

NACHHALTIGKEIT OHNE TABUS

Ausschlusskriterien sind die beliebteste Form des nachhaltigen Investierens. Doch es gibt bessere Alternativen. Statt einzelne Unternehmen grundsätzlich aus dem Anlageuniversum zu verbannen, führt die parallele Optimierung von Rendite, Risiko und Nachhaltigkeit zu überlegenen Ergebnissen. Auch aus ethischer Sicht können Ausschlusskriterien nicht überzeugen. Besser ist es, sich an „schlechten“ Unternehmen zu beteiligen und die Eigentümerrechte aktiv im Sinne der Nachhaltigkeit auszuüben. Wer auf Ausschlusskriterien dennoch nicht verzichten will, sollte sie sparsam einsetzen und sorgfältig formulieren.

„Das Gute – dieser Satz steht fest –, ist stets das Böse, was man lässt“, reimte einst Wilhelm Busch. In diesem Sinne interpretieren auch die meisten nachhaltigen Investoren das Gebot des Guten. Nichts scheint naheliegender als der Ausschluss von Unternehmen, die in unerwünschten Geschäftsfeldern tätig oder in schwerwiegende unternehmerische Kontroversen verwickelt sind. Nicht nur aus diesem Grund sind Ausschlusskriterien die beliebteste Form des nachhaltigen Investierens.

Auch die ethische Perspektive scheint für Ausschlüsse zu sprechen. Immanuel Kant, dessen 300. Geburtstag in diesem Jahr gefeiert wird, formulierte den **kategorischen Imperativ**: „Handle so, dass die Maxime deines Willens jederzeit zugleich als Prinzip einer allgemeinen Gesetzgebung gelten könne.“ Die Rechtfertigung für den Ausschluss von Unternehmen, die beispielsweise den Abbau fossiler Energieträger betreiben, ergibt sich aus einer Variante dieses Postulats, nämlich dem von Hans Jonas 1979 geprägten **„ökologischen Imperativ“**: „Handle so, dass die Wirkungen deiner Handlung verträglich sind mit der Permanenz echten menschlichen Lebens auf Erden“. Jonas' Maxime war der Deutschen Bundespost ebenso eine Sonderbriefmarke wert wie der Reim von Wilhelm Busch.

Das Problem von Ausschlüssen ist jedoch, dass ihre **finanziellen Kosten selten ermittelt und daher nicht berücksichtigt werden**. David Blitz und Tobias Hoegteijling von Robeco zeigen in einem [Working Paper](#), dass ein CO₂-Limit auf Portfolioebene mathematisch äquivalent zu einer CO₂-Steuer auf der Ebene der Einzelunternehmen im Portfolio ist. Empirisch stellen die Autoren fest, dass die Grenzkosten der Reduzierung des CO₂-Fußabdrucks exponentiell ansteigen. Eine Halbierung des CO₂-Fußabdrucks hat fast keinen Einfluss auf die Rendite, aber jede weitere Reduzierung wird deutlich teurer.



Ein anderes Autorenteam von Robeco hat sich daher mit der Frage beschäftigt, welche Alternativen es zu Ausschlusskriterien gibt ([Link](#)). Die traditionelle Portfoliokonstruktion basiert auf der Optimierung des Verhältnisses von Rendite und Risiko. Nachhaltigkeitsaspekte lassen sich entweder über Ausschlüsse als Nebenbedingungen in die Portfoliooptimierung integrieren oder direkt in der Zielfunktion des Optimierungsproblems berücksichtigen. Die zweite Variante wird von den Autoren als **„3D Investing“** bezeichnet, da die drei Aspekte Rendite, Risiko und Nachhaltigkeit gleichzeitig in ein optimales Verhältnis gebracht werden.

Die Autoren kommen in ihrer Studie zu dem Schluss, dass der 3D-Investmentansatz sowohl für die Reduzierung des CO₂-Fußabdrucks als auch für die Verbesserung der Nachhaltigkeitswerte des Portfolios die bessere Lösung ist. Das gilt insbesondere für ehrgeizigere Nachhaltigkeitsziele. Die dreidimensionale Zielfunktion ermöglicht einen Kompromiss zwischen der erwarteten Rendite eines Assets und dessen Beitrag zum Nachhaltigkeitsziel. Manchmal ist es besser, die erwartete Rendite der Nachhaltigkeit vorzuziehen. Diese Flexibilität fehlt einem Ansatz, der ausschließlich auf Ausschlusskriterien basiert.

Ein ausschlussbasierter Ansatz ist notwendig, wenn Nachhaltigkeitsziele auf Portfolioebene **jederzeit** erreicht werden sollen. Anleger fahren jedoch besser, wenn sie diese Ziele nicht zu jedem Zeitpunkt, sondern **im Durchschnitt** erreichen wollen. Wenn die Nachhaltigkeit günstig ist, können die Ziele zeitweise übertroffen werden. Steigen die Kosten der Nachhaltigkeit dagegen an, gewinnt das Renditeziel an Bedeutung.

Auch ethisch sind Ausschlusskriterien keineswegs so überzeugend, wie es auf den ersten Blick scheinen mag. Aus Sicht des kategorischen Imperativs stellt sich die Frage, was passieren würde, wenn alle Investoren die gleichen Ausschlusskriterien hätten. Die vom Ausschluss betroffenen Unternehmen könnten sich dann an den Finanzmärkten kein Kapital beschaffen und wären ohne staatliche Unterstützung nicht mehr überlebensfähig. Wären ölproduzierende Unternehmen überall ausgeschlossen, bräche die private Ölförderung ein, was kurzfristig erhebliche Wohlstandseinbußen zur Folge hätte. Aus diesem Grund sehen auch die ehrgeizigsten Pläne zur Reduktion der CO₂-Emissionen keinen radikalen, sondern einen graduellen Ausstieg aus der Nutzung fossiler Energieträger vor.

Die aus ethischer Sicht bessere Lösung ist die aktive Nutzung der Aktionärsrechte. Statt Unternehmen zum Tabu zu erklären, ist es sinnvoller, gerade in diese Unternehmen zu investieren und die Eigentümerrechte im Sinne der Nachhaltigkeitsziele auszuüben. „Active Ownership“ und „Shareholder Engagement“ bestehen auch den Test des kategorischen Imperativs. Würden sich alle Eigentümer im Sinne der Nachhaltigkeitsziele engagieren, wäre ein Wandel zum Besseren schneller und effektiver möglich.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2024

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.



Trotz ihrer Beliebtheit sind Ausschlusskriterien also ein meist ineffizientes und oft auch ethisch fragwürdiges Mittel, um nachhaltig zu investieren. Will man auf sie nicht verzichten, empfiehlt sich ein sparsamer und überlegter Umgang. Statt eines generellen Ausschlusses von Produzenten fossiler Energieträger kann man sich auf die Kohleförderung beschränken. Bei Waffenproduzenten kann es sinnvoll sein, zwischen konventionellen und kontroversen Waffen zu unterscheiden. In jedem Fall sollten Mindestwerte für den Anteil problematischer Geschäftsfelder am Gesamtumsatz eines Unternehmens definiert werden, ab denen ein Ausschluss erfolgt.

Im Sinne Wilhelm Buschs definieren Ausschlusskriterien Nachhaltigkeit negativ als Vermeidung des Nicht-Nachhaltigen. Besser ist jedoch die positive Definition, die zu erfüllende Nachhaltigkeitsziele vorgibt. Nachhaltiges Investieren endet dann nicht mehr mit der Festlegung von Ausschlusskriterien, sondern beginnt erst nach der Investition im konstruktiven Dialog mit dem Management. Für eine engagierte Nachhaltigkeit ohne Tabus hat nicht Wilhelm Busch, sondern Erich Kästner das Leitbild formuliert: „Es gibt nichts Gutes, außer: Man tut es“.