

Transparenz-Analyse 'Nachhaltiges Anlegen'

Nachhaltigkeit richtig verstanden – wo stehen Schweizer Vermögensverwalter beim Thema?



Vorwort

Die öffentliche Diskussion zu nachhaltigen Anlagen hat zu einer starken Zunahme des Angebots nach solchen Anlagen geführt. Das an und für sich schon komplexe Thema des Anlegens ist dadurch für Anleger und Anbieter gleichermaßen nochmals um einiges komplexer geworden. Denn zusätzlich zu traditionellen Methoden der Finanzanalyse kommen neue Ansätze zur Beurteilung der Nachhaltigkeit von Anlagen hinzu.

Widersprüchliche Studien über den Erfolgsausweis nachhaltiger Anlagen, geringe Vergleichbarkeit von Angeboten, und noch wenig fundiertes Wissen im Umgang mit Nachhaltigkeit erschweren dabei die Entscheidungsfindung massgeblich.

Über die Analyse

Die Analyse basiert auf der Recherche verschiedener Quellen (siehe Einzelnachweise) sowie eigenen empirischen Analysen und Erhebungen von ZWEI Wealth bei Vermögensverwaltern, Banken sowie privaten und institutionellen Anlegern.

Autor

Robert Tschiemer, Partner ZWEI Wealth



Zusammenfassung der Resultate

Die vorliegende Studie verfolgt drei Ziele. Sie liefert erstens eine Orientierungshilfe zu verschiedenen Konzepten des nachhaltigen Anlegens. Sie zeigt zweitens auf, welche Angebote heute vorhanden sind beziehungsweise wie die besten Vermögensverwalter heute mit dem Thema umgehen. Und drittens zeigt die Studie einen Ansatz auf, wie Nachhaltigkeit sinnvoll und professionell in die Vermögensverwaltung integriert werden kann.

Ziel oder Wert?

Ganz am Anfang steht die Unterscheidung von Nachhaltigkeit als Ziel oder Wert. Nachhaltigkeit als Ziel strebt in erster Linie die Erreichung eines nachhaltigen Zwecks an («Was soll erreicht werden?»). Die Rendite ist dabei zwar sekundär aber nicht zwangsläufig kleiner. Nachhaltigkeit als Wert umfasst demgegenüber das Bestreben, die Anlagetätigkeit selbst nachhaltig umzusetzen und Nachhaltigkeit indirekt zu fördern («Wie sollen die Ziele erreicht werden?»).

« Wer keine Nachhaltigkeitskriterien anwendet, stellt sich nicht grundsätzlich gegen Nachhaltigkeit, sondern vertraut vielmehr den Marktmechanismen. »

Gemäss der vorliegenden Untersuchung haben heute 19% der privaten und 4% der institutionellen Anleger nachhaltige Ziele für einen Teil ihres Vermögens definiert. Als Wert ist Nachhaltigkeit bei beiden Gruppen hingegen deutlich prominenter vertreten. 48% der privaten und sogar 88% der institutionellen Anleger legen Wert darauf, dass Prinzipien der Nachhaltigkeit im Anlageprozess mitberücksichtigt werden.

Methoden im Überblick

Nachhaltigkeit lässt sich in vielen verschiedenen Varianten in den Anlageprozess integrieren. Grundsätzlich lassen sich vier Methoden unterscheiden. Jede Methode stützt sich auf eine Hypothese betreffend der Marktfunktionalität:

- **Negativ- & Positiv-Auswahl:** Bei dieser Methode schliesst man entweder negative Geschäftsfelder (beispielsweise *Waffenhandel*) aus oder positive Geschäftsfelder (beispielsweise *erneuerbare Energien*) ein, weil hier der Markt nicht funktioniert und man den «guten» Marktbereich unterstützen möchte aber den «schlechten» nicht.

- **Best-in-Class:** Einzelanlagen einer Vergleichsgruppe werden untereinander anhand von Nachhaltigkeitsfaktoren in eine Rangfolge gebracht und gewichtet.
- **ESG-Integration:** Diese Methode bezeichnet die explizite und systematische Berücksichtigung von ESG-Faktoren in der Analyse und Entscheidungsfindung der Anlagetätigkeit.
- **Aktive Eigentümerschaft:** Der Begriff umfasst alle Aktivitäten, welche Anleger und ihre Repräsentanten durch von Gesetzes wegen oder vertragliche Bestimmungen übertragene Rechte, sowie durch ihre Marktmacht unternehmen, um aktiv Einfluss auf nachhaltiges Handeln von Organisationen auszuüben.

Die Analyse zeigt betreffend der Methoden eine klare Tendenz zur Negativ-Auswahl. 27% der privaten Anleger beziehungsweise 49% der institutionellen Anleger lassen sich hier einordnen.

Angebot und Nachfrage im Einklang

Wir haben die Angebote von Banken und Vermögensverwaltern in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte untersucht. Dabei unterscheiden wir die gleichen vier Methoden wie bei der Analyse der Bedürfnisse der privaten und institutionellen Kunden.

Insgesamt ergibt sich beim Angebot ein ähnliches Bild wie bei den Kundenbedürfnissen. 75% der untersuchten Vermögensverwalter haben heute neben traditionellen Angeboten auch solche, die nachhaltige Faktoren berücksichtigen. Die bei weitem meistverbreitete Methode ist bei den Angeboten die Negativ-Auswahl. 94% der Anbieter wenden diese an. Wenn man die Anwendung noch detaillierter nach Intensitätsstufe untersucht, wird auffällig, dass diese in den meisten Fällen als tief einzustufen ist. Lediglich 19% der Anbieter gehen über ein Minimal- und Basisangebot an Negativ-Auswahl hinaus.

Fazit: Präsent, aber noch sehr undifferenziert

Die Analyse verdeutlicht zweierlei. Die Thematik nimmt zu Recht immer mehr Raum ein. Einem grossen Teil der Anleger und Anlegerinnen liegt viel daran, dass die Aspekte von Nachhaltigkeit auch bei ihren Anlagen berücksichtigt werden. Gleichzeitig sehen wir, dass die Angebote auf diese Nachfrage ansatzweise sehr wohl eingehen, in der Tiefe aber noch sehr viel schuldig bleiben. Die Auseinandersetzung der Vermögensverwalter mit dem Thema hat begonnen. Von einer vertieften Diskussion und Beratung von Anlegern sind wir noch weit entfernt. Hier sollte der private wie auch der institutionelle Anleger die Initiative ergreifen, und sich nicht mit vordergründig gut klingenden Konzepten zufriedengeben.

Einleitung

Nachhaltiges Anlegen hat in jüngster Zeit stark an Bedeutung zugelegt. Allein im Jahr 2019 steigerte sich das nachhaltige Anlagevolumen, bestehend aus nachhaltigen Fonds, nachhaltigen Vermögensverwaltungsmandaten und nachhaltigen Anlagen institutioneller Investoren gemäss einer Umfrage von Swiss Sustainable Finance (SSF, 2020, S. 8) um 62% auf CHF 1'163 Mia. Die strategische Bedeutung dieser Entwicklung hat auch der Schweizerische Bundesrat erkannt, welcher laut dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD, 2020) im Juni 2020 einen Bericht und Leitlinien zur Nachhaltigkeit im Finanzsektor verabschiedet hat, worin das Ziel erklärt wird, die Schweiz zu einem führenden Standort für nachhaltige Finanzdienstleistungen zu machen.

Das stetig wachsende Repertoire an Begriffen und Methoden, sowie widersprüchliche Studien über den

Erfolgsausweis nachhaltigen Anlegens^{1,2,3,4}, erleichtern den Durchblick weder für Anleger noch für Anbieter von Anlagelösungen. So geht gemäss Finews.ch (2020) aus einer repräsentativen Umfrage des Forschungsinstituts gfs.bern hervor, dass Kunden vermehrt Transparenz und Beratung zu Aspekten der Nachhaltigkeit wünschen.

In der vorliegenden Studie nehmen wir eine Standortbestimmung vor und zeigen als erstes auf, was unter nachhaltigem Anlegen zu verstehen ist und wie Nachhaltigkeit als Ziel oder als Wert in eine Anlagestrategie integriert werden kann. Als nächstes untersuchen wir, wie die besten Vermögensverwalter in der Schweiz nachhaltiges Anlegen ermöglichen und in welcher Form Anleger bei ZWEI Wealth nachhaltige Anlagen bisher nachgefragt haben. Zudem erläutern wir mögliche Konfliktpotentiale, welche sich bei nachhaltigen Anlagen ergeben können.

Definitionen

Wer nachhaltig anlegen möchte, stösst zunächst auf eine Vielzahl von Begriffen, Definitionen und Abkürzungen, was das Verständnis erheblich erschwert. In Anlehnung an Morningstar (o.D., S. 2) definieren wir hier *nachhaltiges Anlegen* («sustainable investing») als die Gesamtheit aller langfristigen Ansätze und Anlagestrategien, welche eine Kombination aus ökologischen («environmental»), sozialen («social») und gute Staats- und Unternehmensführung stützenden («governance») Themen oder Faktoren im Anlageprozess explizit berücksichtigen. Diese drei Themenbereiche werden gemeinhin unter ihrem englischen Akronym «ESG» zusammengefasst. Wir verwenden nachhaltiges Anlegen demnach als Oberbegriff für alle Ansätze und Anlagestrategien, die sich

ganz oder teilweise mit verantwortungsvollem Anlegen in zumindest einem dieser drei Themenbereiche befassen.

Nachhaltiges Anlegen wird gerne gleichbedeutend mit dem Begriff des *sozial verantwortlichen Anlegens* («Socially Responsible Investing» [SRI]; oder kurz verantwortungsvolles Anlegen [«Responsible Investing», RI]) verwendet. SRI verwendete gemäss Morningstar (o.D., S. 2, 6) historisch hauptsächlich ein Ausschlussverfahren (Negativ-Auswahl) um bestimmte Anlagen zu vermeiden. Jedoch hat sich SRI gemäss Morningstar (o.D., S. 3, 6) über die Zeit weiterentwickelt, um neben umweltbezogenen Themen schliesslich alle drei ESG-Themen abzudecken. In

¹ Eine Metaanalyse von Busch & Friede (2018, S. 583, 595–596, 602) findet einen signifikanten Zusammenhang zwischen sozialen und ökologischen Faktoren einerseits, und der finanziellen Leistung von Unternehmen andererseits. Die Autoren konnten keinen überzeugenden kausalen Effekt der nachhaltigen Faktoren auf finanzielle Leistung oder umgekehrt nachweisen, sondern erkennen einen wechselseitigen Zusammenhang. Aus diesen Erkenntnissen lässt sich noch nicht ableiten, ob eine reine marktbasierende Lösung (ohne besonderen Fokus auf Nachhaltigkeit) oder eine explizite und systematische Berücksichtigung von Nachhaltigkeit die Anlagestrategie der Wahl bestimmen sollte. Vgl. unsere Erläuterungen weiter unten über die Einstellung zur Nachhaltigkeit des Marktmechanismus.

² Gemäss einer Untersuchung von Khan, Serafeim & Yoon (2016, S. 3) übertreffen Unternehmen mit guten Bewertungen auf materiellen nachhaltigen Faktoren solche Unternehmen mit schlechten Bewertungen auf denselben Faktoren. Ebenso aufschlussreich ist ihre Erkenntnis, dass aufgrund von materiellen nachhaltigen Faktoren konzipierte Portfolios eine höhere Prognosequalität aufweisen als ein umfassenderer Nachhaltigkeitsindex (Anm.: welcher keine Unterscheidung zwischen materiellen und nicht

materiellen Faktoren trifft), aus dessen Grundgesamtheit solche Portfolios erstellt wurden.

³ Gemäss Analysen des Internationalen Währungsfonds (International Monetary Fund [IMF], 2019, S. 85, 87) ist die Rendite von nachhaltigen und konventionellen Fonds vergleichbar, und die bisherige Forschung liefert keine schlüssigen Ergebnisse, ob nachhaltige Fonds eine Über- oder Unterrendite gegenüber konventionellen Fonds zu liefern vermögen.

⁴ Eine Analyse von Demers, Hendrikse, Joos & Lev (2020, S. 3–4) über die Krisenresistenz nachhaltiger Anlagen während den COVID-19 Marktturbulenzen im ersten Halbjahr 2020 kommt zum Schluss, dass ESG-Faktoren keinen signifikanten Einfluss auf Renditen während dem ersten Quartal 2020 hatten. Vielmehr haben den Autoren zufolge traditionelle Faktoren wie Verschuldung, Liquidität, Branchenzugehörigkeit und verschiedene marktbasierende Risikoindikatoren die Anlageergebnisse erklären können. Zudem stellen die Autoren fest, dass gute ESG-Bewertungen von Firmen während der Erholungsphase im zweiten Quartal 2020 sogar einen signifikanten negativen Einfluss hatten. Demgegenüber finden die Autoren einen signifikanten positiven Einfluss innovationsgetriebener Aktien (Anm.: Forschung und Entwicklung) auf Anlageergebnisse.

5 Analyse Nachhaltiges Anlegen

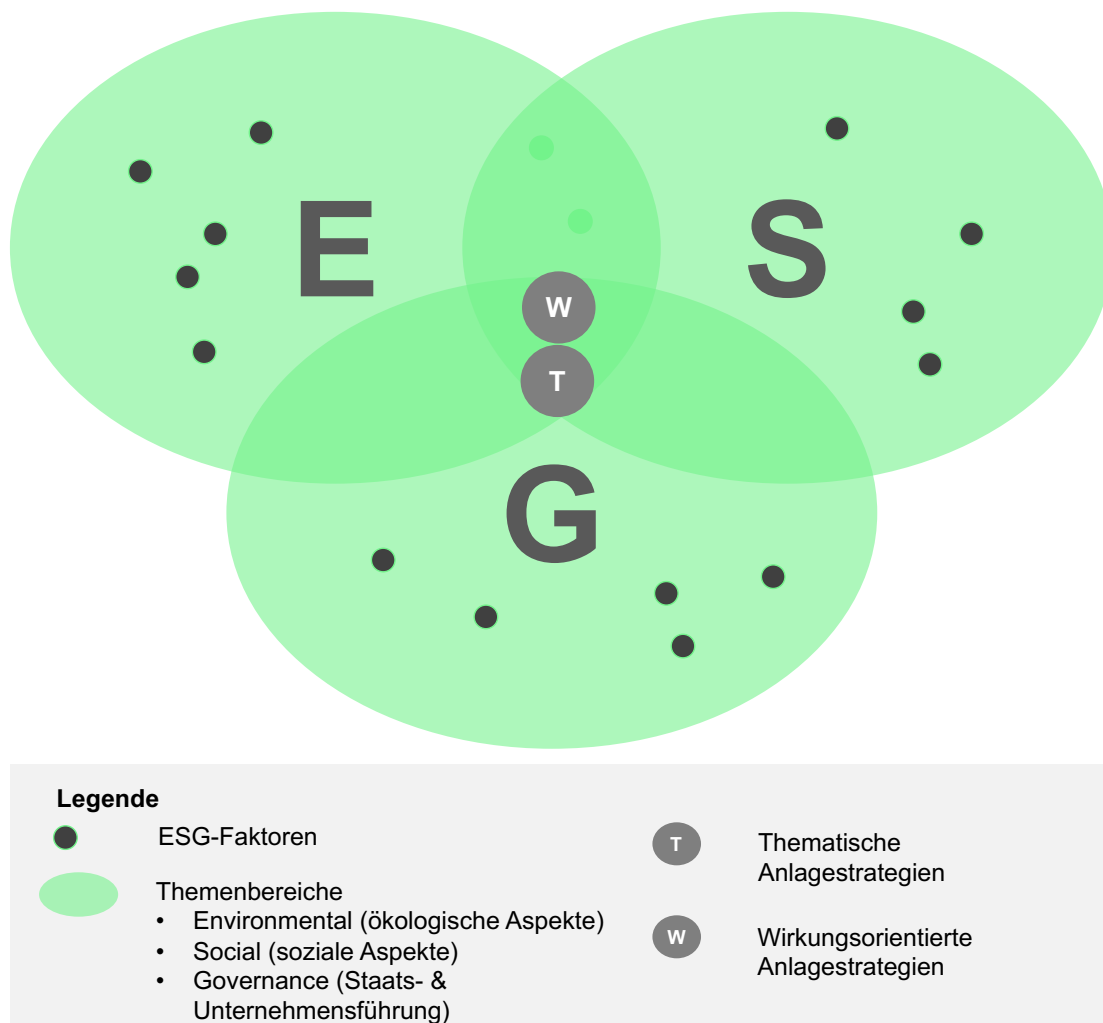
diesem Sinn wäre der weiter gefasste Begriff des verantwortungsvollen Anlegens (RI) sowohl inhaltlich als auch durch seine heute gleichbedeutende Verwendung praktisch deckungsgleich mit nachhaltigem Anlegen. Wir bevorzugen hier den Begriff des nachhaltigen Anlegens gemäss obiger Definition zu verwenden, welcher schon durch seine Namengebung der langfristigen Sichtweise der ihm zugehörigen Ansätze besser Rechnung trägt.

Auch der Begriff des *wirkungsorientierten Anlegens* («impact investing») wird regelmässig mit nachhaltigem Anlegen gleichgesetzt (Morningstar, o.D., S. 6), doch handelt es sich hierbei vielmehr um Anlagestrategien, welche durch eine zweifache Zielsetzung und eine Messung der nachhaltigen Wirkung charakterisiert sind. Diese Anlagestrategien sind aber Teil des nachhaltigen Anlegens. Im Abschnitt über Methoden, und im nächsten Kapitel gehen wir hierauf nochmals ein.

Als ein weiterer verwandter Begriff wird das *thematische Anlegen* («thematic investing») regelmässig im Kontext von nachhaltigem Anlegen erwähnt. Auch hierbei handelt es sich unseres Erachtens nicht um eine Methode nachhaltigen Anlegens, sondern vielmehr um Anlagestrategien, welche durch ein themenorientiertes Anlageuniversum charakterisiert sind. Ihre Anwendung ist auch keineswegs auf nachhaltiges Anlegen beschränkt. Auch hierauf gehen wir im Abschnitt über Methoden, und im nächsten Kapitel nochmals ein.

Zum besseren Verständnis dieser Begrifflichkeiten lässt sich nachhaltiges Anlegen mit dem Sinnbild eines Baukastens veranschaulichen, welcher alle Bausteine enthält, mithilfe derer traditionelle Anlagestrategien zu nachhaltigen Anlagestrategien umgebaut werden können (Grafik 1).

Grafik 1: Nachhaltiges Anlegen als Baukasten (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



6 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Nachhaltigkeit als Ziel

Anlageziele sind in erster Linie finanzieller Natur und beschreiben den Verwendungszweck des Anlagevermögens (beispielsweise Vermögen vergrössern, Lebensunterhalt sicherstellen oder gemeinnützige Zwecke unterstützen). Anlageziele können dabei auch einen explizit nachhaltigen Verwendungszweck vorsehen. Wichtig ist dabei die Unterscheidung zwischen Nachhaltigkeit über ein explizit formuliertes Ziel oder Nachhaltigkeit als Wert, wobei in letzterem Fall rein finanziell definierte Ziele auf nachhaltige Weise umgesetzt werden sollen.

Nachhaltigkeit als Ziel («Was soll erreicht werden?») strebt also in erster Linie die Erreichung eines nachhaltigen Ziels an. Die Rendite ist zwar sekundär, doch brauchen Anleger deswegen nicht zwangsläufig Renditeeinbussen hinzunehmen (vgl. GIIN, o.D., S. 3–5). Beispiele für explizit nachhaltige Ziele sind die gezielte Förderung ökologischer Themen wie erneuerbare Energien⁵ und Wasser⁶, oder sozialer Themen wie finanzielle Inklusion⁷ und erschwingliche Wohnbauten⁸ und weiterer Themen, die vom Global Impact Investing Network (GIIN) in seiner «Impact Investing Market Map»⁹ näher beschrieben werden. Die Zuführung des Vermögens zum nachhaltigen Verwendungszweck kann über verschiedene Anlageklassen¹⁰ wie Aktien, Obligationen oder Immobilien oder auch über die Gründung einer gemeinnützigen Stiftung erfolgen. Von grosser Bedeutung für die Umsetzung von *Nachhaltigkeit* als Ziel ist das wirkungsorientierte Anlegen. Dementsprechend bezeichnen wir explizit nachhaltige Ziele als *wirkungsorientierte Ziele*.

Nachhaltigkeit als Wert

Nachhaltigkeit als Wert («Wie sollen die Ziele erreicht werden?») umfasst demgegenüber das Bestreben, die Anlagetätigkeit selbst nachhaltig umzusetzen und Nachhaltigkeit indirekt zu fördern. Nachhaltigkeit als Wert stellt einerseits auf die *moralischen Werte* der Anleger ab und andererseits auf die *Überzeugung* der Anleger darüber, inwiefern der Marktmechanismus in der Lage ist, Nachhaltigkeit zu fördern. Vermögensverwalter sind also dafür verantwortlich – nebst den Zielvorgaben – auch mit den Wertvorgaben und Überzeugungen der Anleger, kompatible Anlagestrategien zu konstruieren und umzusetzen.

Betrachten wir zunächst die moralischen Werte. Hier gilt es eine Auslegeordnung der spezifischen Moralvorstellungen der Anleger zu schaffen, da diese später bei der Auswahl von Anlagelösungen – neben traditionellen finanziellen Kriterien – als Selektionskriterien herangezogen werden sollen. Ebenfalls von Bedeutung ist hierbei, eine ethische Güterabwägung vorzunehmen, wobei in der Praxis zwischen (moralischem) *werteorientiertem Anlegen* («values-driven investing») und (finanziellem) *wertorientiertem Anlegen* («value-driven investing») unterschieden wird (vgl. Taraporevala, 2020). Werteorientiertes Anlegen hebt die Bedeutung der moralischen Werte stärker hervor, ohne aber eine besondere Renditeerwartung vorzuschreiben¹¹. Es kann jedoch sehr wohl die Bereitschaft zur Hinnahme einer tieferen Rendite bestehen (Hale, 2017). Wertorientiertes Anlegen bezieht demgegenüber neben traditionellen finanziellen Faktoren auch nachhaltige Faktoren in die Anlageentscheidung mit ein, während sie aber trotzdem die Rendite zu maximieren versucht (Taraporevala, 2020). Werteorientiertes und wertorientiertes Anlegen schliessen sich nicht gegenseitig aus, aber die Abwägung zwischen ihnen vorzunehmen hilft dabei, eine Überzeugung darüber zu schaffen, inwiefern der Marktmechanismus in der Lage ist, Nachhaltigkeit durch Selbstregulierung zu fördern.

Einstellung zur Nachhaltigkeit des Marktmechanismus

Wir unterscheiden fünf grundsätzliche *Überzeugungen der Anleger über die Nachhaltigkeit des Marktmechanismus* (Grafik 2):

- **Der Markt regelt alles:** Dies ist die klassische Überzeugung, die nach keiner expliziten und systematischen Berücksichtigung nachhaltiger Faktoren verlangt. Der Markt beziehungsweise die Akteure am Markt, so die Grundüberzeugung, berücksichtigen Nachhaltigkeit automatisch in ihren Entscheidungen, sodass beispielsweise Firmen, die nicht nachhaltig operieren, vom Markt abgestraft werden. Auch werden materielle Faktoren im Kontext von Anlageentscheidungen ohnehin mitberücksichtigt, ob diese nun einen Nachhaltigkeitsbezug aufweisen oder nicht¹².
- **Der Markt funktioniert grundsätzlich, aber irrt sich in besonders schädlichen und nützlichen Geschäftsfeldern:** Diese Überzeugung geht von

⁵ Vgl. <https://www.unpri.org/impact-investing-market-map-renewable-energy/3541.article>

⁶ Vgl. <https://www.unpri.org/impact-investing-market-map-water/3544.article>

⁷ Vgl. <https://www.unpri.org/impact-investing-market-map-inclusive-finance/3548.article>

⁸ Vgl. <https://www.unpri.org/thematic-and-impact-investing/impact-investing-market-map-affordable-housing/3545.article>

⁹ Vgl. <https://www.unpri.org/thematic-and-impact-investing/impact-investing-market-map/3537.article>

¹⁰ Vgl. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

¹¹ Ob bei werteorientiertem Anlegen tatsächlich keine Priorisierung von Werten vor Rendite vorliegt, ist zwar umstritten, vgl. Taraporevala (2020). Jedoch können Renditen gemäss GIIN (o.D., S. 3–5) auch marktgerecht sein (risikoadjustiert).

¹² Soll beispielsweise in Obligationen einer Staudamm-Betreiber-gesellschaft investiert werden, deren Geschäftsleitung und Auftragnehmer aber eine zweifelhafte Einstellung zu Sicherheitsstandards an den Tag legen, könnte dies zu milliardenschweren Schadenersatzklagen gegen die Betreiber-gesellschaft und damit zu einem erhöhten Kreditrisiko für die Anleger führen. Ein traditioneller Finanzanalyst muss solche materiellen Faktoren – ungeachtet seiner Einstellung zu Nachhaltigkeit – mitberücksichtigen.

7 Analyse Nachhaltiges Anlegen

einem grundsätzlich effizienten Markt aus. Sie nimmt aber einschränkend an, dass der Markt beispielsweise bei öffentlichen Gütern (wie der Umwelt) oder aufgrund von Informationsasymmetrien (wie die Verzerrung von Informationen über schädliche Wirkungen von Raucherwaren, oder über die nützliche Wirkung von innovativen Technologien) in Einzelfällen versagen kann. In diesen Fällen ist ein Markteingriff über Steuerungsmechanismen sinnvoll, was die ansonsten zu erwartenden Schäden verhindert, beziehungsweise eine gezielte Förderung der als nützlich erachteten Marktsegmente erlaubt.

- **Der Markt trifft zu viele Fehlentscheidungen, lässt sich aber effizient steuern:** Diese Überzeugung geht generell von einem stärker ausgeprägten Marktversagen aus. Sie nimmt aber auch an, dass der Markt über wirkungsvoll gestaltete Lenkungsmaßnahmen (wie eine systematische, gewichtete Umverteilung des Anlagevermögens weg von den schlechteren und hin zu den besseren Organisationen) effizient zu mehr Nachhaltigkeit hingelenkt werden kann.
- **Nur nachhaltige Anlagen werden langfristig überleben:** Diese Überzeugung lässt sich auf den ersten Blick am ehesten mit der klassischen Überzeugung vergleichen, grenzt sich von dieser aber durch die *explizite und systematische* Berücksichtigung nachhaltiger Faktoren ab. Dieser Überzeugung zufolge muss eine effiziente Marktpreisbildung nachhaltige und damit langfristige Faktoren deswegen berücksichtigen, weil ansonsten eine falsche Preissetzung stattfindet. Diese Überzeugung geht also davon aus, dass Nachhaltigkeit nur als Grundprinzip funktionieren kann, weil ansonsten materielle und schwer messbare Nachhaltigkeitsfaktoren im Anlageprozess übergangen werden.
- **Organisationen müssen gezielt zu Nachhaltigkeit bewegt und überwacht werden:** Diese aktivistischste der fünf Überzeugungen geht davon aus, dass Organisationen nicht von sich aus nachhaltig handeln. Sie dehnt darum den Begriff der Nachhaltigkeit als Grundprinzip dahingehend aus, dass nicht nur der Anlageprozess beziehungsweise die Allokation von Kapital nachhaltig gestaltet werden soll. Vielmehr müssen auch die Emittenten selbst aktiv zu Nachhaltigkeit bewegt und überwacht werden, weil sie ansonsten nur opportunistisch handeln würden.

Aus diesen Beschreibungen wird ersichtlich, dass wer keine Nachhaltigkeitskriterien anwendet, sich nicht grundsätzlich gegen Nachhaltigkeit stellt, sondern vielmehr den Marktmechanismen vertraut.

Grafik 2: Fünf unterschiedliche Überzeugungen (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



Instrumente

Anlegern stehen vornehmlich zwei Instrumente zur Verfügung, mithilfe derer sie nachhaltige Anlagestrategien umsetzen können: die *Kapitalallokation*, sowie *Mitwirkungs- und Repräsentationsrechte*. Die beiden Instrumente könnten aber unterschiedlicher nicht sein, denn einerseits werden sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Anlageprozess angewendet, und andererseits stehen sie nicht für alle Anlageklassen gleichermaßen zur Verfügung. Während die Kapitalallokation vor der Anlageentscheidung bestimmt wird, stehen Mitwirkungs- und Repräsentationsrechte grundsätzlich erst nach Umsetzung der Anlageentscheidung zur Verfügung¹³.

¹³ Vgl. SSF, 2019, S. 15.

8 Analyse Nachhaltiges Anlegen

In diesem Zusammenhang ist es sehr wichtig, die unterschiedliche Funktionsweise von Primär- und Sekundärmarkt hervorzuheben. Wer sein Vermögen einem Unternehmen oder einer Organisation zugutekommen lassen möchte, um diesem zu helfen, erfolgreich zu wachsen und nachhaltige Geschäftsfelder zu etablieren, erreicht dies kaum, indem bestehende Aktien oder Obligationen am Sekundärmarkt (wie beispielsweise einer Börse) gekauft werden. Denn damit wechselt lediglich der Besitzer, und das Geld kaufender Anleger erhält nicht die Organisation, sondern ein anderer Anleger, welcher seine Anteile verkauft. Am Sekundärmarkt lassen sich somit am ehesten noch Preissignale setzen. Diese Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt ist besonders wichtig, wenn Nachhaltigkeit als Ziel definiert wird. Zur erfolgreichen Verfolgung explizit nachhaltiger Ziele sollten geldwerte Mittel im Primärmarkt platziert werden, wo frisches Kapital in Form von Aktien, Obligationen oder anderen Formen der Schuldverschreibung aufgenommen wird. Weitere Möglichkeiten zur Verfolgung nachhaltiger Ziele sind die Gönnerschaft oder die Etablierung einer Stiftung, wo die Verwendung des Vermögens zweckbestimmt erfolgt¹⁴.

Instrument Kapitalallokation

Das Instrument der Kapitalallokation umfasst alle Aktivitäten, welche für die Zuteilung der Vermögenswerte innerhalb einer Anlagestrategie verantwortlich sind. Dazu gehören insbesondere die Prozesse der Planung, Umsetzung und Überwachung einer Anlagestrategie. Die Kapitalallokation bestimmt beispielsweise, in welche Anlageklassen, Länder, Branchen, Unternehmensgrößen und Einzeltitel investiert werden soll. Die erstmalige Bestimmung der Kapitalallokation erfolgt stets vor der Anlageentscheidung, während Änderungen der Kapitalallokation entsprechend vor einer Umschichtung innerhalb bestehender Portfolios stattfinden.

Für die Bestimmung der Kapitalallokation kommen Methoden der Finanzanalyse zur Anwendung, mithilfe derer entschieden wird, in welche Organisationen investiert wird und weshalb, und in welche nicht – es wird also mit anderen Worten entschieden, wie das zu investierende Kapital alloziert wird. Anleger können somit steuern, welchen weniger nachhaltigen oder kontroversen Organisationen Kapital entzogen, und welchen nachhaltigeren Organisationen Kapital zugewiesen werden soll. Eine solche Umverteilung des investierten Kapitals versucht indirekt nachhaltige Effekte zu erzielen, etwa indem dadurch Preissignale gesetzt werden. Somit

wird über den Kapitalmarkt Druck auf die Organisationen ausgeübt beziehungsweise nachhaltiges Wirtschaften belohnt.

Instrument Mitbestimmungs- & Repräsentationsrechte

Das Instrument der Mitbestimmungs- und Repräsentationsrechte umfasst all diejenigen Rechte, welche von Gesetzes wegen oder aufgrund vertraglicher Bestimmungen vom Emittenten eines Titels auf den Eigentümer übertragen werden, oder die vom Eigentümer auf den Besitzer beziehungsweise Verwalter solcher Titel übertragen werden. Diese Rechte können ihren Ursprung emittentenseitig oder eigentümerseitig haben. Mitbestimmungs- und Repräsentationsrechte werden generell erst nach Umsetzung der Anlageentscheidung angewendet. Zwar können, wie wir weiter unten ausführen werden, Repräsentationsrechte einen Einfluss auf die Preissetzung (vielmehr: die Art) von neu zu emittierenden Obligationen ausüben. Jedoch wird die Anlage in solche Neuemissionen in der Regel als Investition beziehungsweise Reinvestition innerhalb einer bereits bestimmten Anlagestrategie erfolgen.

Das bekannte emittentenseitig gewährte *Mitbestimmungsrecht* ist das Aktienstimmrecht. Bei Obligationen gibt es konsequenterweise kein entsprechendes Recht, sodass Anlegern von Aktien weitaus umfassendere Mitbestimmungsrechte offenstehen. Typische eigentümerseitig gewährte *Repräsentationsrechte* sind treuhänderische Sorgfaltspflichten und gegebenenfalls gewährte Stimmrechtsvollmachten («proxy voting»).

Wichtig zu verstehen sind die unterschiedlichen Machtverhältnisse dieser Rechte. Wie bereits angedeutet können nur Anleger von Stimmrechtsaktien von einem direkten und bindenden Aktienstimmrecht Gebrauch machen. Selbstredend können Anleger ihr Aktienstimmrecht an Stimmrechtsvertreter oder einen Vermögensverwalter delegieren, womit aber gerade Anleger mit kleineren Mandaten an Gestaltungsspielraum einbüßen können¹⁵. Bei Obligationen fehlt naturgemäss ein solches Recht, wobei bei Obligationen aber vielmehr Repräsentationsrechte Bedeutung erlangen können. So können einerseits sehr grosse und einflussreiche Vermögensverwalter, oder Gruppen von grossen Anlegern, von ihrer Marktmacht Gebrauch machen, und Emittenten von Obligationen signalisieren, ob und zu welchen Konditionen sie Emissionen zu kaufen bereit sind. Denn Vermögensverwalter als Repräsentanten der Anleger können Emittenten gegenüber Anreize setzen, in den Anleihebedingungen nachhaltige Faktoren

¹⁴ Für eine Übersicht von Anlageklassen und erwartete Renditeeigenschaften wirkungsorientierter Anlagen, vgl. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

¹⁵ Bei Fonds sind alle Anleger an die Stimmrechtsvorgaben des Fondsanbieters gebunden, während bei diskretionären Vermögensverwaltungsmandaten Anleger mit grossen Vermögen im Vorteil sind, um nach Möglichkeit die Bedingungen für eine Stimmrechtsvorgabe auszuhandeln.

9 Analyse Nachhaltiges Anlegen

mitzuberücksichtigen. Dadurch können beispielsweise mit nachhaltigen Bedingungen versehene «green bonds» tiefere Marktverzinsungen erzielen als dieselben Obligationen ohne genannte Bedingungen. Emittenten erhalten dadurch einen Anreiz, nachhaltiger zu wirtschaften, um so ihre Finanzierungskosten zu senken¹⁶. Die im Markt für Obligationen realisierten Preise dienen somit wiederum als Preissignale, welche andere Marktteilnehmer zu ähnlichem Verhalten animieren können^{17,18}.

Methoden

Wir betrachten hier die typischen zur Umsetzung nachhaltiger Anlagestrategien verwendeten Methoden. Vom Prinzip her gleichen sie traditionellen Methoden der Finanzanalyse und der Vermögensverwaltung, aber mit einer Ausgestaltung, die den Anforderungen nachhaltiger Anlagestrategien gerecht wird. Alle Methoden kommen anbieterseitig zur Anwendung, jedoch kann die Methode der aktiven Eigentümerschaft (wie die Namengebung impliziert) teilweise auch anlegerseitig ausgeführt werden.

Negativ- & Positiv-Auswahl

Wir betrachten *Negativ- & Positiv-Auswahl* als zwei Ausprägungen derselben Methode, zumal das methodische Vorgehen stets auf dem Konzept beruht, Einzelanlagen oder Gruppen gleichartiger Anlagen systematisch aus dem Anlageuniversum auszuschliessen oder in diesem mitzuberücksichtigen. Als Entscheidungskriterium wird eine für die Umsetzung der jeweiligen Anlagestrategie zweckdienliche Informationsgrundlage verwendet. Dies kann beispielsweise eine Liste von nicht umweltverträglichen Branchen sein, oder als Gegenstück dazu eine Liste von Produzenten erneuerbarer Energien.

Üblicherweise sprechen Anbieter nachhaltiger Anlagestrategien nur von Negativ-Auswahl. Gemeint ist damit in der Regel die Vermeidung von Anlagen in Aktien oder Obligationen von Emittenten, deren Handlungen auf signifikante Weise moralischen Werten von Anlegern zuwiderlaufen. Beispiele für ausgeschlossene Anlagen sind in der Produktion von

Alkohol, Tabak, Waffen, fossiler Energie oder Kernkraft tätige Unternehmen. Horlacher & Koutsoukis (2017, S. 38) unterscheiden dabei wertorientierte Ausschlüsse und normenorientierte Ausschlüsse. Wir treffen hier diese Unterscheidung jedoch nicht, da erstens Abweichungen von derartigen internationalen Standards unweigerlich auch auf moralische Fragestellungen zurückfallen und damit ebenfalls nach wertorientierten Entscheidungen verlangen. Zweitens sind Negativ- & Positiv-Auswahl übliche Methoden der Finanzanalyse, die sich nicht auf moralische Entscheidungsgrundlagen beschränken lassen – im Kontext nachhaltiger Anlagen wird diese Methode schlicht besonders häufig für moralische Entscheidungsprobleme verwendet.

Im Umkehrschluss können nachhaltige Anlagestrategien analog auch mit Positiv-Auswahl umgesetzt werden, denn ob beispielsweise einzelne Unternehmen oder ganze Branchen systematisch ausgeschlossen oder einbezogen werden, betrachten wir als Kehrseiten desselben methodischen Vorgehens. Typische Beispiele von Anlagestrategien, die mit Positiv-Auswahl erstellt werden können, sind beispielsweise wirkungsorientierte und thematische Anlagen.

Best-in-Class

Wie schon die Bezeichnung dieser Methode als *Best-in-Class* impliziert, werden hierbei Einzelanlagen einer Vergleichsgruppe untereinander anhand von Nachhaltigkeitsfaktoren in eine Rangfolge gebracht. Über ein statistisches Auswahlverfahren können die Einzelanlagen daraufhin anhand ihrer Rangfolge ein- oder ausgeschlossen, und gewichtet oder ungewichtet in die Portfolio-Strukturierung miteinbezogen werden. Bei einer sehr einfachen, ungewichteten Ausgestaltung der Portfolio-Strukturierung könnte die Best-in-Class-Methode damit auch als eine fortgeschrittenere Variante der Negativ- & Positiv-Auswahl angesehen werden. Je nach Ausgestaltung der Methode, sowie Umfang und Komplexität der für sie herangezogenen Informationsgrundlagen, können aber der Aufwand für die Umsetzung und die Anforderungen an eine robuste Datenverarbeitung

¹⁶ Auch die Marktverzinsung von Obligationen staatlicher Emittenten wird einer Analyse von Allianz Global Investors GmbH (AGI, 2017, S. 4, 9, 16–17) zufolge von ESG-Faktoren beeinflusst, und das unabhängig davon, ob es sich um entwickelte Länder oder um Schwellenländer handelt. Gemäss Berg et al. (2016, zit. in AGI, 2017, S. 17) scheint gute Staatsführung kaum einen Einfluss auf das Kreditrisiko von Schwellenländern zu haben. Angesichts der erst kürzlich zu beobachtenden deutlichen Preisbewegungen belarischer Staatsanleihen (vgl. Stubbington, 2020) stellt sich trotzdem die Frage, inwiefern gute (oder eben nicht so gute) Staatsführung, und also die damit verbundenen Risiken eingepreist sind und unter Einbezug nachhaltiger Faktoren und geeigneter Instrumente besser berücksichtigt werden können.

¹⁷ Vgl. auch Mercer (2020, S. 11). Das Beratungsunternehmen Mercer erachtet den Dialog mit Emittenten durch Vermögensverwalter ebenfalls dort als sinnvoll, wo Grössenvorteile vorhanden sind. Gemäss Mercer unterscheidet sich die Intensität des Dialogs verschiedener Obligationenanleger, und sie reicht von der einfachen Einforderung von Fragebögen bis hin zum

Zusammenschluss mit anderen, gleichgesinnten Gruppen von Anlegern, um auf proaktivere Weise ihre Interessen zu vertreten. Weil Nachhaltigkeitsrisiken die Zahlungsströme von Obligationen und damit deren Kreditrisiko beeinflussen können, ortet Mercer das Bedürfnis für mehr Transparenz über solche Risiken im Zentrum des Dialogs mit Emittenten.

¹⁸ Da es gemäss Rüegg (2020) in der aktuellen schweizerischen Gesetzgebung keine expliziten Verpflichtungen für Finanzinstitutionen gibt, um ökologische Risiken zu berücksichtigen, und keine spezifischen Vorgaben zur Offenlegung oder dem Einbezug von Nachhaltigkeitsfaktoren durch Fremdkapital, erlangt der Einfluss von Anlegern und ihren Vertretern hierzulande eine umso grössere Bedeutung in Form einer Selbstregulierung des Marktes. Die Europäische Union hat demgegenüber in jüngster Zeit weiterführende Anstrengungen unternommen, womit gemäss Rüegg auch Standards, Verantwortlichkeiten und Offenlegungspflichten aufgegriffen worden sind.

10 Analyse Nachhaltiges Anlegen

und -analyse – und damit die Kosten der Umsetzung dieser Methode – wesentlich zunehmen.

Ein mögliches Umsetzungsbeispiel¹⁹ könnte aus den Datensätzen zu verschiedenen Nachhaltigkeitsfaktoren (Energiebilanz, Tätigkeit in moralisch zweifelhaften Geschäftsfeldern, Einhaltung von menschen- und arbeitsrechtlichen Standards, nachhaltiger Umgang mit natürlichen Ressourcen, und so weiter) eine mehrstufige nachhaltige Bonitätskala erstellen (analog zu finanziellen Bonitätsskalen von S&P, Moody's und Fitch). Daraus könnten wiederum in einem statistischen Verfahren Vorreiter, Mittläufer und Nachzügler identifiziert werden. Anhand einer solchen Bonitätskala können schliesslich die schlechtesten Bonitätsstufen ganz ausgeschlossen und die besseren Stufen mit Präferenz hin zu den Vorreitern neu gewichtet werden.

ESG-Integration

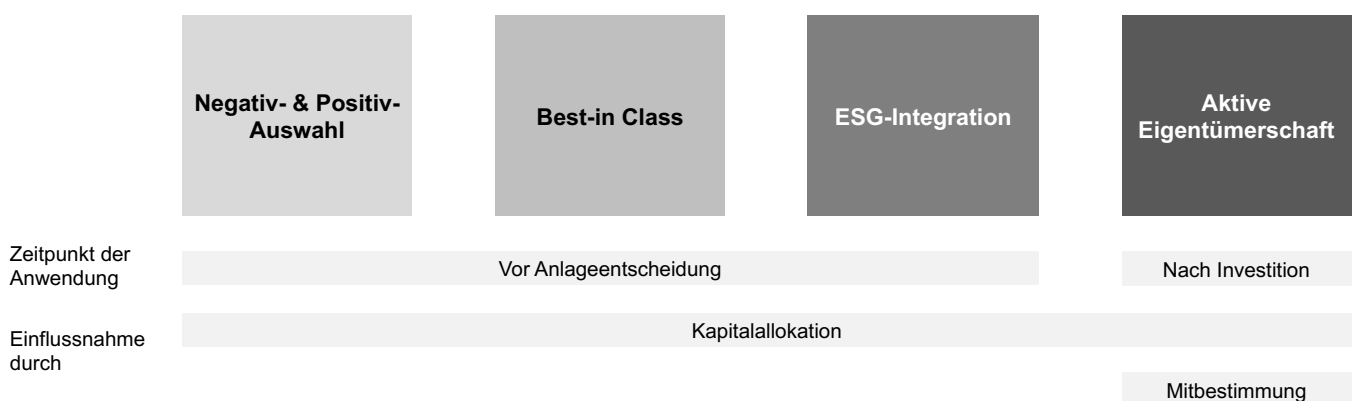
Die Methode *ESG-Integration* ist umfassender, aber nicht notwendigerweise aufwändiger, als die beiden oben beschriebenen Methoden. Die Prinzipien für verantwortliches Investieren der UNO («UN Principles for Responsible Investment», UN PRI, 2018) definieren ESG-Integration als die explizite und systematische Berücksichtigung von ESG-Themen in der Analyse und Entscheidungsfindung der Anlagetätigkeit. Anders formuliert bezeichnen die UN PRI ESG-Integration als die Auswertung aller materiellen Faktoren in der Analyse und Entscheidungsfindung der Anlagetätigkeit, einschliesslich ESG-Faktoren.

Damit verlangt diese Methode von den drei bisher beschriebenen nach der umfassendsten Berücksichtigung von ESG-Faktoren, indem systematisch alle drei Themenbereiche abgedeckt werden sollen. Gleichzeitig bietet diese Methode aber auch erhebliche Flexibilität bei der Ausgestaltung von Anlageprozessen, denn sie erlaubt gemäss UN PRI (2018) jeweils nur die im Einzelfall relevanten Faktoren mitzuberücksichtigen, und sie macht keine Vorgaben über zu verwendende Analysemodelle oder Filterkriterien. Zentral ist ebenfalls die Feststellung, dass die Verwendung dieser Methode keinesfalls zu einer schlechteren Rendite zu führen braucht (UN PRI, 2018). Die Methode der ESG-Integration umfasst also mehr zielgerichtete als operationelle Vorgaben für die Umsetzung von Anlageprozessen.

Aktive Eigentümerschaft

Wir definieren hier *aktive Eigentümerschaft* sehr breit und beschränken sie nicht nur auf Aktivitäten im Zusammenhang mit Aktienstimmrechten. Vielmehr soll diese Methode, im Einklang mit unserer obigen Definition vom Instrument der Mitbestimmungs- und Repräsentationsrechte, soweit als möglich auf alle Formen der Eigentümerschaft Anwendung finden. Wie wir oben bereits veranschaulicht haben, vermögen nicht nur Anleger von Aktien, sondern auch Anleger von Obligationen Einfluss auf nachhaltiges Handeln auszuüben. Sinngemäss gilt dies ebenso für Immobilien und alternative Anlagen.

Grafik 3: Instrumente & Methoden zur Umsetzung nachhaltiger Anlagestrategien (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



¹⁹ Wir basieren unser vereinfachtes Beispiel auf einer Präsentation des Vermögensverwalters DWS, wie sie am 28. Mai 2020 unter

<https://www.brighttalk.com/webcast/14277/405245/dws-esg-talks> vorgestellt wurde.

11 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Demzufolge umfasst aktive Eigentümerschaft alle Aktivitäten, welche Anleger und ihre Repräsentanten durch von Gesetzes wegen oder vertragliche Bestimmungen übertragene Rechte, sowie durch ihre Marktmacht²⁰ unternehmen, um aktiv Einfluss auf nachhaltiges Handeln von Organisationen auszuüben. Dies umfasst Aktivitäten wie beispielsweise das Einbringen von Anträgen und das Abstimmen an Generalversammlungen, Interaktion mit Investor Relations Abteilungen von Unternehmen, oder die Indikation von Kaufabsichten und Preis- und Konditionenvorstellungen bei Anleiheplatzierungen.

Aktive Eigentümerschaft ist damit eine aktivistische Methode, darf jedoch nicht einfach mit aktivistischem Anlegen gleichgesetzt werden, bei dem gezielt signifikante Unternehmensanteile erworben werden, um strategische oder finanzielle Ziele durchzusetzen zu versuchen. Diese Methode ist gerade für Anleger von Bedeutung, welche der Überzeugung sind, dass Organisationen gezielt zu Nachhaltigkeit bewegt und überwacht werden müssen, und dafür bestehende Rechte aktiv ausgeübt werden sollen. Diese Methode steht damit in starkem Kontrast gerade zu einer reinen Negativ-Auswahl, bei der solche rechtlich begründeten Einflussmöglichkeiten zwangsläufig aufgegeben werden.

Dass aktive Eigentümerschaft Wirkung zeigen kann, zeigt ein Bericht von Raval, Hook & Mooney (2018), demzufolge der Öl- und Gaskonzern Royal Dutch Shell durch starken Druck von Anlegern dazu gedrängt wurde, mehr Verantwortung für seinen Einfluss auf die Klimaerwärmung zu übernehmen. Daraufhin hatte der Konzern angekündigt, Ziele für seine CO₂-Emissionen festzulegen und diese mit der Entschädigung seiner Unternehmensführung zu verknüpfen. Unter den Anlegern befand sich auch massgeblich eine Investorengruppe namens *Climate Action 100+*, welche damals gemäss Raval, Hook & Mooney über USD 32 Billionen Vermögen verwaltet hatte.

Zusammenfassung & Abgrenzung von Definitionen
Zusammenfassend stellen wir in Grafik 3 die oben vorgestellten Instrumente und Methoden nochmals dar. In Abgrenzung zu diesen Methoden sehen wir folgende, andernorts anzutreffenden Begriffe, nicht als eigenständige Methoden im engeren Sinn an, sondern vielmehr als Teilmethoden (erste drei) beziehungsweise als Charakteristika ganzer Anlagestrategien (letzte zwei).

- **Normenorientierte Auswahl («norms-based screening»):** Hierbei werden mögliche Anlagen danach ausgewählt, ob die zugehörigen Emittenten minimale nationale oder internationale Standards und Normen einhalten wie UN Global Compact, ILO-Konventionen, OECD-Leitsätze für

multinationale Unternehmen, oder UNO-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte (SSF, 2020, S. 14, 25). Dies betrachten wir nicht als eine eigenständige Methode, da eine solche Auswahl methodisch gesehen weitgehend mit einer Negativ- & Positiv-Auswahl identisch ist, oder auch nach der Best-in-Class Methode umgesetzt werden könnte. Normenorientierte Auswahl verwendet einfach eine andere Informationsgrundlage als Auswahlkriterium (beispielsweise einen Normenkatalog, anstelle von Listen als schädlich betrachteter Branchen oder Emittenten, oder Listen über das Volumen von CO₂-Emissionen einzelner Emittenten).

- **ESG-Dialog («ESG engagement»):** Hierbei treten Aktieninhaber mit den obersten Führungsebenen von Unternehmen in einen Dialog mit dem Ziel, ökologische, soziale und gute Unternehmensführung betreffende Faktoren bei ihrer Unternehmensführung mitzuberücksichtigen (vgl. Gäumann & Simsa, 2017, S. 77). Wir subsumieren diesen Ansatz unter der von uns verwendeten Methode der aktiven Eigentümerschaft. Denn erstens betrachten wir aktive Eigentümerschaft, wie oben erläutert, als Methode, welche sinngemäss auch die Anleger von Obligationen mitberücksichtigen soll. Zweitens erscheint uns eine Unterscheidung zwischen Einflussnahme als Aktieninhaber (der vorliegende Ansatz) und Stimmrechtsausübung als Aktieninhaber (der nachfolgende Ansatz) als zu differenziert, denn beide basieren auf demselben Mitbestimmungsrecht.
- **ESG-Stimmabgabe («ESG voting»):** Hierbei üben Inhaber von Stimmrechtsaktien aktiv ihr Stimmrecht zu ökologischen, sozialen und gute Unternehmensführung betreffenden Themen aus und unterstützen damit die Berücksichtigung nachhaltiger Faktoren bei der Unternehmensführung (vgl. SSF, 2020, S. 14). Wir subsumieren auch diesen Ansatz unter der von uns verwendeten Methode der aktiven Eigentümerschaft. Denn erstens betrachten wir aktive Eigentümerschaft, wie oben erläutert, als Methode, welche sinngemäss auch die Anleger von Obligationen mitberücksichtigen soll. Zweitens erscheint uns eine Unterscheidung zwischen Einflussnahme als Aktieninhaber (der vorgängige Ansatz) und Stimmrechtsausübung als Aktieninhaber (der vorliegende Ansatz) als zu differenziert, denn beide basieren auf demselben Mitbestimmungsrecht.
- **Wirkungsorientiertes Anlegen («impact investing»):** Hierunter wird das Anlegen mit dem ausgewiesenen Ziel verstanden, positiven und messbaren sozialen und ökologischen Nutzen zu

²⁰ Alleine oder gemeinsam mit Gleichgesinnten.

12 Analyse Nachhaltiges Anlegen

stiften, und dabei auch eine finanzielle Rendite zu erzielen (GIIN, o.D., S. 3). Mit anderen Worten werden beim wirkungsorientierten Anlegen Anlagestrategien verwendet, welche durch eine zweifache Zielsetzung charakterisiert sind: Die Förderung eines nachhaltigen Ziels, und die Erreichung eines finanziellen Ziels. Die dabei angestrebte finanzielle Rendite kann gemäss GIIN (o.D., S. 4–5) sowohl eine marktgerechte als auch eine tiefere Rendite sein (zumal die Rendite weniger im Vordergrund stehen kann als das nachhaltige Ziel). Ebenfalls charakteristisch für diese Anlagestrategien ist die Bereitschaft des Anlegers, die Wirkung seiner nachhaltigen Anlagen zu messen (GIIN, o.D., S. 4), was eine entsprechende Organisation und Berichterstattung erfordert (beziehungsweise die Delegation derselben an den Vermögensverwalter). Methodisch gesehen können Anlageuniversen und Titel dieser Anlagestrategien im einfachsten Fall mit einer Positiv-Auswahl selektiert werden, während die Umsetzung auch unter Zuhilfenahme der übrigen von uns oben vorgestellten Methoden vorgenommen werden kann. Die Anlageuniversen können auch thematisch orientiert sein²¹ (vgl. auch nachfolgenden Punkt zum thematischen Anlegen). Wirkungsorientiertes Anlegen ist bei wirkungsorientierten Zielen von grosser Bedeutung, worauf wir im folgenden Kapitel nochmals eingehen werden.

- **Thematisches Anlegen («thematic investing»):** Hierbei werden Anlagen anhand von Themenbereichen gruppiert, welche beispielsweise soziale, industrielle oder demografische Trends umfassen, oder auch nachhaltige Themen wie umweltfreundliche Technologien, umweltschonende Immobilienbewirtschaftung,

nachhaltige Waldbewirtschaftung, Landwirtschaft, Gesundheitsvorsorge oder Ausbildung (CFA Institute, 2015, S. 22). Mit anderen Worten werden beim thematischen Anlegen Anlagestrategien verwendet, welche durch ein themenorientiertes Anlageuniversum charakterisiert sind. Dabei werden methodisch gesehen Anlageuniversen, und im einfachsten Fall Titel, mit einer Positiv-Auswahl selektiert, während die Umsetzung auch unter Zuhilfenahme der übrigen von uns oben vorgestellten Methoden vorgenommen werden kann. Thematisches Anlegen ist nicht auf nachhaltige Anlagen beschränkt, sondern findet sich auch bei traditionellen Anlagen. Innerhalb von nachhaltigen Anlagen kann es sowohl bei wirkungsorientierten Anlagen zur Anwendung gelangen (vgl. vorangehenden Punkt), als auch bei einer nicht wirkungsorientiert definierten Strategie zur Bestimmung des Anlageuniversums.

Gemäss unserer Einschätzung versuchen Anbieter von nachhaltigen Anlagestrategien immer wieder, sich zu Marketingzwecken mit neuen Variationen der hier vorgestellten Methoden vor ihrer Konkurrenz zu differenzieren. Um die tatsächliche Wirkungsweise von nachhaltigen Anlagestrategien zu verstehen ist es daher ratsam, sich vorgängig einen unabhängigen Überblick zu verschaffen, den Anbieter aktiv herauszufordern, und bei Bedarf eine unabhängige Anlageberatung beizuziehen. Ansonsten ergibt sich erhebliches Konfliktpotential mit möglicher Auswirkung auf den Anlageerfolg und die Zielerreichung, wie wir im übernächsten Kapitel im Abschnitt über mögliche Konfliktpotentiale erläutern werden.

²¹ Vgl. GIIN (2019, S. 6) für eine Übersicht wirkungsorientierter Themenbereiche. Regelmässig anzutreffende Themenbereiche sind insbesondere auch die Ziele für nachhaltige Entwicklung der

UNO (UN Sustainable Development Goals [UN SDGs], vgl. <https://sdgs.un.org/goals>).

Nachhaltig Anlegen

Eine nachhaltige Anlagestrategie sollte als integraler Bestandteil einer Vermögensarchitektur betrachtet werden, und der Bedarf nach einer solchen Strategie sollte somit von Beginn an während der Planung einer neuen, beziehungsweise während der Überprüfung einer bereits bestehenden, Anlagestrategie abgeklärt werden. Denn beim nachhaltigen Anlegen gilt es, wie bei jeder anderen zu treffenden Anlageentscheidung auch, eine ganzheitliche Betrachtung vorzunehmen, beginnend mit der Bestimmung von Anlagezielen und Werten, über das passende Rendite-/Risikoprofil, bis hin zur Auswahl der passendsten Vermögensverwalter. Ansonsten riskieren Anleger, dass weder ihre Ziele noch ihre Werte erreicht werden, wie wir im folgenden Kapitel im Abschnitt über mögliche Konfliktpotentiale erläutern werden.

Teil der Planung ist also die Festlegung von Zielen, Werten und Überzeugungen, wie sie im vorangehenden Kapitel definiert wurden. Dabei wird bestimmt, ob und wie Anleger Nachhaltigkeit in ihrer Anlagestrategie berücksichtigt haben möchten, und insbesondere, ob sie Nachhaltigkeit als Ziel oder als Wert berücksichtigen möchten. Nachfolgend erläutern wir, welche für nachhaltiges Anlegen anwendbaren Ansätze sich nach unserem Ermessen am besten für die Umsetzung von Nachhaltigkeit als Ziel oder Wert eignen. Wir gehen dabei jeweils von der einfachsten Umsetzung aus und orientieren uns zudem an häufig verwendeten Strategien. Unsere Zuordnung ist also als allgemeiner Leitfaden zu betrachten, und es ist sehr wohl möglich und üblich, mehrere Methoden gemäss den Bedürfnissen der Anleger und den Erfordernissen der jeweiligen Anlagestrategie untereinander zu kombinieren.

Nachhaltigkeit als Ziel («Was soll erreicht werden?»)

Wenn Nachhaltigkeit als Ziel verfolgt wird dann sprechen wir von wirkungsorientierten Zielen. Eine wirkungsorientierte Umsetzung kann sowohl auf Stufe einer Einzelanlage als auch über eine oder mehrere Anlageklassen hinweg erfolgen. Unter diese wirkungsorientierte Ziele fallen auch die Betätigungen als Gönner, Spender oder die Gründung einer eigenen gemeinnützigen Stiftung (gerade im letzteren Fall kommt sinngemäss das Instrument der aktiven Eigentümerschaft zur Anwendung). Von grosser Bedeutung ist bei wirkungsorientierten Zielen





folglich das wirkungsorientierte Anlegen. Wesentlich ist dabei gemäss dem Global Impact Investing Network (GIIN, o.D., S. 4) die Bereitschaft des Anlegers, die Wirkung seiner nachhaltigen Anlagen zu messen und durch eine entsprechende Berichterstattung Transparenz über den nachhaltigen Erfolg und die Verantwortlichkeiten der Anlage sicherzustellen (beziehungsweise sicherstellen zu lassen). Wie bereits erläutert, kann wirkungsorientiertes Anlegen auch mit thematischem Anlegen kombiniert werden. Beispielsweise kann sich eine wirkungsorientierte Anlagestrategie thematisch an den wirkungsorientierten Kategorien und Themen des GIIN (2019, S. 5–6), oder an den Zielen für nachhaltige Entwicklung der UNO («UN Sustainable Development Goals» [SDGs]) orientieren. Sie kann sich zudem, wie bereits erläutert, wo geeignet mehrerer der oben diskutierten Methoden bedienen.

Nachhaltigkeit als Wert («Wie sollen die Ziele erreicht werden?»)

Für Nachhaltigkeit als Wert gehen wir von den oben erläuterten Überzeugungen über die Nachhaltigkeit des Marktmechanismus aus. Die in Tabelle 1 dargestellte Übersicht zeigt auf, welche Methoden wir im einfachsten Fall als am geeignetsten erachten, um jede der fünf Überzeugungen umzusetzen. Auch hier gilt, dass mehrere der verfügbaren Methoden gemäss den Bedürfnissen der Anleger und den Erfordernissen der jeweiligen Anlagestrategie untereinander kombiniert werden können. Es wäre nicht zielführend, einem Vermögensverwalter vorzuschreiben, welche Methoden zur Umsetzung einer Anlagestrategie am besten geeignet und anzuwenden sind, ausser, dies sei im Einzelfall eines individuell verhandelten Mandats erforderlich. Grundsätzlich soll ein Verwalter diese Entscheidung daher in seiner treuhänderischen Verantwortung und im Auftragsverhältnis seines Verwaltungsmandats eigenverantwortlich fällen können – unter Berücksichtigung der Zielvorgaben, und unter Einhaltung der Restriktionen der Anleger als Auftraggeber. Hingegen schuldet jeder Vermögensverwalter seinen Auftraggebern Rechenschaft über die Erfüllung seines Leistungsauftrags. Transparenz über verwendete Instrumente und Methoden sowie deren Wirkungen anzubieten liegt dabei selbstredend auch im Interesse des Verwalters.

14 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Tabelle 1: Geeignete Methoden zur Umsetzung von Nachhaltigkeit als Wert (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)

Überzeugung	Umsetzung	Geeignete Methoden			
		Negativ- & Positiv-Auswahl	Best-in-Class	ESG-Integration	Aktive Eigentümerschaft
Der Markt regelt alles	Reine Marktlösung				
Der Markt funktioniert grundsätzlich, aber irrt sich in besonders schädlichen und nützlichen Geschäftsfeldern	Einfache Umverteilung				
Der Markt trifft zu viele Fehlentscheidungen, lässt sich aber effizient steuern	Gewichtete Umverteilung				
Nur nachhaltige Anlagen werden langfristig überleben	Systematische Förderung				
Organisationen müssen gezielt zu Nachhaltigkeit bewegt und überwacht werden	Gezielte Förderung				

Angebot & Nachfrage nachhaltiger Anlagen

Nachfolgend untersuchen wir nun, wie die besten Schweizer Vermögensverwalter nachhaltiges Anlegen ermöglichen, und in wie stark Anleger die Möglichkeit zum nachhaltigen Anlegen bisher nachgefragt haben. Sowohl auf Angebots- als auch auf Nachfrageseite werden für diese Untersuchung Gruppen von Vermögensverwaltern und Anlegern verwendet, die gemäss nachfolgender Methode festgelegt wurden.

Bestimmung der Stichproben

Auf *Anbieterseite* basiert die vorliegende Untersuchung auf einer Grundgesamtheit von 345 Vermögensverwaltern, aus der anhand von technischen Kriterien (Kompetenz, Erfolgsausweis, Kosten) die besten 16 Vermögensverwalter ausgesucht wurden. Von allen Anbietern wurden in einem Bieterverfahren Angebote für die Verwaltung typischer Anlagelösungen (Anlagestrategien mit den Risikoprofilen *ausgewogen*²² und *Aktien*²³) in Höhe von CHF 1 Mio.) eingeholt. Diese 16 «besten» Anbieter bilden also die Grundlage für unsere Untersuchung. Die Qualifikation als einer der besten Vermögensverwalter richtet sich nach den von ZWEI Wealth angewendeten und im Folgenden beschriebenen Auswahlkriterien (nachfolgend als die *ZWEI Methode* bezeichnet). Die Untersuchung umfasst Anbieter nahezu aller Grössenordnungen: von grosser Universalbank über Kantonalbank bis hin zu kleinem unabhängigen Vermögensverwalter. Um eine kritische Untersuchung ohne Einschränkungen vornehmen zu können wurden die Anbieter für die vorliegende Auswertung anonymisiert. Eine ebenfalls anonymisierte Beschreibung aller Anbieter kann im Anhang eingesehen werden.

Die *Kompetenz* eines Vermögensverwalters bemisst sich anhand einer Vielzahl von Faktoren und zeigt sich über den Zeitverlauf hinweg als grundsätzlich stabil. Dies bedeutet, dass kompetente Vermögensverwalter in der Regel über mehrere Jahre hinweg erfolgreich anzulegen vermögen, während weniger kompetente Vermögensverwalter über Zeit weniger gute und volatilere Anlageresultate liefern. Kompetenz ist ein komplexes Beurteilungskriterium, das sich über personelle, systemtechnische, und finanztechnische Faktoren definiert, und sie ist dementsprechend schwierig aufzubauen. Die ZWEI Methode beurteilt Kompetenz wie folgt:

- Quartil: Es wird untersucht, wie systematisch eine Anlagelösung besser abschneidet als der Rest der im Markt verfügbaren Angebote.

- Erfolgsausweis der Vorzeigelösung (60% Gewichtung): Die meisten Vermögensverwalter kennen eine sogenannte «Flagship»-Anlagelösung, in der sie ihre Anlagephilosophie am konsequentesten umsetzen, und in welcher üblicherweise der Grossteil der Kundenvermögen angelegt ist. Unsere Beurteilung bewertet die Renditen dieser Vorzeigelösung im Vergleich zu Benchmark, Median und oberstem Quartil der Anbieter.
- Portfoliostrategie (10% Gewichtung): Hierbei wird der Ansatz zur Portfolio-Strukturierung und deren Einfluss auf die Rendite qualitativ untersucht.
- Titelselektion (10% Gewichtung): Dieses Kriterium umfasst den Ansatz zur Auswahl und Überwachung der geeigneten Anlageinstrumente (wie Aktien, Obligationen, ETFs).
- Anlagetaktik (10% Gewichtung): Hierbei wird untersucht, inwiefern und nach welcher Logik der Vermögensverwalter taktische Anlageentscheidungen trifft. Zudem wird untersucht, ob diese Entscheidungen einen positiven Beitrag zur Rendite liefern.
- Robustheit des Ansatzes (10% Gewichtung): Anlageprozess und -ansatz müssen langfristig und über Konjunkturzyklen hinweg umsetzbar sein. Hinsichtlich Robustheit wird untersucht, inwiefern ein Vermögensverwalter dies sicherstellt, und wie mit wesentlichen Risiken (wie z.B. Personalrisiken) umgegangen wird.

Der *Erfolgsausweis* («track record») eines Vermögensverwalters umfasst das Rendite-/Risiko-Profil von dessen Anlagelösungen über einen längeren Zeithorizont hinweg. Die besten Vermögensverwalter erzielen höhere Renditen bei gleichem Risikoprofil, beziehungsweise gleich gute Renditen bei tieferem Risiko, als die Konkurrenz. Um den Erfolgsausweis beurteilen zu können, muss er also mit alternativen Angeboten verglichen werden. In der ZWEI Methode wird dieser Vergleich über folgende Marktwerte und statistischen Masse vorgenommen:

- Benchmark: Die Resultate einer Anlagelösung werden mit einem von ZWEI Wealth gewählten, zur gewählten Anlagestrategie passenden, neutralen Benchmark verglichen.
- Median: Die Resultate werden mit dem Median der vergleichbaren Angebote von anderen Anbietern verglichen.

Aus diesen drei einzelnen Vergleichsgrössen wird ein kombinierter Vergleichswert ermittelt, anhand dessen Anlagelösungen untereinander rangiert werden können.

²² 5% Liquidität, 45% Obligationen, 40% Aktien, 10% Immobilien.

²³ 5% Liquidität, 5% Obligationen, 90% Aktien.

16 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Die Gesamtheit aller *Kosten* einer Anlagelösung schliesslich können aus einer Vielzahl von Gebühren bestehen, die Anlegern auf unterschiedliche Weise und zu unterschiedlichen Zeitpunkten belastet werden. Diese Kostenstruktur ist dem Anleger oft nicht einfach zugänglich. Die ZWEI Methode untersucht hinsichtlich Kosten alle Ebenen der Kostenstruktur einer Anlagelösung und stellt diese ins Verhältnis zu vergleichbaren Angeboten. Dabei wird ein mit der Gesamtkostenquote («Total Expense Ratio») vergleichbarer, aber umfassenderer Ansatz verwendet, welcher alle für Anleger relevanten Kosten einrechnet, unabhängig davon, wo (z.B. bei der Bank, beim Vermögensverwalter, oder bei einem Drittanbieter) sie anfallen. Im Gegensatz zur etablierten Gesamtkostenquote berücksichtigt die ZWEI Methode auch Transaktionskosten, welche in der branchenüblichen Gesamtkostenquote nicht beachtet werden. Die betrachteten Kostenarten umfassen typischerweise:

- Depotgebühren
- Transaktionsgebühren
- Verwaltungs- und Beratungsgebühren
- Instrumente- und Produktgebühren
- Wechselkursgebühren
- Administrative und sonstige Gebühren

Um die Gesamtkostenstruktur zwischen verschiedenen Vermögensverwaltern vergleichen zu können, wird für die Beurteilung wiederum ein kombinierter Vergleichswert aus dem Median vergleichbarer Angebote sowie dem Median für ein passives Portfolio ermittelt, anhand dessen Anlagelösungen untereinander rangiert werden können.

Auf *Anlegerseite* besteht die Stichprobe aus 126 Privatkunden und 45 institutionellen Kunden, deren Anlagereglemente dahingehend untersucht wurden, inwiefern sie Nachhaltigkeit als Ziel oder als Wert definiert haben, und welche Überzeugungen über die Nachhaltigkeit des Marktmechanismus die betreffenden Kunden vertreten, wie sie weiter oben definiert wurden.

Das Angebot

Insgesamt haben wir festgestellt, dass unsere Stichprobe eine gute Durchmischung sowohl hinsichtlich der Grösse der Anbieter als auch hinsichtlich des jeweils verfolgten Ansatzes und der Organisationsform bietet. Wie oben bereits erwähnt finden sich von grosser Universalbank über Kantonalbank bis hin zu

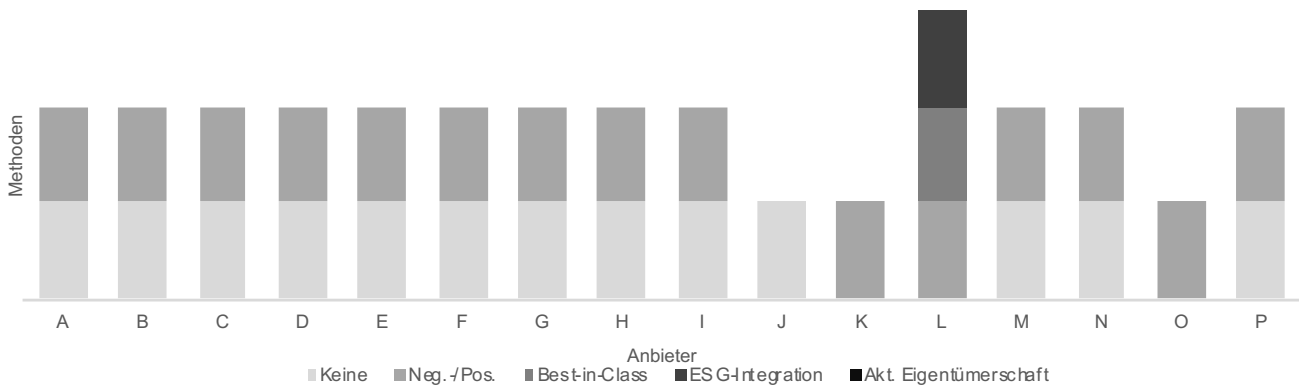
kleinem unabhängigem Vermögensverwalter sehr unterschiedliche Anbieter in der Stichprobe. Mit 12 (75%) von 16 Anbietern bieten fast alle untersuchten Vermögensverwalter Anlagelösungen sowohl mit ausgewogenem als auch mit Aktien-Risikoprofil. Nur eine Minderheit von vier (25%) Anbietern bietet entweder nur das ausgewogene oder nur das Aktien-Risikoprofil an (jeweils zwei Anbieter pro Risikoprofil). Genau die Hälfte (8 Anbieter; 50%) bietet Direktanlagen in Einzeltitel an, während die andere Hälfte sich indirekter Anlagen über Fondsstrukturen bedient. Damit erreicht unsere Stichprobe trotz ihrer geringen (und statistisch nicht repräsentativen) Grösse eine gute Vertretung typischer Angebote an Anlagestrategien und Organisationsformen von Vermögensverwaltern in der Schweiz.

Bei einer Einzelbetrachtung der angebotenen Anlagelösungen und deren Nachhaltigkeit haben wir festgestellt, dass 12 (75%) von 16 Anbietern sowohl nachhaltige als auch nicht nachhaltige Angebote anbieten. Drei Anbieter (19%) bieten nur nachhaltige Angebote an, während ein Anbieter (6%) gar keine nachhaltigen Lösungen anbietet. Die hohe Verfügbarkeit nachhaltiger Anlagestrategien der Anbieter ist insofern begrüssenswert, als dass unser angewendetes Bieterverfahren keine nachhaltigen Anlagelösungen verlangt hat. Die Verfügbarkeit der 16 Angebote als nachhaltige Anlagestrategie wurde vielmehr gesondert untersucht.

Über alle Anbieter gemessen verwenden 15 (94%) die Methode der Negativ-Auswahl, und nur ein einziger (6%) verwendet Best-in-Class und ESG-Integration (es handelt sich dabei um denselben Anbieter, welcher als einziger eine Kombination mehrerer Methoden verwendet, und zwar Negativ-Auswahl, Best-in-Class, und ESG-Integration). Demgegenüber verwendet gar kein Anbieter die Methode der aktiven Eigentümerschaft. Es gibt also insgesamt nur eine geringe Differenzierung bei der Auswahl der zur Erstellung nachhaltiger Anlagestrategien verwendeten Methoden. Immerhin bietet aber die Mehrheit der Anbieter entweder eine traditionelle oder aber eine nachhaltige Variante ihrer Anlagestrategie an. Grafik 4 stellt diese Ergebnisse grafisch dar. Es bleibt anzumerken, dass sich die vorgenannten Feststellungen auf die verwendete Stichprobe beziehen. Es ist also durchaus möglich, dass gerade die grösseren der 16 Anbieter auch andere nachhaltige Anlagestrategien im Angebot haben.

17 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Grafik 4: Von den 16 Vermögensverwaltern verwendete Methoden (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



Die Verwendung einer bestimmten Methode gibt noch keinen Aufschluss darüber, wie viel Aufwand ein Anbieter bei der Umsetzung seiner nachhaltigen Anlagestrategien aufbringt. Die Anbieter nachhaltiger Anlagelösungen sind frei in der Ausgestaltung ihrer Angebote, und weil die Methoden auf modulare Weise miteinander kombiniert werden können und der Ressourceneinsatz insgesamt sehr flexibel wählbar ist, können schon verhältnismässig rudimentäre Ansätze als nachhaltige Anlagestrategien dargeboten werden. Gleichzeitig können Anleger sehr unterschiedlich ausgeprägte Ziele und Werte aufweisen, sodass bereits eine einfache nachhaltige Anlagestrategie den Bedürfnissen im Einzelfall genügen kann. Für Anleger ist also wichtig, sich vertieft mit der genauen Umsetzung vertraut zu machen.

Um auch den Aufwand untersuchen zu können, mit dem die verwendeten Methoden zur Umsetzung gelangen, haben wir eine Einschätzung der *Intensität* der Methodenanwendung vorgenommen. Unsere Einschätzung folgt der folgenden fünfstufigen Skala und beruht auf unserer rein nominalen Einteilung anhand von mit den Anbietern durchgeführten Produktpräsentationen. Für eine aussagekräftigere Beurteilung wären detaillierte Kostenrechnungen und Analysen vor Ort notwendig, was ohne Offenlegung durch die Anbieter nicht umsetzbar ist. Damit ist unsere Einschätzung zwar sehr subjektiv, aber sie erlaubt dennoch einen groben systematischen Vergleich zwischen den untersuchten Anbietern. Keine dieser Intensitätsstufen sollte übrigens wertend betrachtet werden, denn schon ein minimaler Ressourceneinsatz kann wie oben erläutert für gewisse Strategien sinnvoll sein:

- **Intensitätsstufe 1:** Minimaler Ressourceneinsatz. Es werden nur bestehende (Finanz-) Datenlieferanten und andere bestehende Dienstleistungsanbieter²⁴ verwendet, aber keine zusätzlichen Datenquellen oder Forschungsergebnisse hinzugezogen. Bestehende Finanzmodelle, Prozesse und Strukturen werden so wenig wie möglich verändert. Unabhängig von der Anzahl der verwendeten Methoden werden bestehende Anlagestrategien nur insofern angepasst, als dass sie die am einfachsten integrierbaren nachhaltigen Faktoren der beanspruchten Strategie mitberücksichtigen können²⁵. Es erfolgt keine nennenswerte Integration verschiedener Methoden²⁶.
- **Intensitätsstufe 2:** Basisangebot. Es werden erste spezialisierte (zusätzliche) Datenlieferanten und andere Dienstleister beigezogen, oder die interne Informationsaufbereitung wird entsprechend den bereits vorhandenen Kapazitäten ausgebaut. Finanzmodelle werden mit wenigen aber gezielten Massnahmen erweitert. An bestehenden Prozessen ändert sich wenig und an bestehenden Strukturen ändert sich weitgehend nichts. Wenn mehrere Methoden verwendet werden, dann ergänzen sie einander mehr als eigenständige Module, als dass sie durch gezielte Integration eine bessere Entscheidungsgrundlage erlauben²⁷.
- **Intensitätsstufe 3:** Fortgeschrittenes Angebot. Es werden vermehrt Datenlieferanten und andere Dienstleister beigezogen und diversifiziert, oder

²⁴ Beispielsweise können Stimmrechtsvertreter beansprucht werden, um die Methode der aktiven Eigentümerschaft umzusetzen. Insbesondere für kleinere Anbieter bietet es sich an, solche spezialisierte Dienstleister im Markt ausfindig zu machen.

²⁵ Beispielsweise reicht es für eine einfache nachhaltige Anlagestrategie, welche schädliche Geschäftsfelder vermeiden möchten, eben diese aus dem üblichen verwendeten Anlageuniversum auszuschliessen.

²⁶ Beispielsweise kann für eine thematischen Anlagestrategie mit Fokus auf erneuerbare Energien schon sehr einfach eine nachhaltige Anlagestrategie definiert werden, die sich allein auf Positiv-Auswahl stützt. Für eine Anlagestrategie, welche schädliche Geschäftsfelder zu vermeiden versucht, kann demgegenüber bereits die einfache Anwendung einer Negativ-Auswahl ausreichend sein.

²⁷ Beispielsweise kann mit Negativ-Auswahl ein grösseres Anlageuniversum um die schädlichsten Geschäftsfelder bereinigt werden, bevor mit Best-in-Class oder ESG-Integration die Auswahl und Gewichtung von Einzeltiteln erfolgt.

18 Analyse Nachhaltiges Anlegen

die internen Kapazitäten werden massgeblich erweitert. Finanzmodelle und Prozesse werden neu konzipiert und erste Strukturen werden neu gestaltet, um das Angebot an nachhaltigen Anlagestrategien besser unterstützen zu können. Die verwendeten Methoden werden gezielt dazu verwendet, komplizierte Informationsgrundlagen zu verarbeiten und eine robustere nachhaltige Anlagestrategie zu entwickeln²⁸. Bei Verwendung mehrerer Methoden sind sie gut aufeinander abgestimmt.

- **Intensitätsstufe 4:** Dedizierter Fokus auf Nachhaltigkeit. Es wird ein breiteres Spektrum an Datenlieferanten und Dienstleistungsanbietern eingesetzt, um gezielt ein sehr robustes Angebot an nachhaltigen Anlagestrategien konzipieren, unterhalten und weiterentwickeln zu können. Finanzmodelle, Prozesse und Strukturen werden für eine weitgehende Integration nachhaltiger Faktoren konzipiert. Die verwendeten Methoden können mit komplexen und dynamischen Datengrundlagen umgehen und sind untereinander bestens integriert. Die nachhaltige Anlagestrategie wird aktiv unterhalten und gezielt weiterentwickelt.
- **Intensitätsstufe 5:** Maximale Integration. Relativ zur Grösse des Anbieters erfolgt ein erheblicher Mitteleinsatz für die Bereitstellung eines sehr anspruchsvollen Angebots an nachhaltigen Anlagestrategien. Die verwendeten Methoden sind dementsprechend umfassend konzipiert und werden systematisch in den gesamten Anlageprozess integriert. Es werden die besten unterstützenden Dienstleistungsanbieter hinzugezogen, soweit dies für die eingesetzten Methoden sinnvoll erscheint. Finanzmodelle, Prozesse und Strukturen sind durchwegs auf das Angebot nachhaltiger Anlagestrategien ausgerichtet und werden kontinuierlich weiterentwickelt. Die verwendeten Methoden sind auf die komplexesten Anforderungen ausgerichtet. Der Anbieter nimmt mit dem Einsatz seiner gewählten Methoden eine Vorreiterrolle ein oder bewegt sich unter den besten vergleichbaren Anbietern im Markt.

Betrachten wir nun also die Intensität, mit welcher die einzelnen Methoden umgesetzt werden, dann wird das Angebot an nachhaltigen Anlagestrategien bereits etwas differenzierter, wie in Grafik 5 ersichtlich wird. Wie wir oben bereits festgestellt haben, verwendet die Mehrheit der untersuchten Anbieter nur die

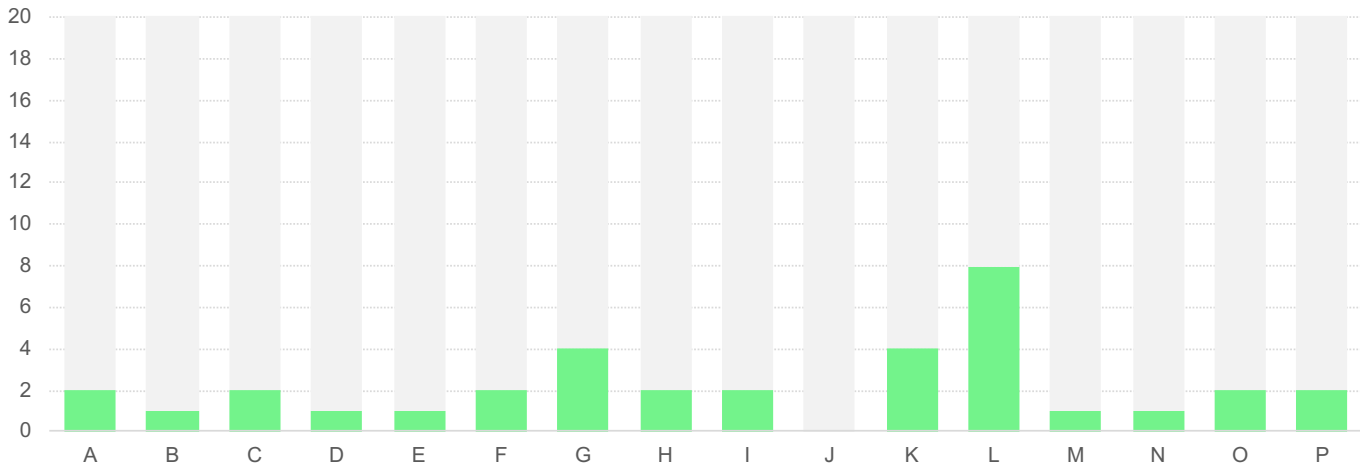
Methode der Negativ-Auswahl, jedoch setzen sie diese mit ganz unterschiedlicher Intensität ein. Das Spektrum der eingesetzten Intensitäten reicht von 1 bis 4. Kein Anbieter setzt diese Methode also mit maximaler Integration (5) um. Sie wird durchschnittlich mit einer Intensität von 2.1 aus 5 möglichen Punkten eingesetzt. Gleich drei Anbieter haben dabei einen dedizierten Fokus auf Nachhaltigkeit (4).

Die beiden anderen in unserer Stichprobe verwendeten Methoden werden beide von nur ein und demselben Anbieter angewendet, und zwar bei Best-in-Class mit einer Intensität von 3 aus 5, und bei ESG-Integration mit einer Intensität von 1 aus 5. Der letztgenannte Anbieter (L) hebt sich nicht umsonst von der übrigen Gruppe ab, denn es handelt sich hierbei um die einzige explizit nachhaltig konstruierte und vermarktete Anlagestrategie in der untersuchten Stichprobe der 16 Anbieter. Diese Aussage darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die meisten Anbieter (nämlich 12 [75%], einschliesslich des Anbieters der einzigen explizit nachhaltig konzipierten Lösung) ihren Anlegern die Wahl lassen, ob sie eine nachhaltige Variante ihrer Standardstrategie umgesetzt haben möchten. Hervorzuheben ist überdies, dass drei Anbieter nur nachhaltige Lösungen in unserer Stichprobe haben, und nur ein einziger Anbieter gar keine nachhaltigen Faktoren explizit mitberücksichtigt. Beim Angebot von Anbieter L wird ausserdem ersichtlich, dass der Hauptfokus auf der Methode der Negativ-Auswahl liegt, welche mit hoher Intensität umgesetzt wird. Auch die Best-in-Class Methode wird stark miteinbezogen, wenn auch weniger intensiv. Die Methode der ESG-Integration konnte mit geringem Ressourcenaufwand umgesetzt werden. Daraus lässt sich nicht ermitteln, ob es nicht andere erfolgreiche oder erfolgreichere Kombinationen dieser drei Methoden gibt. Aber die Tatsache, dass Anbieter L eines der besten Angebote am Markt bereitstellt hilft uns, an dieser Stelle uns zwei Erklärungen anzubringen:

Erstens, dass dieser Anbieter am besten zu den beiden Überzeugungen passt, dass (i) nur nachhaltige Anlagen langfristig überleben werden, beziehungsweise, dass (ii) der Markt zu viele Fehlentscheidungen trifft, sich aber effizient steuern lässt. Die 14 anderen Anbieter von nachhaltigen Anlagestrategien passen am ehesten zur Überzeugung, dass der Markt grundsätzlich funktioniert, ausser in besonders schädlichen (und nützlichen) Geschäftsfeldern. Der einzige Anbieter ohne nachhaltiges Angebot passt am besten zu Anlegern, denen zufolge der Markt alles regelt.

²⁸ Beispielsweise wird vermehrt damit begonnen, bei mehreren verwendeten Informationsgrundlagen bestehende Konflikte zu erkennen und zu bereinigen.

Grafik 5: Die Intensität der verwendeten Methoden (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



Zweitens zeigt das Angebot von Anbieter L, dass bei nachhaltigen Anlagestrategien nicht einfach das Vorhandensein einzelner verwendeter Methoden, sondern die Gesamtheit des Angebots zur Entscheidungsfindung berücksichtigt werden sollte. Eine bestimmte Methodenauswahl alleine macht noch kein gutes Angebot aus.

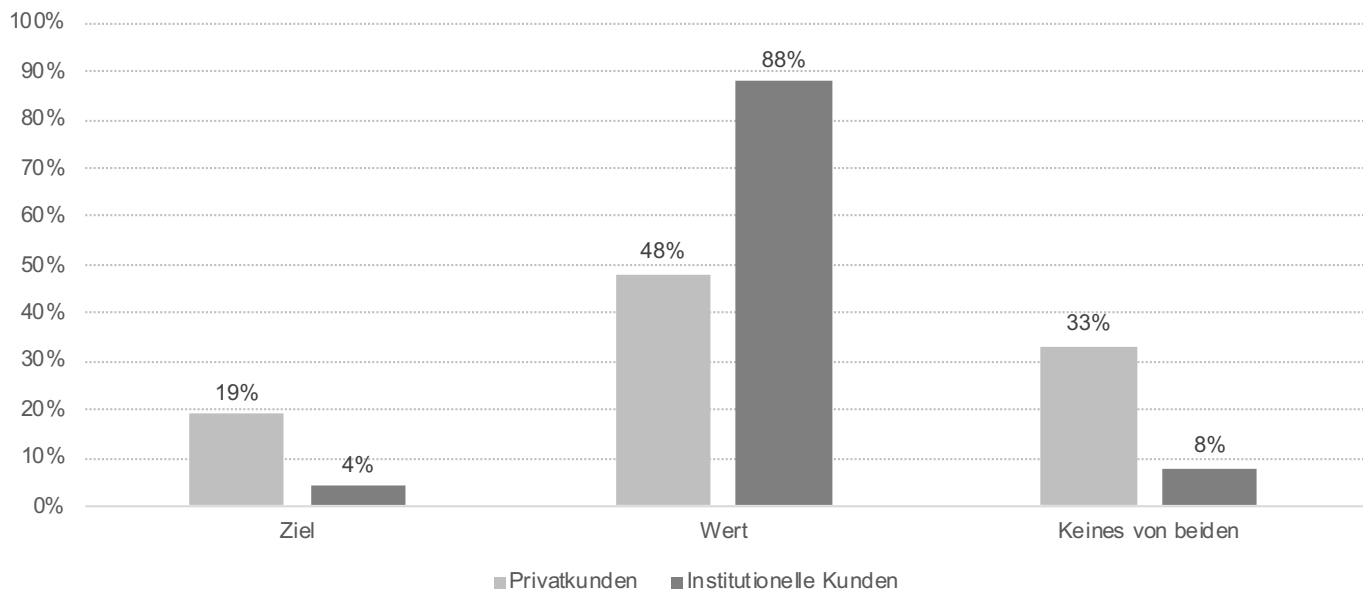
Abschliessend bleibt nochmals zu wiederholen, dass die Intensitätsstufe einer Methode allein nicht wertend betrachtet werden sollte. Auch die Summe der Intensitätsstufen über alle verwendeten Methoden hinweg lässt zwar Rückschlüsse auf das nachhaltige Engagement des jeweiligen Anbieters zu, aber sollte ebenfalls nicht als eine abschliessende Beurteilung betrachtet werden. Erst die Gesamtheit des Angebots, seiner Eignung für die zu erreichenden Ziele und Werte, und sein langfristiger Erfolgsausweis erlauben wirkliche Erkenntnisse darüber, wie gut eine nachhaltige Anlagestrategie in qualitativer wie in quantitativer Hinsicht ist, und wie sie relativ zu alternativen Angeboten im Markt zu beurteilen ist.

Die Nachfrage

Anlegerseitig ergibt sich zwischen den beiden untersuchten Kundengruppen der Privatkunden und der institutionellen Kunden ein sehr differenziertes Bild. Institutionelle Kunden sind dabei breit definiert und umfassen Stiftungen, Firmen, Pensionskassen und andere Strukturen. Als erstes haben wir untersucht, ob und inwiefern unsere Stichprobe Nachhaltigkeit als Ziel oder Wert definiert hat. Die Resultate sind in Grafik 6 dargestellt.

Bei Privatkunden haben 19% Nachhaltigkeit als eigenes Ziel für einen Teil des Vermögens definiert und strebt damit eine explizit nachhaltige Verwendung dieser Vermögenswerte an. Demgegenüber hat mit 48% eine grosse Gruppe der Privatkunden Nachhaltigkeit als Wert definiert, womit also Nachhaltigkeit bei der Anlagetätigkeit selbst Beachtung finden muss und das unabhängig von den Zielen, die mit dem Vermögenswert erreicht werden sollen. Bei 33% der Privatkunden ist Nachhaltigkeit weder als Ziel noch als Wert definiert.

Grafik 6: Nachhaltigkeit als Ziel oder als Wert, pro Kundengruppe (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



Bei institutionellen Kunden besteht demgegenüber eine wesentlich stärkere Präferenz bei der Gestaltung ihrer Anlagestrategie. Lediglich 4% der institutionellen Kunden haben Nachhaltigkeit als Ziel definiert. Eine mögliche Erklärung liefert der organisatorische Zweck dieser Kundengruppe: Als Repräsentanten sehr heterogener Anspruchsgruppen verfolgen sie in der Regel Anlageziele, welche nach einem optimalen und auf ihre Verbindlichkeiten abgestimmten Rendite-/Risiko-Profil verlangen. Daher werden Sie generell keine Ziele verfolgen dürfen, welche ein schlechteres Rendite-/Risiko-Profil erzielen könnten, als dies anderweitig im Markt möglich wäre. Gerade Ziele, welche eine explizit nachhaltige Verwendung vorsehen und dabei Einbussen bei der Rendite oder höhere Risiken in Kauf nehmen müssten, werden daher für diese Kundengruppe generell Tabu sein – ausser wenn es sich um eine gemeinnützige Organisation mit entsprechender expliziter Zielvorgabe handelt. Gemäss einer Umfrage von Swiss Sustainable Finance wurde die Maximierung des Rendite-/Risiko-Profiles mit 4.8 aus 5 möglichen Punkten aus einer Auswahl weiterer Ziele von institutionellen Anlegern als das wichtigste Ziel angegeben (SSF, 2020, S. 47).

Demgegenüber haben 88% der institutionellen Kunden Nachhaltigkeit als Wert definiert. Hier liefern sozioökonomische Überlegungen eine mögliche Erklärung dieses Befundes: Der öffentliche Druck auf

institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen, und zunehmende Erkenntnisse über auch finanziell negative Folgen der Klimaerwärmung (vgl. Grippa, Schmittmann & Suntheim, 2019; Colas, Khaykin & Pyanet, 2019), kombiniert mit dem grossen Anlagevolumen, sowie der Flexibilität vorhandener nachhaltiger Anlagemethoden dürften zu einer zunehmenden Institutionalisierung²⁹ nachhaltiger Anlagen führen. Lediglich 8% der institutionellen Kunden hat demgegenüber Nachhaltigkeit weder als Ziel noch als Wert definiert.

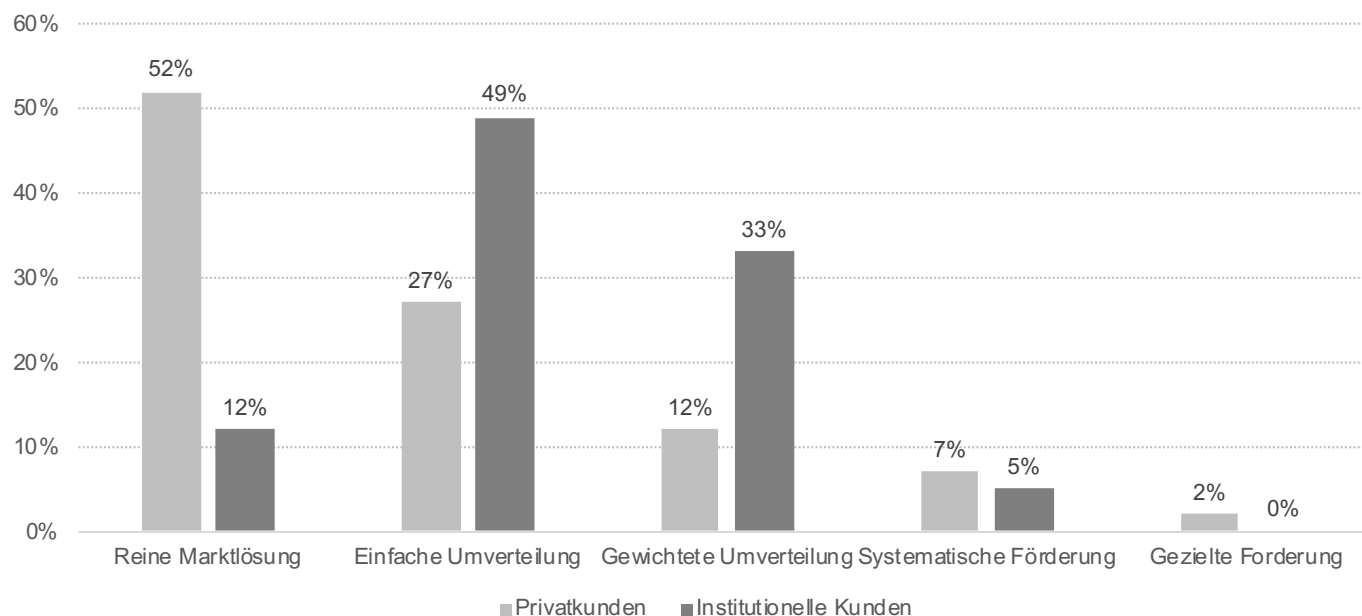
Als nächstes haben wir die Überzeugungen der Anleger in der Stichprobe untersucht, und daraus abgeleitet, welche Art der Umsetzung für die Anleger am ehesten in Frage kommt. Wir verwenden dabei die Definitionen und Einschätzungen gemäss dem vorangehenden Kapitel.

Wie in Grafik 7 dargestellt ist fällt auf, dass sich in der Stichprobe der Privatkunden mit 52% die Mehrheit eine reine Marktlösung bevorzugt. Diese Zahl deckt sich mit unserer bereits oben erläuterten Erkenntnis, dass nur 48% der Privatkunden Nachhaltigkeit als Wert betrachtet. Für die Umsetzung der Überzeugungen dieser Kunden eignen sich Anlagestrategien, die nicht explizit und systematisch nachhaltig verwaltet werden. Für sie müssen also keine der in dieser Untersuchung vorgestellten Methoden angewendet werden.

²⁹ Im Sinne einer stark von institutionellen Anlegern getriebenen Entwicklung.

21 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Grafik 7: Geeignete Arten der Umsetzung von Überzeugungen, pro Kundengruppe (Quelle: ZWEI Wealth, 2020)



Die mit 27% zweitgrösste Gruppe unter den Privatkunden vertritt eine Überzeugung, welche sich nach unserer Einschätzung am besten mit einer einfachen Umverteilung umsetzen lässt. Dies entspricht am besten der Methode der Negativ- & Positiv-Auswahl. Damit findet die bei Anlegern am stärksten nachgefragte Art der Umsetzung ihr Äquivalent in der bei Vermögensverwaltern am häufigsten angebotenen nachhaltigen Anlagestrategie, welche eben die Methode der Negativ-Auswahl verwendet. Es muss an dieser Stelle offengelassen werden, ob hier der Marktmechanismus zu einer gewissen Kongruenz zwischen dem Angebot der besten Vermögensverwalter und der Nachfrage geführt hat, oder ob sich starke moralische Vorstellungen auf Anlegerseite und einfach umsetzbare Methoden auf Anbieterseite eher zufällig decken.

Die mit 12% drittgrösste Gruppe unter den Privatkunden weist eine Überzeugung auf, die sich am besten mit einer gewichteten Umverteilung, also mit der Best-in-Class Methode, umsetzen lässt.

Mit 7% ist die zweitkleinste Gruppe unter den Privatkunden der Überzeugung, dass Nachhaltigkeit systematisch gefördert werden sollte. Hierfür erachten wir die Methode der ESG-Integration als am zweckdienlichsten. Dies schliesst nicht aus, dass auch die vorgängig genannten Methoden ergänzend zur Anwendung kommen können. Jedoch verlangt diese Überzeugung nach einer expliziten und systematischen Berücksichtigung nachhaltiger Faktoren.

Nur so kann ihr gemäss Nachhaltigkeit als Grundprinzip gefördert werden.

Die Minderheit unter den Privatkunden stellt mit 2% diejenige Gruppe dar, welche eine gezielte Förderung von Nachhaltigkeit über die Ausübung von Mitbestimmungs- und Repräsentationsrechten erwartet. Dementsprechend ist die geeignetste Methode für die Umsetzung der Überzeugung dieser Gruppe diejenige der aktiven Eigentümerschaft. Wie wir weiter oben bereits festgestellt haben, ist aktive Eigentümerschaft im Angebot unserer Stichprobe kaum vertreten. Dies mag erstaunen, zumal gerade über diese Rechte direkt Einfluss auf die Handlungen und Unterlassungen von Organisationen ausgeübt werden kann, und weil gerade in jüngster Zeit öffentliche Kundgebungen gegen die zurückhaltende Einstellung grosser Vermögensverwalter für Schlagzeilen gesorgt haben³⁰.

Eine interessante Abweichung von den Einstellungen der Privatkunden stellen demgegenüber die Überzeugungen der institutionellen Kunden dar. Nur die wenigsten institutionellen Kunden suchen mit 12% eine reine Marktlösung. Anders als bei den Privatkunden wird bei den institutionellen Kunden in der Stichprobe mit 49% die Grösste Gruppe von denjenigen gebildet, für welche eine einfache Umverteilung in Frage kommt. Ebenfalls wesentlich stärker kommt in dieser Kundengruppe mit 33% eine gewichtete Umverteilung in Frage. Eine systematische Förderung von Nachhaltigkeit ist demgegenüber mit einem

³⁰ Vgl. Mooney & Nauman (2020); Mooney & Walker (2020); Schenkel, Klette & Pfändler (2019).

22 Analyse Nachhaltiges Anlegen

kleinen Anteil von 5% angebracht. Gar keine der untersuchten institutionellen Kunden möchten schliesslich über Mitbestimmungs- und Repräsentationsrechte gezielte Forderungen stellen können. Gerade letztere Erkenntnis mag erstaunen, haben doch institutionelle Anleger mit ihren wesentlich grösseren Vermögen bessere Möglichkeiten, um hier Einfluss zu nehmen.

Konfliktpotentiale

Im Kontext nachhaltigen Anlegens ergeben sich verschiedene Konfliktpotentiale. Wir stellen hier die nach unserer Einschätzung wichtigsten Konfliktkategorien vor und zeigen beispielhaft passende Fälle auf, die wir im Rahmen der Geschäftstätigkeit von ZWEI Wealth und durch unsere Beobachtung von Marktentwicklungen identifiziert haben.

Zielkonflikte

Wir konzentrieren uns als erstes auf die Verfolgung explizit nachhaltiger Ziele gemäss unserer Definition. Zielkonflikte können demzufolge in folgenden Situationen entstehen:

- **Die Anlagestrategie passt nicht zur Zielvorgabe des Anlegers:** Ein solcher Konflikt wird in der Regel das Resultat schlechter Anlageberatung oder unzureichender Erfahrung auf der Seite der Anleger sein. Diese Art von Konflikten kann durch sorgfältige Auswahl unabhängiger Anlageberater, beziehungsweise durch gezielte Weiterbildung der Anlageberater (anbieterseitig) oder Rekrutierung und Fortbildung eigener Fachkräfte (anlegerseitig, bei institutionellen Anlegern) vermieden oder zumindest reduziert werden.
- **Die Ziele der Anleger weichen erheblich von den Zielen der Vermögensverwalter oder von denjenigen der Emittenten ab:** Diese Art von Konflikt ist wesentlich schwieriger zu erkennen und zu vermeiden. Betrachten wir zunächst einen Zielkonflikt zwischen Anlegern und Vermögensverwaltern:

(a) Der offensichtlichste Konflikt entsteht durch Informationsasymmetrien im Markt für nachhaltige Anlagen. Da Anbieter viel besser über ihre eigene Kostenbasis als auch über die Funktionsweise und Resultate ihrer Anlagentätigkeit

Bescheid wissen, haben sie einen erheblichen und kaum zu überwindenden Informationsvorsprung gegenüber Anlegern. Sie könnten diesen beispielsweise dafür verwenden, um aufgrund der hohen Nachfrage nach nachhaltigen Anlagestrategien höhere Preise als für gleichwertige, aber nicht nachhaltige, Anlagestrategien zu verlangen. Das Rendite-/Risiko-Profil solcher Anlagestrategien ist nicht einfach zu vergleichen, und die Implementierungskosten lassen sich als unabhängiger Dritter nur schwer eruieren. Ein Vermögensverwalter könnte zudem versucht sein, eine allfällige Minderrendite damit zu begründen, dass nachhaltige Anlagen aufgrund von ihrer moralischen Überlegenheit eine bewusste Renditeeinbusse in Kauf zu nehmen haben. Wie wir aber weiter oben erläutert haben, brauchen nachhaltige Anlagestrategien keineswegs in zwangsweise tieferen Renditen zu resultieren.

(b) Ein weiterer Konflikt entsteht durch den Anreiz für Vermögensverwalter oder Emittenten, sich aufgrund der grossen Beliebtheit von Nachhaltigkeitsthemen als nachhaltiger darzustellen, als man ist. Wir definieren dieses Problem hier als *ESG-Washing*, worunter wir alle Aktivitäten zusammenfassen, welche darauf abzielen, eine falsche oder verzerrte Wahrnehmung über die Nachhaltigkeit der Organisation, Produkte oder Dienstleistungen eines Vermögensverwalters oder Emittenten zu schaffen. Diese Aktivitäten konzentrieren sich dabei gezielt auf einen oder mehrere Aspekte ökologischer, sozialer oder guter Staats- und Unternehmensführung stützender Aspekte³¹. Durch ESG-Washing beeinträchtigte Anlagestrategien sind zwangsweise weniger nachhaltig als sie dem Anschein nach sein sollten³². Ebenfalls besteht bei mit ESG-Washing beschäftigten Emittenten die Gefahr, dass sie ungerechtfertigter Weise in einem Portfolio übergewichtet werden (beziehungsweise überhaupt in das Portfolio aufgenommen werden).

Wertekonflikte

Auch hier beziehen wir uns auf unsere Wertedefinition, der gemäss die Anlagentätigkeit selbst nachhaltig umzusetzen ist. Analog zu den vorgängig genannten

³¹ Analog zu unserer Begriffsdefinition des ESG-Washing (vgl. auch Koh, 2020) ist gemeinhin der Begriff des «greenwashing» bekannt, welcher die Aktivitäten beschreibt, anhand derer eine Organisation sich oder seine Produkte oder Dienstleistungen als umweltfreundlicher darstellt, als sie sind (vgl. Jones, 2020). Ebenso finden sich heute vermehrt Verweise auf «social washing», was dasselbe Prinzip auf soziale Aspekte beispielsweise der Unternehmensführung anzuwenden versucht, um Unternehmen etwa als mitarbeiterfreundlicher oder sozial liberaler darzustellen, als sie sind (vgl. Marsh, 2020). Unsere Definition ist demzufolge breiter und umfasst alle ökologischen, sozialen und gute Staats- und Unternehmensführung stützenden Aspekte.

³² Anleger sind gut beraten, nachhaltige Angebote sorgfältig auf ihre Zielsetzung und Wirkungsweise zu überprüfen. Nagrawala &

Springer (2020) bieten zu diesem Zweck einen Ansatz mit ihrer Rangordnung aus 75 der weltweit grössten Vermögensverwalter (darunter mehrere schweizerische). Ihr Bericht kann dazu verwendet werden, den Umgang dieser Vermögensverwalter mit Nachhaltigkeit qualitativ zu vergleichen, die Auswahl passender Vermögensverwalter zu unterstützen, und sich mit den Ansätzen bestehender Verwalter kritisch auseinanderzusetzen. Ebenfalls aufschlussreich ist der von Morningstar (2020) verwendete Ansatz, welcher das Stimmrechtverhalten von 52 grossen Fondsanbietern untersucht, und dabei neben dem generellen Abstimmungsverhalten zu Nachhaltigkeitsthemen auch das Verhalten in Bezug auf spezifische Themenbereiche (wie z.B. Klimawandel, Diversität, Menschenrechte) untersucht.

23 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Zielkonflikte können Wertkonflikte folgende Ausprägungen annehmen:

- **Die Anlagestrategie passt nicht zur Wertevorgabe des Anlegers:** Ein solcher Konflikt kann wiederum das Resultat schlechter Anlageberatung oder unzureichender Erfahrung auf der Seite der Anleger sein. Diese Konflikte können durch dieselben Massnahmen (sorgfältige Auswahl unabhängiger Berater; gezielte Weiterbildung beziehungsweise Rekrutierung und Fortbildung), wie schon bei den Zielkonflikten erläutert, vermieden oder zumindest reduziert werden.
- **Die Werte der Anleger weichen erheblich von den im Portfolio repräsentierten Werten ab:** Diese Art von Konflikt kann einerseits wiederum durch mangelhafte Beratung verursacht und dementsprechend durch sorgfältige Auswahl unabhängiger Anlageberater behoben werden. Andererseits können Informationsasymmetrien zu dieser Art von Konflikt führen. Allerdings brauchen im letzteren Fall nicht unbedingt finanzielle Anreize seitens der Anbieter eine Rolle zu spielen. Auch der hohe Aufwand, der Anlegerseitig mit der umfassenden Beurteilung aller in Frage stehenden Anlagestrategien verbunden ist, fällt ins Gewicht. Beispielsweise könnte eine sozial liberale Anlegerin (mögliche Werte: Gleichstellung der Geschlechter; Selbstbestimmung) mit einer nachhaltigen Anlagestrategie konfrontiert sein, welche unter all ihren durch Negativ-Auswahl ausgeschlossenen Geschäftsfeldern auch Emittenten vermeidet, welche in irgend einer Art und Weise Abtreibung fördern oder anbieten. Hier besteht ein fundamentaler Wertkonflikt, der ohne genaue Betrachtung der eingesetzten Filterkriterien übersehen werden könnte. Diese Art von Konflikt lässt sich also durch die Schaffung von Transparenz verhältnismässig einfach reduzieren, indem Vermögensverwalter ihren Anlegern die wichtigsten Wertvorgaben und Methoden der Umsetzung transparent und einfach verständlich offenlegen.

Implementierungsprobleme

Unzureichende Implementierung ist kein Phänomen, das sich auf nachhaltige Anlagen beschränkt. Es kann auf vielfältige Weise negative Auswirkungen auf Anleger haben: Renditeeinbussen, überhöhtes Risiko, hohe Kosten für suboptimale Anlagelösungen, und Verletzung gesetzlicher oder regulatorischer Vorschriften (insbesondere bei institutionellen Anbietern) sind mögliche Nachteile. Wir erläutern nachfolgend

ein aktuelles Beispiel, welches einen Teil dieser Risiken illustriert. Ein im Vereinigten Königreich ansässiger Kleiderhändler namens Boohoo war wegen tiefen Löhnen und schlechten Arbeitsbedingungen in die Schlagzeilen geraten, nachdem ihm aber von der Firma MSCI eine besonders gute Nachhaltigkeitsbewertung bestätigt worden war³³ (Mooney & Nilsson 2020). Mit dieser Bewertung befand sich Boohoo gemäss Mooney & Nilsson unter den besten 15% vergleichbarer Unternehmen, die anhand von ESG-Faktoren beurteilt worden waren. Als das Unternehmen in das mediale Scheinwerferlicht geriet brach der Aktienkurs des Unternehmens in nur wenigen Tagen um ein Drittel ein (O'Connor, 2020). Gemäss Mooney & Nilsson hatten zuvor 20 nachhaltige Fonds in diesen Emittenten investiert. Ein Fondsanbieter hatte gemäss O'Connor gar einen Fonds aufgelegt, welcher in Firmen mit guten Anstellungsbedingungen investiert, und in dem Boohoo die grösste Einzelanlage darstellte – die Aktien von Boohoo wurden nach den medialen Anschuldigungen offenbar von diesem Fonds abgestossen. Weitere Anbieter folgten gemäss Mooney & Nilsson diesem Beispiel. Ihrer Berichterstattung zufolge fanden sich unter den Vermögensverwaltern offenbar sowohl aktive als auch passive Anlagestrategien, welche anhand von Bewertungen von Indexanbietern ihre Aktienallokation definieren, und im Fall von passiven Fonds in regelmässigen Zeitabständen eine Neugewichtung der Aktienbestände anhand solcher Indizes vornehmen. Dieses Beispiel illustriert zugleich alle drei hier besprochenen Konfliktpotentiale: Erstens liegt ein Zielkonflikt vor, denn einige Vermögensverwalter könnten, um Kosten zu sparen, darauf verzichten haben, ihre externen Datenlieferanten durch zweckdienliche interne Informationsaufbereitung oder weitere externe Datenlieferanten zu plausibilisieren. Ein verhältnismässig einfacher Index vermag ohne weitere Analyse der hohen Komplexität einer ESG-Thematik kaum gerecht zu werden. Das Ziel der Kostenersparnis steht im direkten Konflikt zum Renditeziel der Anleger, welches durch einen möglicherweise erlittenen Wertverlust in Gefahr gebracht wird. Zweitens liegt ein Wertkonflikt vor, indem die unsachgemässe Prüfung der Anlage in Boohoo dazu geführt hat, dass Anlegern ein offenbar fragwürdiger Emittent im Portfolio platziert wurde. Drittens sehen wir gleich in mehrerer Hinsicht Implementierungsprobleme. Zunächst scheinen die Anlageprozesse einiger Vermögensverwalter nicht sachgemäss gestaltet worden zu sein, um die getätigten Anlagen mit gebotener Sorgfalt zu prüfen. Weiterhin darf in Frage gestellt werden, ob das Abstossen der Aktien in aktiven und passiven Anlagestrategien mittelfristig zu einem vorteilhaften Rendite-/Risiko-Profil führt. Denn

³³ Gemäss O'Connor (2020) verwenden die sogenannten Ratingagenturen wie MSCI unterschiedliche Faktoren, Daten, Details und Gewichtungen in ihren Analysen. Sie führt aus, dass in einer Untersuchung des Massachusetts Institute of Technology die Korrelation zwischen den Bewertungen verschiedener Ratingagenturen im Durchschnitt bei nur 0.54 lag. Weiterhin führt O'Connor

das Beispiel des Unternehmens Tesla an, welches von einer Ratingagentur in den schlechtesten 10% aufgeführt wird, aber von einer anderen Ratingagentur mit einer Bewertung von «A» (Anm.: einem bei diesem Bewertungsschema üblicherweise guten Verdikt) versehen wird.

24 Analyse Nachhaltiges Anlegen

bei einer sofortigen Abstossung (bei aktiven Strategien) oder durch die Mechanik des «Rebalancings», also der verzögerten Anpassung des Portfolios (bei passiven Strategien) können solche Anlagestrategien erst nach bereits erfolgter Einpreisung der neu verfügbaren Informationen reagieren. Damit vernachlässigt dieses Vorgehen die Möglichkeit einer Kurserholung etwa nach einer anfänglichen Überreaktion des Marktes, oder wenn das fehlbare Unternehmen Massnahmen zur Behebung des Missstands einleitet. Das Resultat davon kann in einer

schlechten Konstellation sein, dass Anlagen zu höheren Preisen zugekauft werden als sie wieder abgestossen werden³⁴. Solche Implementierungsprobleme können sehr anspruchsvoll zu lösen sein, was nach erhöhter Sorgfalt verlangt³⁵. Die beste Möglichkeit, um dem vorzubeugen, besteht darin, über einen erprobten Prozess und mit sorgfältiger Prüfung gezielt die besten Vermögensverwalter auszusuchen oder aussuchen zu lassen.

Schlussfolgerungen & Ausblick

Die unlängst stark gestiegene Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen hat zu einer starken Zunahme des Angebots nach solchen Anlagen geführt. Das an und für sich schon komplexe Thema des Anlegens ist dadurch für Anleger und Anbieter gleichermaßen nochmals um einiges komplexer geworden. Denn zusätzlich zu traditionellen Methoden der Finanzanalyse kommen neue Ansätze zur Beurteilung der Nachhaltigkeit von Anlagen hinzu. Widersprüchliche Studien über den Erfolgsausweis nachhaltiger Anlagen, geringe Vergleichbarkeit von Angeboten, und noch wenig fundiertes Wissen im Umgang mit Nachhaltigkeit erschweren dabei die Entscheidungsfindung massgeblich.

Das Angebot der besten Vermögensverwalter gemäss ZWEI Methode zeigt ein relativ homogenes aber positives Bild, in dem zwar die für nachhaltiges Anlegen verwendeten Methoden noch nicht sehr umfassend und ausgeprägt umgesetzt sind, aber in dem 75% der Anbieter sowohl traditionelle als auch nachhaltige Angebote anbieten. Dies ist gerade insofern erfreulich, als dass nur eines von 16 Angeboten die einzige explizit nachhaltig konstruierte und vermarktete Anlagestrategie darstellt, während mit einer weiteren Ausnahme alle übrigen Anlagestrategien immerhin in einer nachhaltigen Variante verfügbar sind.

Die Nachfrage zeigt ein dazu passendes Bild. Die meisten privaten und insbesondere auch institutionellen Kunden erwarten von ihren Vermögensverwaltern die Berücksichtigung nachhaltiger Faktoren. Dabei

dominiert die Nachfrage nach Negativ-Auswahl. Das Angebot ist kongruent zur Nachfrage.


Der Vergleich zwischen privaten und institutionellen Kunden zeigt ein etwas differenzierteres Bild, wobei mit 88% gegenüber 48% ein deutlich grösserer Anteil institutioneller Kunden Nachhaltigkeit als Wert definiert haben als Privatkunden. Demgegenüber haben mit 19% gegenüber 4% deutlich mehr Privatkunden Nachhaltigkeit als Ziel definiert als institutionelle Kunden. Entsprechend weist die Gruppe der Privatkunden mit 33% gegenüber 8% bei institutionellen Kunden die grössere Tendenz auf, andere Interessen als Nachhaltigkeit zu verfolgen, indem sie Nachhaltigkeit weder als Ziel noch als Wert definiert haben.

Wir erwarten eine weitere deutliche Zunahme sowohl beim Angebot als auch bei der Nachfrage nachhaltiger Anlagen. Besser geklärt werden muss die Frage nach dem Erfolgsausweis nachhaltiger Anlagen, wozu auch mehr Transparenz über nachhaltige Aktivitäten sowohl von Emittenten als auch von nachhaltigen Anlagestrategien beizutragen hat. Dazu gehört auch verbesserte Vergleichbarkeit von Angeboten und die Offenlegung über Wirkungen nachhaltiger Anlagestrategien. Denn ohne Transparenz lässt sich kaum ermitteln, inwiefern nachhaltige Anlagestrategien Ziele und Werte von Anlegern zu erfüllen vermögen, und welche Vermögensverwalter am besten in der Lage sind, den Ansprüchen von Anlegern gerecht zu werden.

³⁴ Der Aktienkurs von Boohoo hatte gemäss London Stock Exchange Ende September 2020 zeitweilig fast wieder seinen Stand von Ende Juni erreicht.

³⁵ Mercer (2019, S. 2) zufolge sind nachhaltige Indizes keine passiven Anlagen und sie sollten einer sorgfältigen Prüfung unterzogen werden. In Anbetracht der Tatsache, dass gemäss Mercer die Mehrheit nachhaltiger Index-orientierter Anlagen ihre Vergleichsgrössen von einem Index-Anbieter beziehen, sollte also aufhorchen lassen. Denn eine relativ kostengünstig implementierte Indexlösung könnte unter Umständen nicht den Qualitätsansprüchen, Zielen und Werten der Anleger gerecht werden. Gemäss

Mercer können Qualität und Ergebnis von ESG-Analysen und -Ratings erheblich variieren. Diese Sichtweise wird auch durch die Analyse von Berg, Kölbel & Rigobon (2020, S. 2) gestützt. Sie finden bei den Nachhaltigkeitsbewertungen von sechs ausgewählten Ratingagenturen eine relativ breite Streuung, woraus sie drei Probleme ableiten: (i) Ein nachhaltiger Erfolgsausweis ist mit geringerer Wahrscheinlichkeit im Preis einer Anlage reflektiert; (ii) Emittenten erhalten unterschiedliche Signale von Ratingagenturen, was deren Ambitionen schwächen könnte, ihre Nachhaltigkeitsbewertungen zu verbessern; (iii) empirische Studien werden erschwert, da die Verwendung verschiedener Bewertungsmethoden zu unterschiedlichen Ergebnissen führen kann.



**„Ich habe
bereits
*Mein ZWEI
System*“**

Eine Schweizer Innovation.
Entwickelt und designed von

ZWEI
WEALTH

Anhang

Die besten Vermögensverwalter

Anbieter A: Der Unternehmensklassiker

Wert liegt in Unternehmen. Mit dieser Überzeugung stellt der Manager Portfolios ausschliesslich mit Aktienanlagen in gute Unternehmen und Obligationen von guten Unternehmen zusammen. Was heisst aber «gut?» Dazu wendet das Team des Managers die eigene Methodik zur Analyse an (sogenanntes Primär-Research); ein Aufwand, der heute von den meisten gescheut wird.

Anbieter B: Der Schweizer Unternehmensinvestor

Dieser Manager glaubt an die nachhaltige Substanz von kleinen und mittleren Schweizer Unternehmen. So pflegt er einen engen Kontakt zu den Unternehmen und beschäftigt sich mit deren langfristigen Perspektiven. Wie ein Patron alter Schule lässt er sich nicht von kurzfristigen Renditeoptimierungen leiten, sondern setzt auf Kontinuität und Substanz.

Anbieter C: Der Einkommensorientierte

Typischerweise kauft man eine Aktie wegen ihres Aufwertungspotentials. Wieso eigentlich, denkt sich der Manager? Erstens ist es schwierig, dies zu eruieren. Zweitens lässt sich auch anders angenehm Geld verdienen. In diesem Sinne investiert der Manager zwar auch in Aktien und Obligationen, überlegt sich aber zu jedem Investment den Preis, zu welchem es gerne verkauft beziehungsweise noch mehr dazugekauft wird. Etwas, das sich mit Optionsgeschäften bewerkstelligen lässt. So profitiert der Anleger nicht nur von Aufwärtsbewegungen, sondern erhält durch sogenannte Optionsprämien zusätzliches (steuerfreies) Einkommen.

Anbieter D: Die Passivspezialisten

Dieser Manager verfügt über die schweizweit grösste Palette an Indexfonds. Dies erlaubt es dem Manager, eine Anlagestrategie sehr effizient und kostengünstig abzubilden. Als Portfolio-Manager übernimmt der Manager die «Wartung» mittels Qualitätsüberprüfung und eigenem sogenannten Rebalancing. So kann ein privater Anleger effizient die gewünschte Anlagestrategie passiv umsetzen.

Anbieter E: Der Antizykliker

Wenn andere verkaufen, will der Manager dazukaufen. Wenn andere ihre Aktienanlage erhöhen, realisiert der Manager lieber Gewinne. Dies, kombiniert mit einer eigenen Aktienauswahl, ist die Stärke des Anlageansatzes.

Anbieter F: Der Saisonier mit Liegenschaften

Die Renditemöglichkeiten von Aktien und Immobilien als Basis, kombiniert mit einem Versicherungsschutz für Marktturbulenzen – so kann der Ansatz dieses Managers zusammengefasst werden.

Anbieter G: Die Signalsucher

Braut sich am Aktienmarkt etwas zusammen? Der Manager überzeugt mit einem ausgeklügelten Signalsystem. Nicht die Auswahl der richtigen Aktien, Obligationen etc. steht im Vordergrund, sondern die sehr aktive Steuerung von Risiken. Umgesetzt wird das alles mit einem bei institutionellen Anlegern bereits geläufigen Aufbau von ETFs und sogenannten Steuerungsfonds.

Anbieter H: Der klassische Weltunternehmer

Man nehme für jede Branche die Aktie von weltmarktführenden Firmen, ergänze diese mit ein paar interessanten Nischenplayern, und fertig ist die eigene Weltfirma. Mit dieser Überzeugung konstruiert der Manager einfach verständliche, transparente und effektive Anlageportfolios. Statt selber in Aktionismus zu verfallen, wartet der Manager lieber auf Opportunitäten aus Überreaktionen am Markt und lässt stattdessen die CEOs und CFOs dieser Welt arbeiten. Ein bewährtes Rezept.

Anbieter I: Der Betriebswirtschaftler

Ein gut geführtes und rentables Unternehmen wird immer sein Geld wert sein. Mit dieser Überzeugung macht sich der Manager auf die Suche nach sogenannten Qualitätsunternehmen. Hierbei werden mittels Finanzkennzahlen die guten von den schlechten getrennt und mittels einer vertieften Primäranalyse nach betriebswirtschaftlichen Aspekten diejenigen Unternehmen mit Corporate Excellence eruiert. Ohne grosses Augenmerk auf Branchen, Länder etc. entstehen so Portfolios von Aktienbeteiligungen, die aufgrund der grossen Qualität auch lediglich ein Dutzend Unternehmen umfassen können.

Anbieter J: Der transparente Hedge-Fonds

Was letzte Woche gut gelaufen ist, wird auch diese Woche gut laufen, und umgekehrt. Auf dieses sogenannte Momentumsignal setzt der Manager. Daraus ergibt sich die Anlageformel: Amerikanisches Wachstum mit effizienter ETF-Umsetzung angepasst mit Momentumsignalen. So schafft es der Manager, Portfolios mit vom Durchschnitt deutlich abweichenden Charakteristika zu bewirtschaften.

Anbieter K: Der Akademiker

Statt auf Bauchgefühl und Einzelpersonen setzt der Manager auf regelbasiertes und wissenschaftlich fundiertes Vorgehen. Dieses zeichnet sich durch den konsequenten Verzicht auf Renditeprognosen aus. Stattdessen konstruiert der Manager Anlageportfolios anhand von Risikocharakteristika. Das Resultat lässt sich sehen: weniger Schwankungen, mehr Rendite.

Anbieter L: Die konsequent Nachhaltigen

Nachhaltig anlegen bedeutet für den Manager, finanztechnische Analysen konsequent den

27 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Nachhaltigkeitskriterien folgend anzuwenden. In dieser Überzeugung lässt der Manager in einem ersten Schritt die möglichen Anlagetitel (Aktien und Obligationen) von einem der weltweit angesehensten Nachhaltigkeitsspezialisten selektionieren. Die Kriterien sind hart und nur wenige schaffen die Auszeichnung (sogenannter positiver Filter). Von diesen stellt der Manager dann nach finanztechnischen Kriterien ein geeignetes Portfolio zusammen. Trotz (oder wegen) des sehr rigiden Vorgehens lässt sich die Rendite durchaus sehen.

Anbieter M: Die Marktabbildner

ETFs sind das einfache und günstige Mittel, um breit ausgewogene Investments in verschiedenen Anlageklassen zu erhalten. In diesem Sinne agiert der Manager als Verwalter, der diese gut zusammenstellt und zum rechten schaut. So ist die Diversifikation hoch und bleiben die Kosten tief.

Anbieter N: Der digitale Passiv-Ermöglicher

Die Anlagestrategie ist definiert und nun soll diese möglichst digital und effizient umgesetzt werden? Hier bietet der Manager eine einfach nutzbare Plattform an. Eine einmal gewählte Allokation wird mittels

ETFs als Portfolio geführt und regelmässig wieder auf die Zielwerte angepasst (Rebalancing).

Anbieter O: Die Dividendensucher

Die Dividende hat zweierlei Vorteile. Sie ist ein guter Indikator für die Solidität eines Unternehmens. Sie stellt in Zeiten tiefer Zinsen eine gute Einkommensquelle dar. In dieser Überzeugung unterhält der Manager ein Portfolio an Aktientiteln, die diesen beiden Aspekten Rechnung trägt. Der Kunde profitiert von beiden Faktoren und einer transparenten Portfoliostruktur.

Anbieter P: Der neue Unternehmensklassiker

Wert liegt in Unternehmen. Mit dieser Überzeugung stellt der Manager Portfolios ausschliesslich mit Aktienanlagen in gute Unternehmen und Obligationen von guten Unternehmen zusammen. Was heisst aber «gut?» Hier geht das junge Team des Managers neue Wege und wendet eine Weiterentwicklung des klassischen Value-Preis-Ansatzes mit eigenem Primär-Research an.

Quellenverzeichnis

- Allianz Global Investors GmbH [AGI]. (2017, Juli). *ESG in Sovereign Bonds* [white paper]. Frankfurt am Main: Dr. Steffen Hörter. Abgerufen am 11. November 2020 unter <https://es.allianzgi.com/-/media/allianzgi/eu/makler-spain-new/documents/sri-seminar/esg-in-sovereign-bonds.pdf?la=es-es&hash=D7A110F8C127976F2198F863C94C2CA9>
- Berg, F., Kölbel, J., & Rigobon, R. (2020, 17. Mai). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Abgerufen am 4. August 2020 unter <https://ssrn.com/abstract=3438533>
- Busch, T., & Friede, G. (2018, 30. März). The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(4), 583–608. Abgerufen am 7. Juli 2020 unter <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdfdirect/10.1002/csr.1480>
- CFA Institute. (2015, Oktober). *Environmental, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals*. Charlottesville, VA: CFA Institute. Abgerufen am 5. August 2020 unter <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/policy-positions/environmental-social-and-governance-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals>
- Colas, J., Khaykin, I., & Pyanet, A. (2019). Climate Change: Managing a New Financial Risk. *Oliver Wyman*. Abgerufen am 13. November 2020 unter https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2019/feb/Oliver_Wyman_Climate_Change_Managing_A_New_Financial_Risk_paper.pdf
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2020, 27. August). *ESG Didn't Immunize Stocks Against the COVID-19 Market Crash*. New York, NY: NYU Stern School of Business. Abgerufen am 14. September 2020 unter <https://ssrn.com/abstract=3675920>
- Eidgenössisches Finanzdepartement [EFD]. (2020, 26. Juni). *Die Schweiz soll ein führender Standort für nachhaltige Finanzdienstleistungen sein*. Abgerufen am 18. August 2020 unter https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/dokumentation/nsb-news_list.msg-id-79606.html
- Finews.ch. (2020, 8. September). Nachhaltigkeit: Kunden fordern Transparenz. *Finews.ch*. Abgerufen am 8. September 2020 unter <https://www.finews.ch/news/banken/42837-swiss-banking-nachhaltigkeit-bankiervereinigung-transparenz-oekologie-esg-sustainable-finance?tmpl=component&format=pdf>
- Gäumann, A., & Simsa, R. (2017). Shareholder Engagement – Dialogue with Companies. In Swiss Sustainable Finance (SSF) & CFA Society Switzerland (Red.), *Handbook on Sustainable Investments. Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners* (S. 77–82). Zürich: Swiss Sustainable Finance. Abgerufen am 11. August 2020 unter <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2017/rf-v2017-n5-1.ashx>
- Global Impact Investing Network [GIIN]. (ohne Datum). Impact investing: A guide to this dynamic market. *Global Impact Investing Network*. Abgerufen am 14. September 2020 unter https://thegiin.org/assets/documents/GIIN_impact_investing_guide.pdf
- Global Impact Investing Network [GIIN]. (2019, Mai). IRIS+ Thematic Taxonomy. *Global Impact Investing Network*. Abgerufen am 13. November 2020 unter https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS_ThematicTaxonomy_20190510.pdf
- Grippa, P., Schmittmann, J., & Suntheim, F. (2019, Dezember). Climate Change and Financial Risk: Central banks and financial regulators are starting to factor in climate change. *Finance & Development*, 56(4), 26–29. Abgerufen am 13. November 2020 unter <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/12/pdf/climate-change-central-banks-and-financial-risk-grippa.pdf>
- Hale, J. (2017, 6. Juli). What Exactly Is Sustainable Investing? *Morningstar*. Abgerufen am 14. August 2020 unter <https://www.morningstar.com/articles/814953/what-exactly-is-sustainable-investing>
- Horlacher, J., & Koutsoukis, A. (2017). Exclusions. In Swiss Sustainable Finance (SSF) & CFA Society Switzerland (Red.), *Handbook on Sustainable Investments. Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners* (S. 38–44). Zürich: Swiss Sustainable Finance. Abgerufen am 11. August 2020 unter <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2017/rf-v2017-n5-1.ashx>
- International Monetary Fund [IMF]. (2019, Oktober). *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Abgerufen am 12. November 2020 unter <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/text.ashx>
- Jones, H. (2020, 12. Februar). EU watchdog says ESG rating firms need rules to stop 'greenwashing'. *Reuters*. Abgerufen am 13. November 2020 unter

29 Analyse Nachhaltiges Anlegen

<https://www.reuters.com/article/us-eu-climate-regulator-idUSKBN2062H6>

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016, 9. November). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. Abgerufen am 4. August 2020 unter <https://ssrn.com/abstract=2575912>

Koh, E. (2020, 28. März). What's in a name? Questions to ask to spot ESG washing. *The Business Times*. Abgerufen am 13. November 2020 unter <https://www.businesstimes.com.sg/wealth-investing/whats-in-a-name-questions-to-ask-to-spot-esg-washing>

Marsh, A. (2020, 9. April). 'Social Washing' Is Becoming Growing Headache for ESG Investors. *Bloomberg*. Abgerufen am 13. August 2020 unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-09/-social-washing-is-becoming-growing-headache-for-esg-investors>

Mercer. (2019, April). *A guide to responsible investment indices*. Abgerufen am 31. Juli 2020 unter <https://www.mercer.ca/content/dam/mercer/attachments/north-america/canada/ca-2019-a-guide-to-responsible-investment-indices.pdf>

Mercer. (2020, Februar). *Responsible investment in fixed income*. Abgerufen am 10. November 2020 unter <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/gi-2020-responsible-investment-in-fixed-income.pdf>

Mooney, A., & Nauman, B. (2020, 20. Februar). Climate campaigners turn their fire on the financial world. *Financial Times*. Abgerufen am 20. Februar 2020 unter <https://www.ft.com/content/2a27f446-4f15-11ea-95a0-43d18ec715f5>

Mooney, A., & Nilsson, P. (2020, 27. Juli). Why did so many ESG funds back Boohoo? *Financial Times*. Abgerufen am 4. August 2020 unter <https://www.ft.com/content/ead7daea-0457-4a0d-9175-93452f0878ec>

Mooney, A., & Walker, W. (2020, 14. Januar). BlackRock seeks to regain lost ground in climate fight. *Financial Times*. Abgerufen am 14. Januar 2020 unter <https://www.ft.com/content/36282d86-36e4-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4>

Morningstar. (ohne Datum). *The Morningstar Sustainable Investing Handbook*. Abgerufen am 14. August 2020 unter <https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/Company/Trends/Sustainability/Detail/Documents/Morningstar-Sustainable-Investing-Handbook.pdf>

Morningstar. (2020, 13. Februar). *2019 ESG Proxy Voting Trends: More support for ESG issues, but the*

largest firms lag. Abgerufen am 16. Juli 2020 unter https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Proxy_Voting_021320.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=20694

Nagrawala, F., & Springer, K. (2020, März). *Point of No Returns: A ranking of 75 of the world's largest asset managers' approaches to responsible investment*. London: ShareAction. Abgerufen am 6. Juli 2020 unter <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/03/Point-of-no>Returns.pdf>

O'Connor, S. (2020, 4. August). Sustainable funds must work harder to vet their investments. *Financial Times*. Abgerufen am 4. August 2020 unter <https://www.ft.com/content/48e02694-a54c-4cec-9af6-ada8b4955e20>

Raval, A., Hook, L., & Mooney, A. (2018, 3. Dezember). Shell yields to investors by setting target on carbon footprint. *Financial Times*. Abgerufen am 3. Dezember 2018 unter <https://www.ft.com/content/de658f94-f616-11e8-af46-2022a0b02a6c>

Rüegg, C. (2020, 27. April). Sustainability Considerations in Debt Finance Transactions. *CapLaw*. Abgerufen am 30. April 2020 unter <http://www.caplaw.ch/2020/sustainability-considerations-in-debt-finance-transactions/>

Schenkel, L., Klette, K., & Pfändler, N. (2019, 9. Juli). Klimaaktivisten bleiben nach der Blockade von Bankeneingängen in Haft. *Neue Zürcher Zeitung*. Abgerufen am 13. November 2020 unter <https://www.nzz.ch/zuerich/klimaaktivisten-besetzen-bankeneingange-in-zuerich-und-basel-ld.1494426>

Stubbington, T. (2020, 14. August). Belarus bonds dumped by investors fearful of EU sanctions. *Financial Times*. Abgerufen am 14. August 2020 unter <https://www.ft.com/content/b8bb58b8-9bf1-47e1-8383-78f1cb9c83e1>

Swiss Sustainable Finance [SSF]. (2019, Juni). *Swiss Sustainable Investment Market Study 2019*. Zürich: Swiss Sustainable Finance. Abgerufen am 6. Juli 2020 unter https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2019_06_03_SSF_Swiss_Sustainable_Investment_Market_Study_2019_E_final_Screen.pdf

Swiss Sustainable Finance [SSF]. (2020, Juni). *Swiss Sustainable Investment Market Study 2020*. Zürich: Swiss Sustainable Finance. Abgerufen am 6. Juli 2020 unter https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2020_06_08_SSF_Swiss_Sustainable_Investment_Market_Study_2020_E_final_Screen.pdf

30 Analyse Nachhaltiges Anlegen

Taraporevala, C. (2020, 2. August). US regulators wrong to dismiss ESG investing for pensions. *Financial Times*. Abgerufen am 2. August 2020 unter <https://www.ft.com/content/81b267f4-414b-4c5a-b775-91c2f1a2f661>

United Nations Principles for Responsible Investment [UN PRI]. (2018, 25. April). *What is ESG integration?* Abgerufen am 13. August 2020 unter <https://www.unpri.org/investor-tools/what-is-esg-integration/3052.article>

Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation wurde durch ZWEI Wealth Experts AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren.

Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken.

Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Die ZWEI Wealth Experts AG fungiert weder als Steuer- noch als Rechtsberatung und lehnt hinsichtlich solcher Fragen jegliche Haftung ab. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von ZWEI Wealth Experts AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. ZWEI Wealth Experts AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. ZWEI Wealth Experts AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.