

Verantwortungsvolle Investments: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung

Januar 2021

Verantwortungsvolle Investments: Vorschlag einer praxistauglichen Klassifizierung¹

DVFA Kommission Sustainable Investing
Autor: Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Teil 1: Ziele der Klassifikation

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

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. Bis es zu umfassenden rechtlichen und regulatorischen Festlegungen und Definitionen kommt, kann es aber noch dauern. Wir haben deshalb in 2018 das hier aufgeführte Konzept entwickelt.

Dieses Konzept wird durch das DVFA PRISC Principles for Responsible Investing Concept Tool (vgl. <https://www.dvfa.de/der-berufsverband/prisc-webanwendung.html>) und das zugehörige Erläuterungsdokument (<https://www.dvfa.de/der-berufsverband/prisc-webanwendung.html>) ergänzt.

Teil 2: 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 typischerweise vor allem die Kategorien Umwelt und Soziales. Sie berücksichtigen jedoch oft keine Unternehmensführungskriterien. Wir verwenden „nachhaltig“ und „verantwortungsvoll“ allerdings gleichwertig.

Socially Responsible Investments (SRI)

Der Begriff „Socially Responsible Investments“ (SRI) sollte idealerweise – 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 Investment explizit aus, wie z.B. Streubomben.

¹ Stand: Januar 2021. Die erste Version erschien im September 2018.

Ethische und Themenportfolios

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

Themenportfolios

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

Impactinvestments und philanthropische Aktivitäten

Mit Impactinvestments versuchen Anleger idealerweise, aktiv Änderungen („Additionalität“) zu bewirken. Sie beziehen sich oft nur auf eine der Kategorien E, S oder G.

Bei liquiden Investments kann man typischerweise nur einen relativen Impact erreichen, indem man in „bessere“ Wertpapiere anlegt als üblich.

Die Impactmessung ist schwierig, aber bei manchen Marktsegmenten wie „erneuerbaren Energien“ kann positiver Impact angenommen werden.

Philanthropische Aktivitäten haben typischerweise ausschließlich nicht-finanzielle Ziele und werden deshalb 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 3: Empfohlene Operationalisierungen

Ausschlüsse

Ausschlussportfolios (Exclusion-Portfolios): Es sollten alle Ausschlusssegmente präzise aufgeführt werden, auch die Anzahl der Ausschlusssegmente. Es gibt keine Mindestanforderungen an die Zahl der Ausschlüsse.

Es sollte idealerweise berichtet werden, wie viel Prozent von einem geeigneten Vergleichsindex (z.B. Weltaktien bei einem globalen Aktienportfolio) zum Prüfungszeitpunkt ausgeschlossen werden

Ausschluss von Assets aus einem Portfolio bedeutet grundsätzlich, dass keine Mindestgrenzen zulässig sind („0% Regel“). Das heißt, dass es nicht zulässig sein sollte, mit dem Label „Ausschluss“ zu werben, wenn z.B. 5% vom Umsatz mit „ausgeschlossenen“ Bereichen erzielt werden dürfen².

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.

² Das kann bei einem Tabakausschluss bedeuten, dass auch keine Handelsunternehmen zulässig sind, die Tabak im Angebot haben. Ausschlüsse können z.B. nur auf Produktion genutzt werden und nicht Lieferanten bzw. Kunden. Achtung: Manche Datenanbieter prüfen/liefern keine (Komplett-)Ausschlüsse.

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 Datenanbieter die entsprechenden Daten (noch) nicht zu vertretbaren Kosten liefern, 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 Ausschlüsse³:

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

Weitere anerkannte Ausschlusssegmente:

- Fossile Energien
- Todesstrafe
- Pharmazie
- Rindfleisch/Kuhmilchproduktion

Impact- und Themen-Portfolios

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

Explizite Impactportfolios wie solche für „Erneuerbare Energien“ bzw. „Green Bonds“ sollten 100% – mit Ausnahme von Cash - in Wertpapiere bzw. Projekte der jeweiligen Themen anlegen.

³ Quelle: Top 10 Ausschlusskriterien in Deutschland laut Forum Nachhaltige Geldanlagen (2017 und 2018): Marktbericht 2017, S. 33 und 2018 S. 26

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), sollten nicht als ESG Portfolios bezeichnet werden, sonst könnten ökologisch, sozial oder governancemäßig sehr schlechte Unternehmen in Portfolios enthalten sein

Andernfalls sollte klar darauf hingewiesen werden, dass ein Best-in-Class statt eines Best-in-Universe Ansatzes verwendet wird. Mit einem Best-in-Class Ansatz können auch Großverschmutzer ins Portfolio kommen, wenn sie zu den besseren in ihrem Marktsegment („Class“) gehören.

Wenn aggregierte ESG-Ratings genutzt werden, sollte ebenfalls explizit darauf hingewiesen werden, weil ein aggregiertes Rating nicht sicherstellen kann, dass nach E, S oder G schlechte Unternehmen in ein Portfolio kommen können.

In einem breit gestreuten Portfolio (z.B. Weltaktien), können ohne nennenswerte Diversifikationsverluste typischerweise auch strengere Mindestanforderungen, z.B. Ausschluss der schlechtesten 25%, angestrebt werden. Bei kleineren Anlageuniversen, z.B. deutschen Small-Cap Aktien, würde der Ausschluss der schlechtesten 25% jedoch möglicherweise zu sehr kleinen zulässigen Anlageuniversen führen, weil für viele gering kapitalisierte Unternehmen oft keine ESG-Ratings verfügbar sind.

Grundsätzlich sollten idealerweise die Mindest- und die durchschnittlichen Scores der jeweils angebotenen Portfolios getrennt nach E, S und G-Score berichtet werden.

SRI-Portfolios

SRI (Socially Responsible Investment) sollte nur als Bezeichnung genutzt werden, wenn ein 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 Titeln gezählt wird.

Kontroversen und sonstige Aspekte

„Kontroversen“ sind Nachrichten über Unternehmen, die unbestätigt oder strittig sind. Sie können zusätzlich zur Verantwortlichkeitsbeurteilung eines Portfolios genutzt werden, sollten sich aber normalerweise auch in den E, S und G Scores widerspiegeln. Die genutzte Informationsquelle für Kontroversen (zumindest der Datenanbieter) sollte genannt werden.

Andererseits sollte es weiterhin zulässig sein 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 Portfolios insgesamt nicht als ESG, SRI, nachhaltig etc. bezeichnet werden darf.

Anforderungen an Datenanbieter und Ratings

„Zulässige Datenanbieter“ sollten 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.).⁴

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 mindestens einmal pro Jahr systematisch überprüft werden.

⁴ Als Ausgangsbasis dafür empfehlen wir die Nutzung der KPIs for ESG 3.0 der EFFAS (Key Performance Indicators for Environmental, Social & Governance Issues)

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 verantwortungsvolle Kapitalanlage aufweist.

Das Konzept des magischen Vierecks hebt die Bedeutung verantwortungsvolle 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“ Geldanlage nicht mit Renditeeinbußen verbunden sein müssen⁵. Die umfassende 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 Geldanlage im Rahmen einer Neuemission/Kapitalerhöhung zu einem Geldzufluss an einen Emittenten, der Profit erwirtschaften will. oder an einen typischerweise profitorientierten Verkäufer einer Geldanlage. Aber auch im Zweitmarkt kann es durch eine höhere Nachfrage nach verantwortungsvollen Geldanlagen zu einer höheren Bewertung von Wertpapieren führen, was dem Emittenten künftige Kredit- oder Eigenkapitalerhöhungen erleichtern sollte.

Anders ausgedrückt: Alle Geldanleger haben ein beschränktes Geldanlagevolumen. Kein Anleger muss in alle Wertpapiere investieren. Wenn Anleger sich künftig auf besonders verantwortungsvolle Geldanlagen konzentrieren, sollte das positive Auswirkungen für deren Wertpapieremittenten haben. Auch Investments im Zweitmarkt (z.B. an der Börse) können so eine Lenkungswirkung haben.

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

⁵ Friede, Busch, & 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

Die Bedeutung der zeitlichen Dimension

Manche Investments bringen kurzfristige Verbesserungen aber langfristige Nachteile oder Risiken. So kann eine Stromproduktion durch Kernenergie kurzfristig die CO2 Bilanz verbessern aber langfristige unkalkulierbare Unfallgefahren oder Entsorgungskosten mit sich bringen. Eine absolute Beurteilung von gut oder schlecht muss deshalb den gesamten Lebenszyklus von Investitionen und auch den Einfluss auf künftige Generationen berücksichtigen.

Momentum-, Progress-, Voting- und Engagement-Portfolios können kritisch beurteilt werden

Andere Anleger setzen auf Veränderungen von Emittenten und legen ihr Geld in Unternehmen an, die noch nicht besonders gut in Bezug auf ESG Kriterien sind. Davon erwarten sie sich die größten ESG-Verbesserungspotenziale. Solche Ansätze bezeichnet man auch als ESG-Progress-Ansätze.

Wenn man noch wenig verantwortungsvolle Unternehmen durch Investments belohnen und verantwortungsvollere Anbieter benachteiligen würde, wäre diese Strategie allerdings nicht streng nachhaltig. Finanziell kann eine solche Anlagestrategie aber attraktiv sein.

Die selektierten Unternehmen sollen mit Hilfe von Stimmrechtsausübungen (Voting) oder anderen Formen aktiver Einflussnahmen (Engagement) zu einem verantwortungsvolleren Verhalten gebracht werden. Ein solcher Ansatz ist vor allem für größere Anleger geeignet, die entsprechenden Druck auf die Unternehmen ausüben können.

Der DVFA empfiehlt Anlegern mit begrenzten Anlagevolumina aus Nachhaltigkeitsgründen Investment in bereits verantwortungsvolle Wertpapiere vorzunehmen. Emittenten anderer Wertpapiere sollten damit angeregt werden, 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.

Anleger, die aufgrund der Größe ihrer hohen Anlagevolumina oder anderer nicht oder nicht kurzfristig veränderbarer Restriktionen (wie Tracking Error Vorgaben) trotzdem in wenig verantwortungsvolle Unternehmen anlegen müssen, können mit einer aktiven ESG Progress Strategie aber grundsätzlich Positives bewirken.

KPIs und Messbarkeit: Notwendig aber nicht hinreichend

ESG-Ratings und Impactbeurteilungen werden oft auf Basis einer Vielzahl nichtfinanzieller Kriterien gebildet. Es ist nicht verwunderlich, dass die Ergebnisse solcher Ratings teilweise erheblich voneinander abweichen können. Trotz aller Messungsprobleme ist es trotzdem gut, verantwortungsvolle Anlagen zu messen und zu versuchen Vergleichbarkeiten herzustellen. KPIs (Key Performance Indikatoren) spielen deshalb eine wichtige Rolle.

Auch verantwortungsvolle Portfolios können Risiken haben

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

Bei verantwortungsvollen Geldanlagen sind die allgemeinen Regeln von Geldanlagen zu beachten. So bringt eine Projektfinanzierung oder eine Anlage in einen geschlossenen Fonds Konzentrations- und Illiquiditätsrisiken mit sich und typischerweise höhere Kosten als eine Anlage in einen offenen Fonds.

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

- 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)

Kritische Aspekte liquider verantwortungsvoller Anlagen

Manchmal wird kritisiert, dass konsequente verantwortungsvolle Geldanlagen das Anlageuniversum zu sehr beschränken und keine ausreichende Diversifikation mehr erreicht werden kann.

Aber was ist eine ausreichende Diversifikation? Manche wissenschaftlichen 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.

Und an welcher Stelle der Selektionskriterien sollten „verantwortungsvolle“ Kriterien stehen: 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 deshalb 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 analysiert, die (fast) nur verantwortungsvolle Kriterien zu Selektion nutzen (z.B. ESG- bzw. SRI Indizes), kann man typischerweise keine systematischen Performancenachteile gegenüber traditionellen Indizes feststellen. Da aktive Fonds traditionelle Indizes nur selten dauerhaft schlagen, werden sie auch verantwortungsvolle Indizes kaum systematisch outperformen. Dass „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 dafür, dass eher traditionelle als verantwortungsvolle Kriterien Anlageportfolios zu stark einschränken.

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 deshalb oft nur in eingeschränktem Umfang verantwortungsvoll anlegen. Es gibt deshalb 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 generieren.

In Deutschland werden vor allem die folgenden Ausschlusskriterien genutzt: Waffen (Produktion und Handel), Menschenrechtsverletzungen, Arbeitsrechtsverletzungen, Glücksspiel, Korruption und Bestechung, Tabak, Pornografie, Alkohol, Kernenergie, Umweltzerstörung⁶.

Es gibt jedoch mehrere Probleme mit Ausschlüssen.

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

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 deshalb 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 CO2 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 Einkommensschichten 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 verzichten⁷?

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.

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 können problematisch sein

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.

⁷ Quelle: <https://prof-soehholz.com/verantwortliche-esg-portfolios-brauchen-keine-outperformance-esg-etf-portfolio-mit-sehr-guter-performance/>

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 deshalb 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 CO₂ sind sehr wichtig. Aber auch Verbesserungen von anderen Arten von Luftverschmutzung z.B. Feinstaub, Schwefeloxide (SO_x), Stickoxide (NO_x), Verbesserungen der Versorgung mit gutem Wasser oder eine gute Qualität von Böden sind wichtig.

Spezialisierte Ratingagenturen erheben oft viele 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 CO₂ 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. Außerdem sollte transparent gemacht werden, wie z.B. CO₂ Ausstoß gemessen wird.

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 Klassifikation sind unabhängig von Daten- bzw. Ratinganbietern

Der DVFA will keine Vorgaben in Bezug auf spezifische Datenlieferanten bzw. Ratinganbieter machen. Auch unternehmensinterne Ratings sollen genutzt werden können.

Aber es sollten Mindeststandards für akzeptable Ratings gelten: Professionelle Ratingagenturen nutzen heute teilweise eine Vielzahl 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

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

EFFAS The European Association for Financial Analyst Societies/DVFA: 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, 1.6.2018

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

Der Autor

Prof. Dr. Dirk Söhnholz

Universität Leipzig
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Diversifikator GmbH
Geschäftsführer

Die Mitglieder der DVFA Kommission Sustainable Investing

Dr. Gunnar Friede, CIIA, CEFA, Leiter | DWS Investment GmbH

Dr. Henrik Pontzen, Leiter | Union Investment Institutional GmbH

Dr. Julia Backmann | Allianz Global Investors GmbH

Carlo Funk | State Street Global Advisors

Sonja Kimmeskamp | HSBC Global Asset Management

Christoph Klein, CEFA, CFA, CSIP | ESG Portfolio Management GmbH

Imke Mahlmann | imug Beratungsgesellschaft für sozial-ökologische Innovationen m.b.H.

Marianne Ullrich | Deka Investment GmbH

Dr. Rupini Deepa Rajagopalan | Berenberg Bank

Michael Schmidt, CFA | Lloyd Fonds AG

Prof. Dr. Dirk Söhnholz | Diversifikator GmbH

Berenike Wiener | Evangelische Bank eG

DVFA e.V. – Der Verband der Investment Professionals

Die Landesorganisation der Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit mehr als 1.400 persönlichen Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeitet Standards und fördert den Nachwuchs im Finanzbereich. Über verschiedene Gremien vertritt der Berufsverband die Interessen seiner Mitglieder, beteiligt sich an Regulierungsprozessen und bringt sich in politische Diskussionen ein.

Über EFFAS, den Dachverband der European Analysts Societies, bietet DVFA Zugang zu einem europaweiten Netzwerk mit mehr als 17.000 Investment Professionals in 26 Nationen. Über ACIIA, die Association of Certified International Investment Analysts, ist DVFA Teil eines weltweiten Netzwerks von mehr als 100.000 Investment Professionals.

DVFA ist Mitglied im ICGN - International Corporate Governance Network, einem weltweiten Netzwerk von Asset Managern.

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.: Mirka Kučerová

Amtsgericht Frankfurt am Main
VR 8158

© 2021 DVFA e.V.

Der DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen.

Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden.

Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein.

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