PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Research Paper 2 / 2017

Nachhaltige Anlagen

Nachhaltiges Investieren ist ein Anlageansatz, welcher bei der Auswahl und Verwaltung von Wertschriften ökologische und soziale Kriterien sowie Kriterien der guten Unternehmensführung berücksichtigt. Diese Kriterien werden oft mit „ESG" (Environmental, Social, Governance) abgekürzt. Grundsätzlich gibt es zwei Arten nachhaltiger Investitionsansätze. Einerseits kann ein Investor versuchen, Unternehmen mittels Aktionärsengagement („Voice") zu nachhaltigerem Wirtschaften zu bewegen und andererseits kann er gezielt möglichst nachhaltige Investitionen tätigen bzw. nicht-nachhaltige Emittenten von Wertpapieren ausschliessen („Exit"). Je nach Form der nachhaltigen Anlage unterscheiden sich Umsetzungsrisiken, Kosten und weitere Eigenschaften der Anlagen stark. Die Wahl und Ausgestaltung eines nachhaltigen Anlageansatzes hängt in der Regel vom jeweiligen Investor, seinem Geschäftszweck (z.B. Stiftungszweck), den angestrebten Zielen sowie den Investitionsmöglichkeiten ab. Generell können Nachhaltigkeitsaspekte über den ganzen Anlageprozess, d.h. von der Erarbeitung der Strategie über die Auswahl eines geeigneten Vermögensverwalters bis hin zum Investment Controlling, berücksichtigt werden.

Die PPCmetrics AG (*www.ppcmetrics.ch*) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 200 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Inhalt

1. Einleitung 3

2. Grundlagen 4

2.1. Was ist nachhaltiges Investieren? 4

2.2. Geschichte der nachhaltigen Anlagen 5

2.3. Regulierung als Treiber 5

3. Formen nachhaltiger Vermögensanlage 7

3.1. Überblick 7

3.2. Umsetzungsformen und ihre Eigenschaften 9

3.3. Aktuelle Themen in der Nachhaltigkeit 10

3.3.1. Carbon Bubble 10

3.3.2. Green Bonds 11

4. Praktische Umsetzung 12

4.1. Nachhaltigkeitsfragen im Anlageprozess 12

4.2. Nachhaltige Vermögensverwaltung: Ein Marktüberblick 14

4.3. Nachhaltige Indizes 19

5. Fazit 22

6. Literatur 23

1. Einleitung

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten im Anlageprozess erfolgt aus den unterschiedlichsten Motiven. Im Vordergrund stehen dabei die Vermeidung öffentlicher Kritik, das Einhalten allfälliger gesetzlicher Vorgaben oder die Verminderung von sozialen oder ökologischen Problemen. Auch das Erwirtschaften einer Outperformance, die Reduktion des Risikos im Vergleich zu traditionellen Anlagen oder Marketingaspekte (z.B. bei Sammelstiftungen) sind häufig genannte Ziele.

Nachhaltige Anlageansätze sind in den letzten Jahren bezüglich verwalteter Vermögen stark gewachsen (gemäss Eurosif-Studie 2016 je nach Ansatz mit über 20% pro Jahr). Getrieben wird diese Entwicklung von der Politik, von Nonprofit-Organisationen wie auch von der Finanzbranche. So hat der Bundesrat 2016 entschieden, die Bestrebungen der Finanzbranche im Bereich der nachhaltigen Vermögensanlage zu unterstützen (Aktionsplan Grüne Wirtschaft) und der WWF Schweiz hat eine Studie zum nachhaltigen Anlageverhalten der 20 grössten Schweizer Pensionskassen publiziert. Auch die akademische Forschung sowie Vermögensverwalter und institutionelle Investoren in der Schweiz widmeten sich vermehrt den nachhaltigen Anlagen. So veröffentlichten Forscher des Swiss Finance Institutes in einem White Paper ihre Erkenntnisse über den aktuellen Stand des Themas Sustainable Finance in der Schweiz (Kraus, Krüger und Meyer (2016)) und der Verband Swiss Sustainable Finance gab ein Handbuch mit Praxisbeispielen zu nachhaltigen Anlagen für institutionelle Investoren heraus (SSF (2016)).

Häufig sind nachhaltige Anlagen aber auch Gegenstand kontroverser Diskussionen. So stellte die grösste US-Pensionskasse CalPERS 2015 fest, dass sie das selbstauferlegte Verbot, in Tabakproduzenten zu investieren, über USD 3 Mrd. in Form von verpassten Gewinnen gekostet hat. Dennoch hielt sie am Verbot fest bzw. hat es gar ausgeweitet.

Ebenfalls häufig gefordert wird der Verkauf der Aktien oder Anleihen von Kohle-, Öl- und Gasunternehmen (Fossil Fuel Divestment). Trotz Protesten der Studierenden haben 2016 die Endowments der Stanford und der New York University entschieden, an diesen Anlagen festzuhalten. Die New York University sieht Disinvestments nicht als geeignete Massnahme für die Förderung einer nachhaltigen Entwicklung.

Diese Beispiele zeigen: Anleger berücksichtigen Nachhaltigkeitskriterien und damit letztlich politische Ziele aus guten Gründen unterschiedlich stark. Neben der unterschiedlichen Auslegung betrifft die Nachhaltigkeit verschiedene Aspekte über den gesamten Anlageprozess.

Entsprechend komplex ist das Thema. In diesem Arbeitspapier wird dargestellt, was nachhaltiges Investieren ist, welche Fragen es beinhaltet und wie es umgesetzt werden kann.

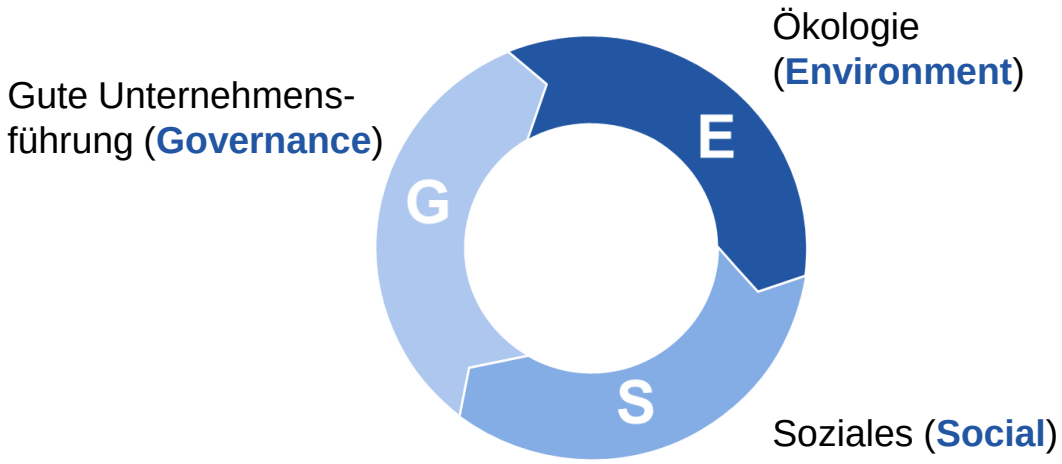
2. Grundlagen

2.1. Was ist nachhaltiges Investieren?

Gemäss Duden kann der Begriff Nachhaltigkeit unterschiedlich definiert werden. Nachhaltig kann sehr allgemein als etwas mit einer „längeren Zeit anhaltenden Wirkung" umschrieben werden. Ursprünglich stammt der Begriff aus der Forstwirtschaft und impliziert, dass nicht mehr Holz gefällt werden darf, als jeweils nachwachsen kann.

Dieses Prinzip kann insofern auf die gesamte Ökologie übertragen werden, indem nicht mehr Ressourcen verbraucht werden, als wieder nachwachsen können. So wie der Begriff Nachhaltigkeit unterschiedliche Definitionen hat, kann auch der Begriff der nachhaltigen Geldanlage unterschiedlich ausgelegt werden. Zum einen kann Nachhaltigkeit mit finanzieller Nachhaltigkeit gleichgesetzt werden, d.h. es darf nicht mehr verbraucht (z.B. den Versicherten gutgeschrieben werden) werden als durch die Vermögensanlage langfristig eingenommen werden kann.

Abbildung 1: Kriterien für nachhaltige Investitionsansätze



In der Praxis wird jedoch die breitere Definition des nachhaltigen Investierens verwendet, welche die Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Kriterien sowie Kriterien der

guten Unternehmensführung („Good Governance“) umfasst. Abgekürzt werden diese Kriterien oftmals mit „ESG“ („E“ für Environmental, „S“ für Social und „G“ für Governance). Abbildung 1 fasst diese Kriterien zusammen.

Beispiele für ökologische Kriterien sind die Verwendung von erneuerbaren Energien oder die Vermeidung von übermässigem Ressourcenverbrauch und Umweltverschmutzung. Bei sozialen Kriterien werden u.a. Diversität, Menschenrechte, Konsumentenschutz oder Tierschutz miteinbezogen, während Governance-Kriterien wie adäquate Managemententlohnung, Einhaltung der Aktionärsrechte oder Trennung von Verwaltungsratspräsidium und operativer Geschäftsführung umfasst.

2.2. Geschichte der nachhaltigen Anlagen

In den letzten zwei Jahrzenten sind sowohl Nachfrage als auch Angebot an nachhaltigen Anlagen stark gewachsen. Allerdings ist die Forderung nach nachhaltigen Anlagen kein neues Phänomen. Bereits gegen Ende des 17. Jahrhunderts lehnten etwa die Quäker nicht nur Investitionen in Alkohol, Glücksspiel und Tabakunternehmen ab, sondern setzen sich auch gegen Kinder- und Sklavenarbeit ein. Bereits 1928 wurden 24 Fonds („Pioneer Group“) aufgesetzt, welche ein „Sündenscreening“ für die verschiedenen Investments durchführten.

In der jüngeren Vergangenheit wandten sich nachhaltige Anleger insbesondere gegen Profiteure des Vietnamkriegs oder des Apartheid-Regimes in Südafrika. Während des Vietnamkriegs wurden Rüstungsunternehmen gemieden und zur Zeit des Apartheid-Regimes wurden Firmen, die in Südafrika tätig waren, aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. In den 1980er-Jahren verbreitete sich nachhaltiges Investieren zunehmend. Um 1990 herum wurde der erste nachhaltige Index (Domini 400 Social Index) eingeführt. Heute existiert eine breitere Palette an nachhaltigen Anlageinstrumenten (Cory (2012)), welche nicht nur die Aktien abdecken, sondern auch Anleihen, Immobilien, Infrastruktur oder Private Equity. Allerdings ist in der Schweiz das Angebot an nachhaltigen Anlageinstrumenten für kleinere und mittelgrosse nachhaltige Anleger immer noch relativ begrenzt.

2.3. Regulierung als Treiber

In Europa verfügen dreizehn Länder über gewisse verbindliche Regulierungsvorschriften, wobei sich ihre Ausgestaltung stark unterscheidet (Neher (2016)). In Deutschland, Österreich oder Spanien sind Pensionskassen beispielsweise dazu verpflichtet, Angaben zur Nachhaltigkeit der getä-

tigten Investitionen offenzulegen. Andere europäische Länder gehen deutlich weiter und machen Pensionskassen und anderen Investoren bindende Vorschriften, in welche Unternehmen investiert bzw. nicht investiert werden darf (SSF (2016)). Bei den regulatorischen Vorgaben zum nachhaltigen Investieren geht Grossbritannien heute am weitesten: Bereits seit dem Jahr 2000 müssen Vorsorgewerke ausweisen, inwiefern sie Nachhaltigkeitskriterien in ihre Anlageentscheide einfliessen lassen. Zudem sind gemeinnützige Organisationen dazu verpflichtet, ihre Anlagen so zu tätigen, dass sie im Einklang mit den Zielen der Organisation stehen (Hunziker-Ebneter (2015)).

Die Regulierung in der Schweiz geht weniger weit. Es bestehen weder bindende Vorschriften noch Berichterstattungspflichten zu nachhaltigen Wertschriftenanlagen. Dennoch gibt es regulatorische Vorgaben: So wurde 2013 das Kriegsmaterialgesetz überarbeitet. Damit wurde die direkte Finanzierung von Unternehmen, die in die Herstellung von oder den Handel mit kontroversen Waffen involviert sind, verboten. Dies betrifft aber nur die Kreditvergabe oder die direkte Eigenkapitalbereitstellung (nicht über Aktien). Die indirekte Finanzierung (Wertschriftenanlage) ist davon ausgenommen. Mit der Annahme der Minder-Initiative („VegüV"[1]) im Jahr 2014 wurden Pensionskassen zudem dazu verpflichtet, ihre Stimmrechte bei kotierten Schweizer Unternehmen wahrzunehmen.

Anfang 2016 verabschiedete der Bundesrat die „Strategie Nachhaltige Entwicklung"[2], welche sich auf die Umsetzung der UN Sustainable Development Goals stützt und eine Erweiterung des Aktionsplans Grüne Wirtschaft darstellt. Beide Massnahmen sollen das nachhaltige Finanzieren und das ökologisch verantwortliche Investieren stärken.

Auch auf internationaler Ebene gibt es mehrere freiwillige Richtlinien, wie bspw. die UN Principles of Responsible Investment (PRI). Dabei handelt es sich um ein von den Vereinten Nationen ins Leben gerufenes Netzwerk von Anlegern und Vermögensverwaltern. Im Rahmen der PRI wurden sechs Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren definiert, die ihre Unterzeichner dazu auffordern, ESG-Kriterien bei ihren Investitionsanalysen und Entscheidungsfindungsprozessen zu berücksichtigen. Ebenso haben die PRI 2014 den PRI Montreal Carbon Pledge ins Leben gerufen, der die Anleger dazu verpflichtet, zusätzlich die CO_2-Bilanz ihres Portfolios jährlich zu messen und offenzulegen (PRI Montreal Carbon Pledge (2015)).

---

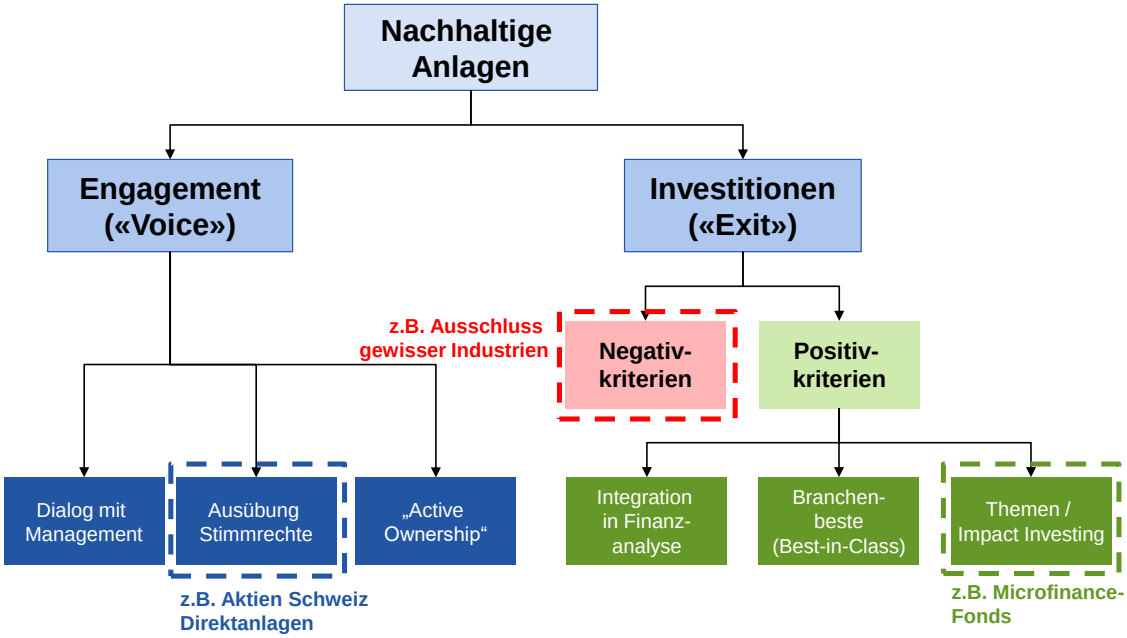
[1] VegüV: Verordnung gegen übermässige Vergütung bei börsenkotierten Aktiengesellschaften
[2] Vgl.: https://www.are.admin.ch/are/de/home/nachhaltige-entwicklung/politik-und-strategie/strategie-nachhaltige-entwicklung-2016-2019.html

3. Formen nachhaltiger Vermögensanlage

3.1. Überblick

Nachhaltige Investitionsansätze können grob in zwei Gruppen unterteilt werden (vgl. Abbildung 2). Zum einen kann ein Investor versuchen, eine Unternehmung mittels **Aktionärsengagement („Voice")** zu nachhaltigerem Wirtschaften zu bewegen und zum anderen kann ein nachhaltiger Anlageansatz mittels **gezielten Investitionen resp. Nichtberücksichtigung („Exit")** umgesetzt werden.

Abbildung 2: Formen von nachhaltigen Anlagen



Das **Aktionärsengagement („Voice")** kann durch die Ausübung von Stimmrechten (bei Aktien) oder durch den Dialog mit dem Management erfolgen. Während auch kleine Investoren ihre **Stimmrechte** als Eigentümer an der Generalversammlung ausüben können, ist ein Dialog mit dem Management erst ab einem grossen Investitionsvolumen möglich. Aus diesem Grund besteht für kleinere Investoren die Möglichkeit, sich hinsichtlich **Engagement** von einem spezialisierten Dienstleister vertreten zu lassen. Als Kollektiv wird dabei im Auftrag der Mitglieder der Dialog mit dem Management kotierter Unternehmen gesucht. Adressiert werden in der Regel

Anliegen in den Bereichen Nachhaltigkeit, Governance sowie ökologische und soziale Verantwortung.

Eine Spezialform des Aktionärsengagements ist der „**Active Ownership**", z.T. auch „Shareholder Activism" genannt, welcher sowohl Druck über die Aktionärsversammlung auf das Management ausübt als auch den Dialog mit dem Management sucht. Bei einem Grossteil der Active Ownership Fonds stehen jedoch nicht nachhaltige Kriterien im Fokus, sondern primär der Aktienkurs. Beispielsweise werden Abspaltungen von Geschäftsbereichen, schuldenfinanzierte Aktienrückkäufe oder Auswechslungen in der Geschäftsleitung gefordert. Deshalb werden diese Fonds auch meist den Hedge Funds zugeordnet. Jedoch treten vermehrt Active Ownership Fonds für soziale und ökologische sowie gute Unternehmensführung ein (vgl. Dimson, Karakas und Li (2015)).

Bei gezielten **Investitionen resp. Nichtberücksichtigung** von Emittenten **(„Exit")** bestehen mehr Möglichkeiten: Zum einen können Firmen oder Branchen ausgeschlossen werden **(„Negativ- oder Ausschlusskriterien")**, die ethische, soziale oder ökologische Mindeststandards nicht erfüllen. Dies sind bspw. Branchen wie Tabak, Alkohol oder Waffen. Hinter diesem Ansatz steckt vor allem die Überlegung, dass diesen Unternehmen aufgrund ihres Handelns die Finanzierung am Kapitalmarkt erschwert bzw. verwehrt werden soll.

Zum anderen können aus dem gesamten Anlageuniversum besonders nachhaltige Unternehmen, Branchen oder Produkte ausgewählt und bewusst berücksichtigt werden **(„Positivkriterien")**. Für die Berücksichtigung dieser Positivkriterien bestehen folgende vier Grundformen:

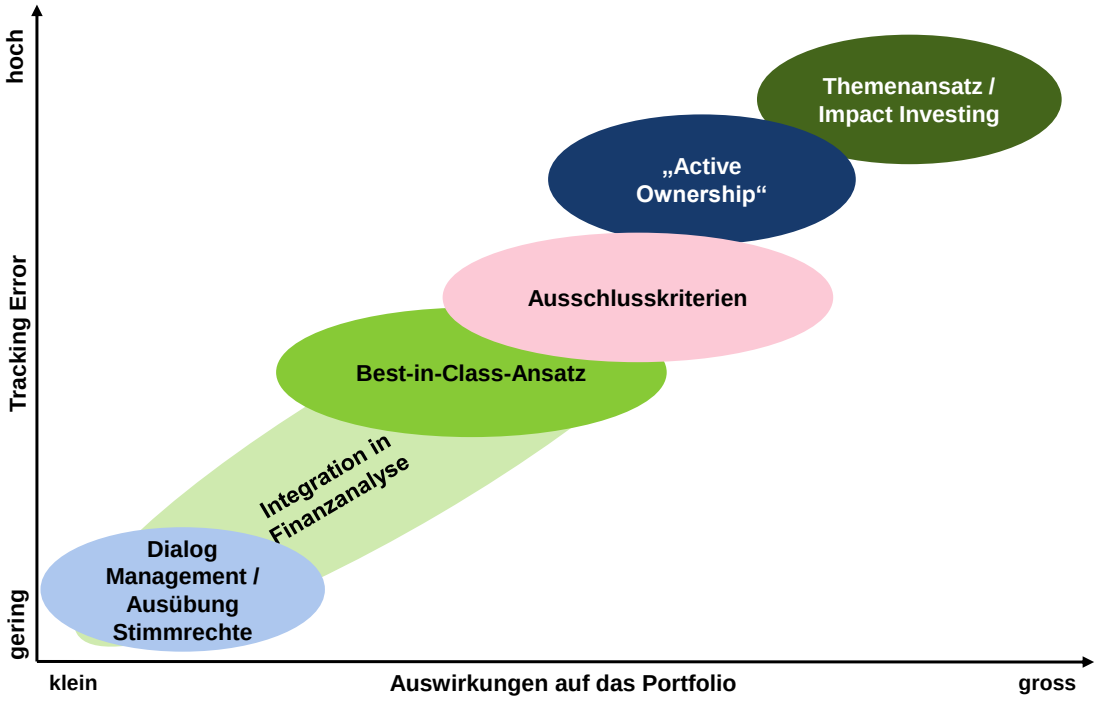
1. **Integration der ESG-Faktoren in die Finanzanalyse:** Dabei werden Nachhaltigkeitskriterien in die Beurteilung der einzelnen Unternehmungen eingebaut, beispielsweise durch die Implementierung von Nachhaltigkeitskriterien in ein Bewertungsmodell.
2. **Best-in-Class-Ansätze:** Bei diesen Ansätzen werden üblicherweise pro Branche ein oder mehrere Unternehmen ausgewählt, welche die Nachhaltigkeitskriterien am besten erfüllen. Es wird also beispielsweise auch in kontroverse bzw. umweltschädigende Branchen (z.B. Hersteller alkoholischer Getränke, Zementhersteller) investiert.
3. Sogenannte **Themenansätze** investieren spezifisch in Anlagen, welche eine nachhaltige Entwicklung fördern (z.B. Clean Energy oder nachhaltige Landwirtschaft).
4. **Impact Investing** ist eine Unterform der Themenanlagen. Besonderer Wert wird dabei aber auf die Messung der sozialen oder ökologischen Wirkung (Impact) gelegt. Traditi-

onell wird Impact Investing durch Privatmarktanlagen umgesetzt, die soziale oder ökologische Probleme lösen sollen (z.B. Microfinance Fonds). Inzwischen wurden aber auch Impact Investments lanciert, die in kotierte Aktien investieren.

3.2. Umsetzungsformen und ihre Eigenschaften

Die Wahl der Umsetzungsform hat einen grossen Einfluss auf den Tracking Error gegenüber einem nach Marktkapitalisierung gewichteten Index. Der Tracking Error zeigt dabei das Umsetzungsrisiko an, d.h. je grösser der Tracking Error ausfällt, desto stärker weichen die Renditen des Portfolios von der Rendite der Benchmark ab. Relevant für den Tracking Error sind auch die Details der Umsetzung, z.B. die Wahl der Ausschlusskriterien. Abbildung 3 zeigt diesen Zusammenhang.

Abbildung 3: Einfluss unterschiedlicher Anlageansätze auf den Tracking Error



Quelle: Angepasst von Staub-Bisang (2011)

Im Gegensatz zu den restlichen nachhaltigen Anlageansätzen hat die Stimmrechtsausübung keinen Einfluss auf den Tracking Error. Auch bei rein passiven Anlagen können grundsätzlich Stimmrechte ausgeübt und Engagement betrieben werden. Dasselbe gilt für Ansätze,

die Nachhaltigkeitskriterien in die Finanzanalyse integrieren. Bei dieser Methode wird zwar vermehrt in nachhaltige Firmen investiert, jedoch steht weiterhin das gesamte Anlageuniversum zur Verfügung.

Bei Best-in-Class-Ansätzen ist der Tracking Error nur leicht erhöht, da nur in die nachhaltigsten Unternehmen einer Branche investiert wird, aber in der Regel keine grossen Branchenabweichungen zum Index bestehen. Da bei Ansätzen mit Ausschlusskriterien zum Teil ganze Industriezweige ausgeschlossen werden, sind die Abweichungsrisiken grösser. Bei „Active Ownership" Fonds bestehen dagegen meist sehr konzentrierte Portfolios, da ein grosser Stimmenanteil benötigt wird, um einen Einfluss auf das Management ausüben zu können. Dadurch können die Abweichungsrisiken sehr gross werden.

Den grössten Tracking Error haben typischerweise Themenansätze und Impact Investing, da im Vergleich zum Markt nur in ein stark reduziertes Anlageuniversum investiert wird. Bei nicht kotierten Impact Investments besteht häufig auch gar kein eigentlicher Marktindex.

3.3. Aktuelle Themen in der Nachhaltigkeit

3.3.1. Carbon Bubble

Seit einiger Zeit wird das Argument vorgebracht, dass Investitionen in Unternehmen, welche viel CO_2 emittieren oder fossile Energieträger fördern, ein erhebliches finanzielles Risiko bergen. In diesem Zusammenhang wird oftmals vom Platzen der «Carbon Bubble» gesprochen. Strengere Klimaziele der internationalen Staatengemeinschaft könnten zu grossen Wertverlusten bei Unternehmen mit hohen CO_2-Emissionen führen, da der Kapitalmarkt diese regulatorischen Risiken in ungenügender Weise reflektiere.

Das Bundesamt für Umwelt hat 2015 die Studie «Kohlenstoffrisiken für den Finanzplatz Schweiz» verfasst. Die Studie kommt zum Schluss, dass Schweizer Investoren gegenüber solchen Kohlenstoffrisiken stark exponiert seien und diese Risiken (ohne die Erhöhung anderer Risiken) um zwei Drittel gesenkt werden könnten. Den Investoren wird u.a. empfohlen, solche ökologisch (bzw. regulatorisch) induzierten Risiken systematisch zu messen, im Bereich nachhaltige Anlagen Kapazitäten aufzubauen, und über die Auswirkungen der gehaltenen Unternehmen auf den Klimawandel Bericht zu erstatten. Ferner sollen sie sich Initiativen wie dem „Montreal Carbon Pledge" anschliessen und den Klimawandel bei Investitionsentscheidungen berücksichtigen.

Im Anschluss publizierte das Bundesamt für Umwelt 2016 die Studie „Klimafreundliche Investitionsstrategien und Performance". Diese Studie kommt zum Schluss, dass solche Anlageportfolios in der Vergangenheit marktkonforme Renditen erwirtschaftet hätten.

Verschiedene Fragen werden in diesen Studien nicht näher angesprochen bzw. sind noch nicht abschliessend geklärt: So bspw. die Effizienz der Kapitalmärkte im Zusammenhang mit Klimafragen, eine mögliche Anpassung der betroffenen klimaschädlichen Unternehmen an eine neue Regulierungssituation oder die tatsächlichen Auswirkungen eines Ausschlusses auf die Kapitalkosten und letztlich auf die tatsächlichen CO_2-Emissionen dieser Unternehmen. Auch bezüglich der kosteneffizienten Umsetzbarkeit solcher Ansätze sowie der Verfügbarkeit von Anlageinstrumenten sind noch gewisse Fragen offen. Entsprechend gross ist die Herausforderung für institutionelle Anleger bei der Verabschiedung einer klimafreundlichen Anlagepolitik.

3.3.2. Green Bonds

Mit Green Bonds werden Projekte (bspw. erneuerbare Energieproduktion, Massnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz, CO_2-armer Transport, Wassermanagement, nachhaltiges Abfallwesen, etc.) zur Bekämpfung des Klimawandels finanziert. Für das Label „Green" lassen sich Emittenten zumeist von externen Anbietern zertifizieren. Während bei Emission der ersten Green Bonds 2007 noch supranationale Organisationen (bspw. Europäische Investitionsbank) und später auch Unternehmen dominierten, werden diese neu auch von staatlichen Emittenten ausgegeben. Beispielsweise hat Frankreich Anfang 2017 erfolgreich einen Green Bond platziert. Das sprunghaft angestiegene Volumen von Green Bonds am Anleihenmarkt begünstigt den Handel und zieht weitere Investoren an. Bislang stellte die mangelnde Liquidität und die damit verbundene Schwierigkeit für einen potenziellen Ausstieg ein Hindernis dar.

Aus ökonomischen Überlegungen besteht prinzipiell kein Grund, weshalb Green Bonds höhere Risiken aufweisen sollten als normale Anleihen des gleichen Emittenten. Das gleiche gilt für die Renditeunterschiede unter der Annahme, dass die höheren Emissionskosten bei Green Bonds nicht auf den Anleger überwälzt werden und dass eine potenziell höhere Nachfrage nicht die Rendite drückt. Insofern können Green Bonds ein geeignetes Investitionsgefäss darstellen, um ESG-Kriterien bei der Umsetzung von Anleihen zu berücksichtigen.

Vor einer Investition empfiehlt es sich jedoch, neben typischen Risiken (wie z.B. Kreditrisiken) auch mögliche politische Risiken zu analysieren: Weil der Erlös aus Green Bonds zurzeit vor allem für Energieprojekte eingesetzt wird, besteht ein gewisses Konzentrationsrisiko. Aus-

serdem sollten die mutmasslich höheren Vermögensverwaltungskosten dem möglichen Mehrwert von Green Bonds gegenüberstellt werden.

4. Praktische Umsetzung

4.1. Nachhaltigkeitsfragen im Anlageprozess

Die Implementierung einer nachhaltigen Anlagepolitik (z.B. Ausschlusskriterien) scheint auf den ersten Blick einfach: Der Investor definiert bestimmte Kriterien (z.B. Ausschluss von Produzenten geächteter Waffen) und beauftragt den Vermögensverwalter mittels einer Vertragsänderung, diese einzuhalten. Nachhaltigkeitsfragen stellen sich jedoch bereits früher, und zwar entlang des ganzen Anlageprozesses (z.B. bei der Definition der Anlagestrategie oder der Auswahl der Vermögensverwalter). Bei der Implementierung der eigentlichen Ausschlusskriterien steckt der Teufel im Detail: Was gilt als Waffenproduktion? Ab welchem Umsatzanteil wird ein Unternehmen ausgeschlossen? Werden auch problematische Lieferanten oder Kunden des Unternehmens berücksichtigt? Eine kompetente Beantwortung dieser Fragen erfordert eine individuelle Beurteilung der Unternehmen bzw. Emittenten und umfasst auch Fragen des Portfolio Managements (z.B. welcher Anteil des Portfolios wird durch ein bestimmtes Kriterium ausgeschlossen).

Abbildung 4 gibt einen Überblick über verschiedene praktische Fragestellungen, die bei der nachhaltigen Vermögensanlage auftreten. Erster Schritt im Anlageprozess ist meist die Definition der Nachhaltigkeitskriterien (z.B. Ausschlusskriterien). Massgebend dafür sind u.a. der Zweck des Anlegers (z.B. Stiftungszweck) oder auch politische Normen (z.B. unterzeichnete internationale Abkommen des Sitzstaats). Eine unbedachte Wahl der Nachhaltigkeitskriterien ohne Berücksichtigung des tatsächlichen Angebots der Vermögensverwalter oder der Auswirkungen auf das Portfolio kann einen Anleger stark einschränken. Gerade bei mittleren und kleineren Vermögen kann es vorkommen, dass spezifische Nachhaltigkeitskriterien nur durch Erteilung von aktiv bewirtschafteten Einzeltitelmandaten einzuhalten sind und zu erheblichen Renditeabweichungen zum Gesamtmarkt führen. In einzelnen Anlagekategorien (z.B. Hedge Funds, Rohstoffe) ist eine zweckmässige Form der Nachhaltigkeit generell nur schwer zu erreichen.

Abbildung 4: Umsetzung von Nachhaltigkeit im Anlageprozess

Bei der Erarbeitung der Anlagestrategie kann neben der Ermittlung von Zielrendite, Risikofähigkeit und -bereitschaft auch die Komponente Nachhaltigkeit bereits berücksichtigt werden. Inwiefern die Nachhaltigkeit auf Stufe Strategie bereits berücksichtigt werden sollte, hängt jedoch stark von der geplanten Umsetzungsform ab. Soll beispielsweise ein Teil des Vermögens in nicht börsennotierte Impact Investments angelegt werden, muss dies bei der Erarbeitung der Strategie berücksichtigt werden, da sich die Rendite- und Risikoerwartungen dieser Form stark von jenen traditioneller, börsennotierter Anlagen unterscheiden können. Auf dieser Stufe stellt sich zudem die Frage der adäquaten Benchmark. Je nach Anlagestrategie muss zunächst das Anlagereglement geändert und allenfalls sogar die Anlageorganisation angepasst werden, indem ein spezialisierter Nachhaltigkeitsberater engagiert oder interne Kapazitäten aufgebaut werden (allenfalls auch in Kombination mit dem Zugang zu entsprechenden Datenbanken).

Bei der Festlegung der Mandatsstruktur wird neben der Anzahl Mandate auch diskutiert, ob die Anlagestrategie aktiv oder passiv umgesetzt werden soll. Die Anzahl passiver Umsetzungsmöglichkeiten sind durch die Vielzahl nachhaltiger Standardindizes in den letzten Jahren angestiegen. Jedoch sind hierbei nicht immer Fondslösungen verfügbar, was zu Umsetzungsschwierigkeiten führen kann. Bei der aktiven Umsetzung stellt sich die Frage, welcher Ansatz -

z.B. Best-in-Class oder Ausschlusskriterien - am besten zu den Nachhaltigkeitszielen des Anlegers passt.

Bei der Wahl der Vermögensverwalter gilt es zu entscheiden, ob ein auf nachhaltige Anlagen spezialisierter Anbieter oder ein Generalist gewählt werden soll. Zudem muss insbesondere bei Kollektivanlagen geklärt werden, ob die individuellen Nachhaltigkeitskriterien des Anlegers vom Vermögensverwalter umgesetzt werden resp. welche zusätzlichen Kriterien der Vermögensverwalter anwendet und ob diese konsistent sind mit den Nachhaltigkeitszielen des Anlegers.

Im Rahmen des Investment Controllings als letzten Schritt im Anlageprozess gilt es nicht nur, die Einhaltung der Nachhaltigkeitskriterien zu überwachen. Genauso wichtig ist es, die Auswirkungen der nachhaltigen Vermögensanlage auf Rendite und Risiko[3] aufzuzeigen. Gerade weil nachhaltige Anlagen häufig mit Mehrkosten verbunden sind, ist es zentral, dass auch ein ideeller oder finanzieller Mehrwert dokumentiert und allenfalls kommuniziert wird (u.a. gegenüber Stakeholdern wie Versicherten, Spendern, Stiftern etc.)

Neben den bekannten spezialisierten Anbietern, welche Portfolios im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeit analysieren, finden Nachhaltigkeitskriterien auch immer mehr Eingang in die Reports der (nachhaltigen) Vermögensverwalter und der unabhängigen Investment Controller. Eine besondere Stellung hat das Nachhaltigkeits-Reporting beim Impact Investing. Bei dieser Anlageform steht die (nachhaltige) Wirkung der Anlagen im Zentrum.

Diverse Länder (beispielsweise Grossbritannien, Deutschland, Österreich etc.) verpflichten Pensionskassen zu einem Nachhaltigkeitsreporting. In der Schweiz gibt es zurzeit noch keine entsprechende Gesetzgebung.

4.2. Nachhaltige Vermögensverwaltung: Ein Marktüberblick

PPCmetrics führt regelmässig Umfragen bei Vermögensverwaltern mit einem bestimmten Angebot durch (sogenannte Marktscreens). Die Teilnahme daran ist für die Anbieter kostenlos. Beim aktuellen Marktscreen zu nachhaltigen Vermögensverwaltungsmandaten wurden rund 300 Vermögensverwalter angeschrieben. Insgesamt 62 Asset Manager, die ein oder mehrere nachhaltige Produkte anbieten, stellten detaillierte Informationen zur Verfügung.

[3] Vgl. beispielsweise Norway Government Pension Fund Global, Return and Risk (2016).

Abbildung 5: Nachhaltig verwaltetes Vermögen (absolut und in % aller Assets, Werte über CHF 60 Mrd. sind nicht dargestellt)

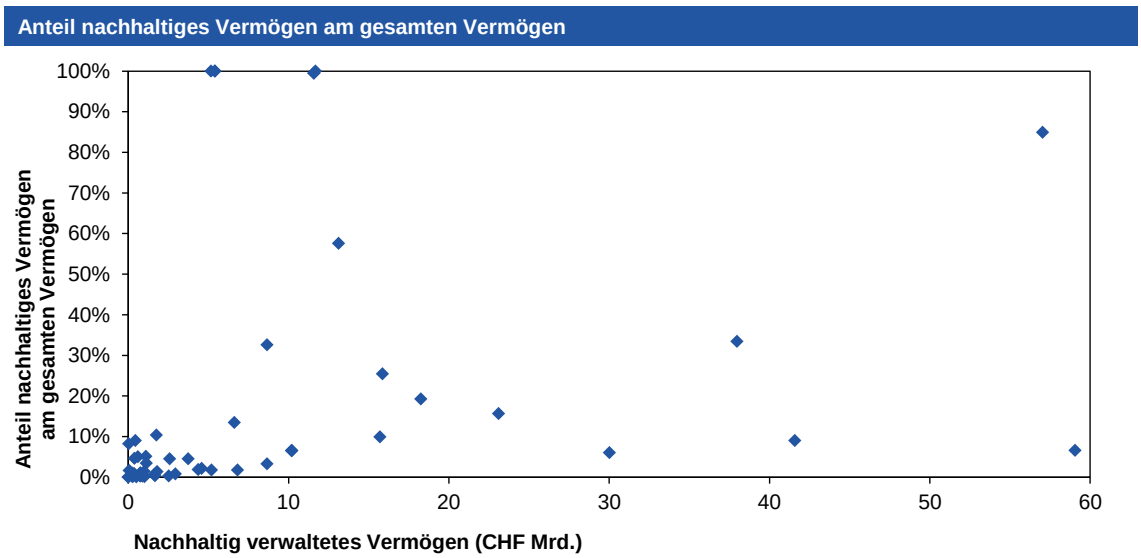


Abbildung 5 zeigt das gesamte verwaltete Vermögen der teilnehmenden Asset Manager und den jeweiligen nachhaltig bewirtschafteten Anteil. Die 62 teilnehmenden Vermögensverwalter bewirtschaften insgesamt über CHF 16'000 Mrd. Davon werden CHF 1'162 Mrd. (rund 7%) nachhaltig bewirtschaftet. Drei Anbieter gaben an, dass sie das Vermögen ausschliesslich nachhaltig bewirtschaften. Die Auswertung des Marktscreens ergab zudem, dass die Anbieter im Durchschnitt (Median) 5% des gesamthaft verwalteten Vermögens nachhaltig bewirtschaften. Die meisten Anbieter (69%) verwalten weniger als 10% ihres Vermögens nachhaltig. Ein kleiner Teil (18%) ist hingegen auf nachhaltige Anlagen spezialisiert und hat einen entsprechenden Anteil von über 20%.

Abbildung 6 zeigt die Anzahl nachhaltiger Anbieter und deren nachhaltig verwaltetes Vermögen pro Anlagekategorie. Gemäss Umfrage verwalten 46 Anbieter in der Anlagekategorie Aktien Welt gesamthaft CHF 307.1 Mrd. Dies ist die Anlagekategorie mit dem grössten Angebot, gefolgt von den Obligationen in Fremdwährung, wobei nur 24 Asset Manager diese Anlagekategorie anbieten. Die verwalteten Vermögen in den restlichen Anlagekategorien liegen unter CHF 100 Mrd. Die nachhaltig verwalteten Vermögen in Aktien Schweiz und Obligationen CHF sind mit CHF 4.4 Mrd. bzw. CHF 2.4 Mrd. am niedrigsten.

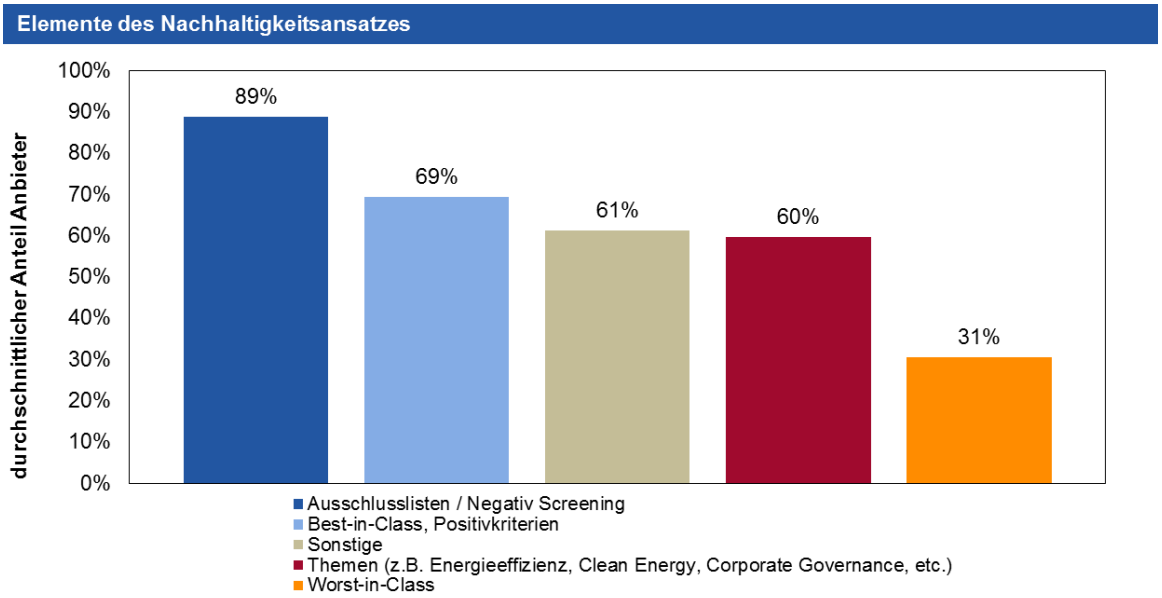
Mögliche Gründe für den niedrigen Anteil sind die starke Konzentration des Schweizer Aktienmarktes auf einzelne Aktien bzw. die - weltweit betrachtet - geringere Nachfrage nach nachhaltig bewirtschafteten CHF-Obligationenmandaten.

Abbildung 6: Anzahl nachhaltiger Anbieter und Gesamtvolumen je Anlagekategorie

	Anzahl Anbieter	Volumen in Mrd. CHF
Aktien Welt	46	307.1
Obligationen FW	24	246.8
Aktien Emerging Markets	23	44.6
Aktien Schweiz	10	4.4
Obligationen CHF	6	2.4
Weitere Anlageklassen	34	98.3

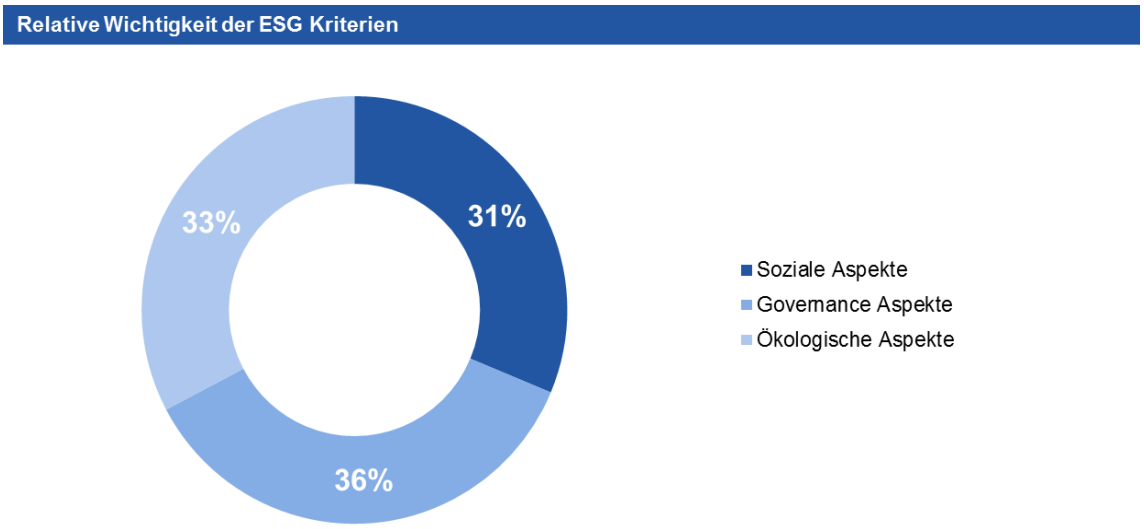
Bezüglich verwendeter Screening-Ansätze zeichnet sich gemäss Abbildung 7 ein deutliches Bild ab. Fast 90% der befragten Asset Manager verwenden Ausschlusskriterien in ihren nachhaltigen Investitionsansätzen. Dies bedeutet, dass die meisten nachhaltigen Ansätze Unternehmen respektive Branchen aufgrund von Nachhaltigkeitskriterien ausschliessen und damit das Anlageuniversum in einem ersten Schritt reduzieren. Häufig gelangt in einem zweiten Schritt der Best-in-Class-Ansatz zur Anwendung (Häufigkeit 69%), bei dem in jeder Branche in die jeweils nachhaltigsten Unternehmen investiert wird.

Abbildung 7: Elemente des Nachhaltigkeitsansatzes



Auch Themenanlagen sind mit 60% relativ häufig. Dabei handelt es sich entweder um einzelne Themenanlagen innerhalb eines breiten Fonds/Mandats (z.B. Off-Benchmark-Titel aus dem Clean-Energy Bereich) oder um eigentliche Themenfonds/-mandate, die ihre Investitionen auf spezifische Themen fokussieren. Worst-in-Class-Ansätze werden nur von relativ wenigen Anbietern verwendet.

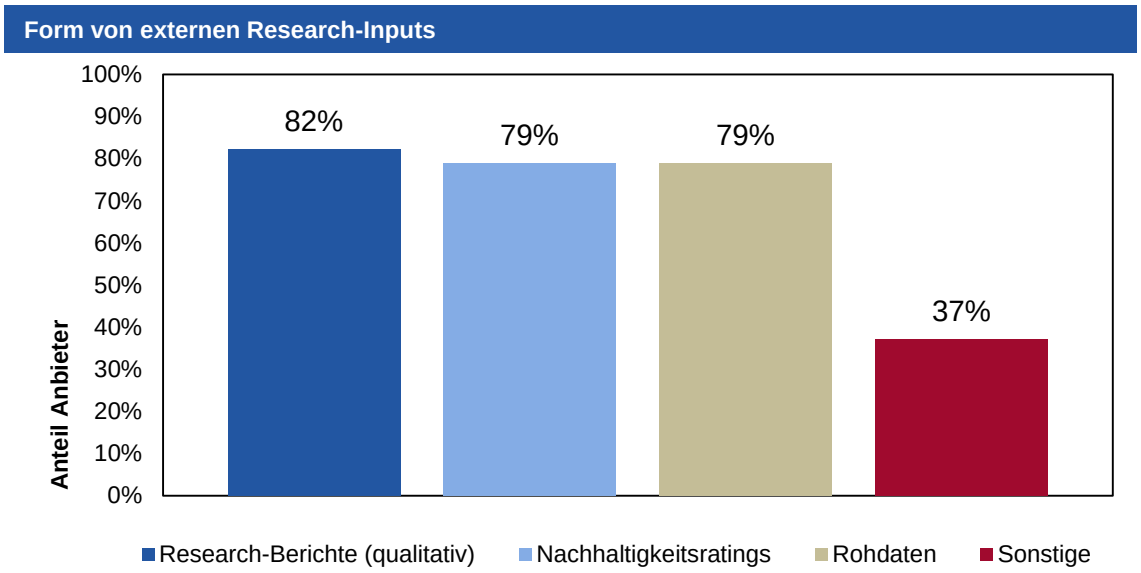
Abbildung 8: Relative Wichtigkeit der ESG-Kriterien



Rund 80% der Vermögensverwalter gewichten die drei ESG-Kriterien Ökologie, Soziales und Governance etwa gleich (zwischen 25 und 50%, vgl. Abbildung 8). Nur wenige Investitionsansätze fokussieren auf ein einzelnes ESG-Kriterium.

Abbildung 9 zeigt, dass rund 80% aller Anbieter ihre externen Research-Inputs von Dritten in Form von Nachhaltigkeitsratings und Research-Berichten (qualitativ) beziehen. Zusätzlich verwenden 79% der Asset Manager Rohdaten bei ihrem nachhaltigen Investitionsansatz. 37% geben sonstige Research-Inputs an, wobei Unternehmensbesuche, Medienberichte; NGOs wie Transparancy oder Human Rights Watch sowie Stimmrechtsberater die meistgenannten Quellen sind. 4 Anbieter haben keine Angabe zu ihren Research-Inputs gemacht.

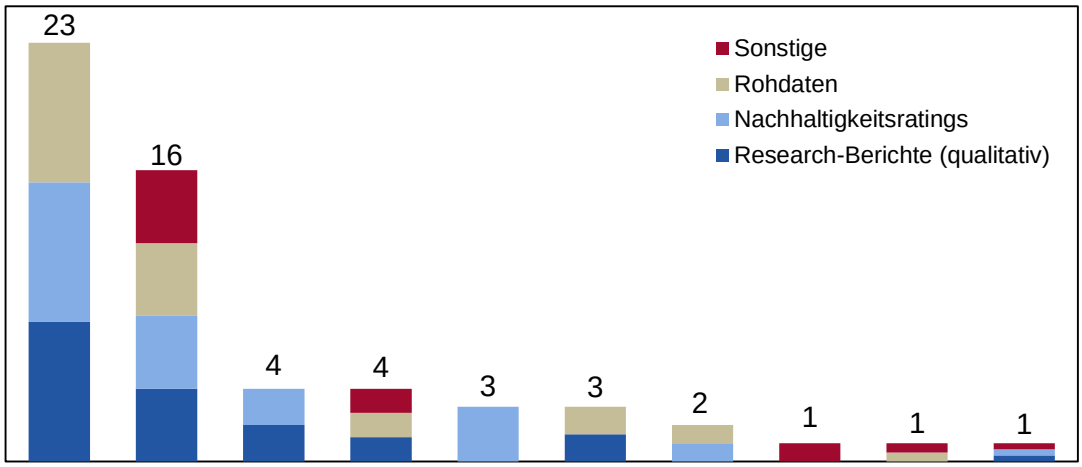
Abbildung 9: Form von externen Research-Inputs



In Abbildung 10 werden die verschiedenen Kombinationen der verwendeten Research-Inputs aufgezeigt. Typischerweise verwenden Vermögensverwalter eine Kombination von Research-Berichten (qualitativ), Nachhaltigkeitsratings und Rohdaten (39 von 58, d.h. gut zwei Drittel). Seltener werden hingegen nur zwei oder sogar weniger dieser Research-Inputs verwendet. Interessant ist auch, dass keiner der Anbeiter nur auf Basis von Rohdaten die Nachhaltigkeit überprüft.

Abbildung 10: Kombinationen von externen Research-Inputs

Kombination der verschiedenen Research-Inputs



Anzahl Anbieter mit entsprechender Kombination von Research-Inputs

4.3. Nachhaltige Indizes

Für verschiedene Anlagekategorien existieren nachhaltige Vergleichsindizes. Diese basieren häufig auf einer Kombination von Negativkriterien und dem Best-in-Class-Ansatz. Daneben bestehen auch Indizes, welche sich auf spezifische nachhaltige Themen wie beispielsweise CO_2-Reduktion, alternative Energie oder Wasser fokussieren.

Nachhaltige Vergleichsindizes können einerseits anstelle traditioneller Indizes bei nachhaltigen aktiven Mandaten eingesetzt werden (Festlegung des Anlageuniversums und Bestimmung der Benchmarkrendite). Analog eignen sie sich auch für passive nachhaltige Mandate bzw. Kollektivanlagen (Glese (2014)).

Nahezu alle grossen Indexanbieter haben in den letzten 20 Jahren ihr Angebot um nachhaltige Indizes erweitert. Neben den bereits 1999 lancierten Dow Jones Sustainability Indi-

zes (berechnet von S&P) bieten unter anderem MSCI, FTSE, STOXX und Solactive solche speziellen Indizes an. In den letzten fünf Jahren ist der Markt stark gewachsen und immer mehr Aktien- und vermehrt auch Obligationenindizes berücksichtigen Nachhaltigkeitskriterien (z.B. Bloomberg Barclays MSCI Bond Indizes). Inzwischen hat zudem die Mehrheit der Indexanbieter Nachhaltigkeitsindizes für Schwellenländer-Aktien in ihr Angebot aufgenommen (vgl. Tabelle 1 für einen Auszug).

Tabelle 1: Beispiele von nachhaltigen Indizes

Nachhaltigkeitsstrategie	Beispiele von Indizes	Lancierungsdatum	Anlagekategorie	Regionaler Fokus	Umsetzung Nachhaltigkeit
Best-in-Class	**DJSI World Developed Diversified Select**	21. September 2015	Aktien	Global	Best in Class (33% der Kapitalisierung des Mutterindexes S&P Global LargeMidCap)
	DJSI Diversified Emerging Markets Select	21. September 2015	Aktien	Emerging Markets	Best in Class (33% der Kapitalisierung des Mutterindexes S&P Global LargeMidCap, Segment Emerging Markets)
Kombination von Ausschlusskriterien und Positivkriterien	**Barclays MSCI US Corporate Sustainability Index**	1. Juni 2013	Corporate Bonds	USA	Ausschluss kontroverser Industrien und Firmen Best in Class gemäss Nachhaltigkeitsrating von MSCI
	MSCI World ESG Index	30. September 2007	Aktien	Global	Ausschluss kontroverser Industrien und Firmen Best in Class (50% d. Kapitalisierung des MSCI World Index)
Ausschlusskriterien	**Barclays MSCI Euro Corporate SRI Index**	1. Juni 2013	Corporate Bonds	Euro-Zone	Ausschluss kontroverser Industrien und Firmen
	FTSE4Good Global Index	1. November 2001	Aktien	Global	Ausschluss kontroverser Industrien und Firmen
Impact Investing	**MSCI ACWI Sustainable Impact Index**	1. November 2015	Aktien	Global (inkl. Emerging Markets)	Investition in Firmen, die mindestens 50% ihres Umsatzes in nachhaltigen Kategorien (Ausbildung, sanitäre Anlagen, etc.) generieren. ESG-Mindeststandards müssen erfüllt sein
Thematische Investitionen	**S&P Global Water Index**	22. Februar 2007	Aktien	Global	Investiert in Firmen, welche in der Wasserbranche (Versorgung, Infrastruktur, etc.) tätig sind
	S&P Global Clean Energy Index	22. Februar 2007	Aktien	Global	Investiert in Firmen, welche im Bereich "Clean Energy" tätig sind.
	MSCI ACWI Low Carbon Target Index	1. November 2010	Aktien	Global (inkl. Emerging Markets)	Firmen mit tiefem CO2-Ausstoss relativ zum Umsatz bzw. relativ zur Marktkapitalisierung werden übergewichtet
	Barclays MSCI Green Bond Index	1. November 2015	Bonds	Global	Beinhaltet Obligationen, welche den Zweck haben, Projekte mit direktem ökologischen Nutzen zu unterstützen.

Quelle: Eigene Darstellung, Daten des jeweiligen Indexproviders

5. Fazit

Nachhaltige Vermögensanlage ist ein Anlageansatz, der ökologische und soziale Kriterien sowie Kriterien der guten Unternehmensführung bei der Auswahl und Verwaltung von Wertschriften berücksichtigt. Diese Kriterien werden oft mit „ESG" (Environmental, Social, Governance) abgekürzt. Grundsätzlich gibt es zwei Arten nachhaltiger Investitionsansätze. Einerseits kann ein Investor versuchen, ein Unternehmen mittels Aktionärsengagement zu nachhaltigerem Wirtschaften zu bewegen, andererseits kann Nachhaltigkeit mittels gezielten Investitionen resp. Nichtberücksichtigung von Anlagen erreicht werden.

Vor der Einführung eines nachhaltigen Investitionsansatzes gilt es zunächst die Folgen hinsichtlich Rendite, Vermögensverwaltungskosten, Tracking Error, Verfügbarkeit von Anlagelösungen sowie die tatsächliche nachhaltige Wirkung zu analysieren. Je nach Anlageform unterscheiden sich die spezifischen Eigenschaften und Umsetzungsrisiken stark.

Generell können Nachhaltigkeitsaspekte über den ganzen Anlageprozess, d.h. von der Erarbeitung der Anlagestrategie über die Auswahl eines geeigneten Vermögensverwalters bis hin zum Investment Controlling, berücksichtigt werden. In jedem Fall ist es bei der Definition eines nachhaltigen Anlageansatzes zentral, die Nachhaltigkeitskriterien auf den Geschäftszweck des Anlegers (z.B. Stiftungszweck) und auf die vorhandenen Investitionsmöglichkeiten abzustimmen.

6. Literatur

ABP, (2016). Investments. Aufrufbar unter: https://www.abp.nl/english/investments/.

AP2, (2016). Sustainability and Corporate Governance. Aufrufbar unter http://www.ap2.se/en/sustainability-and-corporate-governance/

Bauer, R., Guenster, N. und Otten, R., (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. Journal of Asset Management, 5(2), 91 – 104.

BT Pension Scheme, (2016). Responsible Investment. Aufrufbar unter: http://www.btpensions.net/156/responsible-investment

Bundesamt für Umwelt, (2016). Kohlenstoffrisiken für den Finanzplatz Schweiz.

Bundesamt für Umwelt, (2016). Klimafreundliche Investitionsstrategien und Performance.

Bundesamt für Umwelt, (2016). Massnahmen des Bundes für eine ressourcenschonende, zukunftsfähige Schweiz, abrufbar unter https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/wirtschaft-konsum/fachinformationen/gruene-wirtschaft/politischer-auftrag-fuer-eine-gruene-wirtschaft.html

Cory, J, (2012). Business Ethics: The Ethical Revolution of Minority Shareholders. Springer.

Cremers, K. J. und Nair, V. B., (2005). Governance mechanisms and equity prices. The Journal of Finance, 60, 2859 – 2894.

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. und Koedijk, K., (2005). The eco-efficiency premium puzzle. Financial Analysts, 61, 51 – 63.

Dimson, E., Karakas, O. und Li, X., 2015. Active Ownership. Review of Financial Studies 28, 3225-3268.

Dowell, G., Hart, S., und Otten, R., (2004). Do corporate global environmental standards create or destroy market value? Management Science, 46, 1059 – 1074.

Economiesuisse, (2016). Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance. Aufrufbar unter: http://economiesuisse.ch/de/publikationen/swiss-code-best-practice-corporate-governance-english-0.

Edmans, A., (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. Journal of Financial Economics, 101(3), 621-640.

Edmans, A., Li, L. und Zhang, C., (2014). Employee satisfaction, labor market flexibility, and stock returns around the world. No. w20300. National Bureau of Economic Research.

Eurosif, (2013). Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practice 2013.

Eurosif, (2016). European SRI Study 2016. Aufrufbar unter: https://www.eurosif.org/sri-study-2016.

Giese, G., (2014). Sustainability Indices. In: Faust, M., und Scholz, S., (2014). Nachhaltige Geldanlagen. Frankfurt School Verlag.

Norges Bank, Investment Management (2016). Return and Risk - Government Pension Fund Global. Aufrufbar unter: https://www.nbim.no/contentassets/34b2d497426841208dbaadcc50c0d6f0/government-pension-fund-global---return-and-risk-2016.pdf

Krauss, A., Krüger, P., und Meyer J., (2016). Sustainable Finance in Switzerland: Where Do We Stand? Swiss Finance Institute – White Paper.

Renneboog, L., Jenke T.H., und Zhang, C., (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. Journal of Banking & Finance, 32, 1723 – 1742.

PRI Montreal Carbon Pledge (2015). Aufrufbar unter: http://montrealpledge.org/.

SSF: Swiss Sustainable Finance (2016). Handbuch nachhaltige Anlagen - Hintergrundinformationen und Praxisbeispiele für institutionelle Investoren in der Schweiz. Aufrufbar unter: http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_Handbuch_Nachhaltige_Anlagen_2016_11_28_einseitig_Web.pdf.

Staub-Bisang, M., (2011). Nachhaltige Anlagen für institutionelle Investoren, NZZ Verlag.

WWF Schweiz / Share Action (2016). Schweizer Pensionskassen und verantwortungsvolles Investieren Bericht 2015/16, abrufbar unter:
https://assets.wwf.ch/downloads/wwf_shareaction_german_report.pdf

Autoren

Lukas Riesen, CFA

Partner

Ressortleiter Asset-Liability-Management
und Actuarial Consulting

Dr. Diego Liechti

Senior Investment Consultant

Leiter Research

Dr. Luzius Neubert, CFA

Senior Investment Consultant

Themenspezialist Nachhaltigkeit

Silvia Rudigier

Investment Consultant

Themenspezialistin Nachhaltigkeit

Romano Gruber

Investment Consultant

Anlagekategorienspezialist Aktien und Gemischte Mandate

PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

Die PPCmetrics AG (*www.ppcmetrics.ch*) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 200 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Videos

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Tagungen

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

Webseite