Rates im Ernstfall bei Private-Debt-Anlagen in der Regel deutlich höher als bei Anleihen. Eine Moody's-Studie, die 8.257 Darlehen zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten von 1983 bis 2017 untersucht hat, belegt dies (siehe Abbildung 2). Die Ergebnisse zeigen, dass die Wiedergewinnungsraten bei besicherten Infrastrukturdarlehen deutlich höher sind als für Unterneh-

mensanleihen. Die Studie ergab auch, dass die wahrscheinlichste (58 % der Fälle) Wiedergewinnungsrate für Infrastrukturdarlehen volle 100 Prozent beträgt.

Abbildung 2: Recovery Rates bei Infrastrukturdarlehen (Moody's-Studie)

Instrument allocations by AuM and number of respondents



* Excludes three outliers
 ** Other** includes guarantees and pay-for-success instruments
 Source: GII

Quelle: NN Investment Partners basierend auf Daten von Moody's Ausfall- & Rückzahlungsraten für Infrastrukturanleihen. Die Datenbank enthält 8.257 Investitionen in Infrastrukturanleihen von 1983 bis 2017

ESG-Integration in die Darlehensdokumentation

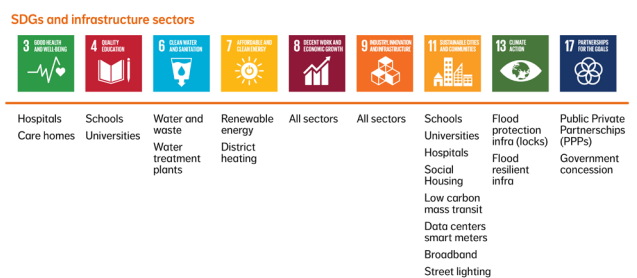
Das langfristige Engagement, die Buy-and-Hold-Philosophie und die enge Beziehung zwischen Kreditgeber- und nehmer, die bei Private Debt gegeben sind, lassen sich sehr gut mit langfristigen ökologischen und sozialen Zielen kombinieren. Während der Due Diligence und des Abschlussprozesses verhandeln die Kreditgeber und der Kreditnehmer die Konditionen des Darlehens. Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG) bilden dabei zunehmend einen wichtigen Bestandteil des Due Diligence-Prozesses und der Finanzdokumentation. Dabei werden spezifische Informationspflichten und Key Performance Indicators (KPIs) hinsichtlich sozialer und ökologischer Nachhaltigkeit aufgenommen.

Im Jahr 2003 wurden die Äquator-Prinzipien Linie geschaffen mit dem Ziel, die ökologischen und sozialen Risiken bei Infrastruktur- und Projektfinanzierungen zu ermitteln, zu bewerten und zu steuern. Sie sind inzwischen zu einem international anerkannten Maßstab geworden, um negative Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft durch finanzierte Projekte zu reduzieren und möglichst zu vermeiden. Die Äquator-Prinzipien basieren auf den Standards der International Finance Corporation (IFC) für ökologische und soziale Nachhaltigkeit sowie auf den Umwelt-, Gesundheits- und Sicherheitsrichtlinien der Weltbankgruppe. Stand Anfang 2019 haben 94 Finanzinstitute in 37 Ländern diese Grundsätze übernommen. Sie decken damit den Großteil der internationalen Transaktionen zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten in Schwellen- und Industrieländern ab. Auch NN Investment Partners (NN IP) und die niederländische Entwicklungsbank FMO, mit der wir bei unserer Impact-Strategie für Schwellenländerkredite kooperieren, sind Mitglied der Äquator-Prinzipien. Die formelle Annahme dieser Prinzipien beinhaltet die Verpflichtung zur Berichterstattung und garantiert, dass die Unterzeichner keine Mittel für nicht konforme Projekte gewähren.

Mehr als nur erneuerbare Energie

Private-Debt ist eine Anlageklasse, die in der Regel direkt fest definierte Projekte finanziert. Häufig tragen diese Projekte dazu bei, eines oder mehrere der 17 SDGs zu erreichen. Nach Angaben der Business and Sustainable Development Commission eröffnet die Erreichung der SDGs bis 2030 Marktchancen in Höhe von rund 12 Billionen US-Dollar in vier Wirtschaftsbereichen: Nahrung und Landwirtschaft, Städte, Energie und Rohstoffe sowie Gesundheit. Diese Bereiche machen rund 60 Prozent der Realwirtschaft aus. Das wohl bekannteste Beispiel ist die Reduzierung von CO₂-Emissionen durch Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien. Sie sind seit jeher ein Kernbestandteil der Infrastruktur- und Projektfinanzierung und waren in den Anfangsjahren dieser Technologie oft die einzige Möglichkeit, solche Projekte zu finanzieren.

Abbildung 3: SDGs und Infrastrukturbereiche



Source: UN Sustainable Development Goals, NN Investment Partners, October 2018

Quelle: UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung, NN Investment Partners, Oktober 2018

Infrastruktur- und Projektfinanzierungen können Anlegern, die ökologisch und/oder sozial nachhaltig investieren möchten, jedoch ein viel breiteres Spektrum bieten als nur erneuerbare Energien. Abbildung 3 gibt einen Überblick darüber, welche Infrastrukturprojekte zu welchen SDGs beitragen und veranschaulicht die Breite der potenziellen Anlageschwerpunkte, zu denen beispielsweise Projekte in Verkehr, Gesundheit und Bildung gehören. Für auf Nachhaltigkeit bedachte Investoren besteht ein Vorteil dieser Projekte darin, dass sie spezifische Ziele verfolgen und so in der Regel eine große Transparenz über die tatsächliche Verwendung der Investitionserlöse bieten.

Ein Beispiel für ein kürzlich realisiertes Projekt aus dem Bereich nachhaltiger Infrastrukturfinanzierung sind Senior Secured Loans zur Finanzierung einer nachhaltigen Fernwärmanlage in Frankreich über 450 Mio. Euro mit einer Laufzeit von sieben Jahren und einer Rendite von 2,25% über Euribor (variabel verzinst). Das Projekt zählt auf die SDGs 7 (Bezahlbare und saubere Energie) und 9 (Industrie, Innovation und Infrastruktur) ein. Der ökologische Impact, den dieses Projekt erzielt, ist beachtlich: Die Anlage versorgt mehr als 150.000 Haushalte in Frankreich mit Wärme, und die CO₂-Einsparung gegenüber herkömmlichen Heizmethoden liegt bei erwarteten 260.000 Tonnen CO₂ – pro Jahr.

Dabei ist es wichtig, die Frage nach den SDGs bzw. die ESG-Faktoren vom Anfang bis zum Ende systematisch in den Investmentprozess jedes potenziellen Projekts zu integrieren. NN Investment Partners wendet beispielsweise im Bereich der Infrastrukturfinanzierungen einen vierstufigen Prozess

an: 1) Erstes Screening & Origination, 2) Strukturierung & Due Dilligence, 3) Risk Opinion & Credit Committee, 4) Dokumentation & Umsetzung. In jedem dieser vier Prozessschritte ist das Thema Nachhaltigkeit integriert. Im ersten Schritt (Screening & Origination) werden beispielsweise die Zielsektoren eines möglichen Projekts bestimmt, die Vereinbarkeit mit den UN Principles for Responsible Investment (UN PRI) geprüft und ein erstes ESG-Risiko Scoring erstellt. In Schritt zwei (Strukturierung & Due Dilligence) wird ein ausführliches ESG-Assessment des Kreditnehmers vorgenommen und der konkrete Beitrag des zu finanzierenden Projekts zu den SDGs analysiert. In diesem Schritt ist neben dem Private Debt Team insbesondere das hauseigene Responsible Investment Team eingebunden. Im nächsten Schritt (Risk Opinion & Credit Committee) entscheiden das Investment Committee und das Responsible Investing Team final, ob das Projekt die gesetzten ESG-Anforderungen erfüllt. Im vierten und letzten Schritt werden die genauen Impact-KPIs kalkuliert und die ESG-Faktoren in die Dokumentation aufgenommen.

Mangel an öffentlich erhältlichen Daten erfordert intensive Recherche

Investitionen in Private-Debt erfordern im Vergleich zu Investitionen in öffentlich gehandelte Anlageinstrumente wie Anleihen umfangreichere rechtliche, dokumentarische und administrative Ressourcen und Kompetenzen. Es ist unerlässlich, vor der Investition eine gründliche Due-Dilligence-Analyse vorzunehmen. Dabei bringt es die Natur von Private-Debt-Anlagen mit sich, dass weniger öffentlich zugängliche Informationen verfügbar sind. Das gilt auch für ESG-Daten, da die Unternehmen oder Körperschaften, die sich privat finanzieren möchten in der Regel nicht von Sustainalytics, MSCI oder anderen Datenanbietern abgedeckt werden. Bei Zweckgesellschaften, die häufig für Infrastruktur- und Projektfinanzierungen eingesetzt werden, sind sogar noch weniger Informationen über den Kreditnehmer verfügbar. Das bedeutet, dass es bei den Investoren liegt, festzustellen, welche Aspekte in der Anlageklasse und in dem Sektor, in dem das zu finanzierende Projekt tätig ist, wichtig sind. Ein Rahmenwerk wie die Materiality Map des Sustainability Accounting Standards Board SASB kann Investoren bei ihrer Analyse helfen¹.

¹ <https://materiality.sasb.org/>

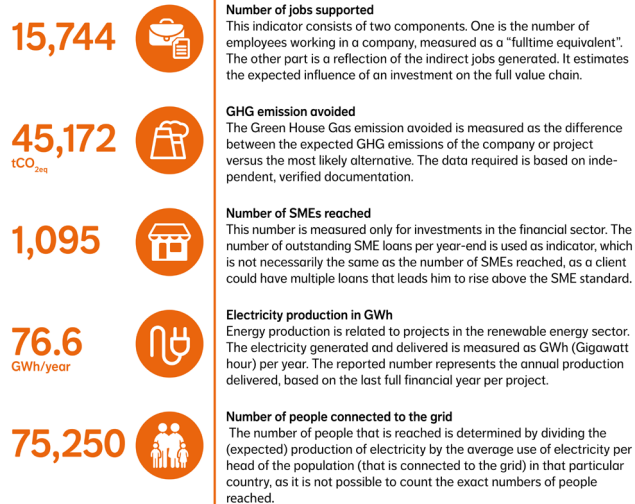
Die SDGs als Ausgangs- und Endpunkt

Die SDGs können als Leitfaden in verschiedenen Bereichen beziehungsweise Phasen des Anlageprozesses eines institutionellen Investors dienen. Sie können im ersten Schritt dazu beitragen zu definieren, welche nachhaltigen Ziele im Detail für eine Versorgungseinrichtung, einen Versicherer oder einen anderen Investor am wichtigsten sind. Auf diese Weise können sie unterstützend die Asset Allokation steuern, z. B. durch die Berücksichtigung von grünen Krediten, die einen Beitrag zu SDG 7 (saubere und bezahlbare Energie) leisten oder durch Anlagen in Infrastruktur- und Projektfinanzierungen, die zu SDG 9 (Industrie, Innovation und Infrastruktur) beitragen. Andererseits können die SDGs auch eine wichtige Rolle beim Reporting spielen. Dies schafft eine Feedbackschleife, die den Investoren einen Überblick ermöglicht, ob ihre Beteiligungen im Rahmen ihrer Anlagepolitik mit den SDGs übereinstimmen.

So integriert die niederländische Entwicklungsbank FMO beispielsweise die Impact- und SDG-Berichterstattung in ihren geprüften Jahresbericht. Das verwendete Impact-Modell basiert auf einem proprietären Modell, das in enger Zusammenarbeit mit einem externen Berater (Steward Redqueen) entwickelt wurde. Dieses ökonomische Input-Output-Impact-Modell berechnet, wie eine Investition die Stromerzeugung, das Wirtschaftswachstum, die Beschäftigung und die direkten und indirekten Treibhausgasemissionen in einem Land voraussichtlich beeinflussen wird. FMO veröffentlicht diese Kennzahlen regelmäßig, wie die Momentaufnahme eines vierteljährlichen Impact-Reports zu unserer Impact-Strategie für Schwellenländerkredite zeigt (Abbildung 4).

Abbildung 4: Beispiel für Impact-Reporting bei Schwellenländerkrediten

Snapshot of impact reporting for emerging loans strategy



* June 2019

Quelle: NN Investment Partners und FMO Investment Management, Ende Dezember 2018

Die Tatsache, dass die 17 SDGs in 169 Indikatoren unterteilt sind, trägt dazu bei, die Ziele quantitativ messbar zu machen. Aber obwohl es bei Private-Debt-Anlagen oft relativ einfach ist, eine Verbindung zu den SDGs herzustellen, gibt es auch einige Faktoren zu berücksichtigen, die die Messung verkomplizieren. Beispielsweise stellt sich die Frage nach negativen Beiträgen zu bestimmten SDGs und wie man diese Effekte ausgleicht oder saldiert: zum Beispiel, inwieweit eine positive Auswirkung auf ein SDG ein negatives Ergebnis in einem anderen Bereich überwiegt.

Fazit

Private-Debt-Anlagen machen heute bereits einen erheblichen Anteil der Asset Allokation von Impact-Investoren aus und eröffnen aufgrund ihrer Bandbreite viele Möglichkeiten, ein breites Spektrum nachhaltiger Ziele zu erreichen. Die starke Governance und die individuell abgestimmte Dokumentation – beides typische Merkmale von Private Debt – gewähren dem Investor auf der finanziellen wie auf der Impact-Ebene mehr Transparenz. Zudem erleichtert die langfristige Natur der Investitionen in fest definierte Projekte die Beurteilung des Impacts und das entsprechende Reporting.

Während sich Investitionen in den entwickelten Märkten tendenziell auf den Übergang zu erneuerbaren Energien, Infrastruktur und Wirtschaftswachstum konzentrieren, besteht in den Schwellenmärkten nach wie vor ein viel größerer Investitionsbedarf, der zur Bekämpfung von Armut und Hunger beiträgt. Es ist ebenfalls wichtig zu bedenken, dass die Risikoprofile der zugrundeliegenden Jurisdiktionen sehr unterschiedlich sind und dass wesentliche Merkmale wie Laufzeit, Zinssatz und zeitlicher Umfang innerhalb der verschiedenen Subanlageklassen von Private Debt sehr unterschiedlich sein können. Es ist daher wichtig, die finanziellen Ziele und die Risikobereitschaft des Investors mit den nachhaltigen Zielen, die er erreichen will, in Einklang zu bringen.

Autor:



*Alistair Perkins
Leiter Infrastruktur & Projektfinanzierung,
NN Investment Partners*

Kontakt für weitere Informationen:
*Thomas Wendt, Senior Sales Director
Institutionals, NN Investment Partners
thomas.wendt@nnip.com
+49 (069) 509549-26*

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation ist nur für professionelle und semi-professionelle Anleger bestimmt und dient Werbezwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung und kein Investment-Research dar. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine Haftung der NN Investment Partners B.V., anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie derer Organe und Mitarbeiter für irgendwelche in dieser Publikation enthaltene Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für den Erwerb von NN Investmentfonds sind allein die jeweiligen Verkaufsunterlagen mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen maßgeblich, die Sie kostenlos bei NN Investment Partners B.V., German Branch, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter www.nnip.com erhalten.

by Adam Gubner, Christian Stracke, Jamie Weinstein, Tom Collier, PIMCO

Executive Summary

- Central banks and other official institutions are sounding the alarm on lending standards in corporate credit.
- We believe the preconditions for a material expansion in the volume of distressed debt are evident, whether the triggers prove to be idiosyncratic, disruptive, or cyclical in nature.
- For those with the requisite specialist resources and mandate flexibility, investment opportunities are expected to fall into three categories: secondary distress, including fallen angels and large buyouts; middle-market recapitalizations; and portfolio transactions that provide liquidity.

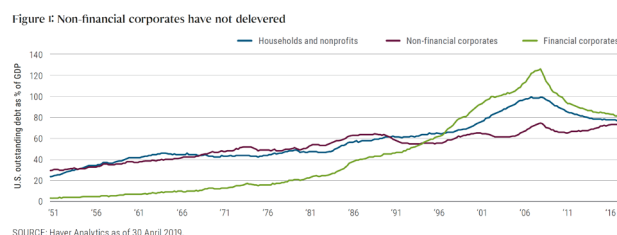
Following a decade of maintaining ultra low interest rates, central banks are issuing warnings about growing risks in corporate credit markets, where most investors have been forced to seek yield. Diminished margins of safety are already observable in the syndicated leveraged loan market and though less easy to observe, in directly originated loans. As the credit cycle progresses, we think many over-leveraged capital structures will be exposed in coming years and specialists will be needed who can recapitalize companies experiencing stress or distress. Although PIMCO is cautious overall on credit exposure, we see opportunities that may arise and that investors can take advantage of. However, changes in market structure are likely to make the task of investing in these situations different from prior cycles.

Rapid growth in non-financial corporate lending

On almost every metric, the volume of credit extended to companies is close to all-time highs. The stock of investment and sub-investment grade debt in both the U.S. and Europe is at record levels, while capital deployed in private loans by direct-lending funds and business development companies (BDCs) has reached new peaks.¹ The Bank for International Settlements calculates that non- financial

corporate debt, including both bank and non-bank lending as shown in Figure 1, is higher than during the depths of the global financial crisis (GFC), when U.S. GDP had slumped but the proportion of debt outstanding had not.²

Figure 1: Non-financial corporates have not delevered



Low interest rates and a favorable environment for borrowing have encouraged companies to issue a record volume of debt. Servicing that stock of corporate debt requires earnings, but with the U.S. economy synching lower with the global economy recently and PIMCO anticipating a continued “window of weakness”, aggregate earnings may disappoint. An earnings recession, even without tipping into a full economic recession, would expose over-leveraged balance sheets. Were lenders to become more fearful or just less generous, the volume of corporate debt that may need restructuring could be unprecedented.

There are plenty of other possible drivers of corporate distress, including disruptive industry, trade, and technological forces and idiosyncratic company-specific factors. But the scope to make opportunistic investments will be significantly impacted by the changes that have occurred in the market structure of credit provision since the GFC.

The higher-quality end of the corporate credit market is not as high quality as it used to be. While the U.S. investment grade credit market has swelled from \$2.3 trillion in 2008 to \$6.1 trillion by the end of 2018, the proportion assigned BBB/Baa ratings has gone from nearly one-third to nearly one-half.³ In part, that is a function of financials having been downgraded. But it has also, in part, driven by the low cost of debt making increased balance sheet leverage a more attractive means to drive return-on-equity. Some issuers

¹ Source: BIS, Barclays, and S&P LCD as of 31 December 2018. There can be no guarantee that the trends mentioned will continue.

² Source: BIS as of 23 September 2018, Bank of San Francisco Working Paper 2017–25.

³ Source: Bloomberg Barclays U.S. Credit Index as of 31 December 2018

are now beginning to behave in a more creditor-friendly fashion (deleveraging), chastened by notable downgrades, but for others, synergies from debt-fuelled mergers and acquisitions may fail to materialize or earnings may stumble. When these large companies do occasionally stumble, their complex capital structures offer weak structural protections for creditors, and surprisingly few credit managers research these large issuers thoroughly. Despite these challenges, the quality of their underlying assets could present compelling stressed opportunities.

For the lower-quality end of the corporate credit market, the GFC accelerated the secular trend of bank disintermediation, with non-banks assuming an ever-greater share of sub-investment grade credit risk, either directly or via capital market syndication. Banks retain far less of the debt they syndicate today, and their capacity for market-making activity has shrunk too. Dealer inventories have declined 92% in the U.S. high yield bond market since the GFC,⁴ while many loans are traded in sizes such that a \$1 million–\$2 million transaction can move the price. The reality of a swollen leveraged finance market, coupled with shrunken liquidity provision, has yet to be tested in a bearish environment. A key characteristic of middle-market companies is that they are a prime hunting ground for private equity sponsors seeking to deploy their record \$1.2 trillion of raised but not-yet-invested “dry powder.”⁵ Middle-market companies, which are often defined as those with less than \$50 million of earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (EBITDA), are typically less diversified and institutionalized businesses, making them more susceptible to earnings volatility.

The trend of bank disintermediation and the growth of non-bank lending to middle-market companies accelerated dramatically after the GFC. Part of this growth stems from sponsors taking advantage of benevolent debt provision to put more leverage on the companies they acquire. That includes asset-light companies in the technology, media, and business services sectors, backed by cash flows rather than hard asset collateral. Such situations could result in more severe losses than investors in first-lien loans are used to.

In the more visible syndicated loan market, some recently distressed loans are now trading at 10 cents–20 cents in the dollar of face value.

In many ways, central banks and regulators have largely achieved their goal of dispersing more risky forms of lending among holders not considered to be systemically important financial institutions (SIFIs). However, while the banks may have ceded loan market share, most notably in the middle market, they have assumed a new role as providers of leverage to direct-lending funds and BDC portfolios. Despite taking risk at a higher implied level in the capital structure, if a far greater dispersion of recoveries (to the downside) materializes, they may still prove to be pro-cyclical in their risk appetite.

What are the implications of these changes in market structure?

Middle-market excess

In the post-GFC era, corporate middle-market lending has been the core focus of capital formation in private credit. In the U.S. the consolidation of regional banks has accelerated, while the exit of GE Capital from corporate lending (at least in part to avoid being designated a SIFI), allowed direct-lending funds, BDCs and more recently, middle-market collateralized loan obligations (CLOs) to aggressively fill the void. As institutional investors embraced direct lending as a familiar form of exposure offering higher absolute yields, the number and scale of lenders have increased dramatically. And, with increased competition, lenders seeking to deploy capital have granted higher leverage to middle-market companies.

Prior to the GFC, large leveraged buyouts represented the most aggressive use of leverage. This debt was primarily intended for syndication, though banks almost inevitably ended up with exposure, which led to the introduction of the Leveraged Lending Guidelines in 2013. They guided banks to limit the ratio of pro-forma debt to EBITDA to 6x.

⁴ Source: Credit Suisse as of 31 December 2018

⁵ Source: Preqin as of 31 December 2018

Figure 2 shows record average levels of pro-forma leverage in U.S. syndicated loan financings, with loans to smaller, middle-market borrowers now employing higher debt to EBITDA ratios than larger borrowers, a reversal of the relationship evident at the 2007 peak.

These average debt multiples are based on pro-forma EBITDA provided by the sponsor, but the prevalence of EBITDA adjustments in recent years (EBITDA adjusted up, leverage ratio adjusted down), has obscured the picture from a creditor's perspective. Once these supposedly one-off items are excluded or unadjusted, it is not uncommon to see leverage ratios materially higher than pro-forma. Figure 3 shows that more than 40% of leveraged financings are subject to adjustments, with the average adjustment reaching 0.65x debt to EBITDA in the first half of 2019.

Figure 2: Loan transaction debt multiples

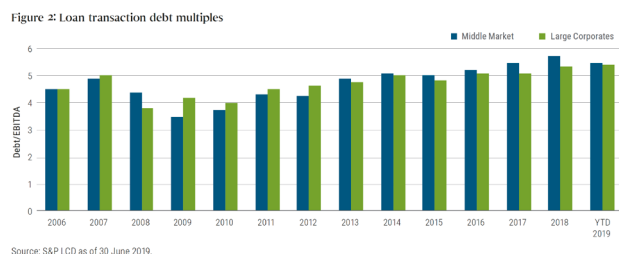
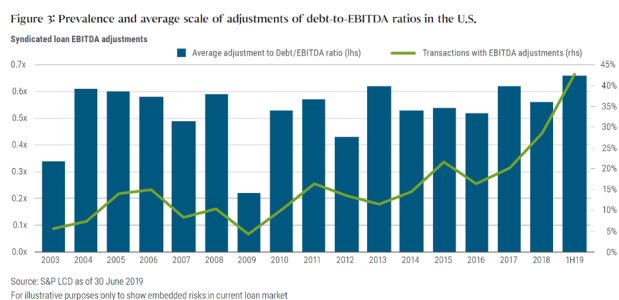


Figure 3: Prevalence and average scale of adjustments of debt-to-EBITDA ratios in the U.S.



Source: S&P LCD as of 30 June 2019

For illustrative purposes only to show embedded risks in current loan market

Conservative creditors often reverse adjustments to pro-forma EBITDA because the assumptions underpinning them, such as various synergies and non-recurring items added back, often prove to be overly optimistic. A recent S&P analysis found that for deals originated in 2016, actual net leverage was 2.5x higher by 2018, on a median basis, than the level marketed to lenders. As a result, pro-forma debt-to-EBITDA of 5x–6x can often translate into actual debt-to-unadjusted EBITDA of 7x–8x. That is a multiple of earnings that sponsors have more typically paid to actually acquire middle-market companies in more conservative periods. Lending at these multiples can therefore be viewed as akin to lending at 100% of enterprise values typical of more conservative periods. This is reminiscent of real estate loans made before the GFC at close to 100% loan-to-value ratios, based on adjusted net operating income.

Anecdotally, we observed that a prospective U.S. borrower recently sought to extrapolate their pro-forma EBITDA from only the last three months, which included some highly favorable seasonal effects. In another situation we found in Europe, a sponsor adjusted EBITDA by using a forecast for the next 12 months rather than the last 12 months. The forecast anticipates a near doubling of EBITDA, hence the debt-to-unadjusted (last 12 months) EBITDA was close to 10x. While the new sponsor might execute its plan and the company might grow into its multiple, the new lender will not participate in that upside and has far less margin for safety.

These middle-market leverage levels are untested over a credit cycle, but if these businesses and their balance sheets do need to be restructured, investors will generally be far less familiar with them and their underlying assets than with larger leveraged loan issuers. Some of today's best known distressed investment specialists made their reputations acquiring and restructuring loans made to little known middle-market companies by regional banks in the 1990s and 2000s. They faced less competition and benefited from the ease of obtaining positions of control where there was a single existing lender or a small club of lenders. However,

many of those specialists have now raised funds so large that they have naturally gravitated to the larger company universe, where they can deploy more capital. As a result, the middle market may prove to be a relatively inefficient and uncrowded investment universe if restructuring opportunities arise.

Weak covenants

Currently some 80%–90% of syndicated leveraged loans are “covenant-lite,” or lacking a full set of covenants, including an unprecedented proportion of middle-market loans.⁶ Why then might a borrower go to a direct-lending fund or to a BDC? Borrowers certainly value a single lender relationship and it can save time and expense compared to a bank roadshow. But ultimately, the leverage available, its cost, and flexibility remain paramount. And the devil is in the detail.

Most loans do possess a leverage covenant, but more aggressive use of covenant headroom and exception “baskets” have eroded the efficacy of this covenant in protecting borrowers. One prevalent example is adjustments for synergies each time a sponsor bolts on an acquisition to the original business that issued the debt. When a bank negotiates covenants on behalf of a syndicate, they will typically require the CFO of the business to sign off on any adjustment greater than 5% and an audit firm to sign off on any adjustment greater than 10%. Direct lenders and BDCs that hold the whole loan themselves are not obliged to require equivalent sign-offs and can hence offer the borrower greater ongoing flexibility. For sponsors that need to execute a business plan to drive their equity returns, this is a material consideration and can help the lender win the loan.

Another example is switching to measuring covenants only on an incurrence basis, i.e., only upon the occurrence of a certain action of the borrower, rather than the borrower having to maintain them at all times. The lender may be able to state that they have covenants, but generous headroom and/or the incurrence basis impair their value in terms of acting as triggers to force management teams to the negotiating table. As such, they potentially allow financial performance to deteriorate further before the lender becomes aware and has a chance to take action.

High leverage combined with weak covenants threaten to increase the severity of losses on senior debt and the dispersion of recoveries when compared to prior cycles. It is particularly true given that nearly three quarters of capital structures with syndicated loans now have no subordinated debt to absorb losses.⁷ Private lending, meanwhile, is dominated by unitranche loans that similarly blend what historically would have been senior and junior or mezzanine debt into a single loan. In prior cycles, distressed-focused hedge funds and private equity funds frequently bought into subordinated debt that was more often deemed to be the fulcrum in the capital structure, and led the restructuring process from that position. If there is no subordinated debt, senior debt holders are far more likely to have to participate, if not lead, restructurings than in prior cycles.

But should the senior lenders prefer to leave restructuring to others, their freedom to transfer or reassign loans has also been curtailed. Loan documentation today frequently embeds restrictions on the ability to transfer, with sales to specified firms deemed likely to be aggressive in a restructuring widely prohibited via “black lists” in the U.S. or their corollary “white lists” in Europe.

Weak holders

The holders of today’s stretched senior debt are primarily arbitrage CLOs, direct-lending funds and BDCs. All are essentially closed-ended in nature, making them stronger holders than the mark-to-market CLOs, hedge funds, and bank trading desks that were significant holders before the GFC and had to contend with margin calls and redemptions. Today’s holders do, however, face their own inflexibilities, which limit their suitability for participating in restructurings.

CLOs. With loan-only capital structures predominant, CLO collateral managers will almost unavoidably find themselves involved in restructurings. But these vehicles rely on cash flow arbitrage between the loans they hold and the notes they issue. As a consequence, they have limited scope to participate in debt-for-equity swaps as part of restructurings, since private equity typically offers no cash flow (dividends). If downgrades cause CLOs to exceed their typical 75% limit for

6 Source: S&P LCD as of 31 December 2018

7 Source: JP Morgan as of 31 March 2019

CCC rated debt, they are now required to mark those loans to the lower of ratings-implied recovery or market price. This will make CLOs susceptible to the risk aversion of either the rating agencies or market participants. In a more bearish environment, they may seek to sell before lower marks trigger the “turbo” amortization of the senior tranches of the CLO and the switching off of fees on the subordinate tranches.

Direct-lending funds and BDCs. These holders are not generally concerned with ratings on the privately originated loans they hold. However, they do typically use funding lines from banks to leverage their loan portfolios. When those loans become non-performing, they also become ineligible for the borrowing base of those funding lines, diluting portfolio yields and the ability to pay the high income distributions that most of these vehicles offer. In Europe, “unlevered” direct-lending funds are more common, though the practice of originating unitranche loans and subsequently selling a super-senior first-out participation, usually to a bank, is similar in substance and effect to a funding line. It would be ironic if the direct-lending funds that disintermediated the banks and hold those loans in private-equity-style funds are forced to seek liquidity due to risk officers at the banks getting nervous. SMAs. Many managers of direct-lending funds have also offered clients exposure via separately managed accounts. As a result, pension funds and insurance companies may find themselves tracking holdings through lengthy restructurings and potentially owning private equity in their fixed income allocations.

While none of these holders will necessarily be mechanically forced sellers, they may well prove to be motivated sellers. The commercial reality of reporting to clients about problem credits and dedicating resources to workouts for years to come will likely encourage many groups to take a loss and try to move on. Sales of private loans are already occurring, but are likely to proliferate over time and given a period of economic weakness.

For privately originated loans, for which there is typically a single holder or small club, sourcing liquidity is an exercise in price discovery, as prospective buyers familiarize themselves with the borrowing company, its assets, and operating performance. Rather than turning to dealers for liquidity, therefore, it is anticipated that many holders will seek to

quietly transact bilaterally with groups they know can provide liquidity. Those transactions may involve sales of single loans, but could also involve transfers of risk across a basket or full portfolio of loans. The latter might take the form of refinancing bank facilities to effectively create a super-senior exposure to those loans, with scope to negotiate structural protections akin to those that feature in securitizations. Alternatively, it might take the form of actual sales of portfolios of loans. In either case, having sufficient bandwidth to analyze a number of special situation credits, especially middle-market credits, will limit the prospective buyer base.

Non-specialists

In the past, the work-out departments of banks were typically understaffed during periods of elevated stress/distress. The non-bank lenders that now dominate middle-market lending are likely to face the same resourcing dilemma. The focus for years has been on sourcing and underwriting in order to deploy the capital raised, to switch on fees on invested capital, and to begin marketing the next fund. If losses are taken in these vehicles, revenues can decline sharply based on binary structural features, such as subordinate tranche collateral management fees in the case of CLOs, and preferred returns in the case of direct-lending funds. It is unlikely, at the point those revenues are threatened, that those groups will be in a position to hire the restructuring specialists they need.

The original lenders may state they will negotiate hard with borrowers, even those with which they have forged great relationships to source most of their deal flow. But those sponsors have weakened covenants precisely to preserve their negotiating power should their portfolio companies fail to achieve their business plans. It will be more important than ever for creditors to be prepared to be hands-on to defend their rights. This may involve proposing their own plans of reorganization through steering committees, being prepared to meet new money requirements, taking board seats and ultimately being prepared to take control of companies. The intensity of involvement creates a low limit on how many situations even an experienced professional can dedicate the requisite focus to.

Conclusion

Central banks and other official institutions are fulfilling their macroprudential role by sounding the alarm on lending standards in corporate credit. The preconditions for a material expansion in the volume of distressed debt are evident, whether the triggers prove to be idiosyncratic, disruptive, or cyclical in nature. For those with the requisite specialist resources and mandate flexibility, investment opportunities are expected to fall into three categories:

1. Secondary distress – including fallen angels and larger buyouts, where financing engineering has increased vulnerability to earnings volatility and complex restructurings are required
2. Middle-market recapitalizations – seeking to return companies to a sustainable path, either through restructuring debt or through a more holistic capital solution
3. Portfolio transactions – providing liquidity to weak holders, through a combination of bottom-up credit analysis and structuring techniques

A combination of price discovery, complexity, and resource intensity creates a high barrier to entry for most asset managers, but should not deter investors seeking to deploy capital at lower implied valuations and with greater negotiating power. For those that are prepared, distress can signal opportunity.

Kontakt:

PIMCO Deutschland GmbH
Seidlstraße 24-24a
80335 München
E-Mail: giovanni.baumer@pimco.de
Tel.: 089 26209 6273



*Adam Gubner
Portfolio Manager,
Distressed Debt, PIMCO*



*Christian Stracke
Global Head of Credit
Research, PIMCO*



*Jamie Weinstein
Head of Corporate Special
Situations, PIMCO*



*Tom Collier
Alternatives Product Stra-
tegist, PIMCO*

Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results.

All investments contain risk and may lose value. Corporate debt securities are subject to the risk of the issuer's inability to meet principal and interest payments on the obligation and may also be subject to price volatility due to factors such as interest rate sensitivity, market perception of the creditworthiness of the issuer and general market liquidity. Investing in the bond market is subject to risks, including market, interest rate, issuer, credit, inflation risk, and liquidity risk. The value of most bonds and bond strategies are impacted by changes in interest rates. Bonds and bond strategies with longer durations tend to be more sensitive and volatile than those with shorter durations; bond prices generally fall as interest rates rise, and low interest rate environments increase this risk. Reductions in bond counterparty capacity may contribute to decreased market liquidity and increased price volatility. Bond investments may be worth more or less than the original cost when redeemed. The credit quality of a particular security or group of securities does not ensure the stability or safety of the overall portfolio. The quality ratings of individual issues/issuers are provided to indicate the credit-worthiness of such issues/issuer and generally range from AAA, Aaa, or AAA (highest) to D, C, or D (lowest) for S&P, Moody's, and Fitch respectively. Investing in distressed companies (both debt and equity) is speculative and may be subject to greater levels of credit, issuer and liquidity risks, and the repayment of default obligations contains significant uncertainties; such companies may be engaged in restructurings or bankruptcy proceedings.

There is no guarantee that an investment strategy will work under all market conditions or is suitable for all investors and each investor should evaluate their ability to invest long-term, especially during periods of downturn in the market. Investors should consult their investment professional prior to making an investment decision.

References to specific securities and their issuers are not intended and

should not be interpreted as recommendations to purchase, sell or hold such securities. PIMCO products and strategies may or may not include the securities referenced and, if such securities are included, no representation is being made that such securities will continue to be included. This material contains the opinions of the manager and such opinions are subject to change without notice. This material has been distributed for informational purposes only and should not be considered as investment advice or a recommendation of any particular security, strategy or investment product. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, but not guaranteed.

PIMCO as a general matter provides services to qualified institutions, financial intermediaries and institutional investors. Individual investors should contact their own financial professional to determine the most appropriate investment options for their financial situation. This is not an offer to any person in any jurisdiction where unlawful or unauthorized. | Pacific Investment Management Company LLC, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 is regulated by the United States Securities and Exchange Commission. | PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517) and PIMCO Europe Ltd - Italy (Company No. 07533910969) are authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in the UK. The Italy branch is additionally regulated by the Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in accordance with Article 27 of the Italian Consolidated Financial Act. PIMCO Europe Ltd services are available only to professional clients as defined in the Financial Conduct Authority's Handbook and are not available to individual investors, who should not rely on this communication. | PIMCO Deutschland GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany), PIMCO Deutschland GmbH Italian Branch (Company No. 10005170963), PIMCO Deutschland GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E) and PIMCO Deutschland GmbH Swedish Branch (SCRO Reg. No. 516410-9190) are authorised and regulated by the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) in Germany in accordance with Section 32 of the German Banking Act (KWG). The Italian Branch, Spanish Branch and Swedish Branch are additionally supervised by the Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in accordance with Article 27 of the Italian Consolidated Financial Act, the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in accordance with obligations stipulated in articles 168 and 203 to 224, as well as obligations contained in Title V, Section I of the Law on the Securities Market (LSM) and in articles 111, 114 and 117 of Royal Decree 217/2008 and the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) in accordance with Chapter 25 Sections 12-14 of the Swedish Securities Markets Act, respectively. The services provided by PIMCO Deutschland GmbH are available only to professional clients as defined in Section 67 para. 2 German Securities Trading Act (WpHG). They are not available to individual investors, who should

not rely on this communication. | PIMCO (Schweiz) GmbH (registered in Switzerland, Company No. CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zurich, Switzerland, Tel: + 41 44 512 49 10. The services provided by PIMCO (Schweiz) GmbH are not available to individual investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. | PIMCO Asia Pte Ltd (Registration No. 199804652K) is regulated by the Monetary Authority of Singapore as a holder of a capital markets services licence and an exempt financial adviser.

The asset management services and investment products are not available to persons where provision of such services and products is unauthorised. | PIMCO Asia Limited is licensed by the Securities and Futures Commission for Types 1, 4 and 9 regulated activities under the Securities and Futures Ordinance. The asset management services and investment products are not available to persons where provision of such services and products is unauthorised. | PIMCO Australia Pty Ltd ABN 54 084 280 508, AFSL 246862 (PIMCO Australia). This publication has been prepared without taking into account the objectives, financial situation or needs of investors. Before making an investment decision, investors should obtain professional advice and consider whether the information contained herein is appropriate having regard to their objectives, financial situation and needs. | PIMCO Japan Ltd, Financial Instruments Business Registration Number is Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 382. PIMCO Japan Ltd is a member of Japan Investment Advisers Association and The Investment Trusts Association, Japan. All investments contain risk. There is no guarantee that the principal amount of the investment will be preserved, or that a certain return will be realized; the investment could suffer a loss. All profits and losses incur to the investor. The amounts, maximum amounts and calculation methodologies of each type of fee and expense and their total amounts will vary depending on the investment strategy, the status of investment performance, period of management and outstanding balance of assets and thus such fees and expenses cannot be set forth herein. | PIMCO Taiwan Limited is managed and operated independently. The reference number of business license of the company approved by the competent authority is (107) FSC SICE Reg. No.001. 40F., No.68, Sec. 5, Zhongxiao E. Rd., Xinyi Dist., Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), Tel: +886 2 8729-5500. | PIMCO Canada Corp. (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) services and products may only be available in certain provinces or territories of Canada and only through dealers authorized for that purpose. | PIMCO Latin America Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5º andar São Paulo, Brazil 04538-133. | No part of this material may be reproduced in any form, or referred to in any other publication, without express written permission. PIMCO is a trademark of Allianz Asset Management of America L.P. in the United States and throughout the world. ©2019, PIMCO.

Wie digitale Prozesse das verantwortliche Investieren in Alternative Investments nach ESG-Kriterien befördern

**von Jessica Warrings, WeSustain GmbH, und
Marie-Lucie Linde, marieluCIE**

ZUSAMMENFASSUNG

In dem Whitepaper "Digitalisierung als Schlüssel für ein professionelles ESG Management" beschäftigen wir uns mit einem umfassenden Nachhaltigkeitskonzept für das verantwortliche Investieren in Alternative Investments sowie die Bedeutung von Daten und digitaler Prozesse in der Professionalisierung eines ESG Managements in der Praxis.

Zentrale Erkenntnisse dieses Papers sind:

- Hinter dem englischen Akronym – ESG – verbirgt sich ein mächtiger Managementansatz, der dazu beitragen kann, die Realwirtschaft und ihre Unternehmensakteure auf Nachhaltigkeitskurs zu bringen, indem Investoren mithilfe von ESG-Kriterien Geld in verantwortliche Investments lenken.
- Der Markt für verantwortliche Investments wächst zu einem milliardenschweren Markt und Mainstream an, der die Attraktivität von ESG-Kriterien im Anlageprozess wachsen lässt, da ESG-Anlagen laut Studien genauso rentabel sind, wie konventionelle Anlagen.
- Die großen Megatrends des 21. Jahrhunderts wie die Digitalisierung, die Konnektivität (= Prinzip der Vernetzung) und (Daten-)Sicherheit spielen im Zusammenhang von verantwortlichem Investieren und ESG-Strategien eine entscheidende Rolle.
- ESG-Kennzahlen bieten eine zusätzliche Perspektive auf Chancen und Risiken von Wertpapieren und Unternehmenswerten. Gleichzeitig überfordert die Komplexität, Fülle und Aggregation von ESG-Daten und das damit einhergehende komplexe Datenmanagement noch viele Akteure.

- Eine ESG-Strategie zu entwickeln und umzusetzen, ist für viele Akteure am Finanzmarkt noch kein "business as usual". Zu beobachten ist, dass es unterschiedliche Reifegrade bei der Umsetzung von ESG-Strategien gibt.
- Im Zuge der digitalen Transformationen spielen zunehmend Softwarelösungen eine zentrale Rolle, um der Datenherausforderung in der ESG-Praxis Herr zu werden.
- Künstliche Intelligenz (KI) wird künftig externe Quellen wie Nachhaltigkeits- und/oder Medienberichte durch Algorithmen nach ESG-Daten durchsuchen, um so z.B. entsprechende Indizes oder Scores zu errechnen. Dies birgt ein großes Potenzial für unabhängige Perspektiven auf die ESG-Performance von Unternehmen.

Grundlagen, Trends, Status quo

Das Thema "Sustainable Finance", das durch diverse nationale und internationale politische Initiativen befördert wird, hält zunehmend Einzug in die Finanzbranche und stößt Entwicklungen für mehr verantwortliches Investieren an. Finanzakteure begegnen diesen Entwicklungen und dem Anspruch, neben finanziellen Aspekten nun auch ESG-relevante – sprich ethische, ökologische und soziale Aspekte – zu managen, indem sie ESG-Strategien entwickeln, umsetzen und transparent berichten.

Doch was bedeutet das englische Akronym "ESG" genau? Welche Entwicklungen und Trends befördern dieses umfassende Nachhaltigkeitskonzept für den Finanzsektor? Welche Performance-Vorteile verbergen sich hinter den ESG-Kriterien? Und wo liegen derzeit die Hürden für Finanzakteure wie Investoren und Asset Manager, ESG-relevante Aspekte strategisch zu verankern?

ESG - ein kleines Akronym mit großer Bedeutung

Drei Buchstaben mit großer Bedeutung: Hinter dem englischen Akronym "ESG" verbirgt sich nichts Geringeres als drei nachhaltigkeitsbezogene Verantwortungsbereiche von Unternehmen:

ESG ist die englische Abkürzung für "Environmental Social Governance", also **Umwelt, Soziales und Unternehmensführung**.

Der Begriff ist international in Unternehmen als auch in der Finanzwelt etabliert, um auszudrücken, ob und wie bei Entscheidungen von Unternehmen und der unternehmerischen Praxis sowie bei Firmenanalysen von Finanzdienstleistern ökologische und sozial-gesellschaftliche Aspekte sowie die Art der Unternehmensführung [...] bewertet werden.¹

Ein Sammelbegriff, drei Verantwortungsbereiche und diverse Akteure

Wenn man die drei Verantwortungsbereiche näher betrachtet, die in der Unternehmenspraxis oft auch unter dem CSR-Ansatz gelebt werden, kann man den Sammelbegriff der "ESG-Kriterien" mit folgenden Beispielen greifbar machen:

E = Environment (Umwelt)

- Höhe des Energieeinsatzes
- Anteil erneuerbarer Energieträger
- Klimawandel- und Klimaanpassungsstrategie
- Emissionsausstoß
- Umgang mit Rohstoffen und Ressourcen
- etc.

S = Social (Soziales)

- Achtung der Menschenrechte
- Verbot von Kinder- und Zwangsarbeit
- Chancengleichheit und Diversität
- soziale Standards in der Lieferkette (z.B. Arbeitssicherheit und Gesundheitsschutz)
- angemessene Entlohnung sowie Aus- und Weiterbildungschancen der Mitarbeiter und faire Arbeitsplatzgestaltung
- etc.

G = Governance (Unternehmensführung)

- Vorhandensein einer Nachhaltigkeitsstrategie
- Art und Weise der Strategie-Integration und Umsetzung in ein Nachhaltigkeitsmanagement
- ethisches Verhalten
- Vorhandensein von spezifischen Managementsystemen etc.

Mit den ESG-Kriterien arbeiten derzeit die unterschiedlichsten Akteure:

- Investoren (auch "Asset Owner" genannt)
- Finanzdienstleister wie Asset Manager, Banken und Versicherungen
- Ratingagenturen
- Portfoliounternehmen (Assets)

Treiber und Trends für verantwortliches Investieren und Alternative Investments entlang von ESG

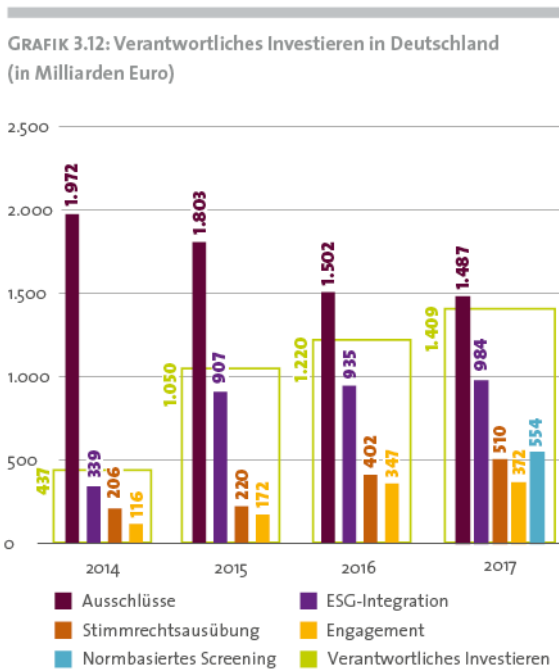
Der Markt für verantwortliche Investments (z.B. Green Bonds oder Carbon Bonds) wächst zu einem milliardenstarken Markt und Mainstream an, der die Attraktivität von ESG-Kriterien im Anlageprozess wachsen lässt. Laut Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) sind 2019 mehr als 1,5 Bio. Euro in Deutschland² in verantwortliche Investments geflossen (siehe Abbildung 1). Zudem belegen Studien, dass ESG-Anlagen genauso rentabel sind, wie konventionelle Anlagen, da etwa 80% eines Unternehmenswertes heute mittlerweile auf nichtfinanzielles Kapital wie Know-how, Nachhaltigkeit, Mitarbeiterzufriedenheit etc. entfallen. Eine Marktentwicklung, die Investoren – allen voran den institutionellen Investoren als Treiber³ – und Konsumenten ausreichend Argumente in die Karten spielen, um Finanzdienstleistern Druck zu machen.

¹ Vgl. Lexikon der Nachhaltigkeit: "Environment Social Governance (ESG)", https://www.nachhaltigkeit.info/artikel/esg_1609.htm, abgerufen am 17.10.2019.

² Vgl. FNG: "Nachhaltige Geldanlagen und verantwortliche Investments in Deutschland 2019", https://www.forum-ng.org/images/stories/marktbericht_2019/Factsheets/FNG_Marktbericht2019_Infosheet_DE_DE_1page.pdf, abgerufen am 18.10.2019.

³ Vgl. FNG: "Nachhaltige Geldanlagen und verantwortliche Investments in Deutschland 2019", https://www.forum-ng.org/images/stories/marktbericht_2019/Factsheets/FNG_Marktbericht2019_Infosheet_DE_DE_1page.pdf, abgerufen am 18.10.2019.

Abbildung 1: Verantwortliche Investments in Deutschland (in Milliarden Euro)



Daten: FNG - Forum Nachhaltige Geldanlagen

Politische Meilensteine stärken den ESG-Vormarsch

Gleichzeitig wurden auf politischer Ebene wesentliche Meilensteine erzielt, die sich als Treiber erweisen: das Pariser Klimaabkommen, die globalen Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen (kurz: SDGs), die Nachhaltigkeitsagenda 2030 und der Aktionsplan "Sustainable Finance" der Europäischen Union sowie die Empfehlungen der "Task Force for climate related financial disclosure" (kurz: TCFD) bezüglich der ESG-Kriterien haben den Weg bereitet, um mithilfe finanzwirtschaftlicher Ansätze und Instrumente eine nachhaltige und ressourceneffiziente Wirtschaft zu fördern und zu stärken.

Im Zuge dieser Entwicklungen am Markt und auf politischer Ebene haben die Vereinten Nationen die Initiative "United Nations Principles for Responsible Investment" (kurz: UN PRI) gegründet. Mit ihren sechs Prinzipien zum verantwortungsvollen Investieren schafft sie für ihre etwa 2.000 Unterzeichner (Stand: 2018) Orientierung und ein gemeinsames Verständnis

für nachhaltige Investmententscheidungen (siehe Anhang). Die Tatsache, dass die Zahl deutscher Unterzeichner bei UN PRI verhältnismäßig gering ist, ist ein Indiz dafür, dass bei Finanzakteuren in Deutschland noch erhebliches Potenzial existiert, durch die professionelle Integration von ESG-Strategien die Marktchancen, die im verantwortungsvollen Investieren vor allem in Alternative Investments liegen, zu heben.

Megatrends mischen mit

Die großen Megatrends des 21. Jahrhunderts wie die Digitalisierung, die Konnektivität (= Prinzip der Vernetzung) und (Daten-)Sicherheit spielen im Zusammenhang von verantwortlichem Investieren eine entscheidende Rolle. Denn durch die zunehmende Bedeutung der ESG-Kriterien wächst auch der Anspruch an Transparenz am Finanzmarkt. Allen voran Ratingagenturen, die Portfoliounternehmen nach ESG-Kriterien bewerten, leisten hier einen wesentlichen Beitrag, um das Prinzip der Transparenz am Markt zu fördern. Gleichzeitig bergen diese Megatrends ein neues Level an Komplexität, mit dem sich Finanzakteure strategisch auseinandersetzen müssen. Der Anspruch an das ESG-Datenmanagement ist somit hoch und verlangt nach digitalen und sicheren Lösungen, um die entsprechende Transparenz gewährleisten zu können.

Chancen und Herausforderungen eines professionellen ESG Managements

Die verschiedensten Finanzakteure haben damit begonnen, sich strategisch mit ESG-Kriterien zu beschäftigen. Dabei kann man unterschiedliche Reifegrade bei der Umsetzung von ESG-Aspekten beobachten, von initialen Maßnahmen über definierte Strategien bis hin zu einem integral und ganzheitlich im gesamten Investment-Lifecycle umgesetzten ESG Management. In den verschiedenen Reifestufen der ESG-Integration begegnen Finanzakteuren diverse Herausforderungen und Chancen:

Herausforderungen:

- Fehlende Sensibilisierung und fehlende interdisziplinäre ESG-Expertise, um eine Integration der ESG-Aspekte operativ voranzutreiben

- Strategische Zuständigkeiten für ESG innerhalb einer Organisation sind divers und nicht immer klar
- Mangelnde Ressourcen, die sich dem Thema strategisch widmen
- Hohe Heterogenität der Ansichten, Motive und Praktiken von Finanzakteuren zu ESG, auch über Ländergrenzen hinweg
- Noch nicht ausreichend ausgebaute Einigkeit über die Koordinierung und Verbreitung von verantwortlichem Investieren
- Fehlender einheitlicher ESG-Standard, bisher nur Leitfäden und Empfehlungen
- Komplexität, Anzahl und Aggregation von ESG-Daten und das damit einhergehende komplexe Datenmanagement überfordert noch viele Finanzakteure
- Sicherstellung der Datenqualität vor allem bei schwer messbaren ESG-Aspekten (z.B. im sozialen Bereich)

Chancen:

- ESG-Kennzahlen bieten eine zusätzliche Perspektive auf Chancen und Risiken von Wertpapieren und Unternehmenswerten
- ESG-Berichterstattungen und ESG-Datenmanagement generieren im Markt eine erhöhte Transparenz, die zu mehr Vertrauen in verantwortungsvolle Investments führt
- Investoren können einen nachhaltigen Fokus mithilfe von ESG-Kriterien zu einer regulatorischen Mindestanforderung machen
- Investoren und Anleger können solide und langfristige Renditen generieren
- Das frühzeitige Erkennen von ESG-Risiken hilft u.a. Investoren die Leistungsfähigkeit ihrer Investments auf Portfolio-Ebene zu steigern und belastbare Investitionsentscheidungen zu treffen (Stichwort: "Rendite-Risiko-Profil")

Datenherausforderung im Kontext des ESG Managements

Anlagespezialisten z.B. in Ratingagenturen brauchen genaue und aktuelle Daten, um Assets entlang der ESG-Kriterien zu messen und zu bewerten. Auch wenn für liquide Assets bereits umfangreiche Daten vorhanden sind, ist dies bei illiquiden Assets (z.B. Private Equities, Infrastructure und Real Estate Assets etc.) noch nicht der Fall. Somit ist die Verfüg-

barkeit und der Zugang zu Daten für Ratingagenturen eine zentrale Herausforderung. Doch auch für Investoren und Asset Manager ist die Datenherausforderung für die erfolgreiche Integration und Umsetzung von ESG-Strategien eine Zentrale:

- Daten kommen oft aus verschiedenen Quellen, wodurch das transparente und systematische Sammeln und Erfassen von ESG-Daten sehr aufwändig ist
- Die Datenqualität leidet oftmals darunter, dass es kein transparentes Datenmanagement-System gibt und eine schlechte Kommunikation vorherrscht
- Für das Datenmanagement oftmals genutzte Excel-Sheets sind fehleranfällig und langfristig keine verlässliche Lösung

Fehlende Konsistenz und Konformität

Laut der globalen ESG-Befragung 2019 von BNP PARIBAS gibt es weltweit zwar immer mehr ESG-Daten, ihre Konsistenz und Konformität, um entsprechende Daten belastbar zu vergleichen und zu bewerten, sei jedoch unzureichend. Gründe dafür sehen die befragten institutionellen Investoren und Asset Manager der globalen Studie vor allem darin, dass durch nicht konsistente und z.T. widersprüchliche ESG-Ratings und -Richtlinien eine unbeständige Datenqualität über sämtliche Anlageklassen hinweg generiert wird. Daten seien in Folge dessen nur bedingt aussagekräftig für Szenarioanalysen.⁴

Abhilfe verspricht die Investition in neue smarte Technologien, die dabei unterstützen, Daten verlässlich zu erfassen und vernetzt zu aggregieren, die Datenqualität zu erhöhen sowie transparent über ESG-Aspekte zu berichten.

Aufbau eines professionellen ESG Managements

Eine ESG-Strategie zu entwickeln und umzusetzen, ist weder für Investoren noch für Asset Manager "business as usual". Zu beobachten ist, dass es unterschiedliche Reifegrade bei der Umsetzung von ESG-Aspekten gibt, von initialen

⁴ Vgl. BNP PARIBAS: "Die globale ESG Befragung 2019 - Institutionelle Investoren und Asset Manager legen ihre Strategien zur ESG-Integration fest", https://bvai.de/fileadmin/PDFs/DE/Themenschwerpunkte/Investoren_und_AI_6_19/6368_BP25_ESG_survey_2019_GERMAN_FINAL_SCREEN_web.pdf, abgerufen am 18.10.2019.

Überlegungen und Maßnahmen über definierte Strategien und Policies bis hin zu einem integral und ganzheitlich im gesamten Investment-Lifecycle umgesetzten ESG Management.

Je nach Reifegrad stehen laut ESG-Experten unterschiedliche Leitfragen im Fokus⁵:

- **Initiale strategische Überlegungen**
Wie kann man eine ESG-Policy effektiv gestalten und einführen?
- **Definierte Strategie/Policy**
Wie kann man den größten Mehrwert durch die ESG-Perspektive im Investment-Prozess erzielen?
- **Integrales ESG Management**
Wie kann man als Investor ESG zu einem integralen Bestandteil von Investitionsbewertungen und -entscheidungen machen?

Prozess und Standards: ESG Management systematisieren

Für alle Akteure, die damit beginnen, sich strategisch mit der ESG-Perspektive im Investment-Lifecycle zu beschäftigen, empfiehlt sich ein strukturiertes Vorgehen. Und so empfehlen ESG-Experten für die professionelle Umsetzung eines ESG Managements die folgenden Schritte⁶:

- 1. Strategische Vorüberlegungen:** Entwickeln Sie eine Vision, warum Sie auf die ESG-Perspektive setzen. Informieren Sie sich vorab über hilfreiche Guidelines, Richtlinien und Standards, damit Sie eine strukturierte und ganzheitliche ESG-Strategie entwickeln. Unter anderem Initiativen wie UN PRI oder GRI oder aber die SDGs können Ihnen hierbei Orientierung geben (siehe: Anhang).
- 2. Fokussierung:** Identifizieren Sie die für Sie wesentlichen ESG-Aspekte. Beachten Sie hierbei die Anforderungen Ihrer zentralen Stakeholder. Entwickeln Sie auf dieser Basis Ihre individuelle ESG-Policy. Wenn Sie Investor sind, etablieren

Sie einen ESG Due Diligence Prozess und entwickeln Sie eine ESG-Policy als Richtschnur für verantwortliches Investieren.

- 3. Kriterien/Ziele/Kennzahlen:** Legen Sie Ihre ESG-relevanten Investment-Kriterien (z.B. Ausschluss- oder Positiv-Kriterien, ESG-Scores, Best-in-Class-Ansatz etc.), Ziele und KPIs fest. Impulse für KPIs finden Sie u.a. im KPI-Set "ESG 3.0" der European Federation of Financial Analysts Societies (kurz: EFFAS).
- 4. Tools & Datenmanagement:** Entwickeln Sie Tools für die ESG-Datenerhebung und Daten-Zulieferung (z.B. durch Ihre Portfoliounternehmen) oder erwerben Sie ein softwarebasiertes ESG Management Tool, das Sie dabei unterstützt, die notwendige Datenqualität zu erzielen.
- 5. Datenanalyse & Risk Assessment:** Nutzen Sie die Informationen, die in den Daten stecken und evaluieren Sie Ihre ESG-Risiken, um wirksame Maßnahmen abzuleiten. Schaffen Sie so die Grundlage für ein belastbares Reporting gegenüber Ihren Stakeholdern.
- 6. Reporting:** Nutzen Sie die Erkenntnisse aus Ihren strategischen Analysen und Daten-Auswertungen, um zielgerichtet über Ihre ESG-relevanten Aspekte, und wie Sie diese steuern, zu berichten.

Digitale Lösungen für das professionelle ESG Management

Eine der größte Herausforderung für ein professionelles ESG Management liegt, wie bereits erörtert, in der Fülle, der Komplexität und Aggregation von ESG-Daten ebenso wie in der Gewährleistung von Datenqualität und -sicherheit. Im Zuge der digitalen Transformationen spielen daher zunehmend Softwarelösungen eine zentrale Rolle, um dieser Datenherausforderung Herr zu werden.

Digitale Lösungen können bei der Planung, Steuerung sowie dem Management von Daten unterstützen, mithilfe integrierter Plausibilitätsprüfungen die Datenqualität erhöhen und zugleich durch Datenschutz-Standards einen sicheren Umgang mit einer Fülle von Daten gewährleisten.

⁵ gl. M. Göbbels und J. Stempher (Tauw Group): "Responsible Investment: Drivers for and benefits of ESG management", <https://www.tauw.de/static/default/files/TauwDE/Dokumente/Whitepaper%20ESG.pdf>, abgerufen am 20.10.2019.

⁶ Vgl. ebenda.

Wunschliste der Anwendungsbereiche digitaler Lösungen

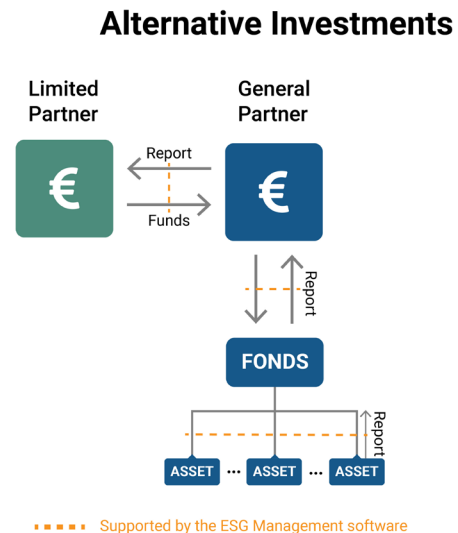
Im Rahmen der globalen ESG-Befragung 2019 von BNP PARIBAS⁷ gaben die befragten institutionellen Investoren und Asset Manager die folgenden Anwendungsbereiche für digitale Lösungen im Kontext der Professionalisierung von ESG Managementprozessen an:

- Aggregation/Analyse von ESG-Daten
- ESG-Berichterstattung auf allen Ebenen (Unternehmen, Portfolio und Fonds)
- Erhöhte Detailtiefe und Aussagekraft von ESG-spezifischen Daten für Research
- Erstellung und Nachverfolgen eines ESG-Index
- Erstellung von Unternehmensprofilen
- Schaffung von neuen, auf Nachhaltigkeitsgrundsatz basierenden Produkten

“ESG Management” Lösung von WeSustain

Die “ESG Management” Lösung von WeSustain ist eine Software für das professionelle ESG Management im gesamten Investment-Lifecycle von Privatmarktanlagen (auch “Private Markets” genannt) bzw. Alternativen Investments. Sie unterstützt vor allem Asset Manager (General Partners) und Risk-Manager, die ESG-relevante Daten berichten und ESG-Risiken managen müssen. Zudem findet die Lösung Anwendung bei Investoren (Limited Partners), die auf Basis von ESG-Kriterien Investitionsentscheidungen treffen wollen.

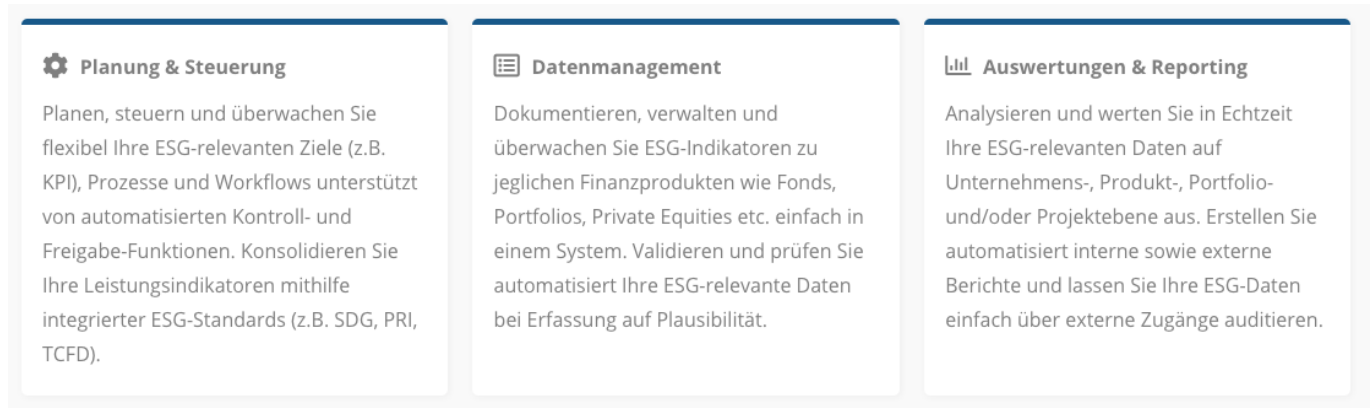
Abbildung 2: Das Nutzer-Universum rund um Alternative Investments der ESG Management Lösung von WeSustain



Neben dem zentralen Steuern von relevanten Workflows, können Nutzer der Software ESG-Daten sicher erheben, auswerten und berichten. Die zentralen Funktionen der Software finden Sie im Folgenden:

⁷ Vgl. BNP PARIBAS: “Die globale ESG Befragung 2019 - Institutionelle Investoren und Asset Manager legen ihre Strategien zur ESG-Integration fest”, S. 29, https://bvai.de/fileadmin/PDFs/DE/Themenschwerpunkte/Investoren_und_AI_6_19/6368_BP25_ESG_survey_2019_GERMAN___FINAL_SCREEN___web.pdf, abgerufen am 18.10.2019.

Abbildung 3: Zentrale Funktionen der ESG Management Software von WeSustain



Zudem setzen Nutzer mit der “ESG Management” Lösung von WeSustain auf einen Datenmanagement-Ansatz, mit dem sie zu einer erhöhten Tiefe und Aussagekraft für das ESG Management gelangen. Als kollaborative IT-Infrastruktur entwickelt, können Nutzer der Software sich vernetzen und über gängige Schnittstellen im Unternehmen bestehende ESG-Tools einbinden.

Hauptvorteile der “ESG Management” Lösung sind:

- Zeit- und kosteneffizientes Managen individueller ESG-relevanter Prozesse
- Zentrales und sicheres Erfassen sowie Steuern von ESG-Daten in einem System
- Schaffung von Workflows für eine kollaborative Zusammenarbeit und einen effizienten Datenaustausch
- Identifizieren von ESG-Risiken durch systemgestützten Risikoanalysen und umfassende Auswertungsfunktionen von Portfolios, Fonds und Projekten
- Bewertung des ESG-Portfolios und gezielte Ableitung von Maßnahmen
- Sichern der ESG-Compliance durch integrierte Standards und Frameworks (z.B. SDGs, UN PRI, TCFD etc.)
- Erhöhen der Datenqualität durch Eingabe- und Plausibilitätsprüfungen
- Erstellen von internen und externen Berichten z.B. auf Unternehmens-, Produkt-, Portfolio- und/oder Projektebene

AUSBLICK

Hinter den drei Buchstaben “ESG” steckt ein mächtiger Managementansatz, der wesentlich dazu beitragen kann, die Realwirtschaft und ihre Unternehmensakteure auf Nachhaltigkeitskurs zu bringen, indem Investoren und weitere Finanzakteure mithilfe von ESG-Kriterien Geld in alternative und verantwortliche Investments lenken. Dabei spielen vor allem Daten und ihre Verfügbarkeit, Qualität und Aussagekraft eine zentrale Rolle.

Schon heute – und künftig noch viel flächendeckender – wird Künstliche Intelligenz (KI) in der ESG-Praxis Anwendung finden: KI wird externe Quellen wie Nachhaltigkeits- und/oder Medienberichte durch Algorithmen nach ESG-Daten durchsuchen, um so zum Beispiel entsprechende Indizes oder Scores zu errechnen. Die durch KI ermittelten Daten könnten so eine unabhängige Perspektive auf die ESG-Performance von Unternehmen liefern und die ESG-Datenqualität maßgeblich erhöhen.

Klar scheint zu sein: Je koordinierter, standardisierter und durch digitalisierte Prozesse professionalisierter künftig ESG-Aspekte gemanaged werden, desto schneller kann eine nachhaltige und ressourceneffiziente Wirtschaft finanziert und damit Realität werden.

ANHANG: FRAMEWORKS

1. "Sechs Prinzipien für verantwortliches Investieren" der UN PRI

Die sechs Prinzipien der Investoreninitiative UN PRI ergänzen die des UN Global Compact, mit dem Unternehmen dazu aufgefordert werden, eine Reihe allgemeiner Prinzipien in ihre Strategien und Aktivitäten in Bezug auf Menschenrechte, Arbeitsnormen, Umweltschutz und Korruptionsprävention ein zu betten. Darüber hinaus fungieren die Prinzipien als Erweiterung der Aktivitäten im Rahmen der Finanzinitiative des UN-Umweltprogramms (UNEP).

Mehr Informationen: <https://www.unpri.org/download?ac=6296>

2. Sustainable Development Goals (SDGs)

Die 17 SDGs der Vereinten Nationen bilden eine Agenda „zur Beendigung von Armut, zum Schutz des Planeten und zur Sicherung des Wohlstands für alle“ bis 2030. Mit 169 Zielsetzungen und 230 individuellen Indikatoren bieten sie eine Richtschnur für Anleger, um ihre Strategien mit diesen in Einklang zu bringen.

Mehr Informationen: <https://17ziele.de/>

3. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) entwickelt und veröffentlicht freiwillige, konsistente klimabezogene Offenlegungen zu finanziellen Risiken und Empfehlungen, die Unternehmen bei der Erfassung und Bereitstellung von relevanten Daten für Investoren, Kreditgeber, Versicherer und andere Interessengruppen Orientierung geben.

Mehr Informationen: <https://www.fsb-tcfd.org/publications/>

4. KPI-Set "ESG 3.0" der European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS)

Die EFFAS-Kommission für ESG und die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) haben einen Entwurf für ESG-KPIs veröffentlicht, die bei der Berichterstattung von ESG-Aspekten unterstützen sollen. Der

Entwurf ist das Ergebnis eines zweijährigen Prozesses und der engen Zusammenarbeit von Anlageexperten und ESG-Experten auf der ganzen Welt.

Mehr Informationen: <https://effas.net/component/content/article.html?id=378:effas-dvfa-launch-exposure-draft-kpis-for-esg-3-0>

▪ "WFE ESG Guidance and Metrics" der Global Reporting Initiative (GRI)

Die Global Reporting Initiative (GRI) – eine der führenden Initiativen für die Nachhaltigkeitsberichterstattung – hat ein Tool veröffentlicht, mit dem sie die von der World Federation of Exchanges (WFE) veröffentlichten 30 ESG-Kennzahlen mit dem GRI-Standard mapped und integral abbildet.

Mehr Informationen: https://www.globalreporting.org/SiteCollectionDocuments/2018/Mapping_WFE-ESG-Metrics_GRIStandards.PDF

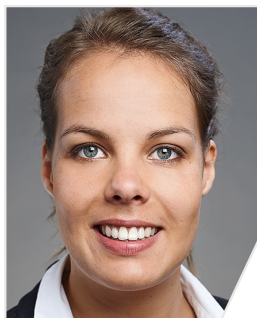
▪ EU-Aktionsplan "Sustainable Finance"

Unter "Sustainable Finance" fasst die EU eine Reihe zentraler Maßnahmen:

- 1.) Entwicklung einer Taxonomie für ein nachhaltiges Finanzwesen
- 2.) Schaffung von Normen für "grüne" Finanzprodukte
- 3.) Präzisierung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter, ESG-Kriterien bei Investitionsentscheidungen zu berücksichtigen und transparent zu machen
- 4.) Einbeziehung von Nachhaltigkeit in Aufsichts-Vorschriften
- 5.) wirksame Offenlegung von Informationen über Nachhaltigkeit und Festsetzung besserer Rechnungslegungsgrundsätze

Mehr Informationen: <https://www.cric-online.org/infoservice/aktuelle-infos/400-hub-for-sustainable-finance-veroeffentlicht-thesenpapier>

Kontakt:



*Jessica Warrings
Produktmanagerin u.a. für "ESG Management" bei WeSustain GmbH. WeSustain bietet Softwarelösungen für die verantwortungsvolle Unternehmensführung.*

*jessica.warrings@wesustain.com
Phone: +49 (0)4161 / 99 45 916
Poststr. 19, 21614 Buxtehude, Germany
www.wesustain.com*



*Marie-Lucie Linde
Nachhaltigkeits- und Kommunikationsexpertin bei marielucIE. In Partnerschaft mit Drooghmans Int. beschäftigt sie sich auch mit dem Thema "Sustainable Finance"*

*linde@marielucie.net
Phone: +49 179 4211027
Lenbachstr. 22, 10245 Berlin, Germany
www.marielucie.net*

**12. -13.
Feb**

SZ-Nachhaltigkeitsforum 2020 **Sustainable Finance und Impact Investing als** **wesentliche Treiber für die Umsetzung der SDGs** **München**

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Auf globaler Ebene leistet Sustainable Finance einen wichtigen Beitrag, den Herausforderungen des Klimawandels erfolgreich zu begegnen. Die neue EU-Richtlinie und EU-Taxonomie sind wichtige Meilensteine auf dem Weg zur Umsetzung in Europa. Gerade für institutionelle Investoren bieten sich viele Vorteile, wenn sie Nachhaltigkeit zunehmend in ihre Anlagestrategie integrieren. Welche Chancen Impact Investing und die Umsetzung der SDGs bieten, und wie sie sich am besten in die eigene Anlagestrategie einbinden lassen, steht beim **SZ-Nachhaltigkeitsforum** auf der Agenda. Diskutieren Sie mit Investoren aus Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätigen Vertretern aus Industrie, Politik und Wissenschaft.

Weitere Informationen unter: www.sv-veranstaltungen.de/nachhaltigkeitsforum

**16.
März**

F.A.Z.-Konferenz Nachhaltigkeit & Kapitalanlage **Frankfurt**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die F.A.Z.-Konferenz Nachhaltigkeit & Kapitalanlage ist in ihrer dritten Auflage längst der Treffpunkt für professionelle Anleger in Deutschland, die ihre Kapitalanlage oder Beratung nachhaltig ausgerichtet haben. Institutionelle Investoren, kirchliche Träger, Family-Offices und Anlagemanager in Stiftungen – sie alle beschäftigen sich immer stärker mit der Frage, in welcher Form sie erfolgreich, renditeorientiert und doch nachhaltig Finanzmittel anlegen und verwalten können.

Diskutieren Sie mit uns in Frankfurt u.a. folgende Themen:

- **Positionierung:** Sustainable-Finance-Standort Deutschland – wo steht der Markt wirklich?
- **ESG:** Fake News, Hate Speech, Datenklau – taugen die ESG-Kriterien für das digitale Zeitalter?
- **Investmentstrategien:** Wie nachhaltig investieren die „Großen“ – Ansätze institutioneller Anleger in der Analyse.

Weitere Informationen: <https://www.faz-konferenzen.de/nachhaltigkeit-kapitalanlage/>

**16. -19.
März**

Infrastructure Investor Global Summit München

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

The Global Summit is the annual meeting place for the infrastructure investment industry's most influential practitioners to build their network and shape the future of the asset class. The 2020 Summit will be the 14th year we have gathered in Berlin and promises to be bigger and better than ever.

**23. - 25.
März**

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments Oestrich-Winkel

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

Sustainable & Responsible Investments (SRI) oder Nachhaltige und verantwortungsbewusste Investments beschreibt eine mittel-/ langfristig-orientierte Anlageform, die nicht nur Finanzinformationen eines Unternehmens berücksichtigt, sondern mit ähnlicher Bedeutung auch nichtfinanzielle Informationen. Dabei handelt es sich um quantitative und qualitative Informationen über den Umgang des Unternehmens mit Umwelt, Mitarbeitern und Gemeinwesen sowie über die Qualität und Ausrichtung der Unternehmensführung, abgekürzt mit ESG (Environment, Social, Governance).

Institutionelle Investoren zählen zunehmend zu den stärksten Kräften, die den globalen Prozess der nachhaltigen Entwicklung substantiell befördern. Aber auch private Investoren entdecken derzeit die Attraktivität des nachhaltigen Investierens.

Die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in den Investitionsprozess gilt als die hohe Kunst des Asset Managements. So ist alleine die Berücksichtigung nichtfinanzieller Informationen in der Fundamentalanalyse eine besondere Herausforderung; und als Beurteilungsbasis unabdingbar ist fundiertes Know-how über die Messung der Sustainability Performance in den Zielunternehmen.

Das **Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments** der EBS Executive School vermittelt diesen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in das zukunftsorientierte und ökonomisch sowie gesellschaftlich relevante Feld der nachhaltigen Investments. Das berufsbegleitende Weiterbildungsstudium legt dabei einen besonderen Fokus auf den globalen gesellschaftlich-politischen Kontext, auf das ökonomische Konzept, die Besonderheiten für bestimmte Asset-Klassen, auf ESG-Investment-Strategien und auf die Bestimmung von ESG-Wertbeiträgen für Unternehmen und für Portfolios.

Teil des Curriculums sind sechs spezielle Module für besonders relevante Investorenkategorien, das sind Versicherungen, Pensionskassen, kirchliche Einrichtungen, Stiftungen, Unternehmen und Private Equity Gesellschaften.

Durch dieses Kompaktstudium werden die Teilnehmer in die Lage versetzt, die Qualität ihrer Investitionsentscheidungen – gemessen am Risk/ Return und am gesellschaftlichen Impact – zu verbessern und damit Reputation und Wettbewerbsfähigkeit ihres Unternehmens in einem vielversprechenden Zukunftsmarkt zu stärken.

2. - 3.
April

portfolio institutionell Awards 2020 und Jahreskonferenz Berlin

Die Jahreskonferenz 2020 von portfolio institutionell steht ganz unter dem Motto Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage: Auf ihr wollen wir dieses Thema kritisch beleuchten, aber auch verständlich und vermittelbar machen und den entsprechenden Überzeugungsgeist wecken. Am Nachmittag geht es wieder in intensive Break-out-Sessions zu vielfältigen Investment-Themen, bei denen garantiert keine Fragen offenbleiben. Am Abend folgt wieder der Höhepunkt des Tages: Die feierliche Verleihung der 14. portfolio institutionell Awards. Seien Sie dabei, wenn diejenigen Investoren ausgezeichnet werden, die sich mit Leidenschaft, Innovation und Weitblick rund um ihre Kapitalanlage hervorheben und mit Best- Practice-Beispielen vorangehen. Beim Investment-Frühstück am Morgen „danach“ bringt Sie Digitalexperte Sascha Lobo zum Thema „Wie das Netz die Welt verändert ...und was das für Wirtschaft und Gesellschaft bedeutet“ auf den neuesten Stand. Erleben Sie 1,5 Tage beim Meinungsführer! www.portfolio-institutionell-awards.de

21. - 22.
April

SZ-Kapitalanlagetag 2020 Kulturwandel im Asset Management – Anlagestrategien in besonderen Zeiten München

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Digitalisierung, veränderte Kundenerwartungen, Nachhaltigkeitskriterien und neue politische und regulatorische Entwicklungen – um diesen vielfältigen Herausforderungen gerecht zu werden, sind institutionelle Investoren gefordert im Asset Management neue Wege zu gehen. Diese Themen stehen im Mittelpunkt des 5. SZ-Kapitalanlagetages. Mit Beiträgen u.a. von Nicholas Gartside (Munich Re), Anja Mikus (KENFO), Dr. Claus Stickler (Allianz), Stefan Schütte (R+V) und André Pflieger (SV Sparkassenversicherung).

Diskutieren Sie mit Investoren aus Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätigen Vertretern aus Industrie und Wissenschaft über innovative Modelle für Ihr Asset-Management.

Weitere Informationen unter: www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagetag

22. - 23.
Apr

BAI Alternative Investor Conference (AIC) 2020 Kap Europa, Frankfurt

30% Rabatt für BAI-Mitglieder

- Die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments
- Assetklassen- und produktübergreifend
- Ausgerichtet auf institutionelle Investoren

Freuen Sie sich auf interessante Fachvorträge und Panel-Diskussionen zu neuen Trends und Entwicklungen in den Bereichen Asset Management, Portfoliostrukturierung, Risikomanagement und Regulierung. Wir erwarten erneut rund 600 Teilnehmer.

Mit hochkarätigen Keynote Speakern:

- **Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro**, Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, mit einem Vortrag zu „Die Weltwirtschaft im Wildwasser“ sowie
- **Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld**, Universität Freiburg, Walter Eucken Institut, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zu „Konjunktur, Klimawandel, Infrastruktur - Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft“
- **Bernd Franken, Geschäftsführer, Nordrheinische Ärzteversorgung**, mit einem Investorenvortrag zu „Investitionen in illiquide Anlageklassen aus Sicht eines Versorgungswerkes“

Weiterhin bieten wir erstmalig eine große gemeinsame **Abendveranstaltung** für alle Teilnehmer einschließlich der institutionellen Investoren an. Diese findet am Mittwoch, 22. April ab 18.30 Uhr im Westhafen Pier statt; dort wird auch der Get-together-Vortrag gehalten. **Als Referenten konnten wir dieses Mal Anders Indset, einen der global führenden Wirtschaftsphilosophen, gewinnen.** Anders Indset eröffnet eine neue Sichtweise auf die „Kunst des Denkens“. Durch die Verbindung der Philosophie der Vergangenheit mit der Technologie und Wissenschaft von morgen, zeigt er Führungskräften auf, wie sie erfolgreich durch das 21. Jahrhundert navigieren können.

Zwei Closed Door Events - ein spezieller **Investorenworkshop** mit Impulsvorträgen institutioneller Investoren, u.a. ein „Erfahrungsbericht aus dem W&W-Konzern: Projekt zur Optimierung der Marktfolge für Private-Market-Investments mit Etablierung einer neuen Marktfolge-Einheit“ von Armin Beerwart, W&W Asset Management GmbH, sowie das **Investorendinner** mit den Key-note Sprechern - runden die AIC 2020 ab.

Das Programm und weitere Informationen finden Sie unter www.ai-conference.com.
Hier geht es zur Anmeldung: https://ai-conference.com/no_cache/anmeldung.html
Bei Rückfragen kontaktieren Sie bitte Christina Gaul, events@bvai.de, +49 228 969870.

**14.
Mai****17. Deutsche Investorenkonferenz
Frankfurt**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Seit Jahren läuft das Private-Equity-Geschäft wie geschmiert. Doch mit der abflauenden Konjunktur in Deutschland mehren sich zusehends auch die Restrukturierungsfälle in den Portfolios vieler Private-Equity-Häuser. Vor allem die Automotive- und Modebranche sind gehörig unter die Räder gekommen. Sollten Private-Equity-Investoren diese Krisenbranchen künftig besser meiden? Oder bieten sich dort vielmehr spannende Opportunities?

In einem herausfordernden Umfeld wird es für Finanzinvestoren immer schwieriger, sich von der Konkurrenz abzugrenzen und hohe Renditen zu erwirtschaften. Welche neuen Ansätze und Projekte gibt es noch, die Private Equity in Deutschland wirklich weiterbringen können? Bei der nächsten Ausgabe der „Deutschen Investorenkonferenz (DIK)“ werden wir diese und viele weitere Themen unter die Lupe nehmen. Die DIK verspricht Eindrücke aus erster Hand – in Case Studies, Vorträgen und lebhaften Diskussionsrunden.

Weitere Informationen finden Sie unter <https://www.finance-magazin.de/events/deutsche-investoren-konferenz/>



AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS-PFI.DE

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge

■ *Private Equity* ■ *Sustainable & Responsible Investments (SRI)*

Kompaktstudium Private Equity

- Fokus auf Private Equity als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von Private Equity-Produkten und Portfoliobeitrag
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 18. Jahrgang: 14. September 2020

www.ebs.edu/private-equity

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments (SRI)

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- Top-Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 4. Jahrgang: 23. März 2020

www.ebs.edu/sustainable-und-responsible-investments

EBS Executive School
PFI Private Finance Institute /
EBS Finanzakademie,
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 6723 8888 0, pfi@ebs.edu
www.ebs-pfi.de

PFI. BAI
Private Finance Institute
Diversifikation zählt.

FNG VfU
FORUM NACHHALTIGE GELDANLAGEN
Verein für Umweltmanagement
und Nachhaltigkeit in der
Finanzindustrie e.V.

EBS  **Executive School**

Vorstellungen von Büchern und Datenbanken

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch Datenbanken, herausragende akademische Arbeiten wie Habilitations- und Promotionsschriften oder Diplom/Master-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die BAI-Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder gaul@bvai.de.



Rechtshandbuch Unternehmensbewertung

Fleischer/Hüttemann

Otto Schmidt, 2. vollständig überarbeitete Auflage, 2019, 1472 Seiten, gebunden, ISBN 978-3-504-45561-3, 199 EUR

Fragen der Bewertung von Assets spielen bei den Assetklassen der alternativen Investments stets eine große Rolle. Abgesehen von Liquid Alternatives ist eine Vielzahl der von alternativen Investmentfonds gehaltenen Vermögenswerte illiquide, Börsenkurse – gar tägliche – existieren für die zugrundeliegenden Vermögenswerte oftmals nicht, entsprechende Daten müssen mühsam beschafft werden oder man bedient sich diverser Bewertungsmethoden. Dies gilt für Privatmarkt-Investments wie Real Estate, Infrastruktur, Private Debt gleichermaßen wie für Private Equity. Zentrale Frage für den Erwerb von Unternehmensanteilen an nicht börsennotierten Unternehmen ist naturgemäß die Bewertung von Zielunternehmen bzw. von Anteilen an diesen Unternehmen. Für Fragen der Unternehmensbewertung hält das „Rechtshandbuch Unternehmensbewertung“ umfassende Antworten bereit.

Dieses einzigartige Rechtshandbuch vermittelt dem Anwender einen verlässlichen Zugriff auf alle rechtsgebundenen, das heißt juristisch veranlassten Fragen der Unternehmensbewertung. Herausragende Experten stellen die einschlägigen Themen an der Schnittstelle von (Gesellschafts-)Recht und Betriebswirtschaftslehre umfassend und ganzheitlich dar. Das Werk eröffnet dem Praktiker den direkten Zugriff auf die vielgestaltigen, oft rechtsformübergreifenden Fragestellungen und die sich stetig ausdifferenzierende höchst- und instanzgerichtliche Rechtsprechung. Aktuell und thematisch ausgebaut.

Die Neuerungen

Aufgenommen wurden neue Kapitel zu

- Planung und Prognose
- Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung
- Abgrenzung zwischen Rechts- und Tatfragen
- Unternehmensbewertung im Schadensersatzrecht
- Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)
- Unternehmensbewertung bei Non-Profit-Organisationen, gemeinnützigen Einrichtungen und öffentlichen Unternehmen
- Unternehmensbewertung im Steuerverfahren

Mit Abschnitten zu allen relevanten Themenkreisen der Unternehmensbewertung:

- Bewertungsmethoden (z.B. Ertragswertverfahren, alternative Bewertungsverfahren)
- Querschnittsfragen (Stichtagsprinzip, Verbundvorteile, Börsenkurs, Anteilsbewertung)
- Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (Aktien- und Konzernrecht, Umwandlungs- und Übernahmerecht, Personengesellschafts- und GmbH-Recht)
- Unternehmensbewertung im Schadensersatz-, Familien- und Erbrecht
- Unternehmensbewertung im Bilanz- und Steuerrecht
- Sonderbereiche der Unternehmensbewertung (z.B. Unternehmenskrise)
- Verfahrensrechtliche Fragen der Unternehmensbewertung (z.B. Spruchverfahren, Streitiges gerichtliches Verfahren, Schiedsverfahren)
- Internationale Bezüge der Unternehmensbewertung

Herausgeber und Autoren sind ausgewiesene Experten und mit allen relevanten Fragen der Unternehmensbewertung aus langjähriger Praxis bestens vertraut.



Kreditwesengesetz - Loseblatt-Kommentar für die Praxis nebst CRR, Nebenbestimmungen und Mindestanforderungen

Reischauer/Kleinhaus

Erich Schmidt Verlag 2019, Loseblatt Kommentar, 8.630 Seiten in vier Ordnern, ISBN 978 3 503 00060 9, 184 EUR

Datenbank

- im Jahresabonnement, € (D) **456,69, das entspricht netto € (D) 32,-/Monat. ISBN 978-3-503-12080-2
- im Jahresabonnement bei Kombibezug von Print und Datenbank, € (D) **141,36, das entspricht netto € (D) 9,90/Monat. ISBN 978-3-503-12081-9

KWG/CRR in Hochfrequenz, ungebunden aktuell

Der „Reischauer/Kleinhaus“ zählt seit Jahrzehnten zu den führenden Werken seines Fachs. Die perfekte Wahl für alle, die mit der beispiellosen Dynamik des Bankenaufsichtsrechts auf höchstem Niveau juristisch Schritt halten.

Erste Referenz zur Bankenaufsicht

Neben detaillierten Kommentierungen zum KWG finden Sie im „Reischauer / Kleinhaus“:

- eine vertiefende Erläuterung der wesentlichen Vorschriften der Capital Requirements Regulation (CRR) i. V. m. den betreffenden KWG-Normen in Form von clusterhaften Darstellungen,
- Erläuterungen der Delegierten Verordnung (EU) 2015/61 – LCR-VO, die die Liquiditätsdeckungsanforderung präzisiert,
- Erläuterungen u. a. der LiqV, der AnzV, der FinaRisikoV und des MaRisk-Regelungstextes,
- Berücksichtigung der technischen Standards der europäischen Aufsichtsbehörde EBA und weiterer wesentlicher Bestimmungen, z. B. EBA-Guidelines,
- eine alphabetische Übersicht der Legaldefinitionen wesentlicher Gesetze und Verordnungen im Aufsichtsrecht.

Weil Aktualität entscheidet: MaRisk-Novelle

Gegenüber gebundenen Kommentaren hat die ergänzbare Form des „Reischauer/Kleinhaus“ den Vorteil, auf neue Rechtsentwicklungen zeitnah zu reagieren – so finden Sie bereits erste Kommentierungen der novellierten MaRisk im Anhang 1 zu § 25a KWG, die in Kürze vollständig sind.

Inhalt der 8. Ergänzungslieferung 2019

Mit dieser Ergänzungslieferung erhält der Nutzer den zweiten Teil der Kommentierung zu § 1 KWG (der erste Teil wurde bereits mit der vorherigen Ergänzungslieferung ausgeliefert).

Darüber hinaus erhält der Nutzer den ersten Teil der aktualisierten Kommentierung des § 2 KWG. Aufgrund des großen Umfangs dieser Kommentierung wird deren Fortsetzung in Kürze mit der nächsten Ergänzungslieferung 9/2019 zur Verfügung gestellt. www.KWGDigital.de