

## Nachhaltigkeitsansätze

# Welcher Weg passt für welche Anlageklasse?

Je nach Anlagekategorie und Absicht des Investors bieten sich unterschiedliche Umsetzungswege an für ein nachhaltiges Portfolio. Während bei Aktien praktisch jeder Weg begangen werden kann, ist eine bestimmte Anlagekategorie per se kaum nachhaltig.

## IN KÜRZE

Wenn eine Pensionskasse sich für einen nachhaltigen Investitionsansatz entscheidet, beginnen die Fragen erst richtig. Eine marktkonforme Rendite lässt sich auch mit nachhaltigen Ansätzen erzielen.

Nachhaltigkeitskriterien können auf unterschiedliche Weise in den Investitionsprozess einfließen. Man unterscheidet gemeinhin die folgenden Ansätze:

- negative Selektion (Screening),
- positive Selektion,
- Impact Investing,
- ESG-Integration,
- Engagement.

### Negative Selektion: Ausschluss der Sünder

Die negative Selektion, also die Anwendung von Ausschlusskriterien, ist der Nachhaltigkeitsansatz, der mit über 10 Billionen Euro Vermögen in Europa mit Abstand die grösste Akzeptanz erhält (siehe Grafik, Seite 51). Titel, die den Kriterien nicht genügen, werden vom Anlageuniversum ausgeschlossen.

Typische Beispiele sind Tabak, Waffen oder Atomkraft, aber auch menschenunwürdige Arbeitsbedingungen. Orientieren sich Investoren an international gültigen Normen, beispielsweise der UNO oder der ILO, spricht man von normenbasiertem Screening.

### Positive Selektion: nur die Musterknaben

Auf der positiven Selektion basieren der Best-in-Class-Ansatz wie auch thematische Anlagen.

Beim Best-in-Class-Ansatz wird in die jeweils nachhaltigsten Unternehmen in jedem Sektor oder jeder Region investiert. Dabei wird in der Regel kein Sektor vom Anlageuniversum ausgeschlossen. Die ESG-Kriterien schliessen gutes Umwelt- und Risikomanagement, effizienten Energie- und Ressourcenverbrauch, Schulungsprogramme, Massnahmen gegen Diskriminierung sowie eine ordentliche Corporate Governance ein. Die

zu rigorose Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien schränkt das Anlageuniversum jedoch ein und kann das Rendite-Risiko-Verhältnis verschlechtern.

Der Themenansatz fokussiert auf bestimmte Sektoren mit wirtschaftlichem Potenzial, verbunden mit ökologischer oder sozialer Wirkung. Typische Anlage-themen sind Wasser, erneuerbare Energien, Cleantech oder Themenkomplexe wie Klimawandel, Ressourceneffizienz, nachwachsende Rohstoffe oder demografische Megatrends. Die Titelselektion ist begrenzt und sehr fokussiert, die Volatilität entsprechend höher, dafür auch die Renditechancen.

### Impact Investing: die Wirkung zählt

Bei Impact Investments sind die Volumina noch relativ gering, die Zuwachsraten aber hoch. Ökologie oder soziale Wirkung sind die Motivation, die finanzielle Rendite kommt an zweiter Stelle. Im Unterschied zu philanthropischen Engagements wie Spenden, die eine ähn-

### Performance

Ansätze wie Screening (negative Selektion) oder Best-in-Class, nicht jedoch die ESG-Integration schränken das Anlageuniversum ein. Aus portfoliotheoretischer Sicht steigen dadurch die statistischen Risiken, während die Renditechancen potenziell sinken. In der Praxis zeigt sich aber, dass nachhaltig aufgestellte Unternehmen und Gemeinwesen operative Risiken besser unter Kontrolle haben.

Die Performance nachhaltig ausgerichteter Portfolios ist denn auch vergleichbar mit traditionellen Referenzindizes oder Benchmarks, in manchen Fällen sogar besser (siehe Artikel Hunziker-Ebnetter, Seite 60).



**Mirjam Staub-Bisang**

Dr. iur., CEO Independent Capital Group AG

liche Zielsetzung verfolgen, hält der Investor bei Impact Investments in der Regel Wertpapiere wie Aktien mit entsprechenden Eigentumsrechten. Impact Investments können konzeptionell den Themeninvestments zugeordnet werden. Beispiele sind Mikrofinanzanlagen oder Social/Community Investments. Die Treuepflicht institutioneller Investoren verpflichtet diese, sich auf Impact Investments mit marktüblicher Rendite zu beschränken.

#### *ESG-Integration: pragmatisch zum Ziel*

Die ESG-Integration berücksichtigt soziale, ökologische und Corporate-Governance-Kriterien neben finanziellen Kriterien.

Ziel ist es, Risiken, insbesondere operative wie auch Reputationsrisiken, zu vermeiden sowie Chancen wahrzunehmen und dadurch die finanzielle Rendite langfristig zu verbessern. Es werden keine Titel ausgeschlossen. Bei diesem pragmatischen Ansatz wird das Anlageuniversum nicht eingeschränkt.

#### *Engagement: mit den Unternehmen reden*

Engagement bezeichnet den langfristigen Dialog von Aktionären und Unternehmensführung mit dem Ziel, diese für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien in die Unternehmensstrategie sowie -prozesse zu gewinnen. Aufgrund des damit verbundenen erheblichen administrativen Aufwands übergeben institutionelle Investoren diese Aufgabe vielfach Stimmrechtsvertretern.

#### **Nachhaltigkeit bei liquiden ...**

Grundsätzlich lassen sich in fast allen Anlageklassen nachhaltige Strategien anwenden und dadurch SRI-kompatible Portfolios erstellen. Liquide Anlagen wie Aktien und festverzinsliche Anlagen eignen sich sehr gut für die Umsetzung mittels Ausschlusskriterien, aber auch positive Selektionsstrategien wie Best-in-Class oder Themenansätze sowie die ESG-Integration. Engagement-Strategien sind nur bei Aktien möglich.

Seit einigen Jahren bieten grosse Indexfamilien sowie spezialisierte Anbieter

Nachhaltigkeitsindizes basierend auf verschiedenen Nachhaltigkeitsansätzen an (Ausschlusskriterien, ESG-Integration, Best-in-Class und Themenansatz). Entsprechende ETF und Indexfonds sind für kostenorientierte, nachhaltige Anleger attraktive Alternativen zu teureren, aktiv verwalteten Nachhaltigkeitsprodukten (siehe auch Artikel Mettler/von Lindeiner, Seite 64). Bei Investitionen in Indexprodukte und ETF ist aus Nachhaltigkeitsicht auf die aktive Ausübung der Stimmrechte zu achten.

#### **... und illiquiden Anlagen**

Sowohl bei direkt wie auch indirekt gehaltenen Immobilienanlagen drängt sich der Ansatz der ESG-Integration auf. Nachhaltige und langfristig werthaltige Immobilien sind nicht nur energie- und ressourceneffizient und mit gesundheitschonenden Materialien gebaut, sie überzeugen durch ihre gute Lage und sind flexibel nutzbar. Stichworte dazu sind der Anschluss an den öffentlichen Verkehr sowie die Anpassung an sich ver-

ändernde Bedürfnisse und demografische Trends. Infrastrukturanlagen finden im alternativen Anlagesegment mehr und mehr Verbreitung. Institutionelle Anleger schätzen die stabilen Renditen und Cashflows.

Generell drängt sich bei langfristigen, aber illiquiden Anlagen wie Infrastruktur- und Immobilienprojekten die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien auf, steigt doch deren Qualität dank nachhaltiger Ausrichtung. Operative Risiken wie Unfälle, bauliche Mängel, Ressourcenverschwendung und Umweltbelastung sind weit besser unter Kontrolle.

Handelt es sich dabei um Anlagen zur Erzeugung von erneuerbaren Energien wie Windparks, Solarfelder oder Wärmenetze, sind es faktisch nachhaltige Themeninvestments, erzielen diese neben der finanziellen Rendite doch auch eine positive Wirkung auf die Umwelt.

Ähnliches gilt bei Anlagen in Realwerte wie Agrar- oder Forstland. Diese

qualifizieren sich als nachhaltige Themeninvestments, wenn die Bewirtschaftung ökologisch und sozial ist – zum Beispiel gemäss den Kriterien des Forest Stewardship Council (FSC).

### **Auf dem Weg zum Standard bei Private Equity**

In der Anlageklasse Private Equity finden sich nachhaltige Themeninvestments beispielsweise im Subsektor Cleantech, aber auch vermehrt im Bereich sogenannter Social Entrepreneurs.

Diese entwickeln unternehmerische Lösungen für gesellschaftliche Probleme. Sie wollen eine finanzielle Rendite erzielen, diese ist allerdings sekundär.

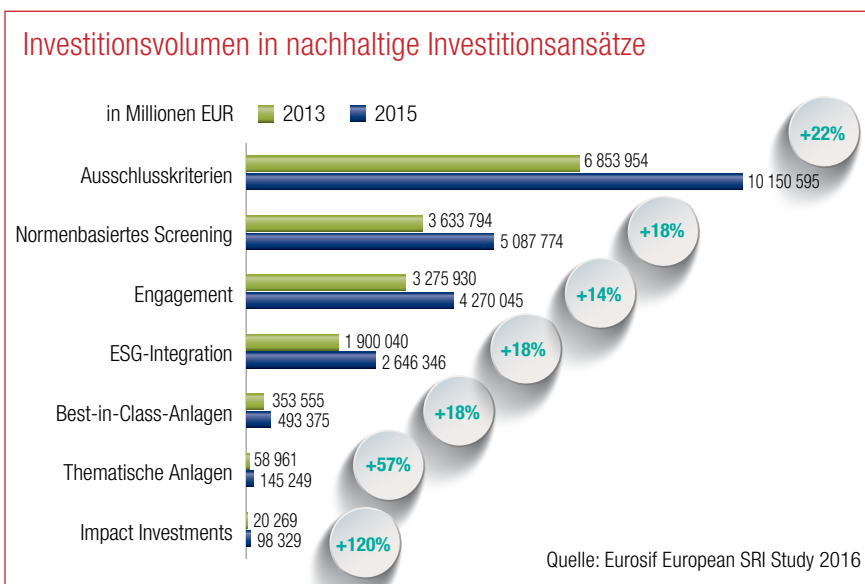
Mehr und mehr kommen Nachhaltigkeitskriterien bei (Leveraged) Buyouts und bei Venture-Capital-Investitionen ganz allgemein zum Tragen. Viele etablierten Private-Equity-Anbieter integrieren heute ökologische und soziale Kriterien in ihren Investitionsprozess und

achten nicht nur auf eine ordentliche Corporate Governance.<sup>1</sup>

### **Schwierige Situation bei Hedge Funds ...**

Anders ist es bei Hedge Funds: Sie müssen aufgrund ihrer hochkompetitiven Gebühren- und Anreizstruktur das Ziel der Gewinnmaximierung verfolgen. Vereinzelt engagieren sich sogenannte Activist Hedge Funds für die Verbesserung von Governance-Strukturen, dies jedoch primär zwecks kurzfristiger Renditemaximierung. Namentlich bei Unternehmen ohne grössere Einzelaktionäre kann sich das allerdings nachhaltig positiv auf die Corporate Governance auswirken. Auf Nachhaltigkeitskriterien basierte Long-Short-Strategien konnten sich bei Investoren nicht durchsetzen.

<sup>1</sup> In der Septemбераusgabe der «Schweizer Personalvorsorge» lesen Sie einen Artikel zum Thema Nachhaltigkeit bei Private-Equity-Investitionen.



### Schlüsselbegriffe

**ESG** Ecological, Social, Governance Criteria (auch Factors oder Issues)  
Die Kriterien sind messbare Größen, die auf Richtlinien beruhen.

**SRI** Socially/Sustainable and Responsible Investment  
Langfristig orientierter Ansatz für Kapitalanlagen, der ESG-Kriterien berücksichtigt.

**EUROSIF** European Sustainable and Social Investment Forum (Forum für nachhaltige Geldanlagen)  
Europaweite Vereinigung, die Nachhaltigkeit über den Weg der Finanzmärkte durchsetzen will. Sie bildet das Dach von zehn nationalen Foren.

### ... und Rohstoffen

Rohstoffe sind sowohl als Anlageklasse wie auch als Sektor im Aktienuniversum unter Nachhaltigkeitsaspekten nicht unproblematisch. Bei fossilen Brennstoffen steht der Beitrag zum Klimawandel im Fokus, bei Erzen und Edelmetallen unökologische Abbau- und Entsorgungspraktiken, aber auch schlechte Arbeitsbedingungen bei der Förderung in Entwicklungsländern. Sinnvoll ist der Best-in-Class-Ansatz

oder auch die ESG-Integration, welche die Hersteller von CO<sub>2</sub>-armen fossilen Brennstoffen wie Erdgas oder Erdöl gegenüber Produzenten von CO<sub>2</sub>-reichen fossilen Brennstoffen wie Kohle aus Risikoüberlegungen favorisiert. Anlagen in nachwachsende Rohstoffe können preistreibend wirken. Dem Finanzinvestor muss bewusst sein, dass das Horten von Rohstoffen zum weiteren Abbau derselben beiträgt und gleichzeitig der Wirtschaft wertvolle Werkstoffe entzieht.

### Jeder Kategorie ihr Ansatz

Die verschiedenen auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Anlagestrategien schliessen sich in der Praxis nicht aus, sondern ergänzen sich meist. Auch bei illiquiden Anlagen setzt sich ein pragmatischer Nachhaltigkeitsansatz durch. So etablieren sich verschiedene Strategien bei einzelnen Anlageklassen. **I**

Les approches de durabilité

## Quelle voie pour quelle classe d'actifs?

Selon la classe d'actifs et les intentions de l'investisseur, la mise en œuvre d'un portefeuille durable peut passer par différentes voies. Pour les actions, quasiment toutes les voies sont praticables, mais une classe d'actifs déterminée n'est sans doute pas durable en soi.

#### EN BREF

Quand une caisse de pensions a opté pour une approche d'investissement durable, les interrogations commencent. Avec des approches durables, il est possible de dégager un rendement conforme au marché.

La durabilité peut se décliner sur toutes sortes de critères dans le processus d'investissement. Voici les approches les plus courantes:

- sélection négative (screening),
- sélection positive,
- investissement d'impact,
- intégration ESG,
- engagement.

#### Sélection négative: bannir les pécheurs

Plus de 10 billions d'euros sont investis en application de critères d'exclusion, ce qui fait de la sélection négative l'approche de durabilité de loin la plus répandue en Europe (voir graphique, page 52). Les titres qui ne satisfont pas à certains critères sont exclus de l'univers de placement.

Le tabac, les armes ou l'énergie nucléaire sont des critères d'exclusion classiques, mais aussi les conditions de travail inhumaines. Lorsque les investisseurs appuient leurs choix sur des normes internationales, par exemple celles de l'ONU ou de l'OIT, on parle de screening basé sur des normes.

#### *Sélection positive: seulement les premiers de classe*

La sélection positive repose sur l'approche du «premier de classe», tout comme les placements thématiques d'ailleurs. L'approche «premier de classe» consiste à investir dans les entreprises les plus durables de chaque secteur ou de chaque région, normalement sans exclure aucun secteur de l'univers de placement. Les critères ESG incluent une bonne gestion de l'environnement et des risques, une consommation efficiente de l'énergie et des ressources, des programmes de formation, des mesures de lutte contre la discrimination, ainsi qu'une gouvernance convenable. Cependant, une application trop rigoureuse de critères de durabilité aura pour effet de restreindre l'univers de placement et de ce fait, le rapport rendement/risque va se détériorer. L'approche thématique place l'accent sur certains secteurs déterminés qui présentent un potentiel intéressant et prend en compte l'impact écologique ou social. Les thèmes typiques de ce genre d'approche sont l'eau, les ressources renouvelables, la cleantech ou des thématiques complexes telles que le changement climatique, l'efficacité des res-

sources, les matières premières renouvelables ou les mégatendances démographiques. La sélection de titres est limitée et très ciblée et la volatilité augmente en conséquence, mais aussi les opportunités de rendement.

#### *Investissement d'impact: ce sont les conséquences qui comptent*

Le volume des investissements d'impact est encore modeste, mais il grandit rapidement. L'écologie et l'impact social sont les motivations premières de tels investissements, le rendement financier n'arrive qu'en seconde position. A la différence d'engagements philanthropiques tels que les dons qui poursuivent un objectif similaire, l'investisseur détient généralement des titres tels que les actions, avec des droits de propriété correspondants. De par sa conception, l'investissement d'impact peut être assimilé aux investissements thématiques. Il prend par exemple la forme de placements dans la microfinance ou dans des projets sociaux/communautaires. Liés par le devoir de diligence fiduciaire, les investisseurs institutionnels sont tenus de limiter ce type d'engagement aux investissements d'impact qui dégagent un rendement conforme au marché.

#### *Intégration de critères ESG: la solution pragmatique*

L'intégration de critères sociaux, écologiques et de gouvernance (ESG) en plus de critères financiers a pour objectif d'éviter les risques, en particulier les risques opérationnels et de réputation,

mais aussi de profiter des opportunités en vue d'améliorer le rendement financier sur le long terme. Aucun titre n'est exclu. Cette approche pragmatique ne rétrécit pas l'univers de placement.

#### *Engagement: établir le dialogue avec les entreprises*

Par engagement, il faut entendre que les actionnaires établissent un dialogue de long terme avec les dirigeants d'une entreprise pour les convaincre d'intégrer des critères de durabilité dans la stratégie et les processus d'entreprise. Comme ce type d'engagement génère un travail administratif considérable, les investisseurs institutionnels délèguent souvent cette tâche aux mandataires chargés d'exercer les droits de vote en leur nom.

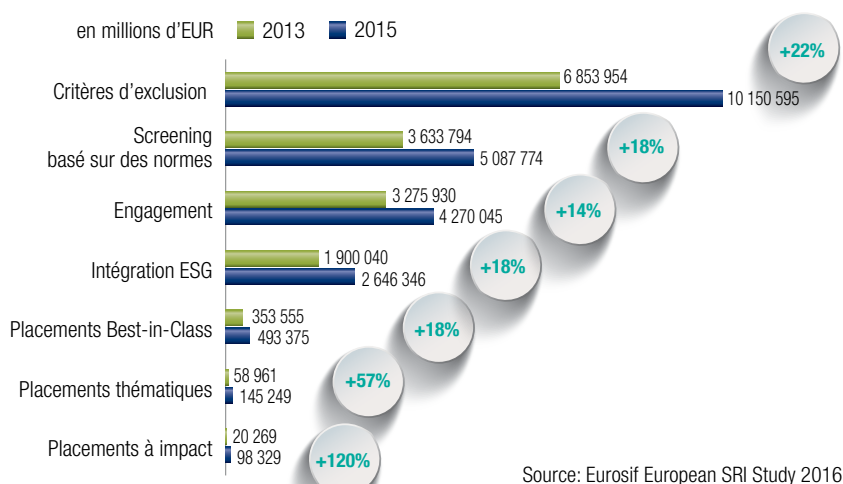
### Quelques notions-clés

**ESG** Ecological, Social, Governance Criteria (également Factors ou Issues)  
Les critères sont des valeurs quantifiables qui reposent sur des directives.

**SRI** Socially/Sustainable and Responsible Investment  
Approche de placement axée sur le long terme qui prend en compte des critères ESG.

**EUROSIF** European Sustainable and Social Investment Forum  
(Forum pour les placements financiers durables)  
Organisation européenne cherchant à imposer la durabilité par le biais des marchés financiers. Elle chapeaute dix Forums nationaux.

### Volume des placements engagés dans des approches durables



### Performance

Des approches telles que le screening (sélection négative) ou Best-in-Class restreignent l'univers de placement, contrairement à l'intégration de critères ESG. La théorie du portefeuille laisserait penser qu'il en résulte une augmentation des risques statistiques et une baisse potentielle des opportunités de rendement. Dans la pratique il s'avère toutefois que les entreprises et les collectivités avec une philosophie durable gèrent mieux les risques opérationnels.

Aussi peut-on affirmer que la performance de portefeuilles à orientation durable est tout à fait comparable à celle d'indices de référence ou de benchmarks traditionnels, voire même meilleure dans certains cas (lire article Hunziker-Ebnetter, page 62).

## La durabilité avec les placements liquides ...

En principe, on peut appliquer les stratégies durables à pratiquement toutes les classes d'actifs et ainsi composer des portefeuilles répondant aux exigences de l'ISR. Les placements liquides tels que les actions ou les placements à revenu fixe se prêtent très bien à la mise en œuvre par critères d'exclusion, mais les stratégies de sélection positive de type Best-in-Class ou les approches thématiques ainsi que l'intégration de critères ESG conviennent également. Par contre, les stratégies d'engagement ne sont possibles qu'avec les actions.

Depuis quelques années, de grandes familles d'indices et des prestataires spécialisés proposent des indices de durabilité fondés sur différentes approches (critères d'exclusion, intégration de critères ESG, approche Best-in-Class et thématique). Des fonds ETF et indiciaires correspondants offrent aux investisseurs sensibles aux coûts et à la durabilité des alternatives attractives par rapport aux produits durables à gestion active beaucoup plus onéreux (voir aussi l'article Mettler/von Lindeiner, page 67). Lorsqu'on investit dans des produits indiciaires et ETF, le souci de durabilité commande l'exercice actif des droits de vote.

## ... et illiquides

L'intégration de critères ESG s'impose pour les placements immobiliers aussi bien directs qu'indirects. L'immobilier durable valorisable sur le long terme se distingue par son efficacité énergétique et l'utilisation efficace des ressources, des matériaux de construction salubres, une situation favorable et une grande flexibilité d'utilisation. Le bon accès aux transports publics, l'adaptabilité aux besoins changeants et aux tendances démographiques font partie du profil requis. Les placements en infrastructures sont de plus en plus présents dans le segment des produits alternatifs. Les investisseurs institutionnels apprécient la stabilité de leurs rendements et des cashflows.

La prise en compte de critères de durabilité s'impose de toute façon pour les placements de longue durée mais illiquides tels que les projets d'infrastructures ou immobiliers, car de tels projets sont d'une meilleure qualité lorsqu'ils ont été réalisés pour le long terme. Les

risques opérationnels tels que les accidents, défauts de construction, gaspillages de ressources et pollution y sont alors beaucoup mieux gérables. Lorsque les investissements portent sur des installations servant à produire de l'énergie renouvelable, par exemple des parcs éoliens, des champs solaires ou des réseaux de chauffage, il s'agit en fait d'investissements thématiques durables, puisque non seulement ils dégagent un rendement financier, mais ils ont en outre un impact positif sur l'environnement.

Il en va de même pour les placements dans d'autres valeurs réelles telles que les terres agricoles ou forestières. Dans ces cas-là, on peut parler d'un investissement thématique durable lorsque l'exploitation est écologique et sociale – et donc par exemple conforme aux critères du Forest Stewardship Council (FSC).

## En voie de devenir la norme dans la Private Equity

Dans la classe des actifs de type Private Equity, les investissements thématiques durables couvrent par exemple le sous-secteur de la cleantech, mais on les trouve aussi de plus en plus dans le domaine des dénommés entrepreneurs sociaux qui développent des solutions entrepreneuriales pour appréhender les problèmes sociétaux. Le rendement financier est un objectif, mais seulement secondaire.

Les critères de durabilité jouent en outre un rôle grandissant dans les achats à effet de levier ou les apports de capital-risque en général. Beaucoup de fournisseurs de capital-investissement établis intègrent aujourd'hui dans leur processus d'investissement des critères écologiques et sociaux qui vont bien plus loin qu'une bonne gouvernance.<sup>1</sup>

## Une situation compliquée pour les hedge funds ...

Pour les hedge funds c'est différent: à cause de la structure hautement compétitive de leurs redevances et de leurs incitations, ils sont obligés de viser la maximisation de leurs bénéfices. Il existe une

poignée de hedge funds dits «activistes» qui s'engagent en faveur de structures de gouvernance améliorées, mais essentiellement dans le but de maximiser le rendement à court terme. Il peut toutefois en résulter un effet bénéfique durable sur la gouvernance, en particulier dans les entreprises sans grands actionnaires individuels. Les stratégies long short basées sur des critères de durabilité n'ont pas réussi à séduire les investisseurs jusqu'à présent.

## ... et pour les matières premières

Les matières premières posent des problèmes de durabilité non seulement en tant que classe d'actifs, mais aussi en tant que segment dans l'univers des actions. Les combustibles fossiles sont condamnés parce qu'ils contribuent au changement climatique, pour les minerais et les métaux précieux ce sont les pratiques d'extraction et d'élimination nuisibles à l'environnement qui sont mises en exergue, mais aussi la précarité des conditions de travail dans les pays émergents où se trouvent les gisements.

L'approche Best-in-Class ou l'intégration de critères ESG est la bonne dans ces cas, elle privilégie les producteurs de combustibles pauvres en CO<sub>2</sub> tels que le gaz naturel ou le pétrole par rapport aux producteurs de combustibles riches en CO<sub>2</sub> tels que le charbon en vue d'une meilleure gestion des risques. L'investissement dans des matières premières renouvelables peut faire monter les prix. L'investisseur financier doit aussi être conscient du fait qu'en accumulant des stocks de matières premières, il va encore stimuler leur exploitation et qu'en même temps, il prive l'économie de ressources précieuses.

## A chaque classe d'actifs son approche

Les différentes stratégies d'investissement visant la durabilité ne s'excluent pas mutuellement, mais se complètent au contraire dans la plupart des cas. Une approche durable pragmatique commence aussi à s'établir pour les placements illiquides. Chaque classe d'actifs intègre ainsi les stratégies qui lui conviennent. |

**Mirjam Staub-Bisang**

<sup>1</sup> Dans le numéro de septembre de «Prévoyance Professionnelle Suisse», vous pourrez lire un article sur le thème de la durabilité d'investissements de type Private Equity.