

# Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung

Prof. Dr. Dirk Söhnholz  
Ralf Frank

September 2018

Deutsche Vereinigung für  
Finanzanalyse und Asset Management  
Der Berufsverband der Investment Professionals





## Verantwortungsvolle Geldanlagen: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung

### Teil 1: Begriffserklärung

#### **Verantwortungsvolle Investments**

„Verantwortungsvolle Investments“ („Responsible Investments“ in Englisch) ist der von uns genutzte Oberbegriff. Verantwortungsvolle Investments umfassen alle drei Dimensionen Ökologie, Soziales und Unternehmensführung/Governance.

#### **Nachhaltige Investments**

Es gibt verschiedene Ausprägungen verantwortungsvoller Investments. „Nachhaltige“ („Sustainable“ in Englisch) Investments umfassen die Kategorien Umwelt und Soziales. Sie berücksichtigen jedoch üblicherweise keine Unternehmensführungskriterien.

#### **Socially Responsible Investments (SRI)**

Der Begriff „Socially Responsible Investments“ (SRI) sollte – anders als bisher – künftig für die soziale Dimension genutzt werden.

#### **ESG-Portfolios**

ESG-Portfolios nehmen nur Wertpapiere auf, die nach spezifischen E-, S- und G-Ratings nicht zu den schlechtesten gehören.

#### **Ausschlussportfolios**

Ausschlussportfolios schließen spezifische Investments explizit aus, wie z.B. Streubomben.

#### **Ethische und Themenportfolios**

Ethische Portfolios umfassen Bestandteile, die nach ethischen (oft religionsabhängigen) Kriterien selektiert werden.

#### **Themenportfolios**

Themenportfolios beinhalten Wertpapiere, die „verantwortungsvollen“ Themen wie „erneuerbare Energien“ zugeordnet werden können.

#### **Impactinvestments und philanthropische Aktivitäten**

Impactinvestments versuchen aktiv Änderungen zu bewirken. Sie beziehen sich oft nur auf eine der Kategorien E, S oder G. Philanthropische Aktivitäten haben typischerweise ausschließlich nicht-finanzielle Ziele und werden daher nicht als „Investments“ angesehen und hier nicht thematisiert. Impactinvestmentangebote haben oft geringe Renditeanforderungen als andere der hier genannten Investmentkategorien weil sie partiell philanthropische Ziele verfolgen.

#### **Begriffskombinationen**

Begriffe können kombiniert werden. Z.B. sind „Impact ESG“ Portfolios solche, die beiden Anforderungen genügen und „ESG Ausschlussportfolios“ nutzen „positiv“ ESG Selektionskriterien und „negativ“ zusätzlich Ausschlüsse.

## Teil 2: Operationalisierungen

### Ausschlüsse

Ausschlussportfolios (Exclusion-Portfolios): Es sollten alle Ausschlusssegmente präzise aufgeführt werden, auch die Anzahl der Ausschlusssegmente. Es sollte idealerweise genannt werden, wie viel Prozent von einem zulässigen Vergleichsindex (z.B. Weltaktien bei einem globalen Aktienportfolio) zum Prüfungszeitpunkt ausgeschlossen werden. Es gibt keine Mindestanforderungen an die Zahl der Ausschlüsse.

Ausschluss von Assets aus einem Portfolio bedeutet grundsätzlich, dass keine Mindestgrenzen zulässig sind („0% Regel“). Das heißt, dass es künftig nicht zulässig sein wird, mit dem Label „Ausschluss“ zu werben, wenn z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Bereichen erzielt werden dürfen. Neben Umsätzen können – falls besser passend bzw. verfügbar – auch Unternehmensergebnisse oder andere Maßgrößen herangezogen werden, die aber transparent gemacht werden müssen. Dabei müssen nur vom Emittenten „berichtete“ bzw. aus anderen Quellen mit vertretbarem Aufwand beschaffbare Informationen berücksichtigt werden.

Außerdem können Handels- und Dienstleister anders als Produktionsunternehmen behandelt werden. So haben breit aufgestellte Einzelhandelsunternehmen typischerweise alkoholische Produkte im Angebot. Sie sollen deshalb aber nicht unbedingt aus einem breit gestreuten Portfolio ausgeschlossen werden, selbst wenn dieses Alkoholproduzenten explizit ausschließt. Solange marktführende Datenanbieter die entsprechenden Daten (noch) nicht zu vertretbaren Kosten liefern können, sind weiterhin Mindestgrenzen zulässig. Dabei darf maximal 5% des Umsatzes bzw. der relevanten Maßgröße eines Emittenten im ausgeschlossenen Bereich erfolgen. Auf diese Ausnahmen von der 0%-Regel muss hingewiesen werden.

Ethische (christliche, islamische etc.) Portfolios fallen typischerweise unter Ausschlussansätze.

Es kann auch aufgeführt werden, wie viele Segmente ausgeschlossen werden. Anbei die Liste der typischen Ausschlüsse<sup>1</sup>:

- Waffen (Produktion und Handel)
- Menschenrechtsverletzungen
- Arbeitsrechtsverletzungen
- Glücksspiel
- Korruption und Bestechung
- Tabak
- Pornografie
- Alkohol
- Kernenergie
- Umweltzerstörung

Weitere anerkannte Ausschlusssegmente:

- Fossile Energien
- Todesstrafe
- Pharmazie
- Rindfleisch-/Kuhmilchproduktion

<sup>1</sup> Quelle: Top 10 Ausschlusskriterien in Deutschland laut Forum Nachhaltige Geldanlagen (2017 und 2018): Marktbericht 2017, S. 33 und 2018, S. 26

## Impact- und Themen-Portfolios

Impact-Portfolios: Es muss angegeben werden, welche und wieviele UN Global Compact Sustainable Development Goals (SDG) mit dem Portfolio realistisch angestrebt werden. Alle Wertpapiere in einem Impact-Portfolio müssen mindestens einem Ziel der SDG dienen.

Themenportfolios wie „Erneuerbare Energien“ bzw. „Green Bonds“ müssen 100% – mit Ausnahme von Cash – in Wertpapiere bzw. Projekte der jeweiligen Themen anlegen.

## ESG-Portfolios

Portfolios, die nicht mindestens die schlechtesten 10% nach E, S und G (separat) ausschließen (Best-in Universe Betrachtung bezogen auf alle Daten des jeweiligen Datenanbieters), dürfen nicht als ESG-Portfolios bezeichnet werden.

Begründung: ESG-Ratings können unterschiedlich ausgestaltet werden. ESG-Scoring erfolgt aber selten für ein komplettes Universum von Wertpapieren, sondern oft vorwiegend für tendenziell höher kapitalisierte Unternehmen. Höher kapitalisierte Unternehmen haben mehr Ressourcen aber auch mehr Anreize, sich nach ESG-Kriterien gut zu positionieren. Es ist zudem zu erwarten, dass die schlechtesten Wertpapiere nach ESG-Kriterien bei den unterschiedlichen Ratinganbietern sich weniger unterscheiden werden, als Wertpapiere, die von Ratingagenturen das Urteil „durchschnittlich“ erhalten. Beide Argumente sprechen dafür, nur zu verlangen, dass die schlechtesten Wertpapiere systematisch ausgeschlossen werden müssen.

In einem breit gestreuten Portfolio (z.B. Weltaktien), können ohne nennenswerte Diversifikationsverluste auch strengere Mindestanforderungen, z.B. Ausschluss der schlechtesten 25%, angestrebt werden. Bei kleineren Anlageuniversen, z.B. deutschen Mid-Cap Aktien, würde der Ausschluss der schlechtesten 25% des Ratinganbieters jedoch möglicherweise zu sehr kleinen zulässigen Anlageuniversen führen.

Es können zusätzlich die Mindestanforderungen an E, S und G angegeben werden, die für E, S und G jeweils unterschiedlich ausfallen können, z.B. mit „Top 90%“ (Minimum) bis z.B. „Top 50%“. Top 90% bedeutet dabei, dass nur die schlechtesten 10% nach E-, S- und G-Scores ausgeschlossen werden.

Wenn nur E- oder S- oder G-Scores verwendet werden, können die Portfolios entsprechend aufgesetzt werden, z.B. Top 25% E-Score heißt, dass nur die besten 25% nach E-Score ins Portfolio kommen, unabhängig von S- und G-Scores.

Grundsätzlich sollten zusätzlich auch die durchschnittlichen Scores der jeweils angebotenen Portfolios getrennt nach E-, S- und G-Score genannt werden.

## SRI-Portfolios

SRI (Socially Responsible Investments) sollte nur als Bezeichnung genutzt werden dürfen, wenn das Portfolio ganz überwiegend auf die „S“ Dimension von ESG-Ratings ausgerichtet ist und kein Titel im Portfolio enthalten ist, der von Ratingagenturen zu den schlechtesten 10% aller Titel beurteilt wird.

## Kontroversen

„Kontroversen“ können zusätzlich genutzt werden, sollten sich aber normalerweise auch in den E-, S- und G-Scores widerspiegeln. Die genutzte Informationsquelle für Kontroversen sollte genannt werden.

## „Best-in-Class/-Universe“ Portfolios

Bei Best-in-Universe Ansätzen kann angegeben werden, wo die Mindestgrenze liegt, z.B. E-, S- und G-Score Top 75%.

Analoge Voraussetzungen gelten auch für CO<sub>2</sub>-Scores, Tender-Anteile etc. für Portfolios, die auf solche Kriterien Bezug nehmen.

Best-in-Class Portfolios müssen ebenfalls die 10% schlechtesten Positionen des Gesamtuniversums nach E, S und G ausschließen, um als verantwortungsvoll bezeichnet werden zu dürfen. Sie können jedoch unterschiedliche Mindestscores (oberhalb der 10% schlechtesten Positionen) für unterschiedliche Anlagesegmente/Classes setzen.

## Momentum-, Progress-, Voting- bzw. Engagement-Portfolios

ESG-Momentum- bzw. ESG-Progress-Portfolios müssen ebenfalls mindestens die 10% schlechtesten nach E, S und G ausschließen, ebenso wie „ESG-Voting- bzw. aktive Anteilseigner-Ansätze“, die auf aktive Verbesserungen durch Stimmrechtsausübung setzen.

## Systematische ESG-Portfolios und Portfolios, die ESG-Kriterien etc. berücksichtigen

Portfolios die Positionen enthalten, die kein ESG-Rating haben oder die zu den schlechtesten 10% bei E, S oder G gehören, dürfen nicht als ESG-Portfolios bezeichnet werden. Diese Definition kann bedeuten, dass viele heute unter dem Stichwort „ESG-Integration“, „Best-in-Class“ oder „Momentum“ angebotenen Portfolios ohne Anpassungen an die o.g. Regeln nicht mehr als ESG-Portfolios bezeichnet werden dürfen.

Andererseits ist es weiterhin zulässig damit zu werben, dass ESG-Kriterien für die Wertpapierselektion und/oder -Gewichtung verwendet werden, selbst wenn nicht alle o.g. Regeln eingehalten werden und das Portfolio insgesamt nicht als ESG, SRI, nachhaltig etc. bezeichnet werden darf.

## Datenanbieter und Ratings

„Zulässige Datenanbieter“ müssen mindestens je 10 ESG-Kriterien pro Kategorie E, S und G und damit mindestens 30 insgesamt pro Wertpapier berücksichtigen und mindestens die Top 25% Wertpapiere nach Markkapitalisierung des jeweiligen Universums (z.B. Aktien Welt, Deutschland etc.).<sup>2</sup>

Interne Ratings die den gleichen Kriterien genügen sind zulässig, gerade auch weil nur so grundsätzlich alle Marktsegmente wie z.B. Small-Cap-Portfolios als ESG-Portfolios umsetzbar sind.

Alle Kriterien müssen mindesten ein Mal pro Jahr systematisch überprüft werden.

<sup>2</sup> Als Ausgangsbasis dafür empfehlen wir die Nutzung der KPIs for ESG 3.0 der DVFA/EFFAS (Key Performance Indicators for Environmental, Social & Governance Issues)

## Zusammenfassung an einem Beispiel

Portfolioangebote kann man anhand der o.g. Kriterien wie folgt klassifizieren (Beispiel Diversifikator Deutsche Aktien ESG-Portfolio):

- 1) Underlyings: Börsennotierte Aktien
- 2) Anlagefokus: z.B. Deutsche Mid und Large Caps
- 3) Ausschlusskategorien aus DVFA Liste: 10 (die Ausschlusskategorien und der Ausschlussanteil an einem Weltaktienindex können genannt werden)
- 4) ESG-Minimum: Ausschluss der schlechtesten 25% aller Titel nach E, S und G
- 5) Progressansatz: Nein
- 6) Datenanbieter
- 7) E-, S-, G-Ratings
- 8) Überprüfung/Aktualisierung der Ausschlüsse und ESG-Kriterien: Jährlich
- 9) Nicht-ESG-Kriterien: Größe und Liquidität von Positionen

## Teil 3: Ziele der Guidelines

Für institutionelle Kapitalanleger ist in mehreren Ländern inzwischen verantwortungsvoll Geld anzulegen zu einer treuhänderischen Pflicht geworden. Aber verantwortungsvolle Geldanlagemöglichkeiten werden inzwischen auch Privatanlegern angeboten bzw. von Privatanlegern aktiv nachgefragt.

### Keine einheitlichen Definitionen bzw. Klassifikationen

Einer der größten Kritikpunkte am Konzept verantwortungsvoller Geldanlagen ist die unübersichtliche Vielfalt an Anlagemöglichkeiten. Grund dafür sind unterschiedlichste Interpretationen, was „verantwortungsvolle“ Geldanlagen ausmacht und zahlreiche Produktstrukturierungsmöglichkeiten.

Inzwischen hat auch die Europäische Union das Thema aufgegriffen (siehe [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance\\_de](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_de)). Bis es zu rechtlichen und regulatorischen Festlegungen und Definitionen kommt, kann es aber noch dauern. Wir haben daher das folgende Konzept für unsere Mitglieder entwickelt.

### Ziele des DVFA Konzeptes

Mit diesem Konzept wird – unseres Wissens erstmals – versucht, möglichst alle Nachhaltigkeits- bzw. Konzepte verantwortungsvoller Geldanlage mit einem einheitlichen Schema zu klassifizieren und vergleichbar zu machen.

Zudem werden Mindeststandards gesetzt, so dass sich nicht jede Anlage, die z.B. nur eines oder wenige Nachhaltigkeitskriterien nutzt, als nachhaltig oder verantwortungsvoll bezeichnet werden darf. Damit soll sogenanntes „Greenwashing“ verhindert werden.

Im Vordergrund steht die Transparenz von Kapitalanlagen. Es wird keine Qualitätsbeurteilung von Kapitalanlagen vorgenommen, da die jeweilige Nachhaltigkeitsqualität aus der Perspektive oft sehr unterschiedlicher Anlegerbedürfnisse kaum sinnvoll standardisiert werden kann. Dieser Punkt ist entscheidend für die DVFA Position: ob eine Anlage nachhaltig ist, sollte nicht vom Asset her betrachtet werden, sondern von der Motivation des Anlegers<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Siehe These 4 des DVFA Kodex für Nachhaltigkeit im Anlageprozess, <http://www.dvfa.de/verband/themengremien/nachhaltigkeit-im-anlageprozess.html>

Dennoch soll das entwickelte Beurteilungsschema für nachhaltige Anlagen Interessenten ermöglichen, möglichst einfach und schnell für sie geeignete Kapitalanlagen zu finden und in Bezug auf den Nachhaltigkeitsansatz zu vergleichen. Interessenten können so auch gleichartige Nachhaltigkeitsportfolios in Bezug auf Renditen und Risiken miteinander vergleichen.

## **Anlegerperspektive entscheidend für die Qualitätsbeurteilung**

Selbst wenn wir einheitliche Bezeichnungen der verantwortungsvollen Geldanlagebegriffe und -Kategorien haben, werden sich Anleger weiterhin darin unterscheiden, was sie für wichtig halten. Wir wollen daher keine Kategorisierung von Geldanlagen in gute oder schlechte vornehmen (keine Qualitätsbeurteilung), das müssen Anleger selbst machen. Aber wir wollen Anlegern und Produktanbietern helfen, so für sie besonders gut geeigneten Anlagen bzw. Angeboten zu kommen.

Vor allem wollen wir die Transparenz erhöhen aber keine Detailvorgaben machen, wie einzelne verantwortungsvolle Geldanlagen beurteilt werden oder wie ihre Wirkungen gemessen werden müssen. Uns geht es in erster Linie darum, Anlegern die Konsequenzen ihres Handels transparenter zu machen und so zu einer Anlegerveränderungskultur zu nachhaltigeren Geldanlagen beizutragen. Nicht zuletzt wollen wir dazu beitragen, die Aus- und Weiterbildung in Bezug auf nachhaltige Geldanlagen voranzubringen.

## **Selbstverpflichtung von Anlegern**

Inzwischen gibt es auch mögliche Selbstverpflichtungen aus Anlegersicht, die oft Ausschlüsse enthalten oder spezifische Ziele. Zu den bekanntesten zählen die Principles for Responsible Investments (PRI) der Vereinten Nationen (UN) oder die UN Global Compact, die vor allem Menschen- und Arbeitsrechte, Umweltschutz sowie die Bekämpfung von Korruption und Bestechung beinhalten. Auch Kirchen und andere Vereinigungen bzw. Gruppen haben bereits Anlageregeln (Normen) für verantwortliche Anlagen dokumentiert.

Produkte bzw. Portfolios, die wir hier betrachten, können diese Selbstverpflichtungen nicht unbedingt alle erfüllen bzw. sogar zu ihrer Verbesserung beitragen und es macht daher wenig Sinn, die Produkte bzw. Portfolios selbst an diesen Verpflichtungen zu messen. Hinzu kommt, dass die Anforderungen dieser Selbstverpflichtungen manchmal ziemlich anspruchslos und/oder wenig konkret und damit schwer operationalisierbar sind.

## **Konkreter als andere Maßstäbe**

Die DVFA Guidelines sind am ehesten mit dem Transparenzcode der EUROSIF<sup>4</sup> vergleichbar. In diesem Code werden Fragen aus den folgenden Bereichen gestellt:

1. List of funds covered by the Code
2. General information about the fund management company
3. General information about the SRI fund(s) that come under the scope of the Code
4. Investment process
5. ESG controls
6. Impact measures and ESG reporting

Fonds gelten als transparent, wenn die Fragen vollständig beantwortet werden.

Während ein solches Vorgehen sehr hilfreich ist, kann man damit nur transparente und nicht transparente Fonds unterscheiden. Die DVFA Guidelines gehen wesentlich weiter, indem sie Begriffsklärungen bieten und Fonds/Portfolios nach mehreren klaren verantwortungsvollen Kriterien kategorisiert werden können, allerdings ohne Aussagen über die Qualität oder die Eignung für Investoren zu machen. Aus dem Verständnis der DVFA heraus können nur Investoren selbst die Qualität eines Fonds bzw. Portfolios in Bezug auf ihre individuellen Anforderungen beurteilen.

<sup>4</sup> <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf>



## Teil 4: Grundlagen verantwortungsvoller Geldanlagen

### Verantwortungsvolle Kapitalanlagen müssen keine Renditenachteile haben

Das sogenannte „magische Dreieck“ der Kapitalanlage besagt, dass Anleger jeweils für sich ein „Optimum“ aus Rendite, Sicherheit und Liquidität einer Kapitalanlage suchen sollen. Inzwischen wird auch vom magischen Viereck gesprochen, welches die zusätzliche Dimension verantwortungsvoller Kapitalanlage aufweist.

Das Konzept des magischen Vierecks hebt die Bedeutung verantwortungsvoller Geldanlagen hervor, impliziert aber, dass Anleger Abwägungen zwischen den Zielen machen müssen. Inzwischen wissen wir aber, dass z.B. Aktien mit hoher Volatilität nicht immer auch höhere Renditen bringen (t.w. als „Low-Vola Anomalie“ bezeichnet). Wir wissen auch, dass „verantwortungsvolle“ Geldanlagen nicht mit Renditeeinbußen verbunden sein müssen<sup>5</sup>. Die Metastudie von Friede, Busch und Bassen aus 2015 findet überwiegend keine negativen Zusammenhänge zwischen finanzieller und ESG Performance von Unternehmen, sondern zeigt recht häufig sogar positive Zusammenhänge auf.

### Am professionellen Kapitalmarkt geht es vor allem um Gewinn

Es gibt wohl keine Geldanlage, die immer und für jeden Anleger 100% verantwortungsvoll ist.

Typischerweise führt eine verantwortungsvolle Geldanlage zu einem Geldzufluss im Rahmen einer Neuemission/Kapitalerhöhung an einen Emittenten, der Profit erwirtschaften muss, oder an einen typischerweise profitorientierten Verkäufer einer Geldanlage. Letzteres kann zu einer höheren Bewertung des Wertpapiers führen, was dem Emittenten künftige Kredit- oder Eigenkapitalerhöhungen erleichtern sollte.

Alternativ können verantwortungsvolle Projekte direkt finanziert werden. Dabei kann man davon ausgehen, dass die Projektinitiatoren ein Gewinninteresse haben.

Wer sein Geld zu 100% „gut“ verwendet wissen möchte, sollte es guten gemeinnützigen Organisationen spenden.

### Die Bedeutung der zeitlichen Dimension

Manche Investments bringen kurzfristige Verbesserungen aber langfristige Nachteile oder Risiken. So kann eine Stromproduktion durch Kernenergie kurzfristig die CO<sub>2</sub>-Bilanz verbessern aber langfristige unkalkulierbare Unfallgefahren oder Entsorgungskosten mit sich bringen. Eine absolute Beurteilung von gut oder schlecht muss daher den gesamten Lebenszyklus von Investitionen und auch den Einfluss auf künftige Generationen berücksichtigen.

<sup>5</sup> Friede, Gunnar, Busch, Timo & Bassen, Alexander: „ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies“ aus Oktober 2015, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Volume 5, Issue 4, p. 210-233, 2015, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917

## **Impact-, Momentum-, Progress-, Voting- und Engagement-Portfolios werden kritisch beurteilt**

Manche Anleger möchten positive Veränderungen bewirken und trotzdem Geld damit verdienen. Entsprechende Investments werden oft unter dem Begriff Impact zusammengefasst. Viele dieser Anlagen sind illiquide. Andere Anleger setzen auf Veränderungen von Emittenten und legen ihr Geld lieber in Unternehmen an, die aus Sicht von konventionellen ESG-Investoren kontrovers sind, oder anstößige Geschäftspraktiken betreiben. Mithilfe von Stimmrechtsausübungen (Voting) oder anderen Formen aktiver Einflussnahmen (Engagement) sollen diese Unternehmen zu einem verantwortungsvollen Verhalten gebracht werden. Solche Ansätze bezeichnet man auch als ESG-Momentum oder ESG-Progress-Ansätze.

Der Nachteil dieser Ansätze ist es, dass Anleger bzw. Emittenten, die in einem großen Umfang nach Kriterien verantwortungsvollen Verhaltens „schlecht“ aufgestellt sind, am einfachsten die größten Verbesserungen aufweisen können, ohne dabei wirklich schon nachhaltig oder verantwortungsvoll zu sein.

Diese Ansätze sind zudem vor allem für größere Anleger geeignet, die entsprechenden Druck auf die Unternehmen ausüben können.

Die DVFA empfiehlt daher Investments in bereits verantwortungsvolle Wertpapiere. Emittenten anderer Wertpapiere werden damit angeregt, ebenfalls verantwortungsvoller zu werden, um künftig Finanzierungen zu besseren Konditionen zu bekommen. Auch bereits gute Emittenten können durch Voting und Engagement noch besser gemacht werden. Eine Verbesserung der Verantwortlichkeit von Anlegerportfolios ist daher kein adäquater allgemeiner Beurteilungsmaßstab.

Anleger, die aufgrund der Größe Ihrer Anlagevolumen oder anderer nicht oder nicht kurzfristig veränderbarer Restriktionen trotzdem in wenig verantwortungsvolle Unternehmen anlegen müssen, können diesen Maßstab jedoch für sich selbst nutzen.

## **KPIs und Messbarkeit: Notwendig aber nicht hinreichend**

Trotzdem ist es natürlich gut, verantwortungsvolle Anlagen zu messen und Vergleichbarkeiten herzustellen. KPIs (Key Performance Indikatoren) spielen daher eine wichtige Rolle. Solche Verbesserungen sollten sich möglichst objektiv in aggregierten Beurteilungen wie ESG-Ratings wiederfinden.

## **Auch verantwortungsvolle Portfolios können Illiquiditätsrisiken haben**

Bei verantwortungsvollen Geldanlagen sind die allgemeinen Regeln von Geldanlagen zu beachten: Eine Anlage in einen geschlossenen Fonds bringt Illiquiditätsrisiken mit sich mit typischerweise höheren Kosten als einer Anlage in einen offenen Fonds.

## Überblick über „nachhaltige“ Anlagemöglichkeiten:

Anlageklasse	Beispiele
Sparprodukte	Mikrofinanzsparkonto, Öko-Sparbrief
Aktien	Aktien von Unternehmen mit gutem Nachhaltigkeitsrating
Unternehmensanleihen	Anleihen von Unternehmen mit gutem Nachhaltigkeitsrating
Green / Social Bonds	Anleihen mit umwelt-/klimabezogenem, sozialem oder entwicklungspolitischem Fokus
Staatsanleihen	Anleihen von Staaten mit positivem Nachhaltigkeitsrating
Fonds	große Auswahl an Nachhaltigkeitsfonds
Immobilien	Einzelimmobilien und Immobilienfonds mit Nachhaltigkeitszertifikat(en)
Direktbeteiligungen	Erneuerbare Energien-Anlagen, Infrastruktur
Forst	FSC-zertifizierte Wälder
Rohstoffe	Kauf von Gold / Silber mit Transfair-Siegel

Quelle: Institut für nachhaltige Kapitalanlagen (2017) aus FNG 2017, S. 16

Auch an den meisten in der Tabelle aufgeführten Anlagen ist schon Kritik geübt worden, z.B.

- Mikrofinanzanlagen würden zu hohe Zinsen auf die Mikrokredite verlangen oder Kreditnehmer in Überschuldungen treiben
- Emittenten von Greenbonds kommen so an günstige Kredite, selbst wenn sie insgesamt nicht nachhaltig sind („Greenwashing“)
- Nachhaltige Immobilien werden zu teuer verkauft
- Erneuerbare Energien profitieren übermäßig von Subventionen (Stichwort Einspeisevergütung) und haben erhebliche Förderungsänderungsabhängigkeiten

*Die folgenden Überlegungen beziehen sich vor allem auf die Emittenten von börsennotierten Aktien und Anleihen, die bei den meisten Anlegern den größten Teil der Anlageportfolios ausmachen. Sie sollten künftig auch auf andere Anlage-segmente ausgeweitet werden.*

## **Ein kritischer Blick: ESG-Integration aber wenige Diversifikationsorgen**

Eine Anlage in ein einziges Projekt ist typischerweise riskanter als eine diversifizierte Ablage. Manchmal wird kritisiert, dass konsequente verantwortungsvolle Geldanlagen das Anlageuniversum zu sehr beschränken und keine ausreichende Diversifikation mehr erreicht werden kann.

Anleger müssen sich dabei mehrere Fragen stellen: Erstens: Was ist eine ausreichende Diversifikation? Manche wissenschaftliche Studien gehen davon aus, dass schon mit relativ wenigen Wertpapieren eine gute Diversifikation erreicht werden kann und zusätzliche Wertpapiere im Portfolio Diversifikationseffekte nur geringfügig verbessern.

Zweitens: An welcher Stelle der Selektionskriterien stehen „verantwortungsvolle“ Kriterien: Wenn das Anlageuniversum durch viele andere Selektionskriterien schon sehr klein ist, können zusätzliche verantwortungsvolle Kriterien (was normalerweise als ESG Integration bezeichnet wird) in der Tat zu einer relevanten Reduktion der Diversifikation führen.

Im Sinne von Evidenz-basierten Investments müsste aber gezeigt werden, dass verantwortungsvolle Kriterien geringere positive Auswirkungen auf die Portfolios haben als andere Selektionskriterien und daher in der Selektionshierarchie später angewendet werden sollten. Andernfalls beschränken andere (nicht verantwortungsvolle) Kriterien die Selektion stärker als Verantwortungskriterien.

Wenn man sich die Performance von Indizes ansieht, die (fast) nur verantwortungsvolle Kriterien zu Selektion nutzen (z.B. ESG- bzw. SRI-Indizes), kann man meist keine systematischen Performancenachteile gegenüber traditionellen Indizes feststellen. Da aktive Fonds traditionelle Indizes nur selten dauerhaft schlagen, werden sie auch verantwortungsvolle Indizes kaum systematisch outperformen. Da „verantwortungsvolle“ Indizes ähnlich performen wie traditionelle Indizes aber aktiven Fonds, die meist mehrere andere als verantwortungsvolle Selektionskriterien nutzen, das nicht gelingt, ist das eine Indikation, dass eher traditionelle als verantwortungsvolle Kriterien Anlageportfolios zu stark einschränken.

ESG-Integration ist daher kein Begriff, der von der DVFA propagiert wird. Wenn es einen adäquaten Begriff gäbe, müsste er eher „ESG-First“ lauten, d.h. zunächst müsste die Qualifikation von Wertpapieren nach verantwortungsvollen Kriterien erfolgen, bevor andere Finanzkennzahlen genutzt werden.

## **Tracking Error Restriktionen sollten kritisch überprüft werden**

Verantwortungsvolle Investmentportfolios können relativ stark von traditionellen Benchmarks abweichen. Anleger, die sich durch Tracking Error Vorgaben in ihrer Anlage beschränken, können daher oft nur in eingeschränktem Umfang verantwortungsvoll anlegen. Es gibt daher inzwischen vereinzelt bereits institutionelle Anleger, die verantwortungsvolle Indizes für ihre Asset Allocation verwenden und als Benchmarks nutzen.

Und es gibt zahlreiche Anleger, die Risikosteuerung bzw. -overlays für ihre Portfolios nutzen. Viele dieser Risikosteuerungen bzw. Risikooverlays verändern Allokationen ganz erheblich. Es ist anzunehmen, dass z.B. eine – risikogesteuerte – Reduktion der Aktienquote eine wesentlich stärkere Auswirkung auf das Anlegerportfolio hat als die Nutzung verantwortungsvoller statt traditioneller Aktienindizes bzw. Aktienportfolios oder als erhöhte Tracking Errors durch Nutzung verantwortungsvoller Portfolios.

## Das Ausschlussproblem: Transparenz, Materialität und Subjektivität

Ausschlüsse sind bei Anlegern beliebt, um „Nachhaltigkeit“ zu suggerieren.

In Deutschland werden vor allem die folgenden Ausschlusskriterien genutzt: Waffen (Produktion und Handel), Menschenrechtsverletzungen, Arbeitsrechtsverletzungen, Glücksspiel, Korruption und Bestechung, Tabak, Pornografie, Alkohol, Kernenergie, Umweltzerstörung<sup>6</sup>.

Es gibt jedoch mehrere Probleme mit Ausschlüssen.

1. **Transparenz:** Welches Unternehmen wird freiwillig angeben, dass es korrupt ist, besticht, Arbeitsrechte verletzt, also z.B. Kinderarbeit nutzt oder unterstützt, oder die Umwelt zerstört. Auch für spezialisierte ESG-Analysten ist es oft schwierig herauszufinden, ob und wie stark Unternehmen direkt oder z.B. über ihre Lieferketten oder Kunden oder Anteilseigner oder andere „Stakeholder“ in solche Aktivitäten involviert sind. Portfolioanbieter können also nur schwer mit der 100%igen Sicherheit in Bezug auf solche Ausschlüsse werben.

2. **Materialität:** Unternehmensberichte gehen oft nur auf wesentliche Aktivitäten ein. Vielfach werden Ausschlüsse daher relativiert und z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Aktivitäten zugelassen. Wenn Materialitätsschwellen genutzt werden statt kategorischer Ausschlüsse, sollte das transparent gemacht werden.

3. **Subjektivität:** Für viele Ausschlusskriterien kann man neben Befürwortern bzw. unterstützenden Argumenten jedoch auch Gegner bzw. widersprechende Argumente finden: Braucht man Atomenergie, weil sie klimafreundlich ist, oder schließt man sie aus? Sollen Waffenhersteller grundsätzlich ausgeschlossen werden oder braucht man Waffen zur Verteidigung oder für die innere Sicherheit? Sind genetisch veränderte Organismen grundsätzlich schlecht oder können sie zum Beispiel dabei helfen, Hunger zu reduzieren? Sollen Tierversuche verboten werden oder sind sie wichtig für den medizinischen Fortschritt? Sollen Lotterien und Glücksspiele legal sein, weil sie viele Steuereinnahmen bringen und wo sind die Grenzen zur harmlosen Unterhaltung? Sind Alkohol und Tabak (in geringen Umfang?) als Genussmittel (und attraktive Steuereinnahmequelle) zulässig oder sollen Anbieter (Lieferanten, Händler) als Investitionen gemieden werden (dann müsste man sehr viele Unternehmen ausschließen). Selbst übermäßiger Tabak- und Alkoholgenuss wird manchmal aberwitzig gerechtfertigt durch eine mögliche Reduktion der Kosten für die Altersversorgung. Sollen Pharmaunternehmen grundsätzlich als unzulässige Investments gelten, weil Arzneimittel häufig als Drogen missbraucht werden (siehe z.B. die zahlenreichen Opioid-Missbräuche in den USA)? Sollte man auf alle Investments verzichten, die Rindfleischproduktion oder Kuhmilchproduktion unterstützen, weil Rinder zu den größten CO<sub>2</sub>-Produzenten gehören? Soll Plastikproduktion geächtet werden, obwohl Plastik in vielen Lebensbereichen unverzichtbar ist? Und muss man fossile Energien ausschließen, weil sie dem Klima schaden oder braucht man fossile Energien, um Strompreise auch für niedrige Einkommenschichten und Industrieproduktion günstig zu halten? Sollte man Länder, die Todesstrafen verhängen, grundsätzlich vermeiden? Dann dürfte man keine US-Staatsanleihen mehr kaufen und - je nach Auslegung - auch keine anderen US-Wertpapiere. Sollte man Staatsverschuldungen fördern oder vielleicht sogar komplett auf den Kauf von Staatsanleihen verzichten?

Manche Anleger haben weitergehende Ausschlüsse, z.B. Autohersteller, Banken oder Internetunternehmen. Sollen diese ausgeschlossen werden oder tragen sie zur Freiheit von Menschen und effizienten Versorgungsmöglichkeiten bei?

Das muss jeder Anleger für sich entscheiden. Die DVFA will aber dabei helfen, Portfolios transparenter und vergleichbarer zu machen.

<sup>6</sup> Quelle: Top 10 Ausschlusskriterien in Deutschland laut Forum Nachhaltige Geldanlagen Marktbericht 2017, S. 33 und Marktbericht 2018, S. 26

## **Divestments sollten schnell erfolgen**

Anleger können durch Verkäufe von Wertpapieren (Divestments) das Nachhaltigkeitsprofil ihrer Portfolios verbessern. Grundsätzlich sollten Divestments unerwünschter Anlagen sofort erfolgen.

Anleger, die aufgrund der Größe ihrer Anlagevolumen oder anderer nicht oder nicht kurzfristig veränderbarer Restriktionen trotzdem in wenig verantwortungsvolle Unternehmen anlegen müssen, können Verbesserungen über die Zeit als Maßstab nutzen.

## **Best-in-Class Ansätze sollten auch Best-in-Universe Kriterien nutzen**

Bei einem sogenannten „Best-in-Class“ Ansatz können Anlagen ins Portfolio kommen, die zwar in ihrer „Klasse“ die besten sind, in Bezug auf das gesamte Anlageuniversum aber relativ schlecht sind.

Bei „Best-in-Universe“ Ansätzen hat man dieses Problem nicht. Dafür hat man andere mögliche „Probleme“. Wenn man Wertpapiere nach einem aggregierten Score, z.B. einem ESG (Environmental, Social, Governance) Score selektiert, können Wertpapiere ins Portfolio kommen, die bei einer der Dimensionen E, S oder G sehr schlecht sind, hingegen die schlechte Performance durch eine oder zwei der anderen Dimensionen kompensieren. Wenn Anlegern alle drei Dimensionen wichtig sind, ist daher darauf zu achten, dass alle drei Dimensionen mit einem relevanten Gewicht versehen werden und dass für jede der Dimensionen Mindestanforderungen gelten.

## **Klima- und andere Einzelkriterien sind zu wenig**

Verbesserungen des Klimaschutzes bzw. Reduktionen von CO<sub>2</sub> sind sehr wichtig. Aber auch Verbesserungen von anderen Arten von Luftverschmutzung z.B. Feinstaub, Schwefeloxide (SO<sub>x</sub>), Stickoxide (NO<sub>x</sub>), Verbesserungen der Versorgung mit gutem Wasser oder eine gute Qualität von Böden sind wichtig.

Spezialisierte Ratingagenturen erheben oft eine dreistellige Zahl von Kriterien, um die Umweltqualität eines Wertpapiers zu beurteilen. Anleger, die speziell auf einzelne Kriterien Wert legen, sollten das auch in Ihrer Kapitalanlage umsetzen. Ein Portfolio, das bei der CO<sub>2</sub>-Reduktion hilft, sollte das transparent machen. Ein solches Portfolio kann nach anderen verantwortungsvollen Kriterien aber relativ schlecht sein. Das sollte ebenfalls transparent gemacht werden. Ein Extrembeispiel könnte z.B. ein Portfolio aus Beteiligungen an Kernkraftwerks-Energieproduzenten sein.

Die Beurteilung eines solchen Portfolios sollte ebenfalls durch den Anleger erfolgen. Es ist denkbar, dass ein solches in einem Land mit starker Kernenergienutzung wie Frankreich besser beurteilt wird als in Deutschland.

## **DVFA Guidelines sind unabhängig von Daten- bzw. Ratinganbietern**

Die DVFA will keine Vorgaben in Bezug auf spezifische Datenlieferanten bzw. Ratinganbieter machen (zu Ratinganbietern siehe z.B. <http://nachhaltiges-investment.org/Ratings/Researchkonzepte.aspx>). Auch unternehmensinterne Ratings sollen genutzt werden können.

Aber es sollten Mindeststandards für akzeptable Ratings gelten: Professionelle Ratingagenturen nutzen heute teilweise eine dreistellige Anzahl von Unterkriterien für die jeweiligen Dimensionen E, S und G. Wir gehen davon aus, dass mindestens jeweils eine zweistellige Zahl von Kriterien für ein anerkanntes E-, S- und G-Rating genutzt werden sollte.

Außerdem sollten Daten- und Ratinganbieter darauf achten, dass ihre Daten und Ratings adäquat verwendet werden. So sollte als ESG-Portfolio nur ein Portfolio bezeichnet werden, was sowohl E- als auch S- als auch G-Kriterien nutzt. Falls die Nutzer der Daten oder Ratings irreführend mit diesen umgehen, sollten die Daten- und Ratinganbieter darauf hinweisen und notfalls die Informationslieferung einstellen.

Investoren sollten selbst entscheiden, welchen Daten- bzw. Ratinganbieter sie nutzen wollen.

## Quellen

DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management: DVFA Kodex für Nachhaltigkeit im Anlageprozess, März 2018

DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management/EFFAS The European Federation of Financial Analysts Societies: KPIs for ESG – A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation, Version 3.0, 2010

EUROSIF: Transparenzcode 4.0, Februar 2018

Forum Nachhaltige Geldanlagen: Marktbericht 2017, 1.6.2017

Forum Nachhaltige Geldanlagen: Marktbericht 2018, 5.6.2018

Forum Nachhaltige Geldanlagen: Nachhaltige Kapitalanlagen für institutionelle Investoren, September 2017

Friede, Gunnar, Busch, Timo, Bassen, Alexander: ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies, in: Journal of Sustainable Finance and Investment, S. 210-233, October 2015



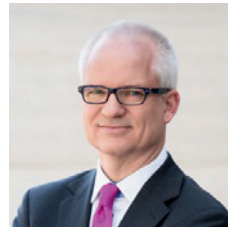


## Die Autoren

### **Prof. Dr. Dirk Söhnholz**

Universität Leipzig  
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

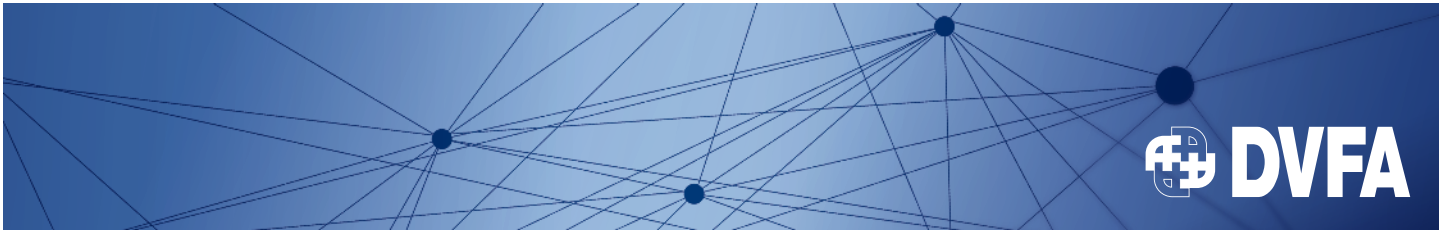
Diversifikator GmbH  
Geschäftsführer



### **Ralf Frank**

DVFA  
Generalsekretär und Geschäftsführer





## DVFA e.V. – Der Berufsverband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

## Kontakt DVFA Mitgliedschaft

Mirka Kučerová  
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 31 55  
mku@dvfa.org  
www.dvfa.de

## IMPRESSUM

Herausgeber: DVFA e.V.  
V.i.S.d.P.: Ralf Frank

Amtsgericht Frankfurt am Main  
VR 8158

© 2018 DVFA e.V.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

## KONTAKT

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 30  
[info@dvfa.org](mailto:info@dvfa.org)  
[www.dvfa.de](http://www.dvfa.de)