

# Das «ewige» Ringens um die E- und S-Ziele



Andreas Loepfe ist Geschäftsführer und Inhaber des Immobiliendienstleisters INREIM AG und Leiter Kompaktkurse bei CUREM Center of Urban & Real Estate Management an der Universität Zürich.

*Systematische Trade-offs zwischen E- und S-Zielen werden zunehmend auch bei Aktienanlagen thematisiert, sagt Andreas Loepfe, Geschäftsführer der INREIM AG und Leiter Kompaktkurse Immobilienökonomie bei Curem. Er plädiert deshalb aufgrund der fundamental unterschiedlichen Herausforderungen für eine Trennung der Sphären.*

**Alle wollen nachhaltig sein. «Je grösser die Mengen unscharfer Daten und unklarer Konzepte, die mit viel mathematischem Brimborium miteinander verwoben werden, desto unschärfer und manipulierbarer sind die Resultate», schrieben Sie kürzlich in einem Artikel. Sind es vor allem die PR-Abteilungen, welche die Richtung bezüglich Nachhaltigkeit vorgeben?**

Nein, Nachhaltigkeit hat sich in vielen Bereichen zu einem lukrativen Geschäftsfeld entwickelt und ist somit Chefsache. Dies gilt im Besonderen für die Finanzindustrie: Die «Rettung der Welt», als zwangsläufig aktive und damit teure Anlagestrategie ist ein Segen für den Profit und die Reputation der Branche.

**Gibt es Einschätzungen darüber, was ESG-Ratings mitsamt der entsprechenden Datenerhebung jährlich kosten?**

Einer groben Schätzung der Stanford University zufolge belaufen sich die mit der ESG-Integration verbundenen Kosten auf 50 bis 100 Milliarden Dollar jährlich (1).

**Wie lassen sich diese Kosten in die Erfolgsrechnung einbringen? Bringen nachhaltige Immobilienfonds ökonomisch Vorteile?**

Früher wurde ich oft gefragt, ob gute Architektur auch einen Mehrwert im ökonomischen Sinne hat. Ich antwortete jeweils, dass ich das auch gerne wüsste – es aber bis heute nicht gelungen ist, gute Architektur objektiv fassbar zu machen. Mit ESG verhält es sich im Grunde gleich. Nur glauben im Unterschied zur guten Architektur viele noch dran, dass eine Objektivierung der Nachhaltigkeit in Zukunft möglich sein wird.

**Ist sie es nicht?**

Interessante Anhaltspunkte zur Frage leisten Analysen des privaten Anlageverhaltens von Assetmanagern: Ein Forschungsteam der Universität Zürich fand eine robuste negative Beziehung zwischen Co-Investments von Assetmanager und der Nachhaltigkeitsleis-



tung des Fonds: Je höher der Anteil von «Skin in the Game», desto niedriger ist das ESG-Niveau des entsprechenden Fonds (2). Was immer also ESG konkret bedeuten mag, Manager scheinen nicht daran zu glauben, dass sich damit abzüglich aller Kosten wirklich Geld verdienen lässt. Aber ja, auch der Durchschnitt der Manager kann sich irren.

**Die AMAS schreibt den Immobilienfonds vor, die umweltrelevanten Informationen zu publizieren, REIDA (Real Estate Investment Data Association) hat ein einheitliches CO<sub>2</sub>- Benchmarking ins Leben gerufen, die Bankiervereinigung will, dass bei Hypothekarberatungen das Thema Nachhaltigkeit in die Beratung einfließt und an der Börse SIX entstand ein ESG-Index. Also genug der Bestrebungen bezüglich Standardisierung und Vergleichbarkeit?**

Jede Organisation, auch REIDA, versucht die Standards so zu setzen, dass daraus Vorteile für ihre Mitglieder entstehen. REIDA vertritt dabei die gesamte Immobilienwirtschaft – quer durch alle Regulationsregime hindurch und versucht so eine für die gesamte Branche einheitliche Sprache zu finden. Wir glauben mit der Verbesserung der Transparenz auch einen Beitrag zur Stärkung der Immobilienwirtschaft gegen unproduktive politische Eingriffe leisten zu können.

**Trotzdem weiss niemand so richtig, was ESG (Environmental, Social, Governance) ist, und vor allem wie es messbar ist. Manche Anbieter von Immobilienanlageprodukten setzen vor allem auf das E, aber manche sehen das S und das G als wichtigste Kriterien. Ist einzig die Fokussierung auf wenige physikalische Grössen, wie den CO<sub>2</sub>-Ausstoss wirksam?**

Nur physikalische Grössen können im Ur-Sinn des forstwirtschaftlichen Nachhaltigkeitskonzepts erfasst und im Sinne einer zu stabilisierten Bilanz objektiviert werden. Die S-Sphäre entzieht sich der physikalischen Knappheitslogik. Weder die Produktion noch der Verzehr von Glück oder Gerechtigkeit kann sinnvoll bilanziert. Damit soll in keiner Weise angedeutet werden, dass die S-Sphäre weniger bedeutsam ist.

Dies führt aber zu gravierenden Schwierigkeiten innerhalb der heutigen ESG-Nachhaltigkeitslogik. Ein Beispiel hierzu: Ein «nur» grüner Fonds wird mit aller Selbstverständlichkeit als nachhaltig verkauft, während ein auf S-getrimmter Fonds, der energetisch auf dem tiefsten Level steht, nie als nachhaltig durchgeht. Systematische Trade-offs zwischen E- und S-Zielen werden zunehmend auch bei Aktienanlagen, zum Beispiel in den Bereichen Clean Energy oder Healthcare, thematisiert (3).



Die «Rettung der Welt», als zwangsläufig aktive und damit teure Anlagestrategie ist ein Segen für den Profit und die Reputation der Branche.





### Was wäre zu tun?

Aufgrund der fundamental unterschiedlichen Herausforderungen plädiere ich deshalb für eine Trennung der Sphären. Auf der Banane klebt seit 20 Jahren entweder ein Fairtrade- und/oder ein Bio-Kleber. Eine Banane mit einem SDG-Rating habe ich bisher noch nicht gesehen.

### Das findet ja in Ansätzen schon statt – oder?

Ja, zum Glück; aber bisher wenig systematisch. Die AMAS ist ein positives Beispiel: Sie spricht von «umweltrelevanten Kennzahlen» und nicht ESG oder Nachhaltigkeit. Das Konzept könnte allerdings in der aktuellen Fassung noch enger und damit präziser als „klimarelevanten Kennzahlen“ gefasst werden, da Themen wie Abfall, Wasser oder Biodiversität ausgeklammert werden.

### Jährliche ESG-Ratings gehen ins Geld. Kleinere Anlagegefässe haben Mühe, mitzuhalten. Entsteht eine Zweiklassen Fonds-Landschaft?

Eine gute Frage. Nüchtern betrachtet, gibt es für kleinere Marktakteure bisher nur ganz wenige wirklich verpflichtende Vorgaben. Das allermeiste sind Drohgebärden mit der Aufforderung, sich in vorausseilendem Gehorsam einer Flut von Regeln zu unterwerfen. Die Drohgebärden helfen aber den grossen Managern sich als die Retter zu positionieren, die einzig in der Lage sind, der Regulierungsflut gerecht zu werden.

### Und wie sieht es hinter dem Vorhang aus?

Ein Blick auf das Spielfeld der freiwilligen Grünung von Kapitalmarktprodukten zeigt aber viele Chancen auch für kleinere Fonds: Weltweit soll es allein im Immobilienbereich 300 bis 400 gebräuchliche Nachhaltigkeitslabels bzw. Ratings oder Zertifikate geben. Da ist für jeden Geschmack und jede Grösse etwas Passendes dabei. Zudem weichen vermögende Privatpersonen zunehmend auf Anlagen aus, die nur qualifizierten Anlegern offenstehen und deshalb auch weit weniger reguliert sind. Dazu gibt es eine Reihe von Strukturen, wie die einfache Aktiengesellschaft oder aktiv gemanagte Zertifikate (AMC) die auch von kleineren Managern effizient geführt werden können.

### Vielleicht noch ein Blick über den Tellerrand: Wie steht die Schweiz gegenüber dem Ausland da?

Die Schweiz kommt in den meisten Nachhaltigkeits-

ratings gut weg. Wobei wieder anzumerken ist, dass die allermeisten Ratings nur die E-Sphäre mit einem dominierenden Einfluss des CO<sub>2</sub>-Outputs betrachten. Dieser weist regelmässig die CO<sub>2</sub>-Produktion im Land und nicht den CO<sub>2</sub>-Output des Konsums der Inländer ab. Der Unterschied ist gewaltig: Die Schweiz importiert rund dreimal mehr CO<sub>2</sub>-Emissionen als sie produziert und weist mit rund 14 Tonnen einen überdurchschnittlich hohen CO<sub>2</sub>-Pro-Kopf-Ausstoss auf (4). Aus der ehrlicheren Konsumenten-Optik relativiert sich auch der viel zitierte Anteil des Schweizer Gebäudeparks an den gesamte Treibhausgas-Emissionen auf rund 10 Prozent. Wenn wir also vor der eigenen Haustüre kehren wollen, dann ist diese Türe mehrheitlich im Ausland zu finden.

### Erste zuverlässige, wissenschaftlich basierte Impact-Ratings erlauben eine Bewertung und gezielte Verbesserung der Nachhaltigkeitswirkung von Investitionen.

Impact ist das neuste Kosewort der Industrie. Nachdem immer klarer wird, dass allein der Ausschluss von nicht ESG-konformen Anlagen, also auch das mehr oder weniger passive Anlegen in marktübliche grüne Fonds, kaum einen realwirtschaftlichen Effekt mit sich bringt (5), sucht die Branche nun intensiv nach Produkten mit einem messbaren Impact.

Der Begriff boomt vor allem im S-Bereich, wo wie erwähnt, griffige Kriterien fehlen. In Grossbritannien beispielsweise gibt es bereits 54 Immobilienfonds, die einen sozialen Impact versprechen. Ein entsprechendes Marktpotenzial orteten auch die Teilnehmer der Emerging Trend in Real Estate Umfrage von PWC und ULI: «Social housing» und «Affordable housing» zählen zu den Top-10 der attraktivsten Immobilien-Anlagesegmente des laufenden Jahres. Dass Investments in soziale Infrastrukturen hohe Gewinnerwartungen aufweisen, ist ja erfreulich. Nur, wenn ESG- oder auch SDG-positive Investments auch einen ökonomischen Erfolg versprechen, braucht es keine Impact-Investoren, beziehungsweise ist deren wahrer Impact auf die Realwirtschaft vernachlässigbar.

### Im Klartext?

Zu glauben, dass der Markt Produkte gegen ein Marktversagen hervorbringt, ist bestenfalls naiv. Impact-Produkte, die den Namen verdienen sind



nicht für Pensionskassen geeignet. Diese würden durch den bewussten Renditeverzicht ihre treuhänderischen Verpflichtungen missachten. Und kommt das Produkt ohne Renditeverzicht aus, steht etwas drauf, was nicht drin ist.

**In einem aktuellen Blog argumentiert die HSLU (6) dagegen, dass Impact Investments in der Schweizer Immobilienwirtschaft dringender denn je zuvor sind.**

Das mag sein. Nur wird im Blog pfleglich verschwiegen, dass ein Impact ohne Renditeverzicht nicht möglich ist. So ist auch das angeführte Beispiel wonach die Transformation einer braunen in eine grüne Liegenschaft eine konkret messbare Wirkung hat nur dann richtig, wenn sich der konkret durchgeführte Eingriff für normale Investoren nicht gelohnt hätte. Ansonsten würde die energetische Ertüchtigung ohnehin durchgeführt – und der wahre Impact wäre null.

Aus schwer nachvollziehbaren Gründen haben wir in der Finanzindustrie noch kaum ein Sensorium für die vielleicht nicht immer glückliche «Zusammenarbeit» zwischen Forschung und Assetmanager entwickelt. Wie würden wir wohl auf ein «wissenschaftliches Grundlagenwerk» zu einem Medikament reagieren, dass vom Topmanagement des produzierenden Pharmariesen mitverfasst wurde?

**Das klingt sehr ernüchternd. Sollen wir dem Bestreben der Branche einen Beitrag zur Lösung gesellschaftlicher Probleme leisten zu wollen, nicht etwas freundlicher begegnen?**

Ein funktionierender Kapitalmarkt hat einen hohen gesellschaftlichen Wert. Das ist auch denjenigen Akteuren zu verdanken, die sich verantwortungsvoll verhalten. Darüber hinaus wird die Finanzindustrie aber erst einen eigenen, originären Beitrag leisten können, wenn es ihr gelingt, Kunden zu gewinnen, die bereit sind, für einen durch die Industrie generierten gesellschaftlichen Mehrwert – also Impact – auf Rendite zu verzichten.

**Also zu viel der Versprechungen?**

Das implizite Versprechen der Finanzindustrie gesellschaftliche Probleme ohne Mehrkosten lösen zu können, behindert dagegen den Einsatz wirkungsvoller Instrumente, weil diese zwangsläufig etwas kosten. Weshalb soll ein Investor, der vielleicht eine gewisse Zahlungsbereitschaft dafür hatte Gutes zu tun, auf Rendite verzichten, wenn andere ihm vorgaukeln, dass es Impact auch «for free» gibt. Und weshalb sollen wir uns für einschneidende Gesetze stark machen, wenn wir glauben, dass unsere Pensionskassen die Probleme lösen können, ohne unsere Rente zu gefährden.

*Interview: Remi Buchschacher*

(1) [https://ssir.org/articles/entry/does\\_every\\_little\\_bit\\_of\\_esg\\_integration\\_help#](https://ssir.org/articles/entry/does_every_little_bit_of_esg_integration_help#)

(2) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4296497](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4296497)

(3) <https://www.msci.com/research-and-insights/podcasts/esg-now/the-conflict-within-esg>

(4) <https://www.myclimate.org/de/informieren/faq/faq-detail/wer-produziert-co2/>

(5) <https://www.csp.uzh.ch/en/research/Practitioner-Research/Does-ESG-integration-impact-the-real-economy.html>

(6) <https://hub.hslu.ch/immobilienblog/2023/01/09/impact-investments-im-staedtischen-bestand-dringender-denn-je/>