



Konjunktur und Strategie

15. Juni 2023

ESG-Investing: Gut für das Gewissen oder gut für die Welt?

Wenn es in den letzten Jahren im Asset Management einen großen Megatrend gab, dann war (und ist) es der Trend hin zu nachhaltigem Investieren. Dafür lassen sich vermutlich drei wesentliche Gründe benennen. So fragen Investoren vermehrt nach nachhaltigen Investmentlösungen, da ihnen das Thema deutlich mehr am Herzen liegt als vorherigen Generationen von Investoren. Gleichzeitig führen Veränderungen in der Regulatorik (vor allem in Europa) zu einem zunehmenden Umdenken und einer deutlichen Bewegung hin zu nachhaltigen Portfoliostrukturen. Nicht zuletzt lässt sich mit nachhaltigem Investieren aber auch gutes Geld verdienen – viele Asset Manager bepreisen nachhaltig verwaltete Vermögen etwas höher und generieren damit zum Teil höhere Margen, was wiederum die gesteigerten Vertriebsaktivitäten in diesem Bereich erklären dürfte.

Nun könnte man erst einmal vermuten, dass das eine Win-Win-Situation ist. Die Kunden fühlen sich mit nachhaltigen Investments gut, der Regulator kann wohlwollend beobachten, dass die Geldströme in eine „grüne“ Richtung fließen und für die Asset Manager lohnt sich das nachhaltige Geldanlegen auch. Aber ist tatsächlich alles so perfekt, wie es auf den ersten Blick erscheint? Zweifel sind angebracht. Während beispielsweise der CO₂-Fußabdruck von Portfolios börsennotierter Unternehmen seit Jahren abnimmt, hat sich die Wachstumsrate der CO₂-Konzentration in der Atmosphäre zuletzt deutlich beschleunigt. Dafür mag es viele Erklärungsansätze geben – richtig zufriedenstellend sind diese aber alle nicht. Und wenn Asset Manager einen Schwerpunkt auf

Governance-Themen legen (also das „G“ in ESG berücksichtigen), strafen sie oft einzelne Unternehmen ab, obwohl die Probleme eigentlich sehr offensichtlich nicht unbedingt bei den Unternehmen selbst liegen, sondern in den unzureichenden und zuweilen kaum tolerierbaren staatlichen Rahmenbedingungen von Ländern, in denen die betroffenen Unternehmen ihre Standorte haben.

Kritische Stimmen nehmen zu

Seit einiger Zeit nimmt daher die Zahl der Mahner zu, die darauf hinweisen, dass ein differenzierter Blick auf die Thematik angebracht erscheint. Ein besonders prominenter Mahner ist in diesem Zusammenhang beispielsweise Tariq Fancy, der ehemalige ESG-Chef vom weltgrößten Vermögensverwalter Blackrock. Sein Vorwurf ist vergleichsweise massiv: Er hält es für möglich, dass nachhaltige Investments in der Realität im schlimmsten Fall sogar die Welt eher verschlechtern als verbessern, da von ihnen ein gefährlicher Placebo-Effekt ausgehe: Alle fühlen sich durch nachhaltige Investments besser, während in der realen Welt so gut wie nichts passiert. Dadurch würden eher die zentralen Schritte unterlassen, die tatsächlich notwendig wären, um Veränderungen zu bewirken. Aus seiner Sicht ist der Kapitalmarkt mit dieser Aufgabe letztlich zu einem gewissen Grad überfordert. In einem Interview mit der NZZ brachte er diesen Sachverhalt vergleichsweise prägnant auf den Punkt: „Darum halte ich [nachhaltiges Investieren] für ein gefährliches Placebo. Viele Anleger verstehen auch nicht, dass es dem Planeten wenig bringt, nicht nachhaltige Anlagen einfach zu verkaufen. Das Einzige, was man mit einer Desinvestition bewirkt, ist, dass andere Investoren diese Wertpapiere günstig erwerben und damit einen Profit erzielen können. Irgendjemand wird die Aktien immer kaufen. An

den CO₂-Emissionen hat sich nichts geändert. So funktioniert der Finanzmarkt. Letztlich ist das auch mit ein Grund, weshalb junge Leute ihre Hände an die Straßen kleben.“¹

Ist diese Argumentation stichhaltig? Zunächst einmal stimmt es, dass ein Verkauf eines Wertpapiers nur zu einem Eigentümerwechsel führt. Dem Unternehmen ist es zudem weitgehend egal, wer eine Aktie oder eine Anleihe hält. Eine Umstrukturierung von Portfolios hat also dementsprechend zunächst einen Impact von exakt Null. Protagonisten des ESG-Investings argumentieren jedoch etwas subtiler: Zwar wird auch dort nicht bestritten, dass Verkäufe nicht ESG-konformer Wertpapiere zunächst keinen Einfluss im tatsächlichen Leben entfalten. Jedoch führen diese Verkäufe – so die Hoffnung – zu Preissignalen: Wenn genug Investoren die „kritischen“ Wertpapiere verkaufen, dann fallen die Kurse dieser Wertpapiere. Das wiederum erhöht mittelfristig die Kapitalkosten dieser Unternehmen. Dadurch werden Kapitalströme eher in „grüne“ Unternehmen gelenkt, während weniger „grüne“ Unternehmen im Idealfall von Kapitalströmen abgetrennt werden. Aber auch an dieser Argumentation regt sich Widerstand, denn es stellt sich die Frage, ob es tatsächlich ideal ist, wenn gerade die Unternehmen in der Refinanzierung ein Problem bekommen, die eigentlich den größten Transformationsbedarf aufweisen. Denn der größte positive Hebel auf Veränderungen geht von den Unternehmen aus, die am wenigsten ESG-konform arbeiten. Gerade hier kann mit frischem Eigen- und Fremdkapital besonders viel Positives bewegt werden. Daher erscheint die Argumentation, die über Allokationseffekte eine positive Wirkung in der Realwirtschaft erzielen will, auf einen zweiten Blick nicht mehr ganz so überzeugend. Aber die ganze Argumentationskette ist sogar noch ein wenig vertrackter, denn Unternehmen agieren ja nicht komplett unbedarft. Gerade Unternehmen, die sich in ESG-kritischen Wertschöpfungsketten bewegen, wissen natürlich genau um die Problematik steigender Kapitalkosten. Sie stehen dabei letztlich vor zwei Alternativen. Die eine Alternative besteht darin, trotz steigender Kapitalkosten in Transformationsprozesse zu investieren und somit Verantwortung zu übernehmen. Die andere Alternative besteht darin, Kapitalkosten zu senken, indem Verantwortung delegiert wird. Dies wiederum geschieht

einfach dadurch, dass die „dreckigen“ Teile der Wertschöpfung an nicht-börsennotierte Unternehmen meist im Ausland verkauft werden – i.d.R. in Länder, in denen ESG-Themen keine große Rolle spielen. Damit wird die Lage in der Realität meist noch deutlich schlechter, für das betroffene Unternehmen jedoch besser. Denn man kommt auf diese Weise aus den negativen Schlagzeilen, kann sich als zunehmend „grünes“ Unternehmen positionieren und profitiert zu allem Überfluss auch noch von wieder steigenden Kursen in Wertpapieren sowie fallenden Kapitalkosten. Tatsächlich ist diese vorgebrachte Logik nicht ganz von der Hand zu weisen, und es besteht wohl wirklich die nicht ganz auszuschließende Gefahr, dass ESG-Investing nicht die erhofften Effekte in der Realität erzielt und damit ein Placebo-Effekt vom nachhaltigen Investieren ausgeht, der langfristig kontraproduktiv wirken könnte.

Die oft übersehene ethische Komponente

Sollte man deshalb auf nachhaltiges Investieren verzichten? Wir denken nicht, dass das der Fall ist. Allein schon aus ethischen Gesichtspunkten ist jeder Investor aufgerufen, stets zu hinterfragen, ob er Wertzuwächse und Geldflüsse wie Dividenden und Zinsen mit einer Wertschöpfung erzielen möchte, die ethisch fragwürdig ist. Diese Frage muss allerdings jeder Investor am Ende für sich alleine entscheiden; hier hilft keine Regulatorik, und ESG-Scores nutzen hier nur begrenzt, da jeder Investor sein eigenes ethisches Koordinatensystem haben dürfte und sich kaum ein Anleger vorschreiben lassen wird, nach welchen ethischen Prinzipien er zu handeln hätte.

Jeder ESG-orientierte Investor sollte sich aber bewusst sein, dass er allein durch sein Investieren vermutlich noch keinen ernsthaft positiven Fußabdruck auf der Erde hinterlässt. Am Ende dürfte der Kapitalmarkt damit überfordert sein, als „Schiedsrichter“ aufzutreten und Kapitalströme unter ESG-Gesichtspunkten endogen in die richtigen Bahnen zu lenken. Letztlich ist es auch und vor allem Aufgabe von Staaten, global geltende Mindeststandards für die Produktion zu definieren, Emissionshandelssysteme zu implementieren, negative externe Effekte zu besteuern und unter ESG-Aspekten günstige Formen des Wirtschaftens mit Anreizen zu versehen.

¹ <https://www.nzz.ch/finanzen/ich-zweifle-ob-es-klug-ist-new-yorker-bankern-das-schicksal-des-planeten-anzuvertrauen-sagt-der-ehemalige-blackrock-topmanager-tariq-fancy-ld.1739602>

Überblick über Marktdaten

	Stand 15.06.2023 16:51	26.05.2023 -1 Woche	01.05.2023 -1 Monat	Veränderung zum 01.03.2023 -3 Monate	01.06.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34197	3,3%	0,4%	4,7%	4,2%	3,2%
S&P 500	4435	5,5%	6,4%	12,2%	8,1%	15,5%
Nasdaq	13665	5,3%	11,9%	20,1%	13,9%	30,6%
Russell 2000	1874	5,7%	5,9%	-1,3%	1,0%	6,4%
DAX	16272	1,8%	2,2%	6,3%	13,5%	16,9%
MDAX	27285	1,1%	-2,0%	-4,5%	-8,3%	8,6%
TecDAX	3250	0,7%	-0,6%	1,4%	3,4%	11,2%
EuroStoxx 50	4359	0,5%	0,0%	3,4%	15,9%	14,9%
Stoxx 50	4002	-0,6%	-1,2%	3,5%	10,0%	9,6%
SMI (Swiss Market Index)	11289	-1,3%	-1,3%	2,1%	-1,8%	5,2%
FTSE 100	7617	-0,1%	-3,2%	-3,8%	1,1%	2,2%
Nikkei 225	33485	8,3%	15,0%	21,7%	22,0%	28,3%
Brasilien BOVESPA	119608	7,8%	14,5%	14,6%	7,4%	9,0%
Russland RTS	1055	-0,1%	2,0%	10,3%	-13,7%	8,6%
Indien BSE 30	62918	0,7%	3,0%	5,9%	13,6%	3,4%
China CSI 300	3925	1,9%	-2,6%	-4,9%	-3,9%	1,4%
MSCI Welt	2940	3,9%	3,7%	8,6%	6,1%	12,9%
MSCI Welt SRI	2785	-0,1%	0,9%	-3,0%	5,1%	12,7%
MSCI Emerging Markets	1015	4,3%	3,9%	3,1%	-5,0%	6,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	133,29	35	-227	129	-1772	36
Bobl-Future	115,81	-75	-216	113	-1039	6
Schatz-Future	105,07	-11	-61	23	-498	-36
3 Monats Euribor	3,52	37	63	112	386	163
3M Euribor Future, Dez 2023	3,80	-7	17	-19	200	19
3 Monats \$ Libor	5,52	4	21	54	389	75
Fed Funds Future, Dez 2023	5,21	14	53	-17	216	56
10-jährige US Treasuries	3,72	-9	13	-28	79	-11
10-jährige Bunds	2,46	-7	14	-26	128	-10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,43	1	3	-7	20	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,02	-12	-5	-46	9	-59
US Treas 10Y Performance	601,59	1,6%	0,1%	4,2%	-2,2%	3,7%
Bund 10Y Performance	546,53	2,4%	0,7%	4,7%	-6,7%	4,0%
REX Performance Index	432,77	-0,2%	-0,7%	1,5%	-6,0%	0,1%
IBOXX AA, €	3,53	-24	3	-33	142	-7
IBOXX BBB, €	4,46	-27	0	-26	144	-24
MIL US High Yield	8,78	-11	28	5	156	-19
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-2,7%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	537,41	-1,7%	-4,1%	-8,6%	-32,3%	-11,9%
MG Base Metal Index	379,11	0,2%	-6,1%	-10,8%	-18,7%	-9,4%
Rohöl Brent	74,39	-3,3%	-6,5%	-11,9%	-36,1%	-12,4%
Gold	1954,79	0,7%	-1,4%	6,3%	6,0%	7,7%
Silber	23,91	3,0%	-4,3%	13,5%	9,4%	0,7%
Aluminium	2314,25	3,1%	-2,3%	-3,0%	-14,2%	-1,5%
Kupfer	8240,00	1,7%	-3,9%	-9,3%	-13,2%	-1,5%
Eisenerz	112,75	7,0%	8,8%	-11,1%	-17,7%	1,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1079	-7,9%	-31,5%	-1,8%	-59,0%	-28,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0914	1,5%	-0,6%	2,2%	1,9%	2,3%
EUR/ GBP	0,8559	-1,4%	-2,4%	-3,7%	0,3%	-3,5%
EUR/ JPY	153,07	1,9%	2,5%	5,7%	10,4%	8,8%
EUR/ CHF	0,9758	0,5%	-0,8%	-2,4%	-5,3%	-0,9%
USD/ CNY	7,1302	0,8%	2,8%	3,7%	6,6%	3,3%
USD/ JPY	138,80	-1,3%	0,9%	1,9%	6,7%	5,8%
USD/ GBP	0,7846	-3,2%	-1,8%	-5,8%	-1,9%	-5,6%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.