



## ETHOS DISCUSSION PAPER

Nummer 2 - Juni 2007

### NACHHALTIGE ANLAGEN: WARUM DIE «MATERIALITÄTSDISKUSSION» IN DIE IRRE FÜHRT...

Christoph Butz (Pictet Asset Management)  
Jean Laville (Ethos Stiftung)

«Materialität» ist das Wort der Stunde im Bereich der sozial verantwortlichen oder nachhaltigen Anlagen (SRI). Es gibt derzeit kaum eine SRI-Konferenz oder -Veröffentlichung, die dieses Konzept nicht thematisiert. Unseres Erachtens bietet die Materialität aber, im besten Fall, nur eine Teil-Antwort zur Integration des Konzepts der Nachhaltigen Entwicklung in der Finanzwelt.

Vereinfacht gesagt sind für die Verfechter des Materialitätsansatzes vor allem - wenn nicht ausschliesslich – diejenigen Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG, für die englischen Begriffe Environment, Social und Governance) von Belang, die für die Unternehmen auch aus finanzieller Sicht «materiell» sind. Auswirkungen, die zwar aus Nachhaltigkeitssicht relevant, aber für die Unternehmen nicht materiell sind, wird dagegen keine Beachtung geschenkt.

Angesichts solcher Positionen kommen uns ernsthafte Zweifel, ob die langjährigen Bemühungen für eine vermehrte Berücksichtigung nachhaltiger Aspekte in der Finanzanlage nicht letzten Endes doch vergeblich gewesen sind, dermassen scheint uns dieser Materialitätsansatz das Konzept der nachhaltigen Anlagen zu verwässern.

#### Referenzen:

- « Our Common Future », World Commission on Environment and Development (1987)
- « The Paradigm of Sustainable Development », Emil Salim, Institutionalising Sustainable Development, OECD Sustainable Development Studies (2007)

- Eine verkürzte Fassung dieses Artikels ist in der Financial Times am 13.11.2006 erschienen.

## AM ANFANG WAR DIE NACHHALTIGE ENTWICKLUNG...

Bei nachhaltiger Entwicklung geht es grundsätzlich darum, alle in die Zivilgesellschaft zu integrieren, ohne dabei die natürlichen lebenserhaltenden Systeme (Ökosystem, natürliche Rohstoffe) zu erschöpfen oder letztendlich zu zerstören. Dieses Ziel der nachhaltigen Entwicklung, wie es im Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung (dem Brundtland-Bericht) von 1987 formuliert ist, lässt sich so einfach beschreiben, wie es schwer zu erreichen ist. Grüne und sozial verantwortliche Finanzprodukte, die in der Folge aufgelegt wurden, beriefen sich in ihren Leitsätzen gerne und voller Stolz auf die berühmte in diesem Bericht formulierte Definition<sup>1</sup>. Eine so edle Quelle verpflichtet jedoch auch, seine Versprechen zu erfüllen.

*«Das Problem besteht darin, dass der Materialitäts-Ansatz das grundlegende ökonomische Konzept der Externalitäten nicht berücksichtigt.»*

Die ersten Versuche, Unternehmen nach Umwelt- und Sozialkriterien zu analysieren, trafen auf Skepsis, wenn nicht gar auf offene Feindseligkeit. Die Frage nach anderen als finanzbezogenen und standardisierten Informationen galt damals beinahe schon als unanständig. Die Nachhaltigkeitsanalysten haben allerdings rasch gelernt sich dem Jargon der Finanzanalysten anzupassen, indem sie die Materialität der ESG-Faktoren für die langfristige Performance der Unternehmen unterstrichen.

Die früheren Antagonisten sind dabei, einen neuen – in unseren Augen ungleichen – Pakt zu schliessen. Der Finanzsektor und «Mainstream»-Investoren sind nun bereit, Nachhaltigkeitsthemen zu berücksichtigen, aber nur, wenn sie auch mit hoher Wahrscheinlichkeit die Unternehmensgewinne materiell beeinflussen. Indem die Vertreter nachhaltiger Kapitalanlagen das Konzept der finanziellen Materialität annehmen, verzichten sie andererseits stillschweigend darauf, die Unternehmen auf umfassendere Aspekte der Nachhaltigkeit aufmerksam zu machen.

## EXTERNALITÄTEN UND NACHHALTIGE ANLAGESTRATEGIEN

Eine solch materialistische Einstellung höhlt jedoch das Konzept der nachhaltigen Entwicklung aus, selbst wenn man natürlich sagen kann, es sei besser, wenigstens einige relevante nachhaltige Faktoren zu berücksichtigen, als gar keine.

Das Problem besteht darin, dass der Materialitäts-Ansatz das grundlegende ökonomische Konzept der Externalitäten nicht berücksichtigt. Für die meisten gemeinnützigen nachhaltigen «Güter» (unberührte natürliche Ressourcen, treibhausgasfreie Atmosphäre, gerechte Gesellschaft usw.) besteht eben kein Markt, oder wenn, dann steckt er noch in den Kinderschuhen, wie bei den Treibhausgasen. Daher können Unternehmen, die solche erstrebenswerten öffentlichen Güter herstellen, welche positive Externalitäten mit sich bringen, ihre Nachhaltigkeitsanstrengungen nicht am Markt verkaufen.

Wenn man das Konzept der Nachhaltigkeit wirklich einzig auf die Materialität beschränkt, dann reichen gute Finanzanalysten völlig aus, denn sie sind die Spezialisten für die Analyse internalisierter Kosten, d.h. aller für ein Unternehmen materiell bzw. finanziell relevanter Aspekte. Ein

<sup>1</sup> Nachhaltige Entwicklung ist eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen.

guter Finanzanalyst wird die Kosten für die Einhaltung von CO<sub>2</sub>-Bestimmungen oder eine Eventualverbindlichkeit für die Sanierung eines verschmutzten Standorts berücksichtigen, ohne dass ihn ein Nachhaltigkeitsanalyst erst darauf hinweisen muss – aber eben nur dann, wenn diese Faktoren in der Tat materiell relevant sind. Also wenn das Problem wirklich materiell relevant ist, so wird es berücksichtigt, anderenfalls eben nicht.

Aber die materielle Relevanz hat im Prinzip absolut nichts mit der Nachhaltigkeit eines gewissen Verhaltens an sich zu tun. Dies wird an einem Beispiel ersichtlich: Zur Zeit unterliegen europäische Energieversorger einer Emissionsbeschränkung und einem geregelten Emissionshandelsystem (EU-ETS). CO<sub>2</sub>-Emissionen sind also unleugbar materiell relevant für sie. Wie sollte man jedoch CO<sub>2</sub>-Emissionen in China berücksichtigen, wo es derzeit keine CO<sub>2</sub>-Auflagen gibt? Niemand würde allen Ernstes behaupten wollen, es spiele für die globale Nachhaltigkeit irgendeine Rolle, ob eine Tonne CO<sub>2</sub> in Deutschland oder in China in die Luft geblasen wird! Fragen der Materialität auf das gleiche Niveau zu heben wie Fragen die tatsächlich mit Nachhaltigkeit zu tun haben, und daraus sogar zu schliessen, dass dort wo keine Materialität erkennbar ist, folglich auch keine Nachhaltigkeitsfragen sind, wäre in der Tat ein gravierender Trugschluss.

Ein weiteres Beispiel des Materialitätskults wäre ein Unternehmen, das in einer abgelegenen Bergbausiedlung in der dritten Welt massive Kinderarbeit duldet. Man stelle sich vor, dass es diesem Unternehmen entweder ausserordentlich gut gelingt, diesen Misstand zu verbergen, oder dass aus irgendeinem Grund niemand das Bedürfnis verspürt, dagegen vor dem Hauptsitz des Unternehmens zu protestieren oder gar dessen Produkte zu boykottieren. Sollten wir also die Misstände wirklich ignorieren, nur weil sie sich nicht negativ auf die Unternehmensergebnisse auswirken?

## ZURÜCK ZU DEN WURZELN

Angesichts solcher Abwege möchten wir die SRI-Gemeinde dazu aufrufen, zu ihren Wurzeln zurückzukehren und sich daran zu erinnern, worum es bei dem Begriff der nachhaltigen Entwicklung ursprünglich geht. Man sollte also die Unternehmen künftig wieder vermehrt nach effektiven Nachhaltigkeitskriterien einstufen und bewerten, und nur in Firmen investieren, die tatsächlich mehr Nachhaltigkeit liefern als ihre Mitbewerber. Unseres Erachtens ist dies der einzige Zweck und die einzige Berechtigung für alles, was den Namen «nachhaltige Geldanlage» wirklich verdient.

Dabei reicht es selten aus, nur in die «Guten» Unternehmen zu investieren und die «Schlechten» zu meiden. Oft muss man versuchen, die «Schlechten» positiv zu beeinflussen und die «Guten» auf Kurs zu halten. Es geht uns nicht um Aktivismus. Im Gegenteil, wir suchen einen offenen und konstruktiven Dialog mit den Unternehmen in die wir investieren und üben unsere Stimmrechte aktiv aus, um die langfristige Strategie der Unternehmen mit den Grundsätzen der nachhaltigen Entwicklung in Einklang zu bringen. Diese Weitsicht sollte das Fundament sein, auf das loyale Aktionäre bauen.

*«Wir möchten die SRI-Gemeinde dazu aufrufen, zu ihren Wurzeln zurückzukehren und sich daran zu erinnern, worum es bei dem Begriff der nachhaltigen Entwicklung ursprünglich geht.»*

«Wir suchen einen konstruktiven Dialog mit den Unternehmen in die wir investieren und üben unsere Stimmrechte aktiv aus.»

Aber wenn wir akzeptieren, worum es bei der Nachhaltigkeit wirklich geht, stehen wir bald vor einem weiteren unangenehmen Dilemma: Wir stellen (in der Theorie anhand der oben erwähnten Externalitäten oder empirisch) fest, dass eine Investition in ein sozial- verantwortliches Unternehmen bisweilen auch mit gewissen Kosten verbunden sein kann. Wie beispielsweise eine neuere Pictet-Studie<sup>2</sup> über die Schaffung von Arbeitsplätzen zeigt, wurde für eine grosse Zahl von mehr als 1600 im MSCI World vertretenen Unternehmen die Schaffung neuer Stellen gegen Ende der 1990er Jahre zwar noch durch die Börsen belohnt, nach der Jahrtausendwende jedoch nicht mehr. Was würden nun die «Materialisten» mit diesen Ergebnissen anfangen? Sollen die Unternehmen, wenn die Schaffung von Arbeitsplätzen nicht immer rentabel ist oder von der Börse gar bestraft wird, deswegen einfach keine mehr schaffen? Diese Logik ist ganz offensichtlich absurd.

### DIE LÖSUNG: OPTIMIERUNG NACHHALTIGER PORTFOLIOS

Bedeutet das nun, dass nachhaltige Anleger bereit sein müssen, *a priori* Abstriche bei der Performance zu machen? Nicht unbedingt. Der Ausweg aus dem Dilemma beinhaltet eine strikte Risikokontrolle. Mit quantitativer Optimierung kann einem Anleger ein Maximum an Nachhaltigkeit für ein vorab festgelegtes Risikoniveau geboten werden. So kann der Anleger im Voraus bestimmen, wie viel ihn im ungünstigsten Fall eine nachhaltige Anlagestrategie kosten, oder wie viel sie ihm - im besten Fall – finanziell einbringen soll.

Darüber hinaus kann sich der Portfoliomanager auch auf weitere unabhängige Renditequellen stützen, um mögliche Phasen der Unterperformance einer nachhaltigen Strategie auszugleichen, oder auch um die Chancen einer Outperformance gegenüber einer klassischen Marktbenchmark zu erhöhen. Die beiden Alpha-Quellen (nachhaltiges und finanzielles Alpha) sollten aber bis zum Schluss ganz bewusst auseinander gehalten werden, um dem Anleger die Möglichkeit zu geben, selbst darüber zu entscheiden, wie er die beiden Komponenten in seinem endgültigen Portfolio gewichten möchte.

Zusammenfassend halten wir es für wenig akzeptabel, den Anlegern eine Art Materialitäts-verwässerte Pseudo-Nachhaltigkeit als nachhaltiges Anlagekonzept zu verkaufen. Echte Nachhaltigkeit bedeutet vor allem, die Interessen und Präferenzen der Kunden zu respektieren, und das ist was letztlich für uns wirklich von materieller Bedeutung ist.



info@ethosfund.ch  
www.ethosfund.ch

Place Cornavin 2  
Postfach  
CH - 1211 Genf 1  
T +41 (0)22 716 15 55  
F +41 (0)22 716 15 56

Büro Zürich  
Gessnerallee 32  
CH - 8001 Zürich  
T +41 (0)44 210 02 22  
F +41 (0)44 210 02 21

<sup>2</sup> «Belohnt die Börse die Schaffung von Arbeitsplätzen?»; Pictet-Studie; Juni 2006.