

ANALYSEN UND VERGLEICHE VON ESG UND IMPACT INVESTMENTS

ESG-Kriterien finden vor allem in Europa immer mehr Verbreitung im Asset Management. Die vorliegende Debatte soll sich der Beurteilung bzw. der Vergleichbarkeit von entsprechenden Fonds widmen. Vorab gilt es sicherlich einmal, die verschiedenen Konzepte kurz auszurollen (etwa die EU-Taxonomie mit den Artikel-8- und Artikel-9-Fonds oder Impact-Strategien). Dann fragen wir, ob eine einzelne Beurteilungs-Note für sämtliche Investments nicht eine Illusion ist. Von Interesse ist die Frage, was denn aktuell alles unternommen wird, um die Vergleichbarkeit zu fördern (Stichworte: Swiss Climate Scores, Swiss Stewardship Codes, PATCA etc.). Diesbezüglich stellt sich auch die Frage, was in der EU bei der ESG-Rating-Verordnung läuft. Was machen Rating-Agenturen: verfolgen sie mehrere Beurteilungs-Standards (was per Definition eigentlich Unsinn wäre)? Interessant mag auch sein, ob grössere Unternehmen tendenziell mit höheren ESG-Ratings bedacht werden oder ob europäische Firmen besser abschneiden als solche aus den USA oder Asien. Und bei Impact-Fonds: reicht es da nicht, wenn dieser einfach die vorgegebenen Ziele erreicht hat? Last but not least fragen wir noch, ob Kosten hier eine Rolle spielen und ob ESG-Ratings als Alpha-Quelle herangezogen werden können.

Unsere Gesprächspartner sind: Dr. Pereshia Berlenbach [Partner & Chief Sustainable Finance Offer, Earth Resource Investments], Glen Boschi [Head of Engagement, Inrate AG], Tim Gutzmer [Head UBS ESG Oversight ManCos, UBS Fund Management Schweiz AG], Hans-Ruedi Mosberger [Director, Sustainability & Strategic Regulatory, PricewaterhouseCoopers], Tim Oehmigen [Associate Director Sustainability Research, Sustainable Investment Research, M&G Investments] und Dr. Ingeborg Schumacher-Hummel [Geschäftsführerin Responsible Impact Investing].

Beginnen wir die Gesprächsrunde doch gleich mit einer Frage zum Titel. Welche Herausforderungen gibt es derzeit insbesondere beim Analysieren und Vergleichen von ESG bzw. Impact Investments?

Gutzmer: Ich sehe drei wesentliche Herausforderungen: ESG-Analysen basieren heute noch auf uneinheitlichen Daten. Langfristig erwarten wir eine Standardisierung durch die Bemühungen des ISSB, welches eine globale Basis für die Definition, Berechnung und das Reporting von ESG-Metriken anstrebt. Dann umfasst ESG viele Bereiche und hat in seiner heutigen Ausprägung eine Akademisierung angenommen, welche offenbar unvermeidlich ist, da sie mit der Entwicklung von wissenschaftlichen Modellen etwa für die Messung von CO₂-Metriken einhergeht. Allerdings wird dadurch die Kommunikation mit vielen Investoren erschwert. Zudem besteht noch die Frage, wie ein glaubwürdiger Impact durch ein Anlageprodukt überhaupt sichergestellt werden kann. Impact wird durch die unterliegenden Emittenten generiert, so dass entsprechende Vehikel eigentlich immer sehr spezialisiert investieren müssten.

Schumacher: Ich sehe hier ein grundsätzliches Problem: Nachhaltige Investoren verfolgen unterschiedliche Motive und folglich gibt es unterschiedliche Anlagestrategien. Nachhaltigkeits-Bewertungen von Unternehmen werden daher sowohl aus einer finanziellen Perspektive mit Fokus auf wirtschaftliche Risiken als auch

«Transition stellt eine Verpflichtung zu einer Zielsetzung dar – mit einem entsprechenden Pfad für die Zielerreichung und jeweiliger Messbarkeit.»

Tim Gutzmer

aus einer Impact-Perspektive mit Fokus auf Umwelt- und Gesellschaftseinflüsse durchgeführt. Zudem gibt es bisher auf Firmenebene keine Mindestanforderung, ab wann ein Unternehmen nachhaltig ist; es geht häufig um relative Bewertungen. Damit wird es auch auf Fondsebene schwierig.

Mosberger: Analysen und Vergleiche von ESG und Impact Investments sind mit einer Reihe von Herausforderungen sowohl auf methodischer als auch auf praktischer Ebene verbunden. Beispiele sind unterschiedliche Strategie-Implementierungen und interne Konzepte, was zuverlässige Vergleiche erschwert, methodische Differenzen bei den ausgewählten Metriken, Datenverfügbarkeit, intransparente Monitoring-Prozesse, unterschiedliche ESG-Rating-Methoden, subjektive

Bewertungen und Schwierigkeiten bei der Beitragsmessung. In der Schweiz gibt es darüber hinaus keine Vorlage für die Offenlegungen, was deren Vergleichbarkeit deutlich erschwert.

Oehmigen: Eine zentrale Herausforderung bei der Analyse von ESG- und Impact-Investments ist das Spannungsfeld zwischen Materialität und verfügbaren Daten. Materialität bedeutet die Wichtigkeit von Informationen für die langfristige Wertentwicklung eines Unternehmens. Man könnte die ideale Materialität erreichen, aber ohne ausreichende Daten sind fundierte Entscheidungen schwierig. Umgekehrt können umfassende Daten vorliegen, deren Bedeutung für die Bewertung eines Unternehmens oder einer Anlageklasse möglicherweise nicht massgeblich ist. Unternehmen innerhalb eines breiten Industriefelds zu vergleichen ist wie der Versuch, verschieden geformte Puzzleteile zu einem konsistenten Bild zusammenzufügen – einige passen einfach nicht zusammen.

Boschi: Einige Herausforderungen bestehen darin, dass Nachhaltigkeitsdaten oft unstrukturiert und nicht standardisiert vorliegen. Es existieren zahlreiche Berichtsformate, die sich zum Teil erheblich unterscheiden. Zudem ist die Datenverfügbarkeit eingeschränkt, insbesondere bei privaten, kleineren Unternehmen oder solchen aus Schwellenländern, die nur teilweise oder gar nicht berichten.

Berlenbach: Ich schliesse mich meinen Kolleginnen und Kollegen an und verdeutliche die Komplexität anhand eines Beispiels aus der Bergbauindustrie, da diese durch besonders komplexe ökologische und soziale Rahmenbedingungen gekennzeichnet ist. Bergbauprojekte in stabilen, transparenten Regionen wie Kanada haben einen völlig anderen Kontext als solche in instabilen, von Konflikten geprägten Gegenden wie der Demokratischen Republik Kongo. Dies führt zu Schwierigkeiten bei der Vergleichbarkeit und erschwert die Festlegung einheitlicher Kriterien. Hinzu kommt die Vielzahl relevanter Interessengruppen – darunter die in der Umgebung der Minen lebenden indigenen





Tim Gutzmer

Head of UBS ESG
Oversight ManCos,
UBS Fund Management
Schweiz AG, Zürich.

Gemeinschaften, Umweltorganisationen, rohstoffstrategisch orientierte Regierungen sowie Investoren mit klaren Renditezielen. Diese Stakeholder unterscheiden sich nicht nur international, sondern teils erheblich auch innerhalb einzelner Länder und Regionen, was die Analyse und Bewertung zusätzlich erschwert. Vor dem Hintergrund der komplexen Herausforderungen im Bergbausektor haben wir ein eigenes Analyseinstrument entwickelt, das auf einer ausgezeichneten Studie basiert und gezielt auf die Besonderheiten dieser Industrie eingeht.

Was wird denn aktuell alles unternommen, um die Vergleichbarkeit zu fördern? Ist eine einzelne Beurteilungs-Note für sämtliche Investments eine Illusion?

Schumacher: Die Bewertung von Stewardship-Aktivitäten von Asset Managern oder institutionellen Investoren ist von aussen schwierig, da beispielsweise Engagement häufig als diskreter Dialog zwischen Investoren und Unternehmen geführt wird. Damit ist ein Stewardship Code eine gute Möglichkeit, durch die Definition von Mindest-Standards die Qualität der Ansätze zu steigern.

Boschi: Der Swiss Stewardship Code hat einen wichtigen Impuls für mehr Transparenz und gemeinsame Erwartungen im verantwortungsvollen Investieren gesetzt. Eine künftige Weiterentwicklung könnte darin bestehen, klarere Leitlinien zu schaffen, welche es ermöglichen, unterschiedliche Qualitäten von Engagement-Aktivitäten besser zu erkennen und einzuordnen. Auch aus Sicht eines ESG-Ratinganbieters stellt sich bei den zugrunde liegenden Unternehmensdaten die Frage der Vergleichbarkeit. Der Ansatz von Inrate setzt auf eine Bewertung der zentralen Geschäftsaktivitäten und deren soziale und ökologische Auswirkungen. Dadurch wird die Abhängigkeit von homogener Berichterstattung des Anlagevehikels oder des Unternehmens deutlich verringert, und die Investitionen werden aus der Perspektive der Auswirkungen betrachtet, die durch ihren Betrieb entstehen. So ermöglichen



Dr. Ingeborg Schumacher-Hummel
Geschäftsführerin Responsible
Impact Investing, Küssnacht.

wir konsistente Einschätzungen über Aktien, Obligationen und Real Assets hinweg.

Berlenbach: Eine IGF-Studie von 2018 zählte 158 Nachhaltigkeits-Standards im Bergbau. Derzeit wird nur ein Teil davon konsolidiert und auf Interoperabilität geprüft. Eine einzige Bewertungsnote für alle Investments greift jedoch zu kurz – differenzierte Ansätze bleiben unerlässlich.

Gutzmer: Bei der SFDR gibt es sehr grosse Unterschiede zwischen der Materialität der ESG-Ansätze, da der Fokus auf der Offenlegung und nicht auf der Etablierung eines Nachhaltigkeits-Standards liegt. Bei der AMAS-Selbstregulierung stehen die Nachhaltigkeitsziele und Mindestanforderungen im Vordergrund und machen eine Vergleichbarkeit von Fonds einfacher.

Was läuft regulierungstechnisch weltweit, etwa in der EU, in Japan oder in Grossbritannien?

Mosberger: Weltweit konzentrieren sich regulatorische Entwicklungen zunehmend auf Nachhaltigkeitspflichten, wobei die EU mit dem Green Deal eine Vorreiterrolle übernahm. Der Schwerpunkt liegt auf dem Anlegerschutz, ESG-Risikomanagement und erhöhten Transparenzpflichten. Auch die Schweiz, UK, Hong Kong und Japan führten unterschiedliche Vorgaben ein. Zurzeit werden die regulatorischen Pflichten in der EU evaluiert und weiterentwickelt.

Wie beurteilen Sie die Datenlage für die Nachhaltigkeits-Bewertung von Unternehmen?

Oehmigen: Der Mangel an konsistenten und vergleichbaren Daten erschwert fundierte Analysen der tatsächlichen ESG-Leistungen. Unternehmen orientieren sich oft an unterschiedlichen Materialitäts-Frameworks und ESG-Ratings. Diese variieren in den Aspekten, welche sie als materiell betrachten. Ein deutlicher Fortschritt ist die zunehmende Integration von TCFD-Reportings (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Anm. der Redaktion) in die Unternehmensberichte. Diese Berichterstattung erhöht

die Transparenz bei Klimarisiken und zeigt eine stärkere Reife, indem sie geschäftsrelevanten Aspekten näher kommt, was die Bewertung der langfristigen Nachhaltigkeit und des Potenzials eines Unternehmens unterstützt.

Boschi: Die ESG-Datenlandschaft hat sich stark weiterentwickelt. Zwar verlangsamt sich aktuell die Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen, doch die Erwartungen von Investoren werden differenzierter. Dieser Wandel hat die Entwicklung eines breiten Spektrums nachhaltiger Anlagestrategien vorangetrieben – von Exclusion und negativem Screening bis hin zu aktivem Engagement. Herausforderungen sind uneinheitliche und komplexe Berichtsformate sowie das Fehlen harmonisierter Rahmenwerke. Fortschritte in der KI und Datenanalyse haben unsere Fähigkeit, ESG-Daten in grossem Umfang zu sammeln, zu verarbeiten und zu interpretieren, stark verbessert. Neben der Datenverfügbarkeit besteht eine zentrale Herausforderung darin, die relevantesten materiellen Daten zu priorisieren und sie in einem Format bereitzustellen, das Investoren leicht verstehen und nutzen können.

In der EU kam unlängst der Begriff «Omnibus» auf, dies mit Blick auf Datenerhebungen. Worum geht es bei der Initiative konkret?

Schumacher: Mit dem Omnibus-Gesetzpaket sollen verschiedene bestehende EU-Gesetze und -Vorschriften vereinfacht und angepasst werden. Es geht vor allem darum, den Bürokratieaufwand für Unternehmen, insbesondere kleinere, zu reduzieren und die Nachhaltigkeitsberichterstattung zu vereinfachen. Betroffen sind die Corporate Sustainability Reporting Directive – kurz: CSRD –, das EU-Lieferkettengesetz, also die CSDDD, sowie die EU-Taxonomie-Verordnung.

Mosberger: Die EU-Omnibus-Initiative soll Unternehmen administrativ entlasten, indem sie die Berichtspflichten senkt, insbesondere durch Reduzierung der EU-Taxonomie-Datenpunkte um etwa 70% und Klärung der Bestimmungen für ESRS. Die Initiative soll sich auf relevante



Nachhaltigkeitsdaten konzentrieren, um die Konsistenz zwischen verschiedenen Vorschriften zu verbessern. Offen bleibt, wie die konkreten Datenanforderungen aussehen werden. Finanzunternehmen werden allerdings weiterhin gewisse Daten anfordern.

Schumacher: Unternehmen mit weniger als 1000 Beschäftigten werden mit dieser Anpassung erst später oder in mitunter wesentlich reduziertem Umfang berichten müssen. Für die CSRD wird beispielsweise eine Senkung um 80% der Nachhaltigkeitsberichtspflichten angestrebt. Auch wenn diese Initiative von vielen Verbänden begrüsst wird und zur einer höheren Wettbewerbsfähigkeit beitragen soll, warnen andere im Kontext von Sustainable Finance vor einem Rückschritt für die Umlenkung von Kapital in nachhaltige

Tätigkeiten. Es wird befürchtet, dass die Umsetzung zukunftsorientierter, nachhaltiger Risikobewertungen beeinträchtigt wird.

Welche Rolle übernehmen ESG-Ratingagenturen?

Boschi: Die Hauptaufgabe von ESG-Ratingagenturen besteht darin, unabhängige und objektive Bewertungen der Nachhaltigkeitsleistungen von Unternehmen zu erstellen, damit Investoren fundiertere und verantwortungsvollere Anlageentscheidungen treffen können. Diese Ratings decken in der Regel eine breite Palette von ESG-Faktoren ab, wobei jedem zugrunde liegenden Indikator je nach Wichtigkeit und Relevanz für den Sektor eine unterschiedliche Gewichtung zugewiesen wird.

Gutzmer: Die ESG-Agenturen übernehmen die Entwicklung von ESG-Methoden und Datenerhebungen mit einem entsprechenden hochspezialisierten Wissen. Die Analysen richten sich mit Ausnahme von Sustainable Bonds auf die Emittenten, während sich Methoden nach den Sektoren unterscheiden.

Es wird immer wieder kritisiert, dass ESG-Ratings verschiedener ESG-Ratingagenturen zu anderen Ergebnissen kommen. Woran liegt dies?

Gutzmer: Die Beurteilung von Nachhaltigkeitsmerkmalen ist sehr komplex und basiert auf uneinheitlichen Daten. Insofern stellen ESG-Ratings Research-

«Bisher gibt es auf Firmenebene keine Mindestanforderung, ab wann ein Unternehmen nachhaltig ist; damit wird es auch auf Fondsebene schwierig.»

Ingeborg Schumacher-Hummel

Ansichten der Anbieter dar, so wie auch Anlageempfehlungen von Banken.

Schumacher: Für die Divergenz zwischen ESG-Ratings verschiedener Anbieter sind vor allem unterschiedliche Methoden und Kriterien verantwortlich. Ich erwähne hier unterschiedliche Schwerpunkte in den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance oder verschiedene Messmethoden zur Erfassung und Bewertung von Daten. Dann sind auch Qualität und Verfügbarkeit der Daten häufig unzureichend, weshalb mitunter Schätzungen getroffen werden müssen.

Oehmigen: Ein bedeutender Aspekt ist die unterschiedliche Herangehensweise an Materialität, insbesondere die «einfache» versus «doppelte» Materialität. Doppelte Materialität betrachtet einerseits die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf das Unternehmen, andererseits aber auch, wie das Unternehmen selbst auf Umwelt und Gesellschaft wirkt. Diese breitere Sichtweise wird unterschiedlich angewandt. Weil ESG-Ratings unterschiedlichen Input nehmen, haben sie eben auch unterschiedliche Ergebnisse.

Boschi: Unterschiede ergeben sich meist aus den zugrundeliegenden Konzepten und dem jeweiligen Verständnis von Materialität: Manche Anbieter bewerten nur finanzielle Risiken – Stichwort: «outside-in». Andere bewerten auch die Wirkung auf Umwelt und Gesellschaft – Stichwort hier: «inside-out». Und wiederum andere berücksichtigen beides. Zwei Ratings können also mit denselben Daten zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen.

Warum ist eine ESG-Analyse gerade für Minen-Firmen besonders relevant?

Berlenbach: Die globale Wirtschaft ist auf die Bergbauindustrie angewiesen – als Grundlage für Schlüsseltechnologien der Energiewende. Laut Frankfurter Allgemeine bestehen Smartphones aus über 60 Metallen und Rohstoffen. Dennoch investieren viele Anleger in Apple, schliessen den Bergbau aber aus. Elektroautos enthalten bis zu 85 Kilogramm Kupfer – Tesla ist im Portfolio, der Kupferabbau nicht. Auch Wind- und Solaranlagen wären ohne

«Weltweit konzentrieren sich regulatorische Entwicklungen zunehmend auf Nachhaltigkeitspflichten, in der EU etwa durch den Green Deal.»

Hans-Ruedi Mosberger

Metalle aus dem Bergbau nicht denkbar. Wer nachhaltig investieren will, sollte auch die vorgelagerte Wertschöpfungskette in den Blick nehmen. Es reicht nicht, Endprodukte zu bewerten, ohne die Herkunft der Rohstoffe zu hinterfragen. Entscheidend ist, gezielt Unternehmen zu unterstützen, die aktiv an Verbesserungen arbeiten. Geschieht dies nicht, bleibt ein Risiko bestehen: dass Investitionen zunehmend aus



Jurisdiktionen stammen, die zwar stark an Rohstoffen interessiert sind, jedoch weniger strenge ESG-Kriterien anwenden.

Im Kontext Sustainable Finance geht die EU meist voran bezüglich Regulierung. So gibt es auch eine Regulierung zu ESG-Ratings. Was ist davon zu erwarten?

Mosberger: Mit der ESG-Rating-Verordnung wurde ein Aufsichts- und Zulassungsverfahren für ESG-Ratinganbieter eingeführt, um Transparenz, Zuverlässigkeit und Vergleichbarkeit zu fördern. Dabei werden erhöhte Vorschriften für die interne Organisation sowie Vermeidung von Interessenskonflikten eingeführt. Die Investoren können mehr Transparenz der Methoden und Limitierungen erwarten. Bewertete Unternehmen werden von den präziseren Anforderungen durch ein besseres Verständnis der Bewertung ihrer Nachhaltigkeitsleistung profitieren können.

Boschi: Inrate unterstützt diese Entwicklung voll und ganz und ist für die Einhaltung der Vorschriften gut gerüstet. Unsere transparente, auf die Auswirkungen – also den «Impact» – fokussierte Methodik, unsere langjährige Unabhängigkeit und unsere robusten internen Kontrollen entsprechen den Erwartungen der Regulierungsbehörden und stellen sicher, dass unsere Kunden auch im sich wandelnden regulatorischen Umfeld verlässliche und entscheidungsrelevante ESG-Erkenntnisse erhalten.

Schumacher: Für die Bewertung auf Unternehmensebene hat die Europäische Union Ende 2024 die ESG-Rating-Verordnung verabschiedet. Die Vorschriften zielen darauf ab, Rating-Tätigkeiten in der EU kohärenter, transparenter und vergleichbarer zu gestalten. Die Regulierung umfasst Integritätsanforderungen und eine Offenlegung der bei den ESG-Ratings verwendeten Methoden, doch schreibt sie allerdings keine Harmonisierung der Rating-Methoden vor. Angesichts der unterschiedlichen Zielsetzungen von ESG-Ratings wird es auch schwierig, eine einheitliche Gesamtbewertung für Unternehmen zu erstellen.



Hans-Ruedi Mosberger
Director, Sustainability &
Strategic Regulatory,
PricewaterhouseCoopers, Zürich.

Gibt es Rating-Verzerrungen? Werden etwa grössere Unternehmen tendenziell mit höheren ESG-Ratings bedacht? Oder schneiden europäische Firmen tendenziell besser ab als solche aus den USA oder Asien?

Boschi: Ja, grössere und europäische Unternehmen schneiden oft besser ab. Dies ist zum Teil auf strengere Offenlegungsvorschriften und besser entwickelte Rahmenwerke in Europa sowie auf ausgiebigere Ressourcen für die Nachhaltigkeitsberichterstattung in grossen Unternehmen zurückzuführen. Doch das hängt stark davon ab, was genau gemessen wird. So legen grosse Unternehmen zwar mehr Informationen offen, sind aber auch häufiger in Kontroversen verwickelt. Im Kernstück des ESG Impact Rating von Inrate – der Bewertung der Geschäftstätigkeit – spielt die Unternehmensgrösse keine Rolle.

Wenden wir uns nun dem Leistungsversprechen bzw. -vermögen zu. Können ESG-Ratings als Alpha-Quelle herangezogen werden?

Gutzmer: Der ESMA Market Report «Cost and Performance of EU Retail Investment Products 2023» zeigt, dass nachhaltige Fonds eine leicht bessere Performance haben als die entsprechenden nicht-nachhaltig verwalteten Fonds. Aber natürlich sind solche Aussagen sehr vom Markt, Produkt und der zugrundeliegenden Periode abhängig. Auf der Kostenseite sagt der Report, dass ESG-Fonds im Schnitt günstiger sind als andere; dies hat sicher auch damit zu tun, dass viele ESG-Fonds in den letzten Jahren in einem kompetitiven Umfeld lanciert wurden.

Mosberger: Die Ergebnisse für ESG-Ratings als Quelle für Alpha sind gemischt und hängen stark ab von der Rating-

Methode, dem Markt und dem Zeitraum. Risikoorientierte ESG-Ratings zeigen potenzielle Nachhaltigkeitsrisiken auf, welche finanzielle Auswirkungen auf die bewerteten Anlagen haben könnten, und können auch eine Indikation auf künftige «stranded assets» sein. Verbesserungen der verbreiteten ESG-Ratings werden oft mit erhöhtem institutionellem Besitz und positiven Aktienkurs-Reaktionen in Verbindung gebracht.

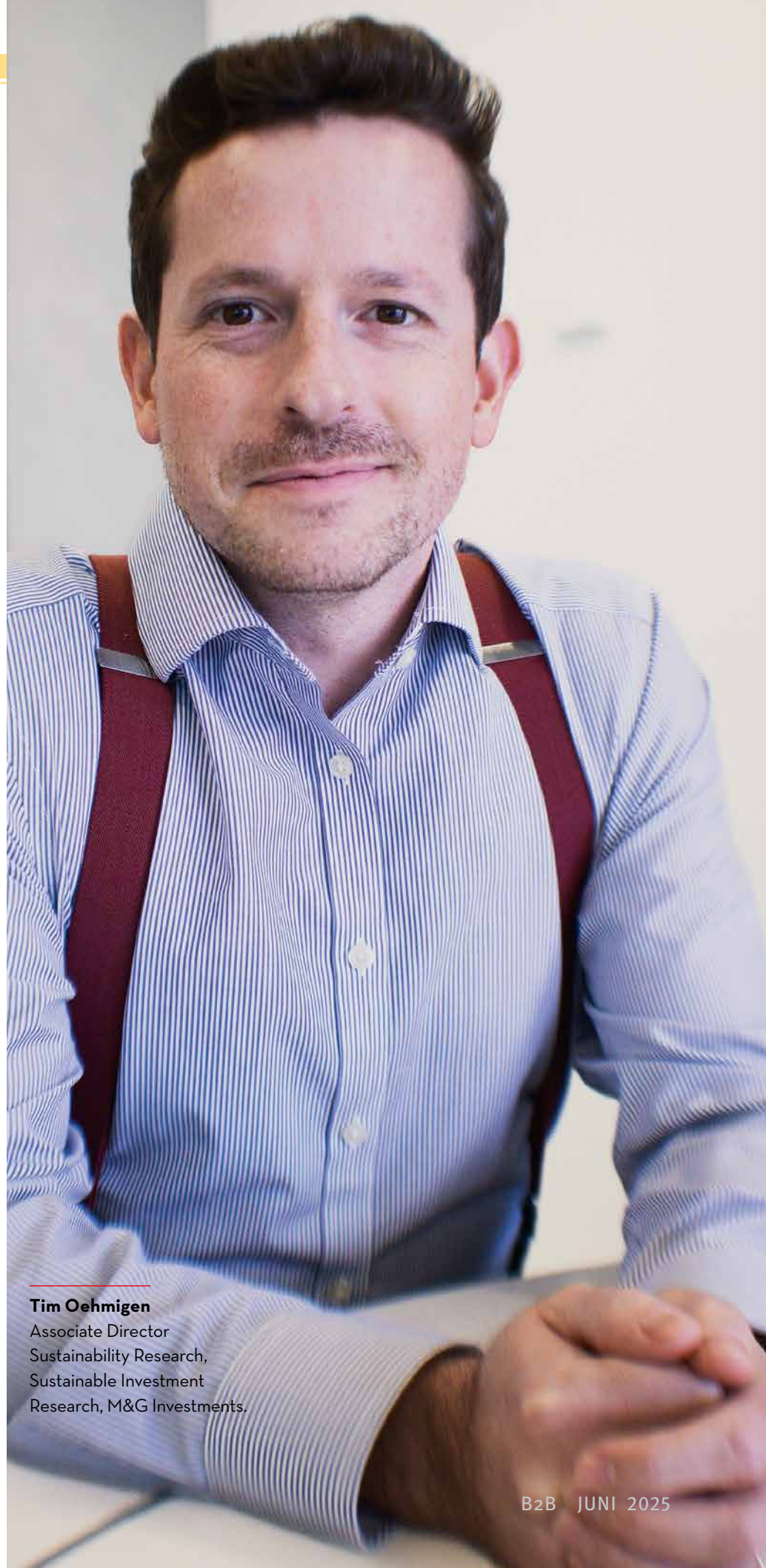
Oehmigen: Eine differenzierte Betrachtung ist hier wichtig. Vorsicht ist aber geboten bei der Interpretation von Studien, die den Zusammenhang zwischen ESG-Ratings und Performance untersuchen. Oft wird die Kausalität zwischen dem Rating-Ergebnis und dessen Materialität angenommen, was nicht immer zutreffend ist. Rating-Anbieter sind gezwungen, die Materialität anzupassen, um ausreichen-

de Datenmengen für die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen zu gewährleisten. Dies kann die Aussagekraft der Ratings schwächen. Sinnvoller ist es oft, spezifische und relevante ESG-Faktoren direkt mit der Performance zu vergleichen. So haben Unternehmen, die bei Glassdoor als «Best Places to Work» bewertet wurden, den S&P 500 weit übertroffen. Einzelne Faktoren bieten somit signifikante empirische Evidenz. Die ESG-Analyse hat meines Erachtens ihr grösstes Alpha-Potenzial in fokussierten Portfolios, bei denen ein detailliertes Verständnis der Unternehmen durch Bottom-up-Analysen erreicht wird. In breiteren Top-down-Strategien greift man oft auf ESG-Scores zurück. Dies muss nicht unbedingt nachteilig sein; solche Strategien können einen positiven Tilt erzielen, wenn qualitativ hochwertige Daten einbezogen werden. Nur ist diese Aufgabe schwieriger. An das Puzzle-Beispiel angeknüpft: In konzentrierten Portfolios können die Puzzleteile manuell verfeinert werden, während in einer Top-down-Strategie die grosse Zahl der Puzzleteile die Aufgabe komplexer macht.

Welche Kriterien sind relevant, um die Qualität eines Fonds zu überprüfen?

Oehmigen: Fonds können gemäss der SFDR als «Artikel 8», also «hellgrün», und als «Artikel 9», also «dunkelgrün», klassifiziert werden. Diese Kategorien sind Indikatoren für den Umfang und die Tiefe der Nachhaltigkeitsintegration. Artikel-9-Fonds verfolgen stringenter Nachhaltigkeitskriterien und haben oft einen Impact-orientierten Ansatz. Es gibt allerdings Herausforderungen bei der Interpretation der Artikel-8- und Artikel-9-Auszeichnungen. Der Grad der Nachhaltigkeit kann bei Artikel-8-Fonds stark variieren, wodurch eine klare Qualitätsbeurteilung erschwert wird. Zudem bestehen unterschiedliche Interpretationen darüber, wie die Kriterien angewendet werden sollten.

Boschi: Wichtige Kriterien sind: klare Nachhaltigkeitsziele, nachvollziehbare Methodik – also etwa finanzielle versus doppelte Materialität –, robuste ESG-



Tim Oehmigen

Associate Director
Sustainability Research,
Sustainable Investment
Research, M&G Investments.

Daten, ein glaubwürdiger Stewardship-Ansatz mit messbaren Zielen sowie regelmässiges Monitoring. Labels können Orientierung geben, sollten aber verstanden werden. Sie sind kein Garant für die Werteübereinstimmung mit Investoren.

Gibt es aus einer Nachhaltigkeitsperspektive gute Minen-Unternehmen und prinzipiell kontroverse Minen-Unternehmen bzw. Bereiche?

Berlenbach: Ja, aus Nachhaltigkeitsicht gibt es klare Unterschiede: Grosse, regulierte Unternehmen unterliegen strengen Auflagen, während 20% des weltweiten Goldes aus informellem, oft unreguliertem Kleinbergbau stammt. In Kolumbien zeigt ein Bergbauunternehmen beispielhaft, wie Partnerschaften mit Kleinbergbau soziale, ökologische und wirtschaftliche Verbesserungen ermöglichen können.

Stellt Greenwashing ein Problem dar? Welche Konsequenzen wird die AMAS-Selbstregulierung bringen?

Schumacher: In den letzten Jahren hat die starke Dynamik im Markt dazu geführt, dass Fondsanbieter Produkte sehr pragmatisch als nachhaltig deklariert haben, ohne dass grössere Anpassungen im Portfolio erfolgt sind. Damit wurde die Debatte um Greenwashing – in vielen Fällen sehr berechtigt – angefeuert. Momentan werden wieder schärfere Massnahmen getroffen, etwa durch die ESMA-Richtlinien, mit denen erstmals auch inhaltliche Vorgaben für Fonds mit Nachhaltigkeits-Begriffen im Namen definiert werden. Solche Massnahmen der Konsolidierung sind wichtig, auch wenn damit die ausgewiesenen Marktvolumen nachhaltiger Anlagen geringer ausfallen.

Mosberger: Die aktualisierte AMAS-Selbstregulierung führt strengere Anforderungen an die Definition von nachhaltigen Investitionen ein und legt Mindestschwellen für solche Investitionen im Portfolio fest. Offen bleibt, wie nachhaltige Produktstrategien konkret aufgebaut werden und ob diese sich in den erwarteten ESG-Auswirkungen und Indikatoren widerspiegeln werden. Eine erhöhte Sen-

«Vorsicht ist geboten bei der Interpretation von Studien, die den Zusammenhang zwischen ESG-Ratings und Performance untersuchen.»

Tim Oehmingen

sibilisierung im Kundenberatungs-Prozess bleibt unabdingbar. Entscheidend für die Verhinderung von Greenwashing ist die tatsächliche Implementierung der Vorschriften, die oft sehr unterschätzt wird. Auch die Integration der Anforderungen in dem internen Greenwashing-Framework muss sichergestellt werden.

Gutzmer: AMAS liefert eine einheitliche Terminologie und Mindestanforderungen, die angelehnt sind an die Investment-Ansätze der Asset Manager. Insofern ist sie für die Industrie verständlich und zusammen mit dem Audit der Nachhaltigkeitsangaben ein wichtiger Schritt zur Verhinderung von Greenwashing.

Schumacher: Regulatorische Vorgaben wie die Sustainable Finance Disclosure Regulation oder auch die Selbstregulierung der AMAS oder Bankiervereinigung in der Schweiz zielen entweder auf Transparenz-Vorschriften oder auf Prozessvor-

gaben. Dadurch erhalten Investoren die Möglichkeit, ihre inhaltlichen Präferenzen und ihr Ambitions-Level mit einem breiten Spektrum an Produkten umzusetzen. Allerdings bedeutet eine sorgfältige Auswahl einen höheren Aufwand an Recherchen und Bewertungen.

Boschi: Initiativen wie der Swiss Stewardship Code von AMAS und SSF sind wichtige Schritte in Richtung Transparenz und Glaubwürdigkeit beim Engagement. Glaubwürdiges Stewardship erfordert jedoch mehr als nur Absichtserklärungen – nämlich eine strukturierte, priorisierte und transparente Strategie mit messbarem Fortschritt. Wirksame Ansätze sollten bei der Auswahl der Zielunternehmen Qualität vor Quantität stellen, sich auf wesentliche Themen konzentrieren, die einen bedeutenden Einfluss haben können, und im Laufe der Zeit messbare Fortschritte nachweisen.

Wie sieht die Lage bei den so genannten Impact-Fonds aus? Welche Ziele haben solche Produkte in der Regel?

Oehmingen: Impact-Fonds sind darauf ausgerichtet, neben finanziellen Renditen auch positive gesellschaftliche und ökologische Wirkungen zu erzielen. Ihre Ziele umfassen oft die Unterstützung der 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen – also die SDGs –, darunter Armut, nachhaltige Energie und Klimaschutz. Sie investieren gezielt in Projekte und Unternehmen, die innovative Lösungen anbieten, beispielsweise in



den Bereichen erneuerbare Energien. Ein zentrales Merkmal ist die Transparenz und Messbarkeit der erzielten Wirkungen, sodass Investoren nachvollziehen können, welche positiven Veränderungen durch ihre Investitionen entstehen.

Wer entscheidet, ob eine Zielvorgabe bei Impact-Fonds «richtig» ist?

Mosberger: Sowohl die AMAS-Selbstregulierung als auch die SFDR enthalten Anforderungen an die Eigenschaften von Impact-Fonds. Impact Investments sollen mit der Absicht getätigt werden, neben einer finanziellen Rendite auch eine positive, messbare soziale oder ökologische Wirkung zu erzielen. Das Konzept von SFDR erfordert auch die Vermeidung der wichtigsten negativen Auswirkungen auf ESG-Faktoren. Die konkrete Zielsetzung und deren Auslegung werden zwar vom Produkthersteller aufgesetzt, allerdings ist eine zu tiefe Vorgabe von «Impact» schwierig zu argumentieren und erhöht das Risiko von Greenwashing. Darüber hinaus bieten globale Rahmenwerke standardisierte Metriken und Leitlinien für glaubwürdige Zielvorgaben an.

Boschi: Die Fondsmanager legen in der Regel Wirkungsziele fest, die sich an internen Richtlinien, den Erwartungen der Anleger und den aufsichtsrechtlichen Anforderungen orientieren. Externe Stakeholder, darunter Aufsichtsbehörden und unabhängige Prüfer, können ebenfalls eine Rolle bei der Bewertung der Angemessenheit dieser Ziele spielen.

«Fortschritte in der KI und Datenanalyse haben unsere Fähigkeit, ESG-Daten in grossem Umfang zu sammeln, zu verarbeiten und zu interpretieren, stark verbessert.»

Glen Boschi

len. Regulatorische Rahmenbedingungen wie die SFDR verlangen von Fonds, dass sie offenlegen, wie ihre Investitionen zu Nachhaltigkeitszielen beitragen. Die Überprüfung durch Dritte und die Einhaltung anerkannter Standards wie der EU-Taxonomie tragen dazu bei, dass die Ziele aussagekräftig sind und mit den übergeordneten Nachhaltigkeitszielen übereinstimmen.

Was kann Stewardship bei Minen-Firmen bringen? Nehmen die Firmen den Einfluss positiv auf?

Berlenbach: Stewardship kann bei Minenfirmen viel bewirken, insbesondere durch aktives Engagement. Der Einfluss hängt zwar von der Beteiligung ab, doch Dialoge sind entscheidend. Ein Beispiel: Nach kritischen Gesprächen über die

CEO-Vergütung bei einem westafrikanischen Goldproduzenten veräusserte der von uns verwaltete Fonds seine Anteile. Später wurde der CEO wegen Unregelmässigkeiten bei Zahlungen entlassen, und der Aktienkurs brach ein. Das zeigt, wie ESG-orientiertes Investment hilft, Governance-Risiken frühzeitig zu erkennen.

Gibt es bei Anlagen in Impact Portfolios besondere Vorsichtsmassnahmen oder müssen spezielle Risiken beachtet werden?

Schumacher: Explizite Impact-Portfolios sind häufig im Bereich Alternativer Anlagen zu finden, da die Investitionen in liquide Assets oder auch Sekundärmarktanlagen nur durch Stewardship-Aktivitäten eine explizite Wirkung auslösen. Bei bestimmten Themen und Instrumenten wie im Bereich Clean Energy gab es phasenweise Effekte, dass der grosse Zufluss an Liquidität in sogenannte «Pure Plays» mit geringer Marktkapitalisierung signifikanten Einfluss auf die Kursentwicklung genommen hat. Dies hat auch dazu geführt, dass bestimmte Indizes breiter aufgestellt wurden, indem auch Large Caps mit geringerem Umsatzanteil in den jeweiligen Themen aufgenommen werden.

Gutzmer: Impact Fonds haben häufig eine thematische Ausrichtung und investieren in alternative Anlageklassen. Dies führt zu einer entsprechenden Risiko- und Kostenbetrachtung, die dann die Impact-Elemente einbeziehen sollte.

Oehmigen: Bei der Investition in Impact-Portfolios sollten Anleger spezifische Risiken berücksichtigen, etwa die mangelnde Diversifikation, da diese Portfolios oft in spezialisierte Themenbereiche investieren – Tim Gutzmer hat es eben erwähnt. Höhere Kosten sind ebenfalls ein Faktor, da umfangreiche Recherchen erforderlich sind, um die positiven Effekte der Investitionen zu validieren. Des Weiteren könnte die Messbarkeit und Transparenz der erzielten Wirkungen unzureichend sein, wodurch die Entscheidungsfindung für Investoren erschwert wird.



Was ist von den ESMA-Richtlinien zur Bezeichnung nachhaltiger Fonds zu halten? Wird es bald ein Pendant in der Schweiz geben?

Gutzmer: Die ESMA-Richtlinie fordert konkrete Mindestanforderungen an Portfolios in Bezug auf die Paris-Klimaziele, falls der Fondsname einen Nachhaltigkeitsbezug hat. Da der Fondsname ein wichtiges Element im Vertrieb des Fonds darstellt, ist dies eine nachvollziehbare Massnahme, bei der die Regulierung für Fonds Elemente aus der existierenden Regulierung für Benchmarks übernimmt.

Mosberger: Die ESMA-Richtlinien sollen sicherstellen, dass Nachhaltigkeitsbegriffe in den Fondsamen fair, klar und nicht irreführend verwendet werden. Sie führt Mindestanforderungen je nach Begrifflichkeit ein. Aus Sicht des Investorenschutzes werden solche Initiativen begrüsst. Kritisiert werden die neuen Regelungen wegen der teilweise unflexiblen Ausschlüsse sowie Unklarheiten bei der Auslegung von gewissen Vorgaben. Ein Schweizer Gegenentwurf ist in dieser Form zwar nicht geplant. Allerdings wird auch in der Schweiz erhöhte Aufmerksamkeit bei der Verwendung von ESG-Begriffen geboten, insbesondere im Hinblick auf Erwartungen der Anleger und Kohärenz mit der ESG-Strategie.

Berlenbach: Im Bereich Bergbau gibt es bislang nur begrenzte Orientierung. Besonders herausfordernd ist die Umsetzung angesichts fehlender klarer Vorgaben. Im März 2025 veröffentlichte die Plattform on Sustainable Finance im Bericht Advancing Sustainable Finance technische Kriterien, in denen erneut lediglich drei Metalle aufgenommen wurden: Lithium, Nickel und Kupfer. Diese sollen künftig als Blueprint für die Bewertung weiterer Rohstoffe dienen. Für die aktuelle Anwendung der ESMA-Leitlinien hilft das jedoch kaum weiter. Denn was ist mit Unternehmen, die etwa Silber oder Zink fördern? Zum Beispiel werden für einen Quadratkilometer Solaranlagen rund 11 Tonnen Silber benötigt. Solange die Bewertung auf nur drei Metalle beschränkt bleibt, ist die Umsetzung für

Glen Boschi

Head of Engagement,
Inrate AG, Zürich.



Dr. Pereshia Berlenbach
Partner & Chief Sustainable
Finance Officer, Earth Resource
Investments, Zug.

Fonds mit breiterem Rohstofffokus unklar – und erschwert eine glaubwürdige Umsetzung.

Bei der Überarbeitung der SFDR wird «Transition» als neue Kategorie vorgeschlagen. Droht nun eine neue Mogelpackung oder wird dies ein zukunftsfähiges Konzept?

Oehmigen: Sie könnte unterschiedliche Auswirkungen haben. Auf der positiven Seite bietet die Kategorie die Möglichkeit, Unternehmen zu unterstützen, die glaubwürdig auf eine nachhaltigere Praxis umstellen. Die Förderung solcher Initiativen könnte langfristig finanzielle Stabilität und Wertsteigerung bringen, da diese Unternehmen besser positioniert sind, um Risiken zu minimieren und Umweltvorschriften zu erfüllen.

Gutzmer: Transition stellt eine Verpflichtung zu einer Zielsetzung dar, mit einem entsprechenden Pfad für die Zielerreichung und die Messbarkeit entlang dieses Pfades. Ein Beispiel sind Net-Zero-Ziele von Ländern und Unternehmen. Aus meiner Sicht ist dies ein sinnvoller Impact-Ansatz, der für Kunden verständlich und für Asset Manager umsetzbar ist.

Berlenbach: Angesichts der zentralen Rolle des Bergbaus beim Übergang zu einer emissionsärmeren Wirtschaft ist es unerlässlich, realistische und branchenspezifische Orientierungshilfen bereitzustellen, um eine konforme und zugleich praktikable Umsetzung der regulatorischen Anforderungen zu gewährleisten.

Und ist nun jede Minen-Firma für einen Transition-Fonds geeignet?

Berlenbach: Nur weil ein Unternehmen Metalle produziert, die für eine emissionsarme Zukunft wichtig sind, bedeutet das nicht automatisch, dass es als nachhaltig zu klassifizieren ist. Entscheidend ist, ob das Unternehmen verantwortungsvoll handelt. Ob eine Firma als geeignet gilt, hängt maßgeblich von den Definitionen und Anforderungen in der Regulierung ab, die es für die Bergbauindustrie aktuell noch nicht im Detail gibt. Es fehlen klar interpretierbare, effizient umsetzbare und für Fonds wie auch für Endanleger verständliche Vorgaben. Aus diesem Grund konzentrieren wir uns weiterhin auf unsere eigene, etablierte Analyse. Diese berücksichtigt nicht nur Klima- und Emissionsaspekte, sondern auch soziale und Governance-Faktoren, die für die Bewertung von Unternehmen in der Bergbauindustrie entscheidend sind.

Lassen Sie die Leser zum Schluss doch noch wissen, welche Faktoren Investoren zur Beurteilung der Glaubwürdigkeit von nachhaltigen Fonds betrachten sollten.

Boschi: Ich starte hier gerne mit der Nennung von vier Kriterien: 1. Bewertung der Transparenz von Offenlegungen, darunter Klarheit und Vollständigkeit der Offenlegungen des Fonds in Bezug auf ESG-Strategien und Impact-Ziele. 2. Ausrichtung an anerkannten Standards wie SFDR und EU Taxonomy. 3. Nachgewiesene Fortschritte bei Nachhaltigkeitszielen und 4. Glaubwürdige Active-Ownership- und Engagement-Strategie bei investierten Unternehmen.

Gutzmer: Nachhaltigkeitselemente geben zusätzliche Informationen zur doppelten Materialität eines Fonds. Die erste Anforderung an die Glaubwürdigkeit von Nachhaltigkeitselementen ist die Verständlichkeit und Transparenz der Kriterien. Falls dies nicht gegeben ist, sollte man vorsichtig sein. Auf der anderen Seite ist ESG ein sehr breites Gebiet, und ein vertieftes Verständnis setzt Interesse und Wissen beim Anleger voraus.

Schumacher: Folgende Kriterien können betrachtet werden: 1. Glaubwürdigkeit des Anbieters durch ein Nachhaltigkeits- oder Klimaleitbild bzw. Teilnahme an Initiativen. Dann 2. Ressourcen der verantwortlichen Teams über eigene Recherchen zusätzlich zu Daten von ESG-Ratingagenturen. 3. Konsistenz des Research- und Investment-Prozesses. 4. Selektivität des Investments, im Sinne von «wie hoch ist der Anteil investierbarer Titel im Vergleich zum Ursprungs-Universum?». 5. Einhaltung von Mindestkriterien – also etwa kontroverse Waffen, Kohle oder Verletzung von UN Global Compact-Prinzipien. Und 6. Kommunikation und Reporting, etwa der Key Performance Indikatoren im Vergleich zur Benchmark sowie zur Peer Group. Zuletzt 7. Stewardship, etwa durch die Systematik der Stimmrechtsausübung und Engagement.

Mosberger: Investoren sollten die Glaubwürdigkeit durch kritische Überprüfung

«Nur weil ein Unternehmen Metalle produziert, die für eine emissionsarme Zukunft wichtig sind, ist es nicht automatisch als nachhaltig zu klassifizieren.»

Pereshia Berlenbach

der Strategie und der Ziele bewerten. Entscheidend ist es, inwieweit diese mit den eigenen Werten und Präferenzen vereinbar sind, und ob die Implementierung verständlich und ausreichend messbar definiert ist. Wichtige Faktoren sind nachvollziehbare Metriken, Berücksichtigung von anerkannten Rahmenwerken wie SBTi oder EU-Taxonomie, sowie Transparenz zu internen Monitoring- und Kontroll-Prozessen und ESG-Daten.

Oehmigen: Investoren sollten auf die Transparenz der Berichterstattung achten, die Einhaltung von ESG-Kriterien überprüfen und die Fondsstrategie zur Erreichung nachhaltiger Ziele evaluieren. Ebenfalls entscheidend sind die Expertise des Management-Teams und gründliche Analysearbeit, die im besten Fall die doppelte Materialität bei Unternehmen berücksichtigt.

Berlenbach: Angesichts der Vielzahl an Definitionen von «Nachhaltigkeit» in der Bergbauindustrie – über 70 für den Begriff selbst und mehr als 100 für «nachhaltige Entwicklung», wie Han Onn und Woodley bereits 2014 festgestellt haben – ist klar: Nachhaltigkeit ist interpretationsabhängig. Ich schliesse mich Herrn Mosberger an. Ein persönliches Gespräch mit dem Portfoliomanager kann wertvolle Einblicke geben, ob die Strategie des Fonds tatsächlich mit den eigenen Nachhaltigkeitspräferenzen übereinstimmt. Denn echte Glaubwürdigkeit zeigt sich darin, dass ein Fonds die Strategie verfolgt, die den eigenen nachhaltigen Werten und Prioritäten entspricht.



facts

MEINUNG ÜBER VERGLEICHE VON ESG/IMPACT-INVESTMENTS

EARTH RESOURCE INVESTMENTS

Metalle treiben den Wandel – ob Energiewende, Mobilität oder moderne Infrastruktur. Umso wichtiger ist ein verantwortungsvoller Umgang mit Ressourcen. Leider mangelt es an klaren Leitlinien für die Bergbauindustrie. Das Unternehmen hat sich der Herausforderung gestellt und kombiniert umfassende Branchenerfahrung von Geologen und Bergbauingenieuren mit finanztechnischem Fachwissen und einem auf die Bergbauindustrie zugeschnittenen Nachhaltigkeitsansatz. Es geht um die Implementierung praxisorientierter Lösungen, welche für die Industrie sinnvoll sind und eine positive Entwicklung fördern.



INRATE

Das Unternehmen ist auf Active Ownership-Dienstleistungen und wirkungsorientierte ESG-Ratings spezialisiert. Die Methodik geht über klassische Risikoanalysen hinaus und bietet eine breite Sicht auf Nachhaltigkeit, konzentriert auf die realen Auswirkungen von Investitionen und nicht bloss auf die finanzielle Wesentlichkeit. Investoren nutzen Daten und Ratings zur Ausrichtung ihrer Portfolios an Nachhaltigkeitszielen und stellen so sicher, dass ihre Investitionen einen positiven Beitrag zu Gesellschaft und Umwelt leisten. Die Daten und Ratings helfen auch bei der Einhaltung regulatorischer Anforderungen wie etwa der SFDR.



M&G INVESTMENTS

Die Integration von ESG in Investitionsentscheidungen ist wichtig für die Bewertung langfristiger Risiken und Chancen. Sie hilft komplexe sozioökologische Aspekte in Sektoren und Unternehmen zu verstehen. Impact Investing geht darüber hinaus, indem es soziale und ökologische Aspekte von Unternehmensprodukten und -dienstleistungen genau analysiert. Die Teams des Unternehmens haben solide Rahmenkonzepte entwickelt, die sich an etablierten Standards orientieren, um die Rechenschaftspflicht zu gewährleisten. Dieser Ansatz unterstützt verantwortungsbewussten Wandel im Einklang mit führenden ESG-Prinzipien.



PwC SCHWEIZ

Eine erhöhte Vergleichbarkeit von ESG- und Impact-Produkten ermöglicht es den Investoren, die für sie passenden Ansätze auszusuchen und informierte Entscheidungen zu treffen. Dies erfordert klar definierte Strategien und Ziele, die messbar implementiert und verfolgt werden können, sowie eine klare Kommunikation. Aus diesem Hintergrund unterstützt PwC Schweiz Finanzmarktakeure im gesamten Prozess des ESG-Produkt-Lifecycles – also vom Design von Nachhaltigkeitsstrategien über die Auswahl der Indikatoren, Greenwashing-Prävention und Monitoring bis hin zur Nachhaltigkeits-Berichterstattung sowie Transparenz.



RESPONSIBLE IMPACT INVESTING

Die Bewertung der Nachhaltigkeit auf Unternehmens- und Fondsebene ist ziemlich komplex, weshalb es schwierig sein kann, einheitliche Bewertungsraster zu definieren. Bisher gibt es keine Standards, ab wann ein Unternehmen nachhaltig ist beziehungsweise wie streng ein nachhaltiger Fonds sein muss. Daher ist es wichtig, dass sich Investoren über ihre Motive, ihren Ambitions-Level im Bereich Nachhaltigkeit sowie ihre finanziellen Anforderungen klar werden. Nach der intensiven Phase der Regulierung und einer Debatte über Greenwashing steht für viele Investoren heute die Wirkung im Vordergrund.



UBS ASSET SERVICING

UBS bietet im Bereich Asset Servicing hierzulande Unterstützung bei der Erstellung von ESG-Reports und konzentriert sich dabei auf die quantitativen Aspekte der Berichterstattung. Mithilfe des Analyse-Tools «UBS Sustainability Analytics» können beispielsweise Vorsorgeeinrichtungen bei der effektiven Umsetzung der quantitativen Anforderungen des ASIP-Reportings unterstützt werden, indem die notwendigen Kennzahlen bereitgestellt werden. Das Tool liefert mit Blick auf diverse Nachhaltigkeitsaspekte grösstmögliche Transparenz sowohl auf Stufe Gesamtvermögen als auch bei Einzel-Portfolios.

