

# Kundenerwartungen und finanzielle Performance des nachhaltigen Investment

Eine Publikation des



Im Rahmen des Projektes



Gefördert vom



# Inhalt

<b>Vorbemerkung .....</b>	<b>4</b>
<b>1 Grundlagen.....</b>	<b>6</b>
1.1 Nachhaltiges Investment und qualitatives Wachstum .....	6
1.2 Relevanz und Motivationen des nachhaltiges Investment.....	10
1.2.1 Volkswirtschaftliche Relevanz und Wirkung.....	10
1.2.2 Spannungsfeld moralischer und privatwirtschaftlicher Motivationen .....	13
1.3 Konzepte, Ratings und Informationsstandards.....	17
1.3.1 Investment-Konzepte .....	17
1.3.2 Kriterien der Bewertung.....	20
1.3.3 Informationsstandards und Leitlinien .....	21
1.4 Entwicklung des Informationsmarkts .....	24
1.4.1 Herausforderungen: Informationsqualität und Bewertung .....	25
1.4.2 Zur Frage der Vertrauensbildung .....	28
1.4.3 Zur Rolle des Staates.....	32
1.5 Schlussfolgerungen .....	35
<b>2 Kundenerwartungen.....</b>	<b>37</b>
2.1 Vorbemerkung und Studiendesign .....	37
2.2 Fondsanleger und das Thema Klimawandel .....	37
2.2.1 Die Relevanz von Klimaschutz und Geldanlage .....	38
2.2.2 Das Spannungsfeld zwischen finanziellen und moralischen Kriterien.....	39
2.3 Die Rolle von Information und Beratung.....	40
2.4 Schlussfolgerungen: Informations- und Beratungsbedarf für Fondsanleger .....	42
<b>3 Die Performance von nachhaltigen und konventionellen Kapitalanlagen im Vergleich: Ein Überblick zur Literatur (Michael Schröder) .....</b>	<b>43</b>
3.1 Einleitung .....	43
3.2 Performance von SRI-Fonds und SRI-Indizes.....	45
3.3 Performance von Long-Short-Portfolios .....	49
3.4 Performance von „Sin“-Stocks .....	52
3.5 SRI-Ratings, Kreditkosten und Ausfallrisiko .....	56
3.6 „Grüne“ Immobilienanlagen .....	59
3.7 Ausblick.....	61

<b>4</b>	<b>Nachhaltiges Investment: Quantitative Entwicklung.....</b>	<b>63</b>
4.1	Nachhaltige Publikumsfonds in Deutschland, Österreich und der Schweiz .....	63
4.1.1	Aktienfonds.....	64
4.1.2	Renten- und Mischfonds .....	64
4.2	Nachhaltige Publikumsfonds im europäischen Markt.....	65
<b>5</b>	<b>Anhang: Übersicht zu den wissenschaftlichen Studien.....</b>	<b>70</b>
<b>6</b>	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>77</b>
	<b>Impressum .....</b>	<b>82</b>

## Vorbemerkung

Die Klimaschutzpolitik und die Klimaschutzstrategien der Unternehmen sind spätestens seit Mitte des letzten Jahrzehnts auch relevante Themen des Kapitalmarkts. Diese Aufmerksamkeit des Kapitalmarktes ist von zentraler Bedeutung für die Entwicklung einer „Green Economy“. Die Berücksichtigung von Klimaschutz sowie weiteren Aspekten einer nachhaltigen Entwicklung bei Investitionsentscheidungen stellt die Investoren und Asset Manager allerdings vor erhebliche Herausforderungen.

Im Rahmen des vom Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) geförderten Projekts „Climate Change, Financial Markets and Innovation“ (CFI) hat das SBI daher eine Reihe von Studien und Dialogprozessen durchgeführt und Informationsformate und –services (weiter-)entwickelt, die diese Herausforderungen adressieren.

Zur Analyse von Kundenerwartungen wurden exemplarisch ca. 500 Fondsanleger in Deutschland in Zusammenarbeit mit der GfK befragt (Kap. 2). Michael Schröder, Leiter des Forschungsbereichs "Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement" im Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), hat im Rahmen einer Metastudie einen Literaturüberblick zur Frage der finanziellen Performance von nachhaltigen im Vergleich zu konventionellen Kapitalanlagen durchgeführt (Kap. 3).

Korrespondierend zu der Befragung der Fondsanleger wurden im Rahmen des CFI-Projekts in Zusammenarbeit mit dem Deutschen Aktieninstitut (DAI) auch die börsennotierten Unternehmen in Deutschland (a) nach ihrer Einschätzung des Zusammenhangs zwischen Shareholder Value einerseits und Nachhaltigkeit andererseits sowie (b) nach ihrer Einschätzung der Transparenz des Marktes für nachhaltiges Investment befragt. Die Studie hilft nicht zuletzt, die potentiellen Wirkungen des nachhaltigen Investment zu verstehen (von Flotow & Kachel, 2011).

Die Relevanz der öffentlichen Transparenz, wie sie sich u. a. in den Kundenerwartungen und der Befragung der börsennotierten Unternehmen spiegelt, prägt auch die Diskussion über Möglichkeiten und Grenzen der Weiterentwicklung des nachhaltigen Investment insgesamt (Kap. 1). Parallel zu den Studien hat das SBI im Rahmen des CFI-Projekts daher auch die Entwicklung und Umsetzung von neuen Informationsformaten unterstützt, die der Steigerung der Transparenz mit Bezug auf Nachhaltigkeitskriterien für Fonds bzw. Unternehmen dienen. Im Dialog mit Mitgliedern

des „Finanz-Forum: Klimawandel“, dem Forum Nachhaltige Geldanlage (FNG) und weiteren Stakeholdern wurde ein erweitertes Informationsformat für Publikumsfonds entwickelt. Zudem hat das SBI für den „Deutschen Nachhaltigkeitskodex“ des Rats für Nachhaltige Entwicklung (RNE) ein webbasiertes Reporting-Tool entwickelt. Beide Informationsformate wurden 2012 in die Plattform [www.nachhaltiges-investment.org](http://www.nachhaltiges-investment.org) integriert. Zudem konnten im Rahmen der Projektlaufzeit 25 neue Indizes mit einer Reihe von Einzelindizes aufgenommen und die Anzahl der porträtierten Fonds für den deutschsprachigen Markt deutlich erhöht werden.

Die Relevanz des nachhaltigen Investment für die Unternehmen und die Wirtschaft insgesamt hängt nicht zuletzt von der Entwicklung der Volumina ab. Kap. 4 dokumentiert einige der quantitativen Entwicklungen.

In den vergangenen Jahren haben etliche Partner zur Weiterentwicklung der Plattform beigetragen. Ihnen allen gilt ein herzlicher Dank: Allianz, Asset4, Bank J. Safra Sarasin, BankInvest, BASF, Bayer, BHW Invest GmbH, BMW, Credit Suisse, DaimlerChrysler, Delta Lloyd Investment Managers GmbH, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, EPS Value Plus, EVN, FTSE, Hypo Vereinsbank, Inrate, KBC, Kepler Fonds, Kommunalkredit Austria, MEAG, New Value, RobecoSAM, RWE, Schering, Swisssanto, Swisscom, TUI, Verbund, Volkswagen, Wala Heilmittel, Zürcher Kantonalbank.

Der Dank gilt zudem den Mitarbeitern und studentischen Hilfskräften, die maßgeblich zu den hier vorgestellten Ergebnissen beigetragen haben: Daniel Drews, Anke Hummel, Jan D. Joel, Andreas Klocke, Cornelia Sander, Dennis Rodler und Annekristin Rock sowie Sven Beyersdorff, Yannick Bussweiler, Johannes Drews, Leo Hoyos, Robin Ott und Johannes Veit.

Dr. Paschen von Flotow

Sustainable Business Institute (SBI)

# 1 Grundlagen

## 1.1 Nachhaltiges Investment und qualitatives Wachstum

Wachstum der Bevölkerung und Steigerung des Lebensstandards ist unweigerlich mit einem zunehmenden Verbrauch der natürlichen Ressourcen und der weiteren (Über-)Beanspruchung der Natur (durch die Nutzung fossiler Energieträger etc.) verbunden. Dies stellt Wirtschaft und Gesellschaft in allen Regionen der Welt vor langfristige politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Herausforderungen. Zu diesen ökologisch bedingten Herausforderungen tritt eine weitere Herausforderung hinzu: die Verknüpfung der Globalisierung der Wirtschaft mit der Verbesserung globaler Gerechtigkeit, der Einhaltung der Menschenrechte und der Realisierung fairer Arbeitsbedingungen.

Es wird daher ein Wandel hin zu einer „Green Economy“ angestrebt, der zugleich „inklusiv“ ist, d.h. ein hohes Maß an Gerechtigkeit ermöglicht. Die damit erforderlichen Änderungen der Rahmenbedingungen einerseits sowie die veränderte Wahrnehmung der gesellschaftlichen und ökologischen Verantwortung der Unternehmen andererseits trifft alle Branchen – wenn auch in unterschiedlicher Weise.

Zunehmend rückt dabei auch die **Funktion des Kapitalmarkts** bzw. der privaten und institutionellen Investoren und Finanzdienstleister in den Vordergrund: Die Rendite- und Wachstumserwartungen der Investoren sind nur dann in den kommenden Jahren und auf Dauer erfüllbar, wenn sich auf der realwirtschaftlichen und technologischen Ebene und im Finanzsektor ein gut abgestimmter Wandel vollzieht: Der Wandel zur „Green Economy“ braucht einen korrespondierenden Wandel zu „Green Finance“ und „Fair Finance“. Die wechselseitige Orientierung und Verständigung zwischen Vertretern des Kapitalmarkts und der Realwirtschaft wie auch Politik und Gesellschaft kann helfen, den Konflikt zwischen Verknappung der Ressourcen, den Erfordernissen des Klimaschutzes sowie den Folgen des Klimawandels einerseits und den Rendite- und Wachstumserwartungen des Kapitalmarkts zu identifizieren und zu entschärfen.

Vor diesem Hintergrund hat sich **nachhaltiges Investment** als ein Trend etabliert: aufbauend auf zwei älteren separaten Ansätzen des ethisch- und des umweltorientierten Investment wurden in den neunziger Jahren integrierte Nachhaltigkeitskonzepte entwickelt. Unterstützt durch die Diskussion des

Klimawandels, der Verknappung der Ressourcen, der Energieeffizienz und der Investitionsmöglichkeiten in Erneuerbare Energien gewannen Mitte des letzten Jahrzehnts auf Umwelt- und Energiethemen spezialisierte Konzepte (wieder) an Bedeutung.

Die einzelnen Philosophien und Konzepte des nachhaltigen Investment unterscheiden sich zwar erheblich: Sie lassen sich von recht unterschiedlichen (privatwirtschaftlichen oder auch moralischen) Einschätzungen, Intentionen bzw. Motivationen leiten. Die Investment-Konzepte sind dabei so unterschiedlich, dass es fragwürdig erscheinen mag, ob überhaupt ein einheitlicher Dachbegriff für „Environmental, Social and Governance (ESG)“, „Nachhaltiges bzw. Sustainable Investment“, „Socially Responsible Investment (SRI)“, „Verantwortliches bzw. Responsible Investment“ oder „Ethisches bzw. Ethical Investment“ oder „Grünes bzw. Green Investment“ angemessen ist.

Alle Konzepte haben aber auch Gemeinsamkeiten: Sie basieren auf der gemeinsamen Vision einer nachhaltigen Entwicklung i. S. eines **qualitativen Wachstums** (Sustainable Growth oder Green Economy), also einer wirtschaftlichen Entwicklung, in der es gelingt, Gerechtigkeit, Wachstum und Respektierung ökologischer Grenzen des Wachstums in Einklang zu bringen. Die Suche nach einer Geld- und Wirtschaftsordnung, die prinzipiell ohne weiteres Wirtschaftswachstum funktioniert (Gleichgewichts-Ökonomie, Steady-State-Economy oder Post-Wachstums-Ökonomie), spielt im Rahmen der Diskussion des nachhaltigen Investment (in Aktien börsennotierter Unternehmen oder Anleihen) nur eine untergeordnete Rolle, da diese Investitionen auf Rendite und damit Wachstum zielen.

Das Verbindende ist daher, dass alle diese Konzepte der gemeinsamen Leitidee folgen, ökologische, soziale, gesellschaftliche, ethische oder subjektive moralische Aspekte unternehmerischen Verhaltens „mehr“ oder „besser“ zu berücksichtigen, als dies im konventionellen Asset Management üblich ist. Dabei geht es um die Frage, welche ökologisch oder sozial bedingten Veränderungen die Wirtschaft und damit den Erfolg der Unternehmen prägen werden bzw. welche Aspekte, Werte und Normen der Investor in besonderer Weise beachten will. Das nachhaltige Investment erweitert damit den Horizont des rein finanziellen, ökonomischen Kalküls bzw. der ökonomischen Rationalität in dreifacher Hinsicht:

- erstens im Hinblick auf die Berücksichtigung weiterer, nicht-finanzieller, **sozialer, ökologischer und weiterer Kriterien der Performance und der Wirkungen**,
- zweitens i. S. der Berücksichtigung des **langfristigen Zeithorizonts** der (nachhaltigen) Entwicklung des Unternehmens und der Wirtschaft insgesamt sowie
- drittens im Hinblick auf die Berücksichtigung der **moralischen Dimension** wirtschaftlichen Handelns und damit auch der Wirkung unternehmerischen Handelns auf die Menschen, die Gesellschaft und Politik sowie die Umwelt.

Für alle Investitionen bleibt trotz dieser Erweiterung der ökonomischen Rationalität das klassische „Zieldreiecks“ der Investitionsentscheidung gültig: Sicherheit (Risiko), Flexibilität (Liquidität) und Rendite. Das „Zieldreieck“ der Investitionsentscheidung macht deutlich, dass ein Ziel nicht unabhängig von den anderen maximiert werden kann. Insofern es sich um Investitionen in Aktien und festverzinsliche Wertpapiere handelt, erfolgt die Investition dabei eindeutig mit dem Ziel, eine risiko-adäquate Rendite zu erzielen. Ohne eine solche eindeutige Zielorientierung ist es privatwirtschaftlich nicht rational und volkswirtschaftlich nicht effizient, in entsprechende Wertpapiere bzw. Aktien-, Misch- oder Renten-Fonds zu investieren bzw. sie aufzulegen.<sup>1</sup> Die grundsätzliche Orientierung an marktadäquaten Renditen wird auch durch die Ergebnisse der Befragung der Fondsanleger bestätigt (Kap. 2).

Zusammenfassend: Die Suche nach Möglichkeiten, die Investoren an der Lösung der Probleme zu beteiligen, führt zu **Fragen**, die für die Investoren und Finanzdienstleister vergleichsweise neu sind:

- Welche Relevanz haben soziale, ökologische oder ethische Aspekte im Verhältnis zu den finanziellen Kriterien? Wie gehen Investoren und Asset Manager gegebenenfalls mit Zielkonflikten um?
- Wie informieren sich Investoren, Asset Manager und Analysten in Bezug auf Aspekte des nachhaltigen Wirtschaftens? Wie können die relevanten Informationen

---

<sup>1</sup> Damit unterscheiden sich die Investments in o. g. Wertpapiere deutlich von anderen, thematisch verwandten Investments wie etwa einem Teil der Social Impact Investments in Beteiligungen an sozial-ökologischen Unternehmen etc. Hier werden z. T. keine risiko-adäquaten Renditen erwartet. Die Investoren reduzieren ihre finanziellen Erwartungen bewusst, um bestimmte soziale und ökologische Ziele realisieren zu können, weil diese Ziele anders nicht erzielt werden können. Teilweise wird nur die Rückzahlung erwartet und ganz auf Rendite verzichtet (Venture Philanthropy). Im Rahmen des CFI-Projekts wurde dieses Themenfeld mit Blick auf Investitionen in Solar Home Systems behandelt.



generiert werden? Wie lassen sich soziale und ökologische Güter abwägen? Wie lässt sich Transparenz herstellen?

- Welche Mitverantwortung tragen Investoren und Asset Manager für die Wirkung ihrer Investitionen auf die Chancen der Realisierung einer nachhaltigen Wirtschaftsweise, einer Wirtschaft, die langfristiges Wachstum und damit Wahrung der natürlichen Grundlagen des Wirtschaftens und Gerechtigkeit bestmöglich in Einklang bringt? Wie nutzen sie ihren Einfluss als Eigentümer und als politische Akteure? Welche Änderungen der Rahmenbedingungen sehen sie als erforderlich an, um neue Strategien auf den Weg zu bringen?

## 1.2 Relevanz und Motivationen des nachhaltiges Investment

### 1.2.1 Volkswirtschaftliche Relevanz und Wirkung

Entscheidend für die öffentliche Relevanz des nachhaltigen Investment ist der potentielle Beitrag zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise i. S. eines qualitativen Wachstums. D.h. entscheidend ist aus volkswirtschaftlicher Sicht, ob das nachhaltige Investment den Wandel in Richtung auf ein qualitatives Wachstum beschleunigen kann. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist das Thema nachhaltiges Investment daher insbesondere aus zwei Gründen relevant: zum einen geht es um den Beitrag zur Finanzierung von innovativen Unternehmen, zum anderen geht es um den Beitrag zur Erwartungsbildung und Lenkung der Aufmerksamkeit.

Zum einen ist es volkswirtschaftlich entscheidend, dass Unternehmen über einen gut funktionierenden Kapitalmarkt effizient mit hinreichend Kapital versorgt werden. Dies gilt unter der Perspektive einer nachhaltigen Entwicklung besonders für die **Finanzierung** innovativer Unternehmen, die mit ihren Investitionen helfen, Klimaschutz, Ressourceneffizienz etc. zu ermöglichen. Solche Investitionen in Forschung und Entwicklung und die Kommerzialisierung der Innovationen sind immer riskant, und sie belasten kurzfristig den Unternehmensgewinn. Umso wichtiger ist es, dass es Investoren gibt, die eine solche innovative langfristige Orientierung verstehen und begleiten. Von besonderer Relevanz waren in den letzten Jahren unter dem Gesichtspunkt des Klimaschutzes die Investitionen in die jungen, schnell wachsenden Unternehmen im Bereich Erneuerbare Energien. Die Entwicklung dieses Markts bzw. der Unternehmen zeigt allerdings auch, wie riskant die Investments waren. (Vgl. Kap. 4)

Über diesen Beitrag zur Finanzierung der Unternehmen hinaus ist es von erheblicher Bedeutung für die Effizienz des Kapitalmarkts und damit die Entwicklung Volkswirtschaft, dass die **rationale Erwartungsbildung** auf dem Kapitalmarkt durch adäquate Informationssysteme unterstützt wird. Dazu dienen typischerweise u. a. Regeln für Transparenz in der Unternehmensberichterstattung. Aus der Perspektive der nachhaltigen Entwicklung wird deutlich, dass die heutigen Transparenzpflichten eher der kurzfristigen als der langfristigen Erwartungsbildung dienen. Daher sind ergänzende Transparenzpflichten, die den Schwerpunkt auf langfristig relevante

(ökologische, soziale und wirtschaftliche) Informationen zum unternehmerischen Verhalten richten, von erheblicher Bedeutung. Hier setzen die neuen unternehmensbezogenen Informationssysteme des nachhaltigen Investment an. **Transparenz** zwischen börsennotierten Unternehmen und ihren Investoren bzgl. solcher Aspekte und den damit verbundenen Chancen und Risiken entlang eines längeren Zeithorizonts wird so zu einem strategischen Thema des Kapitalmarkts und einer volkswirtschaftlich relevanten Herausforderung.

Neben der Beobachtung der sozialen und ökologischen Unternehmensperformance zielen die Investoren des nachhaltigen Investment darauf, in Abhängigkeit vom Anlagehorizont den Einfluss **unternehmensexterner Veränderungen** auf die Unternehmen besser abzuschätzen als konventionelle Ansätze. Je stärker diese Veränderungen der (gesellschaftlichen, politischen und weiteren) Rahmenbedingungen sich auf Kosten, Risiken und Ertragschancen der Unternehmen auswirken, desto plausibler wird es, dass Analysten diese Aspekte berücksichtigen. Insbesondere die Diskussion um Klimawandel und Klimaschutzpolitik (z. B. die Politik der Energiewende in Deutschland) hat seit 2007 die Diskussion in Bezug auf die Relevanz der externen Rahmenbedingungen zur Beurteilung der Chancen und Risiken befördert.

Der Mangel an Transparenz auf dem Aktienmarkt schränkt derzeit allerdings nach wie vor die Möglichkeiten rationaler Erwartungen bezüglich sozialer, ökologischer und ethischer Aspekte und ihrer Auswirkungen auf Rendite und Risiko ein. Auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Informationssysteme können volkswirtschaftlich relevante Wirkung erzielen, indem sie die **ökonomische Aufmerksamkeit** über den kurzfristigen Zeithorizont konventioneller ökonomischer Rationalität hinausweisen und Zielkonflikte zwischen kurzer und langer Frist, zwischen privatwirtschaftlicher und wohlfahrtsökonomischer Sicht offenlegen. Solche Zielkonflikte können als Indikatoren für langfristige Veränderungen und Risiken dienen. Indem die Informationssysteme die Erwartungsbildung unterstützen und die ökonomische Aufmerksamkeit an den Grenzbereich zur **moralischen Aufmerksamkeit** lenken, können diese Informationssysteme zu einem veränderten Investitionsverhalten seitens der Investoren wie auch der Unternehmen beitragen und so volkswirtschaftlich relevante Wirkungen erzeugen. U. a. unterstützen sie so die Begründung eines international abgestimmten Vorgehens der Klimapolitik, das hilft, Wettbewerbsnachteile einzelner Standorte bzw. Länder zu vermeiden. Sie helfen zu verstehen, wie wichtig es auch aus Investorensicht ist, dass die Politik Änderungen der klimapolitischen

Rahmenbedingungen langfristig ankündigt. Investitionsrisiken können durch eine internationale und langfristige Klimapolitik reduziert werden. Geeignete Informationssysteme zu implementieren, die einen solchen Verständigungsprozess unterstützen, wird so zu einer entscheidenden volkswirtschaftlich relevanten Aufgabe.

Die Ergebnisse der mit dem Deutschen Aktieninstitut (DAI) durchgeführten Befragung börsennotierter Unternehmen in Deutschland können als ein Indiz dafür gelten, dass diese Steuerung der Aufmerksamkeit tendenziell gelingt (von Flotow & Kachel, 2011). Sie lassen vermuten, dass bereits in den vergangenen Jahren, die (zunehmenden) Abfragen von Analysten mit dazu beigetragen haben, die Praxis der nachhaltigen Unternehmensführung zu verbreitern und zu verbessern: Die Zahl nachhaltigkeitsbezogener Anfragen an börsennotierte Unternehmen ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Während 2003 nur knapp zwei Drittel der befragten Unternehmen überhaupt Anfragen von nachhaltigkeitsorientierten Rating-Agenturen oder Fondsgesellschaften erhielten, sind es inzwischen fast 90 Prozent. Die Aufmerksamkeit der **Investor Relation** Abteilungen und Vorstände börsennotierter Unternehmen für diese Informationsanfragen, die Bewertungen (Ratingergebnisse, Aufnahme in Indizes etc.) hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen (56 Prozent) gewinnen aus den Anfragen Hinweise für die Gestaltung zukünftiger Managementmaßnahmen im Bereich Nachhaltigkeit. Insofern lässt sich schlussfolgern, dass die zur Unterstützung des nachhaltigen Investment entwickelten Informationssysteme zum einen die rationale Erwartungsbildung unterstützen und darüber hinaus auch eine reale Wirkung auf das Unternehmensverhalten haben (können). Insofern dies der Fall ist, kann von einer volkswirtschaftlich relevanten Wirkung gesprochen werden. (oekom, 2013; Schneeweiß, 2014).

Die Relevanz des nachhaltigen Investment für die Unternehmensführung i.S. einer Orientierung auf Nachhaltigkeit und die Relevanz der Generierung von Informationen ist nicht zuletzt stark abhängig von den entsprechend investierten **Volumina** bzw. dem Anteil an Aktien, den entsprechende Investoren halten. (Kap. 4)

## 1.2.2 Spannungsfeld moralischer und privatwirtschaftlicher Motivationen

Die volkswirtschaftliche Relevanz des nachhaltigen Investment bietet zwar an sich noch keinen Anreiz für individuelles Handeln. Aber die volkswirtschaftliche Perspektive bietet einen Referenzrahmen zur Beurteilung der Entscheidungen der Investoren – seien sie moralisch oder privatwirtschaftlich finanziell motiviert.

So unterschiedlich die moralischen und die finanziellen Motivationen und Perspektiven sein mögen, so schwer ist es, mit Blick auf die konkrete Praxis zu unterscheiden, welche Motive ausschlaggebend sind. Diese Gleichzeitigkeit und Doppeldeutigkeit der Orientierungen ist ein wesentliches Charakteristikum des nachhaltigen Investment.

Die moralische oder ethische Begründung des bewussteren Einbezugs sozialer, ökologischer oder ethischer Aspekte in die Anlagepolitik geht von folgender Überlegung aus: Jedes Investment führt zum Miteigentum und damit auch zur **Mitverantwortung** für die jeweiligen ethischen, sozialen und ökologischen Praktiken der Unternehmen, in die investiert wird, sowie für die realwirtschaftlichen, sozialen und ökologischen Wirkungen dieser unternehmerischen Tätigkeit. Aus dieser Perspektive übernehmen Investoren Mitverantwortung für die Verwirklichung einer im globalen Maßstab ökologisch verträglichen und sozial gerechten Entwicklung i. S. eines qualitativen Wachstums. Und aus einer solchen Perspektive sind sie gefordert, nach neuen Synthesen zwischen einem gesellschaftlich und ökologisch sinnvollen Weg der weiteren Entwicklung einerseits und ihrem Interesse an Rendite und Wachstum andererseits zu suchen.

Eine sachgerechte Anforderung, die sich aus dieser Perspektive ergibt, besteht darin, dass die Investoren sich über diese Wirkungen informieren, d. h. zumindest einen Teil ihrer Aufmerksamkeit auf diese Sachverhalte richten und entsprechende Informationssysteme betreiben und Kompetenzen zur Beurteilung dieser Sachverhalte aufbauen. Im Rahmen einer solchen allgemeinen, moralisch begründeten **„Informations- und Kompetenzpflicht“** lassen sich verschiedene Zugänge eines entsprechenden Informations- und Investitionsverhaltens unterscheiden: Entweder der Investor hat spezifische (subjektive) moralische Präferenzen bzw. Einschätzungen im Hinblick auf ein sozial gerechtes und ökologisch verträgliches Wirtschaften oder der Investor empfindet und übernimmt eine Mitverantwortung für die Einhaltung allgemeingültiger Normen i. R. seiner Investments (Kap. 1.3.2).

Beide normativen Ausrichtungen der Anlagepolitik sind folgenden prinzipiellen Einwänden aus der **Perspektive der privatwirtschaftlichen Rationalität** des Asset Management ausgesetzt: ethische, soziale und ökologische Vorgaben bzw. Präferenzen können das rationale Entscheidungsverhalten verzerren oder irritieren, das Universum zu stark einschränken und damit die Rendite gefährden und damit letztlich zu Fehlallokationen führen. Diese Einwände sind in der Tat bedenkenswert, denn die privatwirtschaftliche Rationalität erfordert es, ausschließlich Informationen bzw. Kriterien zu berücksichtigen, die die finanzielle Zielsetzung des Investors unterstützen.

Hinzu kommt, dass auch die Unternehmen selbst auf Zielkonflikte zwischen moralischen und finanziellen Zielen hinweisen: So ergibt sich z. B. aus der Befragung der börsennotierten Unternehmen in Deutschland, dass diese **potentielle Zielkonflikte** zwischen Shareholder Value einerseits und Klimaschutz oder auch der Einhaltung der Menschenrechte andererseits sehen: 71 Prozent der Befragten sehen in einer weiteren Reduktion der Emission klimarelevanter Emissionen einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung ihres Unternehmens. Einen Beitrag zum Shareholder Value sehen darin allerdings nur 34 Prozent. Solche Zielkonflikte, die sich aus den klimapolitischen Zielen einerseits und den Renditezielen andererseits ergeben (können), sind heute allerdings typischerweise nicht aus konventionellen Lageberichten ablesbar. Es ist daher von Bedeutung, dass die institutionellen Vertreter der Shareholder Value Perspektive, also die Investoren, ihre Aufmerksamkeit auch auf Anforderungen wie den Klimaschutz und auf solche Zielkonflikte richten. Die Offenlegung solcher Zielkonflikte kann zugleich als Anreiz wirken, innovative Verbesserungen voranzutreiben, die diese Zielkonflikte lindern helfen.

Zugleich sprechen aber einige betriebswirtschaftlich plausible Überlegungen für die auch **finanziell positive Wirkung** der Orientierung des Managements auf Nachhaltigkeit:

- Ein Mangel an interner Transparenz bzw. internem Controlling bzw. die Nichtberücksichtigung oder -beobachtung bestimmter ethischer, sozialer und ökologischer Aspekte des Wirtschaftens führt zur Vernachlässigung des Managements von Risiken und Chancen;

- ein gutes Umwelt- und Energiemanagement kann dagegen helfen, Kosten zu senken und Risiken zu senken; ein gutes Personalmanagement kann helfen, talentierte Mitarbeiter/-Innen zu gewinnen und zu halten;
- die Berücksichtigung bestimmter ethischer Normen kann helfen, Reputations- und damit auch Absatzrisiken zu senken;
- mittels sozial und ökologisch sinnvoller Innovationen können traditionelle Geschäftsfelder erhalten oder neue Geschäftsfelder entwickelt werden.

Insofern besteht auf der praktischen Ebene kein notwendigerweise paradigmatischer Gegensatz zwischen der Orientierung an moralischen und finanziellen Zielen. Nachhaltigkeitsmanagement und nachhaltiges Investment zielen auf Veränderungsprozesse, die beide Zieldimensionen in Einklang bringen.

Damit verliert der Einwand, moralische Intentionen würden die rationale Erwartungsbildung stören, zwar nicht an Relevanz. Es zeigt sich aber, dass es auf der Umsetzungsebene zum einen auf das Ausmaß der Einschränkungen, die sich aus einer normativen Perspektive ergeben, ankommt. Zum anderen kann die moralische Intention offenbar dazu dienen, frühzeitiger als das konventionelle Asset Management und die konventionellen Analysten, Veränderungen der externen Rahmenbedingungen und neue strategische Erfolgspotentiale zu entdecken. Entscheidend ist damit die Fähigkeit des Asset Managers, Freiheitsgrade und Möglichkeiten zu entdecken und zu nutzen, zugleich die kurzfristigen und langfristigen finanziellen Ziele und die moralischen Ziele des Investors (bis zu einem gewissen Grade) zu erfüllen. In dieser **Informations- und Kompetenz-Lücke** des konventionellen Asset Management agieren Analysten, Asset Manager sowie Research- und Ratingagenturen und weitere Intermediäre, die sich auf Nachhaltigkeit spezialisiert haben. Die Herausforderung für die Nachhaltigkeits-Analysten und Asset Manager besteht daher darin, diese sozialen, ökologischen oder ethischen Aspekte (branchenspezifisch) so präzise zu bestimmen, dass die Einflüsse auf die finanzielle Performance messbar bzw. beobachtbar werden.

Die **Performance der Nachhaltigkeits-Fonds** ist eher ein Beleg für die Relevanz der Kompetenz und Qualität des Asset Managers als ein Beleg für die prinzipiell negative Performance-Wirkung moralischer Restriktionen. Bisherige wissenschaftliche, quantitative Untersuchungen lassen zumindest die Tendenzaussage zu, dass die finanzielle Performance von Portfolios des nachhaltigen Investments mit der Performance konventioneller Portfolios vergleichbar ist.

Damit kommt den neuen Ansätzen des nachhaltigen Investment und den neuen Informationssystemen eine innovative Funktion zu: sie verändern die Aufmerksamkeit und ermöglichen potentiell neue Synthesen von moralischen und privatwirtschaftlich, finanziellen Intentionen. Sie haben damit zudem eine politische und volkswirtschaftliche Relevanz: Sie können den politischen Dialog (etwa mit Blick auf die Klimaschutz- und Energiepolitik) dahingehend unterstützen, langfristige Rahmenbedingungen zu entwickeln, die helfen, die Investitionsrisiken zu senken.



## 1.3 Konzepte, Ratings und Informationsstandards

Die konzeptionelle Entwicklung des nachhaltigen Investment basiert im Wesentlichen auf der Entwicklung von unterschiedlichen Strategien bzw. Konzepten, nach denen investiert wird (Kap. 1.3.1), auf Methoden (Ratings), nach denen Unternehmen und Anleihen bewertet werden (Kap. 1.3.2), sowie einer Reihe von Informationsstandards (Kap. 1.3.3). Diese konzeptionelle Entwicklung korrespondiert mit der Entwicklung des entsprechenden Informationsmarkts (Kap. 1.4).

### 1.3.1 Investment-Konzepte

Von zentraler Bedeutung ist, die Investment-Konzepte im Hinblick auf die Breite des Portfolios zu differenzieren. Es sind die branchenübergreifend investierenden Nachhaltigkeits-Konzepte, -Indizes und Fonds von denjenigen zu unterscheiden, die sich nur auf wenige Branchen konzentrieren (Themen-, Technologie- und Branchenkonzepte).

Davon sind Konzepte zu unterscheiden, die entsprechenden Informationssysteme des nachhaltigen Investment nutzen, aber daraus keine prinzipiellen Änderungen der Investmentpolitik ableiten (Integration) und diejenigen, die (unabhängig von der Portfoliostruktur) ihre Aktionärsrechte aktiv i. S. der Nachhaltigkeit nutzen (Engagement).

### **Branchenübergreifende Nachhaltigkeitskonzepte**

Innerhalb der Gruppe der breit aufgestellten Nachhaltigkeitsfonds variieren die Konzepte insbesondere im Hinblick auf die branchenorientierte Allokation des Portfolios und die einzelnen Kriterien zwischen sog. „Best-in-class-Konzepte“ und „best-of-best-classes“ Konzepten.

Die sog. „**Best-in-class-Konzepte**“ investieren in alle (konventionellen) Branchen und berücksichtigen dabei ökologische und soziale (branchenspezifische) Kriterien sowie z. T. auch mehr oder weniger ausgeprägt auch Ausschlusskriterien für bestimmte Geschäftspraktiken (soziale / ökologische Normen) oder Technologien/Geschäftsfelder (Rüstung etc.). Bezogen auf die Philosophie des qualitativen Wachstums bzw. einer

Green Economy gehen diese Konzepte davon aus, dass alle Branchen betroffen sind, wenn auch in unterschiedlicher Art und Weise. Die Grundannahme ist allerdings, dass es für den Investor nicht sinnvoll ist, im Hinblick auf die Gewichtung der Branchen von konventionellen branchenübergreifenden Portfolios abzuweichen. Vielfach orientieren sich diese Konzepte an konventionellen Benchmarks bzw. Indizes mit einer breiten Branchenallokation. Dementsprechend sind sie besonders geeignet für solche Investoren, die aus institutionellen Gründen, Restriktionen bzgl. der Branchengewichtung unterworfen sind.

Einige Konzepte basieren auf der Annahme, dass die einzelnen Branchen von der Veränderung der Rahmenbedingungen, der industriellen Transformation bzw. dem Strukturwandel sehr unterschiedlich betroffen sind oder sein werden. Die entsprechenden Szenarien und Trendanalysen gehen davon aus, dass die Verknappung ökologischer Ressourcen, der fortschreitende Klimawandel etc. die (nationale und internationale) Politik zu erheblichen Eingriffen in die Entwicklung von Märkten und Technologien zwingen wird. Dementsprechend gehen sie von einem branchenspezifischen Chancen-/Risikoverhältnis aus und investieren nach dem „**best-of-best-classes**“ Konzept. D.h. sie investieren nach dem „best-in-class“ Prinzip in unterschiedliche Branchen, allerdings reduzieren sie die Gewichtung einiger Branchen, die aus ihrer Sicht besonders hohen Kosten der Transformation und entsprechend hohen Risiken ausgesetzt sind (z. B. fossile Energiewirtschaft), ohne entsprechende neue Ertragspotentiale vorweisen zu können.

Die Umsetzung dieser Konzepte wird nicht zuletzt durch eine Fülle von Indizes unterstützt, die in den vergangenen Jahren aufgelegt wurden. Diese Indizes unterscheiden sich erheblich in Bezug auf die Regionen und die spezifischen Kriterien (vgl. [www.nachhaltiges-investment.org](http://www.nachhaltiges-investment.org)).

### **Themen-, Technologie- und Branchenkonzepte**

Neben diesen Investmentkonzepten, die sich auf alle oder mehrere Branchen beziehen, spielen seit den achtziger Jahren und in den letzten Jahren wieder vermehrt auch die spezifischen themenorientierten Konzepte eine wichtige Rolle. Sie konzentrieren sich auf Basis bestimmter Annahmen bezüglich zukünftiger Trends sehr selektiv auf bestimmte Segmente. Dazu gehören u.a. (erneuerbare) Energie,

Umwelttechnik und weitere umweltorientierte Produkte oder z. B. auch das Thema Wasser.

Die Entwicklung der Anzahl der Fonds und der Volumina zeigt, dass insbesondere im Segment der Fonds, die in Erneuerbare Energien investieren, die höchste Dynamik lag – im positiven wie auch im negativen Sinne. In der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts hat der Kapitalmarkt zur Finanzierung des Wachstums und damit der Diffusion von Erneuerbaren Energien weltweit beigetragen. Die hohen Rendite- und Wachstumserwartungen konnten seit 2008 allerdings nicht mehr erfüllt werden.

In der Folge kam es zu einer Reihe von Insolvenzen bzw. erheblichen Wertverlusten der entsprechenden Unternehmen. Wer hier aus moralischen Motivationen – wegen des positiven Beitrags zum Klimaschutz – ohne Kenntnis der finanziellen Risiken investiert hat, wurde dementsprechend enttäuscht.

Auch für diese themenorientierten Konzepte wurden z. T. sehr spezifische Indizes entwickelt. (vgl. [www.nachhaltiges-investment.org](http://www.nachhaltiges-investment.org)).

### **Aktive Wahrnehmung von Aktionärsrechten und Integration**

Hinzu kommen Konzepte, die zusätzlich oder ausschließlich bestimmte Themen oder Standards i.S. einer aktiven Aktionärspolitik vorantreiben, ohne dass davon notwendigerweise die Asset-Allokation tangiert wird. Diese Konzepte können auch von solchen Investoren bzw. ihren beauftragten Asset Managern entwickelt und umgesetzt werden, die im Prinzip in alle Assets investieren, und auch keine Unternehmen prinzipiell ausschließen wollen.

Auch in dieser Hinsicht können verschiedene Motive unterschieden werden. Zu unterscheiden sind solche Investoren bzw. Asset Manager, die die aktive Wahrnehmung ihrer Aktionärsrechte in den Dienst der Steigerung des Shareholder Values bzw. der Reduktion von Risiken stellen, von solchen, die in normativer Absicht bestimmte Themen (z.B. Energieeffizienz) oder die Einhaltung bestimmter sozialer und/oder ökologischer Normen vorantreiben.

Dieser Ansatz wird häufig von solchen Pensionsfonds bevorzugt, die bei ihrer Asset-Allokation einerseits strengen finanziellen Restriktionen unterliegen (Risikoklassen, regionale Allokation, Währungsallokation), die sie nicht ändern wollen (können oder dürfen), und die zugleich aber auf die Integration der nicht-finanziellen Aspekte

drängen (wollen). In Europa sind es vor allem die (britischen und skandinavischen) Pensionsfonds, die entsprechende Konzepte umsetzen (lassen). Publikumsfonds, die sich dieser Konzeption bedienen, gibt es bisher zumindest im deutschsprachigen Markt nur wenige.

### 1.3.2 Kriterien der Bewertung

Die nicht-finanziellen sozialen, ökologischen und ethischen Kriterien, die für die Bewertung der Unternehmen im Rahmen des nachhaltigen Investment entwickelt und genutzt werden, unterscheiden sich im Einzelnen zwar erheblich. Sie lassen sich aber u. a. nach dem Grad der (rechtlichen) Verbindlichkeit der Normen bzw. Wertvorstellungen unterscheiden: Zum einen wird ein Rating oder eine Selektion auf Basis von **allgemeingültigen (staatlichen oder internationalen) Normen** praktiziert: Dazu zählen Normen, die die Geschäftspraktiken der Unternehmen betreffen wie etwa die Verletzungen von Menschenrechten (ILO-Standards, Verbot von Kinderarbeit, Diskriminierung von Frauen, Diskriminierung von Minderheiten), die Verletzung von weiteren internationalen, zwischenstaatliche Abkommen (etwa die Basler Konvention, das Biodiversitätskonvention, das Cartagena Protokoll, das Kyoto Protokoll) sowie – im Falle von Staaten auch die Nicht-Ratifizierung von solchen Abkommen. Dazu zählen typischer Weise aber auch Normen für das Verhalten von Unternehmen, wie die OECD-Leitlinien für Multinationale Unternehmen, für die es einen weitgehend nicht-öffentlichen Beschwerdeprozess gibt. Teilweise orientieren sich die normorientierten Kriterien auch am Global Compact der Vereinten Nationen. Die Verpflichtung der Unternehmen zu diesen Leitlinien und einem entsprechenden öffentlichen Berichtsprozess erfolgt auf einer freiwilligen Basis.

Diese Form des normativen Ratings bzw. der Selektion kann bis zum Ausschluss von Unternehmen aus dem Anlage-Universum führen, wenn sie bestimmte Mindeststandards nicht einhalten. Insbesondere Verstöße gegen die ILO-Standards und weitere Verstöße gegen Menschenrechte werden i. S. von solchen Ausschlusskriterien genauer definiert. In Europa wird dieser Ansatz von vielen Publikumsfonds und institutionellen Investoren praktiziert - insbesondere etwa vom Norwegischen Pensionsfonds und den schwedischen Pensionsfonds.

Neben einer solchen Negativselektion auf Basis allgemeingültiger Normen wird häufig auch eine weitere Form des Ratings bzw. der Selektion betrieben, der keine staatlichen

Normen zugrunde liegen. Dazu zählen Bewertungen, die sich auf eher **subjektiven moralischen Wertvorstellungen bzw. Präferenzen stützen**. In Bezug auf die Auswirkungen dieser beiden Varianten von Negativselektion auf das finanzielle Ergebnis variieren die Annahmen. Teils wird die Auffassung vertreten, dass normativ begründete Einschränkungen des Portfolios die finanzielle Performance negativ beeinflussen, teils wird die gegenteilige Auffassung vertreten. Dementsprechend wird die Negativselektion dann nicht (nur) normativ sondern ökonomisch begründet: Ausschlaggebend sind dann die Einschätzungen bzgl. der ökonomischen Auswirkungen des **Trends zu einem „qualitativen Wachstum“** oder einer **„Green Economy“** auf die Chancen und Risiken der Unternehmen. Reduziert oder ausgeschlossen werden z. B. ganze Geschäftsfelder bzw. Industrien (z. B. Automobilindustrie, Chlor- und Agrochemie, Geschäfte mit Alkohol und weitere Suchtmitteln, fossile Energien, Kernenergie, Rüstungsindustrie). Oder es werden bestimmte Geschäfte ausgeschlossen, die spezifischen, freiwilligen Standards des nachhaltigen Wirtschaftens nicht genügen (z. B. nicht-nachhaltige Forstwirtschaft und Fischwirtschaft).

Hinzu kommen eine Fülle von Kriterien, die sich auf die Organisation und Governance (Compliance), das Management (Umwelt-, Personal-, Innovationsmanagement), die Geschäftsfelder und eine Reihe von Handlungsfeldern beziehen, die für die nachhaltige Wertschöpfung und Entwicklung der Unternehmen als wesentlich gelten.

### **1.3.3 Informationsstandards und Leitlinien**

Parallel zur Entwicklung der Konzepte und des Markts für nachhaltiges Investment und entsprechende Informationssysteme wurde auch der Versuch unternommen, allgemeingültige Informations-Standards für Unternehmen, Fonds, Investoren und Asset Manager sowie Prinzipien und Leitlinien zu etablieren. Zum einen ist es das Ziel, Vereinheitlichungen zu erzielen, um die Informationskosten zu senken bzw. die Transparenz und Effizienz zu steigern. Zum anderen dienen diese Initiativen aber auch dazu, ganz allgemein, das Management der Unternehmen, die Analysten und Asset Manager und auch die Investoren in ihrer Orientierung auf Nachhaltigkeit zu unterstützen.

Das prominenteste Beispiel, einen globalen Standard auf der Ebene der Unternehmensinformation zu entwickeln und zu etablieren, ist die **Global Reporting**

**Initiative (GRI).** Sie wurde 1997 von der Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) und dem Tellus Institute ins Leben gerufen. Entscheidende Promotoren auf der Seite von CERES waren damals Akteure des Kapitalmarkts. Die GRI dient heute mit einer Fülle von Kennziffern als der wichtigste globale Referenzrahmen bzw. Standard für die Unternehmensberichterstattung mit Bezug auf Nachhaltigkeit (GRI, 2014).

Ausgehend von Informationsinteressen des Kapitalmarktes sowie den GRI-Indikatoren hat die **Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management** e.V. (DVFA) gemeinsam mit der - European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) eine Reihe von wesentlichen Kennziffern für die Berichterstattung von Unternehmen entwickelt (DVFA, 2014; EFFAS, 2014).

Die Fragestellung der erweiterten Unternehmensberichterstattung wird zudem auch von weiteren **internationalen Organisationen** bearbeitet, etwa von dem Sustainability Accounting Standards Board (SASB) oder auch dem International Integrated Reporting Council (IIRC). Hinzu kommen eine Fülle von z. T. spezifischen, branchenorientierten Initiativen und Standards.

Mit Bezug auf Berichterstattung zum **Klimaschutz** ist der Berichtsstandard der CDP (Carbon Disclosure Project) hervorzuheben, der von institutionellen Investoren und Asset Managern vorangetrieben wird. Dieser Standard hat sich innerhalb weniger Jahre als ein wesentlicher Treiber der Entwicklung und Umsetzung von Klimaschutz und Energiemanagement in börsennotierten Unternehmen weltweit etabliert (CDP, 2014).

Mit dem **Global Compact** der Vereinten Nationen ist ein weiterer Berichtsstandard für Unternehmen entstanden, der öffentlich zugängliche Unternehmensinformationen befördert. Er zielt aber mit seinen zehn Prinzipien mehr auf kontinuierliche Verbesserungen als auf die Berichterstattung nach bestimmten Kennziffern. Insofern handelt es sich eher um einen konzeptionellen Rahmen für Kriterien und Kennziffern (Global Compact, 2014).

Im Rahmen einer weiteren Initiative, der sog. **Sustainable Stock Exchanges** (SSE), treiben die Vereinten Nationen (UNCTAD, UNEP Finance Initiative, UN Global Compact, UN Principles for Responsible Investment) zudem gemeinsam mit einer Reihe von Börsen die - freiwillige oder auch verbindliche - Berichterstattung der börsennotierten Unternehmen an (SSE, 2014). Dieser Initiative hat sich auch die

Deutsche Börse angeschlossen. Zudem hat sie Empfehlungen für Emittenten zum Thema Nachhaltigkeit in der Kapitalmarktkommunikation erarbeitet (Deutsche Börse AG, 2013).

Eine weitere Initiative der Vereinten Nationen, die **Principles for Responsible Investment**, bezieht sich auf die Einhaltung bestimmter Prinzipien und die entsprechende Berichterstattung durch Investoren und Asset Manager.

In Deutschland hat der Rat für Nachhaltige Entwicklung (RNE) auf Basis eines Multi-Stakeholderdialogs einen neuen Berichtsstandard, den **Deutschen Nachhaltigkeitskodex** (Sustainability Codex) entwickelt und zur breiten Anwendung vorgeschlagen (RNE, 2014). Treiber dieses Prozesses waren insbesondere Akteure des Kapitalmarkts. Sie erhoffen sich davon weitgehend standardisierte Informationen zu einer Vielzahl von Unternehmen. Auch der DNK beinhaltet keine neuen Kennziffern. Vielmehr stellt er einen Rahmen zur Verfügung und bezieht Kennziffern der GRI und der EFFAS mit ein. Der DNK zielt insbesondere darauf, die Berichterstattung von Unternehmen in die Breite zu tragen, und damit zu einer nachhaltigen Unternehmenspraxis beizutragen. Inzwischen haben verschiedene Verbände diese Initiative aufgegriffen, u.a. der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV). Die EU-Kommission hat den Deutschen Nachhaltigkeitskodex als einen möglichen Standard zur Erfüllung der ab 2016 geltenden europäischen Pflicht zur nicht-finanziellen Berichterstattung von Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern genannt, die im öffentlichen Interesse stehen.

Die Vielfalt der Informationsformate und Bewertungen auf Ebene der Unternehmen spiegelt sich auch auf der Ebene der Fonds. So hat der europäische Dachverband Eurosif einen **Transparenzkodex** entwickelt, dem sich viele Fondsgesellschaften anschließen (Eurosif, 2014). Für den deutschsprachigen Markt hat der Verband Forum nachhaltige Geldanlage zusätzlich gemeinsam mit dem SBI und weiteren Stakeholdern einen Berichtsstandard (**Fondsprofil**) entwickelt, der weitere soziale und ökologische Aspekte einbezieht ([www.nachhaltiges-investment.org](http://www.nachhaltiges-investment.org), (FNG, 2014; SBI, 2014)). Weitere Initiativen sind national und international in Vorbereitung – u. a. seitens des Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG).

## 1.4 Entwicklung des Informationsmarkts

Die Umsetzung des (hohen) Anspruchs, nicht-finanzielle Aspekte bzw. Kriterien unternehmerischen Verhaltens zu beobachten und auch zu bewerten, erfordert neben den Konzepten, Kriterien der Bewertung und Informationsstandards und Leitlinien die Entwicklung eines Markts mit unterschiedlichen Akteuren, die die entsprechenden Informationen generieren und auch nutzen.

Zur Unterstützung der Asset Manager des nachhaltigen Investment haben sich daher etliche Research- und Rating-Agenturen als Informationsintermediäre etabliert, die sich insbesondere auf die Definition von Kriterien und Kennziffern, sowie die Generierung und Bewertung entsprechender (öffentlicher und nicht-öffentlicher) **Unternehmensinformationen** spezialisiert haben. Sie arbeiten nach unterschiedlichen Verfahren (z. B. mit oder ohne Fragebögen, mit oder ohne Feedback) und mit z. T. unterschiedlichen Informationsformaten, Kriterien und Kennzahlen, Berechnungs-, Research-, Bewertungs- und Ratingmethoden. In den vergangenen 25 Jahren hat sich so ein internationaler Markt für entsprechende Informations- und Beratungsleistungen entwickeln können.

Asset Manager und Research- und Ratingagenturen sehen in ihrer jeweils spezifischen **Kompetenz**, solche zusätzlichen Informationen zu generieren, sie angemessen zu bewerten und sie im Rahmen des Asset Management angemessen zu berücksichtigen und ihren kompetitiven Vorteil im Wettbewerb um Kunden und Marktanteile.

Zu diesem Markt gehören des weiteren Anbieter von Ratings, Zertifikaten und Labels, die bestimmte Aspekte der sozialen und ökologischen Nachhaltigkeit von **Fondsportfolios** oder die Angaben der Fondsgesellschaften zu ihren Portfolios prüfen und bewerten. Diese Leistungen werden wiederum von Research- und Ratingagenturen sowie von Wirtschaftsprüfern und einer Reihe ganz unterschiedlicher weiterer Akteure angeboten. Der Wettbewerb der Anbieter von Zertifikaten und Labels der Fondsbewertung korrespondiert mit dem Wettbewerb der Asset Manager und Fondsgesellschaften und ihren Research- und Ratingagenturen.



### 1.4.1 Herausforderungen: Informationsqualität und Bewertung

Der Wettbewerb der Anbieter von Informationsleistungen für nachhaltiges Investment ist zum einen im Interesse der Investoren und der Asset Manager. Der Wettbewerb hat zur weiteren **Professionalisierung** dieser (innovativen) Informationsleistungen sowie des nachhaltigen Asset Management beigetragen. Zudem entspricht die Unterschiedlichkeit der Konzepte auch den unterschiedlichen (wirtschaftlichen und moralischen) Vorstellungen nachhaltigen Wirtschaftens der privaten und auch der institutionellen Investoren. Zum anderen erhöhen die Vielfalt der Konzepte und Kriterien sowie die Mehrdeutigkeit der verwendeten Begriffe allerdings die Informationskosten der Nachfrageseite erheblich.

Vor diesem Hintergrund ist es plausibel, wenn die befragten Fondsanleger, **Transparenz** bzgl. der Kriterien und des Portfolios als wesentlich ansehen (Kap. 2). Die hohe Vielfalt der Informationsformate und Bewertungsmethoden (Unternehmens-Ratings) und der damit verbundene Aufwand sowie die mangelnde Transparenz der Bewertungsmethoden werden allerdings auch seitens der börsennotierten Unternehmen kritisiert. So hat die vom SBI mit dem Deutschen Aktieninstitut (DAI) durchgeführte Studie ergeben, dass die befragten Unternehmen die Transparenz der Bewertungsprozesse nach wie vor als unbefriedigend ansehen. Allerdings verhalten sich auch die Unternehmen selbst nicht durchgängig transparent. Nicht alle Unternehmen veröffentlichen die Informationen, die sie den nachhaltigkeitsorientierten Akteuren des Finanzmarktes zur Verfügung stellen. Sie begründen dies mit der mangelnden Relevanz der Informationen (von Flotow & Kachel, 2011).

Trotz der Professionalisierung der letzten Jahre steht der **Qualitätsanspruch der Informationen und Bewertungen** der Unternehmen weiter vor erheblichen Herausforderungen. Dies gilt für die Informationen bzgl. des unternehmerischen Verhaltens selbst, die Aussagen zu den Wirkungen des unternehmerischen Verhaltens auf Wirtschaft, Gesellschaft und Umwelt sowie auch für Informationen zu den politischen, gesellschaftlichen und natürlichen Voraussetzungen und Rahmenbedingungen des Wirtschaftens.

Die erste Herausforderung bezieht sich auf die **Verfügbarkeit qualitativ hochwertiger Information**: Ausgangspunkt ist die mangelnde Transparenz und Beobachtbarkeit unternehmerischen Verhaltens und dementsprechend die Verfügbarkeit qualitativ hochwertiger Information und effizienter Informationssysteme bzgl. des Verhaltens der

Unternehmen, in die investiert wird. So stammen z. B. die von Analysten der Asset Manager oder Research- und Rating-Agenturen generierten Informationen zu Norm-Verstößen, zum relativen Anteil bestimmter Geschäftsfelder (z. B. Rüstung) am Umsatz etc. entweder von den Unternehmen selbst (öffentliche und nicht-öffentliche Dokumente und Beantwortung von Fragebögen) oder von NGOs, Experten oder den Medien. Eine formale Prüfung (i. S. der Wirtschaftsprüfung) oder eine materielle Prüfung (i. S. eines Labortests für Geräte oder Lebensmittel) findet nicht statt bzw. ist praktisch nicht möglich. Nur zum Teil können sich die Analysten auf die externe Zertifizierung (der Management-Systeme und / oder der Berichte) durch die von den Unternehmen selbst beauftragten Prüfer stützen. Parallel zur Entwicklung der Informationsformate und nicht zuletzt auch induziert durch entsprechende externe Anfragen von Analysten und weiteren Stakeholdern haben viele Unternehmen zwar selbst die interne Transparenz mit Blick auf die sozialen und ökologischen Aspekte ihres Verhaltens und ihr Nachhaltigkeits-Management in den vergangenen Jahren erheblich verbessert. Dies ändert aber an der grundsätzlichen Herausforderung der mangelnden Überprüfbarkeit durch Analysten etc. nichts Entscheidendes.

Hinzu kommen komplexe Fragen der **Bewertung**: Die Bewertung von Unternehmen erfordert eine relative Gewichtung unterschiedlicher ökologischer und sozialer Aspekte des unternehmerischen Verhaltens als Voraussetzung für das Rating von Unternehmen bzw. die Auswahl von Unternehmen für ein Investment-Portfolio gemäß einem vorab definierten Nachhaltigkeitskonzept. Dieses Rating ist der notwendiger Schritt bei der Definition eines Portfolios, in das ein Portfoliomanager bzw. Asset Manager investieren kann: D. h. es gilt, die unterschiedlichen sozialen und ökologischen Aspekte zu gewichten und in quantitativen Kennziffern abzubilden. Dabei wird eine Fülle qualitativer und quantifizierbarer Aspekte auf wenige quantitative Kennziffern reduziert. Zudem gilt es, auf Basis der verfügbaren Informationen das konkrete unternehmerische Verhalten, die Performance des Unternehmens, zu bewerten, und damit eine quantitative relative Bewertung der Unternehmen zu gewährleisten.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Die Bewertungen der Unternehmen erfordern somit immer (notwendigerweise subjektive) relative Bewertungen der einzelnen Aspekte unternehmerischen Verhaltens, auch wenn es sich um Urteile von Experten für nachhaltiges Wirtschaften handelt. Selbst wenn sich die Bewertung nur auf Normerfüllung allgemeingültiger Normen bezieht, erfordert das Rating von Unternehmen eine relative Gewichtung der verschiedenen Normen und der Erfüllung und Nicht-Erfüllung von Normen. Diese relative Gewichtung ist selbst kaum mit Rückgriff auf höhere Normen ableitbar.

Zusätzlich zu der Herausforderung der Verfügbarkeit qualitativ hochwertiger Information zu den Unternehmen und der Herausforderung der relativen Gewichtung einzelner Aspekte ergeben sich erhebliche Herausforderungen bzgl. der Einschätzung der Rahmenbedingungen und der Wirkungen: Ob und in welchem Ausmaß sich die **Rahmenbedingungen** in welchen Ländern mit Blick auf bestimmte Sektoren oder Technologien so verändern werden, dass sich mehr Innovationen und Investitionen bspw. in energieeffiziente Technologien und weitere nachhaltige Produkte und Dienstleistungen tatsächlich amortisieren werden, ist offen. Eine kompetente Einschätzung dieser Veränderungen (der Energie- und Klimaschutzpolitik, des gesellschaftlichen Wertewandels etc.) ist allerdings essentiell für das nachhaltige Investment, denn diese Konzepte basieren alle auf der Annahme, dass sich nachhaltige Unternehmen im Rahmen des qualitativen Wachstums der nächsten Jahre besser entwickeln werden als weniger nachhaltige Unternehmen. Ähnliche Herausforderungen stellen sich im Hinblick auf die Einschätzung der Relevanz der **natürlichen Grundlagen des Wirtschaftens und der Wirkungen** auf diese Grundlagen (Biodiversität, Klima etc.). So gaben Research- und Ratingagenturen etwa im Rahmen einer Befragung zwar mehrheitlich an, die Folgen des Klimawandels für einzelne börsennotierte Unternehmen berücksichtigen zu können (von Flotow & Cleemann, 2009). Eine Überprüfung der Verfügbarkeit entsprechender Informationssysteme ergibt jedoch, dass eine solche Einschätzung im Hinblick auf börsennotierte Unternehmen mit weltweiten Lieferketten und Fertigungsstätten kaum möglich ist (UNEP FI & SBI, 2011).

Die hier skizzierten Herausforderungen der Informationsqualität und der Bewertung haben für die weiteren Entwicklungsmöglichkeiten einzelner Asset Manager sowie der Research- und Ratingagenturen aber auch des nachhaltigen Investment insgesamt eine erhebliche Bedeutung. Nicht zuletzt zeigen Kontroversen um eine Reihe von Aktien (z. B. die BP Aktie), dass auch Portfolios des nachhaltigen Investment in Unternehmen investiert sind oder waren, die stark vom Ideal abweichen.

Angesichts dieser komplexen Herausforderungen, die Qualität der Informationen und der Bewertung zu verbessern, und der Schwierigkeiten privater oder institutioneller Investoren, die Qualität der Informationen und der Bewertung der Nachhaltigkeit von Aktien und Anleihen durch Asset Manager und Research- und Ratingagenturen nachzuvollziehen, stellt sich die Frage der Optimierung der Kosten und der Vertrauensbildung und damit auch der Beglaubigung der Qualitätsmerkmale.

## 1.4.2 Zur Frage der Vertrauensbildung

Die Frage, wie die Informationsqualität und die Bewertung und damit das Vertrauen aufrechterhalten und verbessert werden kann, stellt sich sowohl für die Anbieter von Publikumsfonds als auch für die Anbieter von Vermögensverwaltung für private und institutionelle Kunden. So hat z. B. die exemplarische Befragung der Fondsanleger gezeigt, wie hoch das Interesse an Transparenz (bzgl. der Kriterien und des Portfolios) sowie an der Beglaubigung der Qualität der Fonds (durch Expertenbeirat oder Zertifikat) ist (Kap. 2). Diese Herausforderungen können teilweise durch Verbesserung der Qualität, der Transparenz, der Kommunikation, der Prüfung der Qualität durch Dritte, der Standardisierung und weiterer Maßnahmen der Senkung der Informationskosten adressiert werden:

Ein wesentlicher Ansatzpunkt wird in der **Verbesserung der Transparenz** gesehen: Bzgl. der weiteren Steigerung der Transparenz der Kriterien und der verwendeten Informationen ergibt sich zwar aus dem Wettbewerb der Anbieter bzw. dem Interesse am Schutz der Eigentumsrechte an den jeweils spezifischen Konzepten und Informationen eine gewisse Grenze. Dennoch wird in dieser Hinsicht im Allgemeinen die Auffassung vertreten, dass weitere Verbesserungen möglich sind. Es sind daher eine Reihe von Initiativen damit befasst, weitere Verbesserungen der Transparenz der Kriterien der Publikumsfonds, der zugrundeliegenden Informationen und der Bewertung der Aktien bzw. der Portfolios der Fonds zu ermöglichen (Kap. 1.3.3).

Neben der Verbesserung der Transparenz wird ein weiterer Ansatzpunkt für die Vertrauensbildung in der **Prüfung der Qualität durch Dritte**, der **Reduktion der Vielfalt** bzw. einer **Standardisierung** der Konzepte, Informationen, Kriterien und Bewertung gesehen.

Die Annahmen der Bemühungen um Standardisierungen sind, dass

- das Vertrauen durch die Vielfalt erschwert wird und Vielfalt die Informationskosten der Nachfrage sowie die Kosten der Vertrauensbildung der Anbieter erhöht,
- durch einen Standard eine „Verwässerung“ des sozialen und ökologischen Qualitätsanspruchs des nachhaltigen Investment vermieden werden kann,
- durch einen Standard der relative Marktanteil des nachhaltigen Investment erhöht werden kann,

- durch einen Standard Reputationsschäden, die durch Investitionen in umweltgefährdende oder soziale Standards ignorierende Aktien für alle Anbieter entstehen, vermieden werden können,
- durch einen Standard, die Voraussetzungen dafür geschaffen werden, dass eine Prüfung durch Dritte besonders vertrauenswürdig ist,
- durch einen Standard, die Vertriebskosten gesenkt und
- Voraussetzungen für ein Marktwachstum gelegt werden können.

Gegen diese Annahmen der Vorteile der Standardisierung kann jedoch u. a. angeführt werden, dass

- Standards mit mittlerer Qualität den Qualitätsanspruch der Anbieter bester Qualität „verwässern“ können,
- es keinen „objektiven“ allgemeingültigen Standard für Nachhaltigkeit von Fonds gibt,
- je nach Qualitätsanspruch und Organisationstyp durch einen Standard auch das Reputationsrisiko für die Anbieter gesteigert werden kann,
- letztlich keine Zertifizierungsorganisation die Qualität garantieren kann.

Zu unterscheiden sind dabei verschiedene **institutionelle Konzepte**:

- Standards, die von einer unabhängigen Organisation definiert und kontrolliert werden, die aber auf Freiwilligkeit der Teilnahme basieren,
- Standards, die von einer unabhängigen Organisation definiert und ohne Zustimmung der Anbieter auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen (z. B. Portfolios) kontrolliert werden,
- Standards, auf die sich eine Reihe von Anbietern einigen und die von einem gemeinsam beauftragten Organisation kontrolliert werden und
- Standards, die staatlich definiert und kontrolliert werden, die aber auf Freiwilligkeit der Teilnahme basieren.

Die o. g. Herausforderungen (Kap. 1.4.1) gelten unabhängig von der Abwägung der Vorteile und Risiken einer Standardisierung und der Qualitätsprüfung durch Dritte und dementsprechend auch für die Möglichkeiten von Zertifikaten und Labels für Fonds und ihre Portfolios. Eine entscheidende Schwierigkeit besteht in allen Fällen darin, dass

eine (formale und materielle) Prüfung der Unternehmensinformationen bzw. der Angaben der Unternehmen sowie der NGOs etc. zu einzelnen Unternehmen i. e. S. nicht über alle Standorte und Wertschöpfungsketten möglich ist. Hinzu kommt, dass die jeweiligen (relativen und absoluten) Bewertungen der einzelnen (sozialen und ökologischen) Aspekte den Charakter von Experteneinschätzungen bzw. mehr oder weniger subjektiven Wertentscheidungen haben. Gleiches gilt für die Einschätzung der verschiedenen Wirkungen unternehmerischen Verhaltens sowie die Einschätzung der Relevanz von Veränderungen der Rahmenbedingungen für die Bewertung der Nachhaltigkeit von Aktien und Anleihen. Die Qualität dieser weitergehenden Einschätzungen ist eher eine Frage der Kompetenz in Bezug auf Politik-, Gesellschafts-, Ökosystem und Marktanalyse und der jeweils subjektiven oder intersubjektiven Werthaltung als eine Frage, die sich durch eine Überprüfung durch Dritte klären lässt.

Jede Standardisierung oder Bewertung an einem einheitlichen Maßstab (Standard) durch Dritte muss sich also mit der Frage befassen, warum welche Varianten mittels des Standards ausgeschlossen werden, und warum welche (sozialen, ökologischen oder ökonomischen) Aspekte im Rahmen eines solchen Standards in welcher Weise gewichtet werden. Die Strategie der Standardisierung i. S. eines allgemeinen Nachhaltigkeits-Standards muss zudem immer berücksichtigen, dass die **Vielfalt der Konzepte und Kriterien** auch den recht unterschiedlichen Anforderungen der Investoren entspricht. Sie haben unterschiedliche soziale, ökologische, ethische Wertvorstellungen und auch finanzielle Präferenzen.

Ein wesentliches Erfolgskriterium solcher Standards und ihre Überprüfung durch Dritte besteht damit darin, das Vertrauen der privaten und institutionellen Investoren dadurch zu gewinnen, dass der jeweilige **Anspruch der Qualitätsprüfung** bzw. der -beglaubigung durch transparente Darstellung der angelegten Kriterien und Verfahren definiert wird sowie durch die Erläuterung der **verbleibenden Unsicherheit** abgesichert wird.

Welche **Konsequenzen** sind daraus für Maßnahmen der Vertrauensbildung zu ziehen?

- Die Wirkungen von Standardisierung und Beglaubigung durch Dritte sind nicht eindeutig abschätzbar; sie bedürfen der Analyse und Prüfung im Einzelfall: einerseits können zwar die **Informationskosten** und die Kosten der

Vertrauensbildung im Markt für nachhaltiges Investment teilweise sinken; andererseits können sich aber auch Kosten und Risiken erhöhen, ohne dass ein positiver quantitativer Markteffekt erzielt wird. Ähnliches gilt für die Wirkungen von Standardisierung und Beglaubigung durch Dritte auf die unterschiedlichen Qualitäten von Fonds und die Möglichkeiten der realen Wirkungen auf die Qualität des Nachhaltigkeits-Managements von Unternehmen.

- Standardisierung und die Beglaubigung durch Dritte kann nicht die weitere Verbesserung der **Transparenz** ersetzen. Die Asset Manager und insbesondere die Research- und Ratingagenturen sollten, wenn sie das Vertrauen steigern wollen, die Kommunikation und die Transparenz erhöhen. Zugleich müssen sie allerdings ihr spezifisches Know-how, das die Grundlage ihres Geschäftsmodells darstellt, schützen. Sie sind daher gezwungen, zwischen dem Schutz ihres spezifischen Know-hows einerseits und den externen Erwartungen an Transparenz sowie Qualitätssicherung durch Dritte (Beirat oder Labels) andererseits abzuwägen. Sie müssen abwägen, ob die Chancen der Maßnahmen zur Steigerung des Vertrauens in die Qualität höher sind als die Kosten und die möglichen Risiken.
- Teilweise wird es auf Grund dieser Herausforderungen als zielführend angesehen, dass sich Standards für Fonds und ihre Überprüfung durch Dritte nur auf **wenige Mindeststandards** für eine sehr begrenzte Anzahl von Aspekten konzentrieren, anstelle eines umfassenden, allgemeinen Standards für Nachhaltigkeitsfonds.
- Eine weitere Möglichkeit besteht darin, stärker als bisher **NGO oder unabhängige Experten** in die Rolle der Überprüfung durch Dritte einzubeziehen. Dies entspricht in gewissem Ausmaß auch der heutigen Praxis, in der verschiedene NGO einzelne Unternehmen auf Grund der ihnen zugänglichen Information für die Nicht-Einhaltung von Standards kritisieren und / oder als Beirat von Research- und Ratingagenturen sowie Asset Managern agieren, und damit die Qualität der Informationen und Bewertungen beglaubigen.
- Abgesehen von diesen Standardisierungen, die sich auf ganze Portfolios oder Fonds beziehen, besteht ein großes Potential im Hinblick auf die **Standardisierung der Unternehmensinformationen**. Den Unternehmen selbst aber auch anderen Stakeholdern gelingt es allerdings (bisher) nicht, ihrerseits einen Vorschlag zur Komplexitätsreduktion zu entwickeln. Bisherige Versuche, die Fragebögen und

Bewertungsmethoden der Research- und Rating-Agenturen zu vereinheitlichen und einen Standard zu entwickeln, sind gescheitert. Gründe dafür sind nicht zuletzt die sehr unterschiedlichen Einschätzungen der (finanziellen und moralischen) Relevanz bestimmter Aspekte und Kennziffern. Ein weiterer Impuls zur Vereinheitlichung der Unternehmensinformation könnte von einer Standardisierung der Unternehmensberichterstattung – etwa durch die Europäische Kommission – ausgehen. Eine Regulierung und Standardisierung der Unternehmensberichterstattung zu nicht-finanziellen Aspekten wird allerdings nicht notwendigerweise auch die Vielfalt der Fragen der Analysten des nachhaltigen Investment reduzieren.

- Einige **Research- und Ratingagenturen**, die die Fondsgesellschaften bzgl. der Informationen zu den Unternehmen und ihrer Bewertung unterstützen, haben sich vor dem Hintergrund der Notwendigkeit der Vertrauensbildung zu einem gemeinsamen Qualitätsstandard i. S. der Sorgfaltspflichten verpflichtet (ARISTA, 2014). Einige Fondsgesellschaften und Asset Manager haben entsprechende Managementstandards für die Sicherstellung der Qualität implementiert. Auf globaler Ebene vertritt die Global Initiative for Sustainability Ratings ein ähnliches Anliegen (GISR, 2014). Auch diese Initiativen haben bisher allerdings nicht zu einer Standardisierung bestimmter Kennziffern geführt. Eine solche Standardisierung auf der Ebene der Kennziffern der Informations-Intermediäre wäre allerdings eine gute Voraussetzung, auf die sich dann weitere Zertifikate und Labels stützen könnten. Es ist zudem zu vermuten, dass ein Impuls zur Reduktion der Vielfalt der Fragen von einem weiteren Kostendruck und einer weiteren Konsolidierung des Marktes für diese Informationen ausgehen könnte.

### 1.4.3 Zur Rolle des Staates

Vor dem Hintergrund der Relevanz des Investorenverhaltens für den Erfolg von Klimaschutz- und Nachhaltigkeitspolitik stellt sich die Frage nach der Rolle des Staates. Zu den Aufgaben von Legislative und Exekutive gehört es unbestritten, die **internationale Klimaschutzpolitik** sowie **weitere politische Initiativen** voranzutreiben, die der ökologischen Effizienz, der Substitution fossiler Energieträger und der globalen sozialen Gerechtigkeit dienenden, dem Vollzug internationaler Abkommen (z. B. zur Einhaltung der Menschenrechte und diverser Umweltabkommen)



oder auch der Umsetzung der OECD Leitlinien für Multinationale Unternehmen dienen. Zu diesen Aufgaben gehört es zudem, die Transparenzvorschriften für (börsennotierte) Unternehmen weiterzuentwickeln. Dazu tragen ganz wesentlich auch Initiativen, wie die des Rates für Nachhaltige Entwicklung (RNE) in Deutschland bei. Wenn Investoren die Staatengemeinschaft drängen, diesen Aufgaben nachzukommen, ist das eine wichtige Botschaft, die die Klimaschutz- und Nachhaltigkeitspolitik unterstützt.

Vor dem Hintergrund der Erfahrung in den neunziger Jahren sowie dem öffentlichen Interesse an diesen Fragen sind die **Pensionskassen und -fonds** in einigen europäischen Ländern dazu verpflichtet, darüber Bericht zu erstatten, ob und inwiefern sie soziale und ökologische Aspekte berücksichtigen. Das erste Land, das eine solche Regulierung vorgenommen hat, war Großbritannien. Dabei spielten insbesondere kirchliche Investoren eine aktive Rolle. In Deutschland wurde diese Regulierung 2005 übernommen. Im siebten Gesetz zur Veränderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes vom 29.08.05 wird neu festgelegt: „Der Pensionsfonds muss die Versorgungsberechtigten grundsätzlich schriftlich bei Vertragsschluss sowie jährlich schriftlich darüber informieren, ob und wie er ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt.“ §115, Absatz (4). Der Gesetzgeber greift damit zwar nicht in die Anlagepolitik ein. Aber er erwartet offensichtlich, erstens dass die Berichtspflicht bezüglich der Art der Berücksichtigung dieser Aspekte die Aufmerksamkeit der Pensionsfonds-Manager und ihrer beauftragten Asset Manager auf solche Aspekte lenkt; und zweitens erwartet er, dass eine solche Orientierung der Aufmerksamkeit erforderlich und zweckmäßig ist. Bezüglich der Kapitalanlage ist zu berücksichtigen der Auftrag der Pensionsfonds, wie er in §115 (1) festgelegt ist. Insbesondere gilt: „Die gesamten Vermögenswerte eines Pensionsfonds sind so anzulegen, dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei ausreichender Liquidität des Pensionsfonds unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung insgesamt erreicht wird.“ Vor diesem Hintergrund ist auch die Intention der neuen Berichtspflicht, wie sie in Absatz (4) geregelt ist, zu interpretieren. D.h.: Vor dem Hintergrund von Absatz (1) – (3) lässt sich die materielle Frage, welche Aspekte einzubeziehen sind, in einer engen Interpretation darauf zuspitzen, welche dieser Aspekte finanziell relevant sein könnten.

Zudem sind die Anbieter von staatlich geförderten **Altersvorsorgeprodukten** im Rahmen der sogenannten Riesterrente dazu verpflichtet, dem Rentennehmer einen Bericht zu dem gewählten Produkt jährlich vorzulegen. Explizit soll dabei auch über die

eventuelle ökologische, soziale oder auch ethische Veranlagung der Gelder berichtet werden.

Diskutiert wird zudem, ob es eine staatliche Aufgabe sein könnte, die **Prüfung und Zulassung von Publikumsfonds** an die Einhaltung bestimmter Kriterien der Nachhaltigkeit zu binden. Eine spezifische staatliche Zulassungspraxis für Publikumsfonds, die soziale, ökologische oder ethische Kriterien nutzen, ist allerdings mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert. Die Voraussetzungen der formalen und der materiellen Prüfung der Einhaltung solcher Kriterien durch staatliche Aufsichtsbehörden (etwa die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)) sind (aus prinzipiellen Gründen) nicht gegeben. So ist etwa die Kontrolle des Vollzugs staatlicher und zwischenstaatlicher Normen (etwa die Menschenrechten) und ihre Einhaltung durch privatwirtschaftliche Akteure nicht seriös von Deutschland aus in anderen Staaten machbar. Für diese Herausforderungen sind andere Instrumente der Politik wohl eher geeignet (OECD Leitlinien für Multinationale Unternehmen, Menschenrechtspolitik etc.). Es ist daher zu vermuten, dass die Legislative in Deutschland die Bewertung der sozialen und ökologischen Qualität von Fonds und ihren Portfolios anderen Akteuren überlassen wird.

## 1.5 Schlussfolgerungen

Die Informationssysteme des nachhaltigen Investment können dazu beitragen, die Aufmerksamkeit der Akteure auf die Herausforderungen des Wandels in Richtung Klimaschutz und Green Economy und das Investitionsverhalten zu lenken. Um dieses Potential zu stärken, gilt es, die Professionalisierung weiter voranzutreiben, die Transparenz zu erhöhen und auf dieser Basis das Vertrauen in die Qualität des nachhaltigen Investment zu stärken.

Die Fülle der Initiativen und insbesondere die Initiative der Europäischen Kommission zeigen, dass nachhaltiges Investment und die (öffentliche) Verfügbarkeit von entsprechender Information im Markt für nachhaltiges Investment in den vergangenen Jahren zu einem relevanten Thema des Kapitalmarkts und der (internationalen) Politik geworden ist.

Auf Grund zunehmender Anforderungen an die Qualität der Information und der Bewertung (z. B. Analyse und Bewertung der Einhaltung der Menschenrechte und / oder der Wirkungen der Investments) werden die Kosten der Generierung der Information (bei den Unternehmen und bei den Research- und Ratingagenturen) und die Kosten der Bewertung steigen. Diese Kostensteigerungen können die Berücksichtigung dieser Informationen zu sozialen und ökologischen Aspekten unternehmerischen Verhaltens hemmen. Und die Nicht-Berücksichtigung dieser Informationen hemmt die potentielle, positive volkswirtschaftliche Wirkung solcher Informationssysteme.

Es gibt daher gute Gründe, die Kosten Informationen dort weiter zu senken, wo sie durch Standardisierung ohne Qualitätsverlust gesenkt werden können. So kann Spielraum dafür erzeugt werden, die Qualität der Informationen und der Bewertungen weiter zu steigern. Zwei wesentliche Handlungsfelder zur Reduktion der Informationskosten lassen sich benennen:

- die Standardisierung am Beginn der Wertschöpfungskette der Informationsgenerierung, d. h. den Unternehmensinformationen bzw. die Kennziffern der Informations-Intermediäre und
- die Verbesserung der Verfügbarkeit dieser Informationen (zu Aspekten der nachhaltigen Unternehmensführung).

Initiativen wie die des Rates für Nachhaltige Entwicklung (RNE) können dazu wesentlich beitragen. Wünschenswert wäre, dass diese Chance von weiteren Stakeholdern aufgegriffen wird, um die Transparenz (nicht zuletzt für Analysten und Anleger) zu erhöhen und die Praxis der nachhaltigen Unternehmensführung zu verbreiten. Von einer solchen Basis transparenter Unternehmensinformation können auch Transparenzinitiativen auf Fondsebene profitieren. Jede Form der Standardisierung muss sich allerdings der Herausforderung stellen, dass die Anforderungen an die Nachhaltigkeit von Unternehmen von einer Vielfalt unterschiedlicher Erwartungen und dementsprechender Zielkonflikte geprägt sind.

Die Vielfalt sozialer, ökologischer und ethischer Aspekte der Nachhaltigkeit, die unterschiedliche Einschätzung der Relevanz und Auswirkung dieser Aspekte auf die finanzielle Performance wie auch die Unterschiedlichkeit der Werthaltungen sprechen gegen die Möglichkeit eines allgemeingültigen, alle wesentlichen Dimensionen der Nachhaltigkeit umfassenden, Standards für Publikumsfonds. Stattdessen werden sich voraussichtlich auch in Zukunft eine Reihe von unterschiedlichen Methoden und Standards zur Bewertung von Unternehmen bzw. Fonds und ihren Unternehmens-Portfolios im Wettbewerb miteinander um Aufmerksamkeit und Marktanteile stehen.

Auf Basis der hier vorgestellten Überlegungen hat das SBI die Plattform [www.nachhaltiges-investment.org](http://www.nachhaltiges-investment.org) als unabhängige Wissensplattform kontinuierlich weiterentwickelt. Die Datenbankfunktionalitäten wurden ergänzt, neue Indizes und Fonds sowie neue Informationsformate aufgenommen. Es geht darum, den Anlegern und weiteren Nutzern ein eigenes Urteil über die angebotenen Fonds und Indexkonzepte, ihre Konzepte und Kriterien sowie die Zusammenhänge zwischen finanzieller, sozialer und ökologischer Performance zu erleichtern.

## **2 Kundenerwartungen**

### **2.1 Vorbemerkung und Studiendesign**

Das Konzept dieser Studie wurde vom Sustainable Business Institute (SBI) gemeinsam mit dem „Finanz-Forum: Klimawandel“ entwickelt. In der Veröffentlichung der Marktforschungsstudie „Herausforderung Klimakompetenz: Kundenerwartungen an Finanzdienstleister“ im Januar 2010 wurden bereits wesentliche Ergebnisse der Befragung veröffentlicht (von Flotow, 2010).

Grundlage bildet eine Erhebung der GfK bei der mittels computergestützter Telefoninterviews n=1.961 zufällig ausgewählte Finanzentscheider in Haushalten ab 18 Jahren in der Zeit vom 19. Oktober bis 15. November 2009 kontaktiert wurden. Aus dieser Grundgesamtheit wurden n=509 Fondsanleger herausgefiltert. Personen, die keine Fonds besitzen, wurden nicht befragt.

Die Darstellung der Ergebnisse erfolgt in der Regel mithilfe der „Top-Box“: Der Abfrage liegt jeweils eine Antwortskala mit 7 Skalenebenen zugrunde. Die Skala reicht von „1“ (trifft überhaupt nicht zu bzw. ist überhaupt nicht wichtig) bis „7“ (trifft voll und ganz zu bzw. ist sehr wichtig). Die „Top-Box“ setzt sich aus der Häufigkeit der Antwortstufen „6“ und „7“ zusammen. Soweit nicht anders angegeben beziehen sich die Auswertungen im Text immer auf die „Top-Box“.

### **2.2 Fondsanleger und das Thema Klimawandel**

#### Soziodemographie

Profil Fondsanleger: Private Fondsanleger in Deutschland sind eine heterogene Gruppe, die sich aus wohlhabenden Investoren ebenso wie aus Kleinanlegern zusammensetzt. Die gut 500 Anleger in dieser Befragung bilden einen repräsentativen Querschnitt, dessen Haushaltsnettoeinkommen bei 64 Prozent der Teilnehmer unter 3.000 Euro liegt. Zehn Prozent verfügen über 5.000 Euro netto und mehr im Monat. Auch nach den Kriterien Schulabschluss, Ortsgröße, Familienstand und berufliche Tätigkeit bilden sie einen typischen deutschen Querschnitt.

## 2.2.1 Die Relevanz von Klimaschutz und Geldanlage

### Hohe Relevanz von Klimaschutz – aber geringer Informationsstand

Rund 73 Prozent der mehr als 500 befragten Fondsanleger stufen die Themen Klimawandel, Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel mit mindestens wichtig ein. Knapp 50 Prozent erachten die Themen sogar als sehr wichtig.

Jedoch fühlt sich nur etwa ein Viertel (27 Prozent) in Bezug auf die Themen Klimawandel, Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel gut bis sehr gut informiert. Damit zeigt sich eine deutliche Diskrepanz zwischen der Einschätzung der Relevanz des Themas und dem Grad der eigenen Informiertheit.

Als Informationsquellen zu den Themen Klimawandel, Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel dienen den Befragten vorrangig klassische Medien (Fernsehen 66 Prozent und Tageszeitung 52 Prozent), gefolgt von Internet (41 Prozent) und Fachzeitschriften (28 Prozent).

### Hohe Bereitschaft zum persönlichen Engagement – aber Assoziation mit dem Finanzsektor schwach

Aus Sicht der Befragten können insbesondere „Industrie und Unternehmen“ (81 Prozent), „jeder einzelne Bürger“ (70 Prozent) und die „Regierung“ (68 Prozent) aktiv zu Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel beitragen – gefolgt von „internationalen Organisationen“ (54 Prozent), „Parteien“ (47 Prozent) sowie „Schulen und Hochschulen“ (46 Prozent). Nachrangig werden Banken und Sparkassen, Fondsgesellschaften und Versicherungen mit Werten zwischen 11 Prozent und 15 Prozent genannt.

Auch wenn Finanzdienstleistern eine vergleichsweise sehr viel geringere Möglichkeit zugesprochen wird, einen aktiven Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel leisten zu können, ist es dennoch etwa einem Viertel der Befragten „wichtig“ oder „sehr wichtig“, dass sich „Banken und Sparkassen“ (30 Prozent), „Versicherungen“ (24 Prozent) und „Fondsgesellschaften“ (23 Prozent) aktiv engagieren.

Danach gefragt, wie der Einzelne selbst glaubt, durch Kauf oder Inanspruchnahme von Leistungen zum Klimaschutz beitragen zu können, stehen die Themen „Strom und Energie“, „Auto und Verkehrsmittel“ sowie „Wärmedämmung des Hauses“ im

Vordergrund. Das Thema „Geldanlage in Fonds, Aktien und sonstige Anlagemöglichkeiten“ wird bei den meisten Befragten zuletzt genannt.

## **2.2.2 Das Spannungsfeld zwischen finanziellen und moralischen Kriterien**

### Klimaschutz wichtig - aber nachrangig gegenüber finanziellen Kriterien

Etwa ein Drittel der befragten Fondsbesitzer stimmen zu, dass Themen wie Sozialstandards in der Lieferkette oder ökologische Themen wie Klimaschutz in Zukunft bei ihrer Fondsauswahl stärker in den Fokus rücken werden.

68 Prozent halten klimaschutzorientierte Fonds für ein Thema mit Zukunft, 60 Prozent für eine gute Sache, 53 Prozent für dringend erforderlich.

Nur 14 Prozent halten klimaschutzorientierte Fonds für eine Modeerscheinung, 11 Prozent halten sie für Augenwischerei und 8 Prozent für eine überflüssige Form der Geldanlage.

Die wichtigsten Anlagekriterien der Fondsanleger sind allerdings finanzieller Natur: So sind „Sicherheit“ (78 Prozent), „Rentabilität“ (61 Prozent) sowie eine „hohe Rendite“ (54 Prozent) bei der Auswahl von Geldanlagen besonders wichtig. 40 Prozent der Fondsanleger erachten es jedoch für wichtig, dass Fonds (auch) in klimafreundliche Unternehmen und Projekte investieren.

Die Renditeerwartungen bzgl. klimaschutzorientierten Fonds ist unterschiedlich: knapp Dreiviertel der befragten Fondsanleger erwarten eine mindestens gleich gute Rendite von klimaschutzorientierten Fonds im Vergleich zu konventionellen Anlageformen. Knapp ein Fünftel der Befragten erwartet sogar eine höhere Rendite. Allerdings geht zugleich etwas mehr als ein Viertel der Befragten von einer schlechteren Performance bei klimaschutzorientierten Fonds aus.

### Kundenkriterien für klimaschutzorientierte Fonds

74 Prozent der Fondsanleger halten es für wichtig, dass klimaschutzorientierte Fonds ihre Anlagekriterien veröffentlichen sollten. 64 Prozent der Fondsanleger halten einen Anlagebeirat, in dem glaubwürdige Experten sitzen, für besonders wichtig. Auch die

Einführung eines branchenweiten Labels oder Zertifikats für klimaschutzorientierte Fonds würden etwa die Hälfte der Befragten begrüßen.

Für mehr als die Hälfte (55 Prozent) der Fondsanleger sind klimaschutzorientierte Fonds dann besonders interessant, wenn sie in Unternehmen investieren, die klimaschonende Produkte herstellen.

54 Prozent der Fondsanleger geben an, dass ihnen die Konzentration auf Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energien wichtig ist. Das Bestreben des Fondsmanagements, Unternehmen zu mehr Energieeffizienz aufzufordern, wird von knapp der Hälfte der Fondsanleger als wichtig empfunden.

35 Prozent der Fondsanleger ist wichtig, dass nur in besonders energieeffiziente Unternehmen investiert wird. Etwa ebenso vielen (32 Prozent) ist der Ausschluss weniger energieeffizienter Unternehmen aus ihrem Portfolio wichtig.

12 Prozent der befragten Fondsanleger glauben jedoch, dass die Berichterstattung der Banken und Fondsgesellschaften insgesamt unglaubwürdig ist und würden deshalb nicht in klimaschutzorientierte Finanzanlagen investieren würden.

## **2.3 Die Rolle von Information und Beratung**

### Kundenorientierung zwischen „Wissen“ und „Wollen“

79 Prozent der befragten Fondsanleger geben an, mit Finanzprodukten, die auf Klimaschutz ausgerichtet sind, einen Beitrag zum Klimaschutz leisten zu können. Allerdings wissen nur knapp zwei Drittel von diesen 79 Prozent um die konkreten Möglichkeiten der Verbindung von Geldanlagen und Klimaschutz. 35 Prozent kennen laut eigenen Angaben diese Möglichkeit bislang nicht.

- 43 Prozent, und damit fast die Hälfte aller befragten Fondsanleger, würden bei ihren Anlageentscheidungen auch tatsächlich gerne Klimaschutzaspekte mit berücksichtigen. Nur jeder Zehnte lehnt dies ab. Gleichzeitig geben nur 17 Prozent an, bereits heute Klimaschutzaspekte bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.
- 52 Prozent der Fondsanleger können sich vorstellen, Teile ihrer Altersvorsorge auf Investitionen in Finanzanlagen mit einem Beitrag zum Klimaschutz zu fokussieren. Nur jeder Zehnte investiert laut eigener Aussage bei seiner Altersvorsorge bereits in Geldanlagen mit Bezug zum Klimaschutz.



- Ein weiteres, konkretes Investitionsobjekt ist die Photovoltaik, in die man beispielsweise mithilfe des Erwerbs von Anteilen an einer Bürger-Photovoltaik-Genossenschaft investieren kann. 36 Prozent der Fondsanleger interessieren sich für entsprechende Anlagemöglichkeiten.

#### Kunden erwarten eine individuelle Beratung

Drei Viertel der der Fondsanleger erwarten eine individualisierte Bankberatung, die sich an ihren Rendite- und Risikovorstellungen sowie an der persönlichen Finanz- und Lebensplanung orientiert. Die Hälfte der Fondsanleger ist zudem der Ansicht, dass die Banken bzw. die Finanzberater auch eine Mitverantwortung für die Anlageentscheidung tragen.

Der Wunsch nach Beratung in Richtung Klimaschutz ist bei etwa einem Drittel (37 Prozent) der befragten Fondsanleger vorhanden. Jedoch trauen nur 17 Prozent ihren Finanzberatern eine kompetente Beratung zu klimaschutzorientierten Geldanlagemöglichkeiten zu.

- 63 Prozent der befragten Fondsanleger geben zwar an, dass Ihnen die Möglichkeiten einer Verbindung von Geldanlagen und Klimaschutz bekannt ist. Gleichzeitig fühlen sich nur 14 Prozent der befragten Fondsanleger, laut eigener Einschätzung durch ihr Kreditinstitut, sehr gut informiert.
- Knapp zwei Drittel aller befragten Fondsanleger geben an, bislang noch nicht auf solche Anlagemöglichkeiten angesprochen worden zu sein.
- Knapp zwei Drittel der Fondsbesitzer, die bei ihren Anlageentscheidungen gerne auch Klimaschutzaspekte berücksichtigen würden (43 Prozent), wurden bislang von ihrem Bankberater noch nicht auf solche Geldanlagemöglichkeiten aufmerksam gemacht.
- 40 Prozent derjenigen, die glauben, durch die Entscheidung bei Finanzprodukten einen Beitrag zum Klimaschutz leisten zu können (80 Prozent), haben einen starken Wunsch nach engagierter Beratung in Richtung Klimaschutz bei der Geldanlage.

## **2.4 Schlussfolgerungen: Informations- und Beratungsbedarf für Fondsanleger**

Transparente Information ist entscheidend für das Vertrauen in die Qualität des Fonds: Die Offenlegung der Anlagekriterien der klimaschutzorientierten Fonds halten 74 Prozent der Befragten für wichtig. Zudem wird es als entscheidend angesehen, ob die Unternehmen im Portfolio tatsächlich dem Anspruch genügen. Die Fondsanleger halten entweder einen Anlagebeirat oder auch ein Zertifikat oder Label für relevant, um diese Glaubwürdigkeit zu untermauern.

Sicherheit sowie finanzielle Rentabilität sind (aber) auch für klimaschutzorientierte Fondsanleger die wesentlichen Kriterien der Anlageentscheidung. Dies ist auch wirtschaftlich plausibel. Vor diesem Grund ist es relevant, dass die akademischen Studien der letzten Jahre bestätigen, dass es kein systematischer Performance-Nachteil von Nachhaltigkeitsfonds beobachtet werden konnte (Kap. 3).

Die Befragung der Fondsanleger zeigt zudem, dass die Zahl der Kunden, die sich mehr Informationen zu den Fonds mit Bezug zum Klimaschutz sowie eine engagierte Beratung wünschen, größer ist als der Anteil der Befragten, der bereits kompetent beraten wird.

Der Wettbewerb wird zeigen, welche Banken und Fondsgesellschaften die „Wissens- und Beratungslücke“ tatsächlich als Chance ergreifen können. Jedenfalls macht die Studie deutlich, dass es sich hier um ein durchaus relevantes Differenzierungsfeld für Banken und Vermögensverwalter und –berater handeln kann.

# **3 Die Performance von nachhaltigen und konventionellen Kapitalanlagen im Vergleich: Ein Überblick zur Literatur (Michael Schröder)**

## **3.1 Einleitung**

In den letzten 10 bis 15 Jahren ist der Markt für nachhaltige Kapitalanlagen (Socially Responsible Investments, abgekürzt: SRI) in Europa und den Vereinigten Staaten erheblich gewachsen. Das Interesse seitens der privaten und institutionellen Investoren lässt sich durch die folgenden Angaben zum Marktvolumen eindrücklich verdeutlichen: Anfang 2010 betrug das Anlagevolumen im Bereich nachhaltiger Kapitalanlagen in den Vereinigten Staaten etwa 2,5 Billionen US-Dollar, das sind ca. 10 Prozent der professionell verwalteten Anlagevermögen (siehe USSIF (2010)), in Europa war der Wert für das Marktvolumen Ende 2009 etwa 1,2 Billionen Euro und der Anteil am professionell verwalteten Vermögen ebenfalls 10 Prozent (siehe Eurosif (2011)).

Parallel zur Entwicklung des Marktes hat sich auch die wissenschaftliche Forschung zum Thema der nachhaltigen Kapitalanlagen intensiviert. Der Vergleich der Performance von SRI-Fonds mit konventionellen Fonds und Indizes begann schon Anfang der 1970er Jahre mit einer empirischen Studie von Moskowitz (1972). Seitdem wurden insbesondere in den 1990er Jahren sowie noch einmal verstärkt seit etwa 2000 zahlreiche neue Analysen durchgeführt und veröffentlicht, die mit unterschiedlichen ökonomischen Verfahren und methodischen Konzepten die Performanceunterschiede quantitativ erfassen.

Inzwischen sind auch schon mehrere Überblicksartikel erschienen, die den Stand der Forschung zum jeweiligen Zeitpunkt zusammenfassen. Von den jüngeren Artikeln ist hier insbesondere Renneboog et al. (2008a) zu erwähnen. In UNEP (2007) werden auch Studien von Bankpraktikern umfassend berücksichtigt. Chegut et al. (2011) geben einen Überblick zum Stand der Methodik der ökonomisch ausgerichteten Performanceanalyse.

Das Interesse aus finanzwirtschaftlicher Sicht erschließt sich vor allem aus der portfoliotheoretischen Überlegung, dass Einschränkungen des Anlageuniversums die Performance verschlechtern sollten. In einer theoretischen Studie kommt Geczy et al.

(2005) auf Basis von simulierten optimalen Portfolios auch entsprechend zu dem Ergebnis, dass Investoren, die in SRI anlegen, einen Preis in Form einer geringeren risikoadjustierten Rendite zu zahlen haben.<sup>3</sup>

Der weitaus größte Teil der empirischen Studien, die auf statistischen und ökonometrischen Schätzungen beruhen, finden jedoch heraus, dass es keinen signifikanten Unterschied in der risikoadjustierten Rendite zwischen SRI-Fonds und SRI-Indizes im Vergleich zu konventionellen Fonds und Indizes gibt. Einige Studien wie etwa Derwall et al. (2005) finden sogar überraschend hohe Überrenditen von bestimmten Portfoliokonstruktionen in SRI-Aktien.<sup>4</sup>

Der vorliegende Literaturüberblick konzentriert sich auf die neuesten Ergebnisse der wissenschaftlichen Forschung zur Performance von nachhaltigen Kapitalanlagen sowie zu den Zusammenhängen zwischen Corporate Social Responsibility (CSR)<sup>5</sup> und Finanzierungskosten. Er ergänzt damit die bisherigen Überblicksartikel um die wichtigsten der inzwischen erschienenen neuen Studien. Außerdem bezieht sich dieser Literaturüberblick nicht nur auf die üblicherweise betrachteten Anlagen in Aktien sondern bezieht auch Studien zu den Effekten von SRI-Ratings auf Anleihen, Kredite, Ausfallrisiken sowie Immobilieninvestitionen ein. Bei den Analysen, die sich auf Aktien beziehen, werden außerdem Portfolios aus so genannten „Sin“-Stocks, also den „Gegenspielern“ von SRI-Anlagen berücksichtigt.

Der Literaturüberblick ist folgendermaßen strukturiert. Im nachfolgenden Kapitel 3.2 werden die neuesten Forschungsergebnisse zu SRI-Fonds und SRI-Indizes dargestellt.

Daran schließt sich in Kapitel 3.3 eine ausführliche Analyse von Studien zu so genannten Long-Short-Portfolios an. Diese Portfolios bestehen aus Long-Positionen in den Aktien, die ein sehr gutes SRI-Rating aufweisen, und aus Short-Positionen in den schlecht gerateten Unternehmen. Diese Portfoliokonstruktion entspricht derjenigen von Hedge-Fonds, die ausschließlich auf den Informationen von SRI-Ratings aufbauen. Die

---

3 Die Höhe der Renditeeinbußen hängt allerdings sehr stark von den Annahmen des Modells und insbesondere dem unterstellten Verhalten der Investoren und den Fähigkeiten der Fondsmanager ab.

4 Siehe hierzu Kapitel 3.3.

5 CSR wird üblicherweise definiert als “good corporate governance, sound environmental standards, and good management towards stakeholder relations” (siehe Renneboog et al. (2008a)). Dieses auf gute Unternehmensführung, sinnvolle Umweltstandards und gute Beziehungen zu den Anspruchsberechtigten des Unternehmens beruhende Konzept liegt auch (in unterschiedlicher Form) den verschiedenen SRI-Ratings zugrunde. Als deutsche Übersetzung von CSR kann der Begriff „Unternehmensnachhaltigkeit“ verwendet werden.

Performance dieser Long-Short-Portfolios wird daher vor allem durch die SRI-Ratings geprägt und bringt deren Informationsgehalt für die zukünftige Performance besonders deutlich zum Ausdruck.

Kapitel 4 widmet sich den so genannten „Sin“-Stocks. Dies sind solche Aktien, die nicht im nachhaltigen Anlageuniversum enthalten sind und durch ein so genanntes negatives Screening-Verfahren ausgeschlossen wurden. „Sin“-Stocks sind üblicherweise den Bereichen Glücksspiel, Alkohol, Tabak, Pornographie, Nuklearenergie und Waffenproduktion zuzuordnen.

Die Kapitel 3.5 und 3.6 konzentrieren sich auf Themengebiete, die bislang im Kontext der Forschung zu Corporate Social Responsibility noch eine eher geringe Rolle spielen. In Kapitel 3.5 wird untersucht, wie SRI-Ratings mit Fremdkapitalkosten und Ausfallwahrscheinlichkeiten von Krediten zusammenhängen. Kapitel 3.6 widmet sich Investitionen in Immobilien und insbesondere den Renditen und Risiken von „grünen“ Immobilien.

Kapitel 3.7 gibt einen Ausblick auf bestehende Lücken in der Forschung und bislang noch kaum betrachtete Anlageklassen und fasst die Schlussfolgerungen der Forschung für das Portfolio Management zusammen.

### **3.2 Performance von SRI-Fonds und SRI-Indizes**

Die ersten Studien zur Performance von SRI-Kapitalanlagen werden schon recht früh im Zuge der Anfangsentwicklung dieser Anlagekategorie durchgeführt. Eine der zentralen ersten Studien ist Moskowitz (1972). Das wesentliche Ergebnis der meisten Performancestudien ist, dass nachhaltige Kapitalanlagen keine signifikant verschiedene (risikoadjustierte) Wertentwicklung im Vergleich zu konventionellen Kapitalanlagen aufweisen.

Dies ist ein überraschendes Resultat, da theoretische Überlegungen auf Basis der Portfoliotheorie zu dem Ergebnis kommen, dass eine Einschränkung des Anlageuniversums, wie es die Beschränkung auf nachhaltige Kapitalanlagen darstellt, zu einer Verschlechterung der Performance führen sollte. Da möglicherweise eine verzerrte Schätzung dazu führt, das theoretisch zu erwartende Ergebnis nicht zu finden, bemühen sich zahlreiche Performancestudien um methodische Verfeinerungen.

In den älteren Studien (siehe zum Beispiel Luther et al. (1992), Hamilton et al. (1993) und White (1995)) wird für die Analyse ein einfaches Marktmodell verwendet, bei dem als einziger erklärender Faktor für die (Excess-) Renditen<sup>6</sup> eines SRI-Fonds lediglich die (Excess-) Renditen eines passenden Marktportfolios verwendet werden. Luther und Matatko (1994) ist die erste Studie, bei der als zusätzlicher Faktor die Renditen eines Indexes für Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung („Small Cap“-Index) verwendet wird. Dies ist eine wichtige Modellerweiterung, da Luther und Matatko herausfinden, dass ein zahlreiche SRI-Fonds einen größeren Teil des Portfolios in Unternehmen mit relativ kleiner Marktkapitalisierung investieren. Die Verwendung nur des Marktmodells führt in solchen Fällen zu einer (nach oben oder unten) verzerrten Schätzung der Performance des Fonds.

Methodisch fortgeschrittenere Untersuchungen verwenden entweder einen Matching-Ansatz oder so genannte Long-Short-Portfolios (siehe Kapitel 3), häufig kombiniert mit Multifaktormodellen. Diese Verfahren beziehen weitere Einflussfaktoren ein, die die Performanceschätzung für SRI-Fonds verbessern und damit auch die Ergebnisse der Performancevergleiche günstig beeinflussen können.

Beim Matching-Ansatz (siehe z.B. Mallin et al. (1995), Gregory et al. (1997), Statman (2000) und Kreander et al.(2002)) werden SRI-Fonds mit solchen konventionellen Fonds verglichen, die ähnliche Charakteristika aufweisen. In der Regel wird das Matching an Hand folgender Kriterien durchgeführt: Investmentuniversum sowie Größe und Alter der Fonds. Das Ziel ist es dabei, die Management- und Transaktionskosten der miteinander verglichenen Fonds korrekt zu berücksichtigen. Wie schon in den früheren Studien ist jedoch auch hier das Ergebnis der meisten Analysen, dass sich die Performance zwischen konventionellen und SRI-Fonds nicht signifikant unterscheidet.

Studien, die sich auf Aktienindizes konzentrieren, verfolgen ebenfalls das Ziel, die verzerrenden Einflüsse von Management- und Transaktionskosten zu vermeiden. Die Untersuchungen unter Verwendung von SRI-Aktienindizes liefern insgesamt kaum Ergebnisse, die auf Performanceunterschiede relativ zu konventionellen Aktienindizes hinweisen. Die Studien von Kurtz und DiBartolomeo (1996), Sauer (1997), DiBartolomeo und Kurtz (1999) und Statman (2000) untersuchen den Domini 400 Social-Index, den ältesten SRI-Index für US-Aktien, der seit Mitte 1990 unter Verwendung der KLD Ratings konstruiert wird. Als Benchmark dient der S&P500. Das

---

<sup>6</sup> Excess Renditen sind folgendermaßen definiert: Veränderungsrate der Kurse zur Vorperiode abzüglich des risikolosen Zinses.

Resultat zeigt keine signifikant unterschiedliche Performance der beiden Indizes. Garz et al. (2002) widmen sich der Analyse des Dow Jones Sustainability Index Europe und finden eine geringe, aber noch leicht signifikante Outperformance zum DJ STOXX 600-Index.

Eine umfassende Analyse von insgesamt 29 SRI-Aktienindizes wird von Schröder (2007) durchgeführt. Unter Verwendung von Multifaktormodellen werden Einzelgleichungen und Systeme von Gleichungen geschätzt, um die Performance der SRI-Indizes zu quantifizieren. Dabei werden jeweils ausgewählte spezifische Benchmark-Indizes verwendet, die in etwa der Hälfte der Fälle von den SRI-Indexbetreibern als offizielle Benchmark angegeben werden. Das Ergebnis zeigt, dass sich die (risikoadjustierte) Performance der SRI-Indizes nicht signifikant von derjenigen der Benchmarkindizes unterscheidet. Allerdings ergibt sich ein signifikant höheres Risiko der SRI-Indizes.

Die Studie von Bauer et al. (2005) verwendet Multifaktormodelle in Kombination mit einem Matchingansatz zur Überprüfung der Performance von SRI-Fonds aus Großbritannien, Deutschland und den USA. Dabei werden die Faktoren des 4-Faktorenmodells von Carhart (1997) eingesetzt. Diese Faktoren sind: das Marktportfolio; ein Portfolio, das die Renditeunterschiede zwischen Unternehmen mit hoher und geringer Marktkapitalisierung abbildet; ein drittes Portfolio, das die Renditeunterschiede zwischen Unternehmen mit niedriger und hoher Bewertung (Buchwert zu Marktwert) berücksichtigt sowie ein vierter Faktor, der den so genannten Momentumeffekt abbildet. Die wichtigsten Ergebnisse dieser Studie sind: Erstens, SRI-Fonds aus Deutschland und den USA haben eine leicht geringere Performance als die Benchmark und sind ebenfalls etwas schlechter als konventionelle Fonds, das umgekehrte trifft für britische SRI-Fonds zu. Allerdings sind diese Unterschiede alle nicht signifikant. Zweitens weisen SRI-Fonds teilweise andere Investmentstile auf als konventionelle Fonds. Insbesondere zeigt sich, dass deutsche und britische SRI-Fonds stärker in Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung investieren, während US SRI-Fonds hingegen relativ große Unternehmen zu bevorzugen scheinen, jeweils im Vergleich mit ausgewählten konventionellen Fonds.

Eine Untersuchung von Renneboog et al. (2008b) analysiert die Performance von weltweit 440 SRI-Aktienfonds und berücksichtigt dabei 17 Länder aus den Regionen Nordamerika, Europa und Asien. Der Vergleich der Performance der SRI-Fonds mit derjenigen, konventionell ausgerichteter Fonds mit Hilfe des Carhart-4

Faktorenmodells zeigt kaum signifikante Unterschiede. Für die Fonds aus Frankreich, Irland, Schweden und Japan ergibt sich jedoch eine signifikante negative Abweichung der SRI-Fonds von den Renditen der konventionellen Investmentfonds. Auch die Erweiterung des 4-Faktorenmodells im Sinne des Modellansatzes von Ferson und Schadt (1996), bei dem die Parameter zeitvariabel sind und von zentralen makroökonomischen Einflussfaktoren des Aktienmarktes abhängen,<sup>7</sup> führt zu ganz ähnlichen Ergebnissen.

Derwall und Koedijk (2009) ist die einzige Performancestudie, die sich mit SRI-Anleihefonds befasst. Die Autoren beziehen in ihre Studie 15 Anleihefonds sowie 9 gemischte Fonds ein. Die Anleihefonds konzentrieren sich auf US-Anleihen, die gemischten Fonds investieren darüber hinaus auch in US-Aktien. Zur Durchführung der Performanceanalyse wird mittels eines Matchingverfahrens für jeden SRI-Fonds eine Kontrollgruppe von 5 konventionellen Fonds gebildet. Die dabei verwendeten Matchingkriterien sind Fondsalter, Fondsgröße sowie die Anlagepolitik. Die Performance der SRI-Fonds, der Kontrollgruppen sowie der Differenz der Portfolios wird mit Hilfe von Faktormodellen untersucht.<sup>8</sup> Die SRI-Anleihefonds haben keine von den konventionellen Fonds signifikant abweichende Performance. Allerdings zeigt sich für die gemischten SRI-Fonds eine Outperformance, die mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 10% signifikant ist.

Derwall und Koedijk interpretieren ihre Ergebnisse dahingehend, dass Nachhaltigkeitskriterien bei Anleihefonds dem Investor zumindest keine Performanceminderung aufbürden. Dies ist auch das Fazit, das für die bisherigen empirischen Analysen zur Wertentwicklung von Fonds und Indizes nachhaltiger Kapitalanlagen gelten kann.

---

7 Renneboog et al. (2008b) verwenden bei der Anwendung des Verfahrens von Ferson und Schadt als konditionierende Variablen den Geldmarktzins, die Dividendenrendite, die Steigung der Zinsstrukturkurve sowie den so genannten Default Spread, der die Risikoprämie von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen angibt. Bei diesem Verfahren wird angenommen, dass die Strategie des Fondsmanagers z.B. von der Geldpolitik oder dem Konjunkturzyklus beeinflusst wird.

8 Die Faktoren des Basismodells sind die (Excess-) Returns eines breit ausgerichteten Anleiheindex; der Return Spread zwischen einem Index, der Anleihen mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit umfasst und einem Index für Staatsanleihen; der Return Spread zwischen einem Index für Hypothekenzinsen und einem Index für Staatsanleihen. Außerdem die Returns eines breiten US-Aktienmarktindizes, da die gemischten Fonds auch einen höheren Anteil an Aktien enthalten.



### 3.3 Performance von Long-Short-Portfolios

Eine Reihe neuerer Studien untersucht die Performance von so genannten Long-Short-Portfolios auf der Basis von SRI-Ratings. Diese speziell konstruierten Portfolios bieten den methodischen Vorteil, die Performanceunterschiede zwischen Unternehmen mit gutem und schlechtem SRI-Rating gezielt herauszuarbeiten. Das Long-Portfolio besteht aus Aktien, die ein sehr hohes Nachhaltigkeitsrating aufweisen, das Short-Portfolio aus Aktien mit sehr niedrigem Rating. In das Long-Portfolio wird ein Betrag X investiert, über das Short-Portfolio wird der gleiche Betrag leerverkauft. Damit weist das Long-Short-Portfolio keine Kapitalbindung auf. Falls die SRI-Ratings keinen Informationsgehalt über die zukünftige Kursentwicklung der Aktien enthalten, dann sollte die Performance des Long-Short-Portfolios nicht signifikant von null verschieden sein. Die ökonometrischen Analysen von Long-Short-Portfolios bestehen darin zu ermitteln, ob eine positive oder negative Performance vorliegt.<sup>9</sup> Wenn dies der Fall ist, dann ist damit gezeigt, dass die SRI-Ratings in einem signifikanten Zusammenhang mit der Aktienperformance stehen. Zusätzlich kann überprüft werden, ob sich die Performancebeiträge von hohen und niedrigen SRI-Ratings voneinander unterscheiden. Die ökonometrischen Schätzungen werden üblicherweise mit Multifaktormodellen durchgeführt.

Long-Short-Portfolios können sich als Vorlage für innovative Anlagen zum Beispiel Hedge Fonds auf Basis von SRI-Ratings eignen, da sie im Prinzip wie ein Hedge Fonds, der auf SRI-Ratings „wettet“, konstruiert werden. Eine weitere Besonderheit der Long-Short-Portfolios besteht darin, dass sie kaum auf Schwankungen des gesamten Aktienmarktes reagieren.

Auf Basis von Long-Short Portfolios gibt es derzeit zwei Studien, die breit angelegte SRI-Performanceanalysen für den US-Aktienmarkt durchführen. Derwall et al. (2005) verwenden die SRI-Ratings von Innovest. Das aus diesen Ratings gebildete Long-Short-Portfolio sowie die beiden Einzelportfolios werden mit Hilfe eines Multifaktormodells analog zu Bauer et al. (2005) untersucht. Das Ergebnis zeigt, dass eine hohe und signifikante Outperformance des Differenzportfolios vorliegt: die Outperformance beträgt ca. 5 Prozent pro Jahr. Bezogen auf die zwei Einzelportfolios zeigt sich, dass das Portfolio mit den „gut“ gerateten Unternehmen eine signifikant

---

<sup>9</sup> Bei diesen Schätzungen werden verschiedene Kontrollfaktoren verwendet, wie z.B. die drei Faktoren des Fama-French-Modells, um andere Erklärungen so weit wie möglich auszuschließen.

positive Outperformance aufweist, während die Performance des Portfolios mit den „schlechten“ Unternehmen zwar negativ aber nicht signifikant ist.

Kempf und Osthoff (2007) verwenden die SRI-Ratings von KLD für US-Unternehmen und führen ansonsten eine sehr ähnliche Untersuchung wie Derwall et al. (2005) durch. Auch sie finden eine signifikante und sehr hohe Outperformance für das Differenzportfolio aus „gut“ und „schlecht“ gerateten Unternehmen. Die höchste Outperformance mit 8,7% pro Jahr erzielen sie bei Anwendungen eines Best-in-Class Screenings,<sup>10</sup> wobei in den Portfolios nur die 5 Prozent besonders gut bzw. besonders schlecht gerateten Unternehmen verwendet werden. Die Outperformance sinkt deutlich, wenn der Kreis der Unternehmen erweitert wird, zum Beispiel auf die 25% am besten bzw. am schlechtesten gerateten Unternehmen. Dies ist ein besonders wichtiges Ergebnis dieser Analyse: Je höher das (durchschnittliche) SRI-Rating des Long-Portfolios ist desto höher ist die Outperformance.

Die Ergebnisse sind außerdem dann am besten, wenn alle 6 Ratingkategorien (Community, Diversity, Employee Relationships, Environment, Human Rights, Product) im Sinne eines Positiv-Filters angewandt werden. Analysiert auf Basis der einzelnen Ratingskategorien ergibt sich eine signifikante Outperformance nur für Community, Diversity und Employee Relationships, die Kombination aller 6 Kriterien übertrifft allerdings diese Einzelergebnisse. Genauso wie bei Derwall et al. (2005) ergeben sich signifikante Ergebnisse nur für die „gut“ gerateten Unternehmen sowie das Differenzportfolio, nicht aber für die als „schlecht“ bewerteten Unternehmen.

Schröder (2010) untersucht Long-Short-Portfolios, die unter Verwendung der Ratings von Bank Sarasin für USA und Europa konstruiert wurden.<sup>11</sup> Die Vorgehensweise ist grundsätzlich die gleiche wie in den beiden zuvor beschriebenen Studien. Für die US-Portfolios ergeben sich sehr ähnliche Ergebnisse wie in Derwall et al. (2005) und Kempf und Osthoff (2007): das Long-Portfolio sowie das Long-Short-Portfolio weisen eine signifikante Outperformance auf, das Short-Portfolio hingegen nicht. Mit ca. 8,9%

---

10 Beim Best-in-Class Ansatz orientiert sich die sektorale Struktur des SRI-Indexes an derjenigen eines konventionellen Benchmark-Indexes. Innerhalb des jeweiligen Sektors bestimmt die Höhe des SRI-Ratings das Gewicht der einzelnen Unternehmen. Die genaue Vorgehensweise kann allerdings von Index zu Index unterschiedlich sein. Auch der Ausschluss von Unternehmen oder ganzen Sektoren nach bestimmten Negativkriterien ist möglich.

11 Siehe Schröder (2007 Kapitel E.2.1)

pro Jahr ist die Outperformance des Long-Short-Portfolios sehr hoch und entspricht den höchsten Ergebnissen von Kempf und Osthoff.

Die Untersuchung von Edmans (2011) bestätigt die Resultate der zuvor beschriebenen vier Studien in Bezug auf den Effekt der Arbeitszufriedenheit auf die Aktienperformance. Arbeitszufriedenheit ist eines der sozialen Kriterien, das im Rahmen von SRI-Ratings verwendet wird. Edmans misst Arbeitszufriedenheit über die Zugehörigkeit eines Unternehmens zur Liste der „100 Best Companies to Work for in America“. Die Ergebnisse, die den Zeitraum 1984 bis 2009 umfassen, zeigen, dass der ökonomische Wert von Arbeitszufriedenheit nicht umfassend von den Aktienkursen widerspiegelt wird, sondern sich erst dann im Aktienkurs zeigt, wenn das Unternehmen einen hohen wirtschaftlichen Erfolg nachweisen kann. Die Investition in ein Portfolio, das sich aus den an der Börse gehandelten „100 Best Companies“ zusammensetzt führte in der Beobachtungsperiode zu einer Outperformance von ca. 2 bis 3,5% pro Jahr je nach Konstruktion des Portfolios. Dies ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass sich soziale SRI-Kriterien positiv auf die Performance von Aktienportfolios auswirken können. Die von Edmans gefundene systematische Unterschätzung des Einflusses von intangiblen Unternehmenscharakteristika durch den Aktienmarkt könnte eine der Ursachen für die Outperformance von nachhaltigen Kapitalanlagen bei Anwendung der Methode der Long-Short-Portfolios sein.

Die Resultate für die USA zeigen somit eine signifikante und recht hohe Outperformance von Portfolios, die mit Hilfe von SRI-Ratings erstellt wurden. Bemerkenswert an den Ergebnissen von Schröder (2010) ist indes, dass sich für die Europa-Portfolios ein deutlich schlechteres Resultat ergibt. Zwar weist das Long-Portfolio eine signifikante Outperformance von ca. 4,8% pro Jahr auf, hingegen ist die Outperformance des Short-Portfolios sowie des Differenzportfolios nicht von null verschieden. Die besonders hohe Outperformance, die für USA gefunden wurden bestätigt sich für Europa nur eingeschränkt.

Außerdem zeigt sich in Schröder (2010), dass nur Portfolios auf Basis der Sarasin-Branchenratings, nicht jedoch der Unternehmensratings eine Outperformance aufweisen. Zumindest bei den SRI-Ratings von Sarasin ist daher nicht die Unternehmensauswahl sondern die Branchengewichtung entscheidend.

Die zumindest für die USA sehr deutlich positiven Ergebnisse bezüglich der Outperformance von nachhaltigen Kapitalanlagen stehen scheinbar im Widerspruch zu

den Performanceschätzungen für Fonds und Indizes, die überwiegend keine Outperformance finden.<sup>12</sup> Der Grund für diese Unterschiede könnte darin liegen, dass – wie Derwall et al. (2005) und Kempf und Osthoff (2007) zeigen – die Performance steigt, wenn man nur die extremen (positiven und negativen) SRI-Ratings für die Portfoliobildung verwendet.

Die meisten der existierenden SRI-Aktienindizes sind nach dem Best-in-Class Ansatz konstruiert, wobei die „gut“ gerateten Unternehmen mit einem besonders hohen Gewicht in die Indizes eingehen. Da die meisten dieser Aktienindizes aber nicht nur wenige sehr gut geratete Unternehmen enthalten, sondern auch eine große Anzahl eher mittelmäßig eingestufte Unternehmen, könnten die Ergebnisse dadurch deutlich verwässert werden. Darauf weisen die Analysen von Kempf und Osthoff unter Verwendung der Top-50% SRI-Ratings hin. In diesem Fall finden die Autoren keine signifikante Outperformance mehr, im Gegensatz zu den hoch signifikanten positiven Werten für die Outperformance wenn z.B. nur in die Top-5% investiert wird.

### **3.4 Performance von „Sin“-Stocks**

Die Analyse der Performance von so genannten „Sin“-Stocks kann weiteren Aufschluss über die Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit und Aktienperformance geben. „Sin“-Stocks sind diejenigen Aktien, die durch Anwendung von negativen Screening-Verfahren auf ein vorgegebenes Anlageuniversum entstehen. Diejenigen SRI-Fonds, die ein negatives Screening einsetzen, schließen vor allem Unternehmen aus, die einen großen Teil ihres Umsatzes in den Bereichen Glücksspiel, Alkohol, Pornographie, Tabak, Nuklearenergie oder Waffenproduktion erzielen.

Während in den letzten Jahrzehnten das Interesse von Anlegern in SRI deutlich zugenommen hat, wurden die „Sin“-Stocks in den Portfolios beispielsweise von institutionellen Investoren zunehmend untergewichtet (vgl. z.B. Hong und Kacperczyk (2009)). Beides, die stärkere Gewichtung von SRI-Aktien und die geringere Gewichtung ihres Gegenstücks könnte sich im Bewertungsniveau der jeweiligen Aktiengruppen und deren Performance niedergeschlagen haben.

Hong und Kacperczyk (2009) konzentrieren ihre Untersuchung auf „Sin“-Stocks in den USA, die den Bereichen Alkohol, Tabak und Glücksspiel zuzuordnen sind. Für den

---

<sup>12</sup> Siehe z.B. Schröder (2007).

Zeitraum von 1926 bis 2004 können die Autoren zeigen, dass ein Long-Short-Portfolio, bei dem in „Sin“-Stocks investiert wird und vergleichbare konventionelle Aktien leerverkauft werden, eine Outperformance von ca. 4,7% pro Jahr aufweist. Diese hohe Zusatzrendite ist nach Hong und Kacperczyk (2009) eine Risikoprämie für Gerichtskosten und Strafzahlungen denen diese Aktien möglicherweise in der Zukunft ausgesetzt sind.<sup>13</sup> El Ghoul et al (2011) können diese höheren Eigenkapitalkosten für die zwei „Sin“-Bereiche Tabak und Nuklearenergie nachweisen.

Fabozzi et al. (2009) weisen außerdem darauf hin, dass die meisten „Sin“-Sektoren überdurchschnittlich stark reguliert werden und dass eine recht hohe Markteintrittsbarriere für neue Wettbewerber vorliegt. Dadurch könnten die Unternehmen teilweise monopolartige Gewinne entwickeln.

„Sin“-Stocks sind außerdem in den Portfolios von institutionellen Investoren unterrepräsentiert und erfahren eine geringere Aufmerksamkeit durch Unternehmensanalysten als vergleichbare Aktien. Dadurch ist der Marktpreis dieser Aktien relativ zu ihrem Buchwert unterdurchschnittlich, es liegt ein „underpricing“ vor, der das Ergebnis einer systematisch geringeren Nachfrage seitens der Investoren ist.<sup>14</sup> Aufgrund dieses relativ niedrigen Marktpreises und der damit verbundenen höheren Eigenkapitalkosten weisen die Unternehmen einen geringeren Finanzierungsanteil in Eigenkapital und entsprechend einen höheren in Fremdkapital auf.

Fabozzi et al. (2009) kommen zu einem ganz ähnlichen Ergebnis für „Sin“-Aktien aus 21 Ländern, die sie für den Zeitraum 1970 bis 2007 analysieren. Sie betrachten dabei ein erweitertes „Sin“-Anlageuniversum, das sich auf die Bereiche Alkohol, Pornographie, Glücksspiel, Tabak, Waffenproduktion und Gentechnik bezieht. In 16 der betrachteten Länder erzielen „Sin“-Stocks eine höhere jährliche Wertentwicklung als ein ausgewählter Vergleichsindex, der den jeweiligen nationalen Aktienmarkt abbildet. Die jährlichen Zusatzrenditen, die sich aus einem Marktmodell ergeben, sind teilweise sehr hoch, z.B. 27,95% für die USA, 26,25% für Italien, 25,65% für Schweden. Nur für Portugal ist die Zusatzrendite nicht signifikant von null verschieden,

---

13 Zum Beispiel wegen verdeckter Altlasten, einem sorglosen Umgang mit natürlichen Ressourcen oder der Schädlichkeit von Produkten.

14 Für SRI-Aktien finden Galema et al. (2008) ein „overpricing“, also ein relativ hohes Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis. Das große Interesse von Anlegern hat im Durchschnitt den Kurs dieser Aktien in den USA auf ein höheres Niveau gehoben, als dies für vergleichbare konventionelle Aktien der Fall ist. Dadurch haben sich die Eigenkapitalkosten für Unternehmen mit hohem SRI-Rating relativ reduziert.

in keinem Land ist sie negativ. Bezüglich der sechs Auswahlkriterien für das „Sin“-Anlageuniversum zeigt sich eine Bandbreite der Outperformance von einem Maximum von 49,15% p.a. für Glücksspiel bis zu einem Minimum von 1,4% p.a. für Pornographie. Kritisch an dieser Studie ist allerdings, dass für die Schätzung der Outperformance nur ein Marktmodell verwendet wird und die üblicherweise einbezogenen weiteren Faktoren des Fama-French oder des Carhart-Modells nicht berücksichtigt werden. Dies könnte zu einem zu hohen Schätzwert für die Zusatzrendite führen.

Die Untersuchung von Derwall et al. (2011) ergänzt die beiden zuvor dargestellten Analysen. Die Autoren finden sowohl für ein „Sin“-Portfolio als auch für ein SRI-Portfolio signifikante Überrenditen. Die Schätzungen beziehen sich auf die Periode von 1992 bis 2008. Auf Basis der Ratings von KLD<sup>15</sup> werden die beiden Portfolios zusammengestellt. Die „Sin“-Stocks umfassen die Bereiche Alkohol, Glücksspiel, Tabak, Waffenproduktion und Atomenergie, also wieder eine andere Zusammensetzung als sie Hong und Kacperczyk (2009) und Fabozzi et al. (2009) gewählt haben. Das SRI-Portfolio wird über die Ratingkategorie „Arbeitszufriedenheit“ bestimmt.

Ganz ähnliche Ergebnisse finden Statman und Glushkov (2009). Sie verwenden die gesamte Bandbreite der SRI-Kriterien von KLD (und nicht nur die Arbeitszufriedenheit). Sowohl die nach Positiv-Filtern ausgewählten SRI-Aktien als auch die „Sin“-Stocks weisen eine signifikante Outperformance relativ zu ihren jeweiligen Benchmarks auf.

Eine ergänzende Analyse führen Jégourel und Maveyraud (2010) durch. Die Autoren untersuchen, wie sich die Intensität von negativen Screenings auf die Performance von SRI-Portfolios auswirkt. Die Intensität wird dabei durch die Anzahl der angewandten Bereiche, die für den Ausschluss der „Sin“-Stocks verwendet werden, bestimmt. Sie finden heraus, dass eine Erhöhung der Intensität mit einer Verminderung der risikoadjustierten Performance einhergeht. Also je höher die Anzahl der verwendeten Negativkriterien ist, desto schlechter ist die Performance des restlichen Portfolios.

Für die Portfoliokonstruktion von SRI-Fonds lässt sich aus den Ergebnissen dieses Kapitels der Schluss ziehen, dass negative Screening-Verfahren möglichst vermieden

---

15 KLD Research & Analytics war eine der ältesten unabhängigen SRI-Ratingagenturen und SRI-Indexbetreiber. KLD Research & Analytics gehört heute zu MSCI.

werden sollten, da sich sonst die Performance verschlechtert. Als Methodik zur Konstruktion der SRI-Portfolios empfiehlt sich hingegen der Best-in-Class-Ansatz.

### 3.5 SRI-Ratings, Kreditkosten und Ausfallrisiko

Die Analysen der vorangegangenen Kapitel beziehen sich fast ausschließlich auf Aktien und speziell die Zusammenhänge zwischen SRI-Ratings und der Aktienperformance. Einige Studien konnten zeigen, dass die Kosten für eine Finanzierung mit Eigenkapital für Unternehmen mit hohem SRI-Rating geringer sind als diejenigen vergleichbarer konventioneller Unternehmen (siehe z.B. Galema et al. (2008) und El Ghouli et al. (2011)), während umgekehrt die Eigenkapitalkosten für „Sin“-Stocks höher sind (vgl. Hong und Kacperczyk (2009), Fabozzi et al. (2009) und El Ghouli et al. (2011)). Hieraus lässt sich indirekt der Schluss ziehen, dass für die relativen Kosten der Fremdkapitalfinanzierung ähnliche Beziehungen gelten. Zumindest für die Finanzierung mit Anleihen können Derwall und Koedijk (2009) dies über eine Analyse der Performance von Anleihefonds jedoch nicht nachweisen.

Einige Studien beziehen sich direkt auf die Zusammenhänge zwischen SRI-Ratings und Kreditkosten, um den Einfluss der Nachhaltigkeitsbewertung auf die Fremdkapitalfinanzierung zu untersuchen. Banken konzentrieren sich bei der Bewertung von Kreditanfragen vor allem darauf, die Fähigkeit des Unternehmens zur Rückzahlung des Kredites einzuschätzen. Daher sollten Unterschiede in den relativen Kreditkosten zwischen Unternehmen Rückschlüsse auf die dahinter liegenden unterschiedlichen Ausfallrisiken zulassen. Wenn Unternehmen mit einem höheren SRI-Rating langfristig eine bessere finanzielle Performance und eine geringere Anfälligkeit für Extremrisiken aufweisen, wie die Befürworter von einem nachhaltigen Unternehmensmanagement vermuten, dann sollte sich dies in geringeren Kreditkosten niederschlagen. Umgekehrt sollten höhere Kosten und eine geringere Profitabilität, die durch das Nachhaltigkeitsengagement des Unternehmens verursacht werden könnten, die relativen Kosten von Krediten erhöhen.

Goss und Roberts (2011) führen eine Untersuchung zu den Kreditkosten für 650 US-Unternehmen für den Zeitraum 1991 bis 2006 durch. Für die Beurteilung der Nachhaltigkeit der Unternehmen greifen sie auf die Informationen von KLD zurück. Die Ergebnisse zeigen, dass Unternehmen mit einem unterdurchschnittlichen SRI-Rating einen leichten Aufschlag bei den Kreditkosten in Höhe von 5 bis 11 Basispunkten zu zahlen haben. Der Vergleich zwischen den Unternehmen in der schlechtesten und der besten SRI-Ratingklasse ergibt einen Unterschied von 23 Basispunkten. Diese Ergebnisse sind zwar statistisch signifikant, aber ökonomisch von eher geringer Bedeutung.



Die Studie von Oikonomou et al. (2011) analysiert ebenso wie Goss und Roberts (2011) den Zusammenhang zwischen Corporate Social Responsibility (CSR) und den Kosten von Fremdkapital von US-Unternehmen unter Verwendung der Ratings von KLD. Im Unterschied zu Goss und Roberts werden allerdings nicht die Kreditkosten sondern die Kosten der Fremdkapitalaufnahme über Unternehmensanleihen betrachtet. Die Autoren zeigen, dass ein besseres SRI-Rating den Renditeabstand der Unternehmensanleihen zu risikoärmeren Staatsanleihen reduziert. Dies ist vor allem auf die SRI-Ratingkriterien „Unterstützung der lokalen Kommunen“, „höhere Produktsicherheit und Qualität“ und „Vermeidung von Konflikten mit den Mitarbeitern“ zurückzuführen. Ein besonderes Engagement des Unternehmens in den Schutz von Minderheiten scheint hingegen den Renditeabstand zu erhöhen.

Cheng et al. (2011) untersuchen, ob es bei US-Unternehmen Unterschiede im Zugang zu Kapital für verschiedene Ausprägungen von SRI-Ratings gibt. Die SRI-Ratings werden der Asset4-Datenbank von Thomson Reuters entnommen. Die Ergebnisse zeigen, dass Unternehmen mit einem höheren SRI-Rating in geringerem Ausmaß von Kapitalbeschränkungen betroffen sind.<sup>16</sup> Cheng et al. (2011) führen dies vor allem darauf zurück, dass ein starkes Engagement in Corporate Social Responsibility mit dem Aufbau von gegenseitigem Vertrauen und einer längerfristig ausgerichteten Unternehmenspolitik einhergeht, was die so genannten Agency-Costs<sup>17</sup> und damit die geforderte Risikoprämie reduziert. Außerdem scheinen Unternehmen, die sich stark in Unternehmensnachhaltigkeit engagieren auch eine transparentere Informationspolitik zu betreiben. Die Studie von Cheng et al. (2011) ist die einzige mit einer breiten internationalen Ausrichtung. Sie bezieht Daten von 49 Ländern im Zeitraum von 2002 bis 2009 ein.

Einige weitere Studien beziehen sich auf ausgewählte Teilaspekte von Unternehmensnachhaltigkeit auf die Kosten von Fremdkapital. Die Studie von Sharfman und Fernando (2008) sowie Bauer und Hann (2010) konzentrieren sich auf die umweltökonomischen Elemente von SRI-Ratings und deren Einfluss auf die

---

16 Restriktionen beim Zugang zu Kapital werden über einen von Kaplan und Zingales (1997) entwickelten Index gemessen, der eine Linearkombination von fünf Bilanzkennzahlen darstellt.

17 Agency Costs umfassen vor allem die Kosten, die zur Überwachung einer Vertragseinhaltung aufgebracht werden müssen.

Fremdkapitalkosten von US-Unternehmen.<sup>18</sup> Sharfman und Fernando zeigen, dass Unternehmen die ein relativ gutes Umwelt-Risikomanagement aufgebaut haben, von insgesamt geringeren Finanzierungskosten profitieren. Außerdem scheinen sie einen besseren Zugang zu Fremdkapital zu haben, was sich in einem vergleichsweise hohen Leverage bemerkbar macht. Bauer und Hann können nachweisen, dass Unternehmen, deren KLD-Umweltrating relativ hoch ist, geringere Kosten bei der Finanzierung mit Unternehmensanleihen und ein höheres Kreditrating aufweisen.

Bauer et al. (2009) konzentrieren sich auf die Zusammenhänge zwischen (guten) Arbeitnehmerbeziehungen und den Kosten der Finanzierung über Unternehmensanleihen in den USA. Die Arbeitnehmerbeziehungen werden wie bei der zuvor beschriebenen Studie von Goss und Roberts (2011) aus Daten von KLD konstruiert. Die erste zu erklärende Variable ist die Differenz zwischen der geforderten Rendite am Tag der Emission der Unternehmensanleihe und der Rendite für Staatsanleihen. Weitere zu erklärende Variablen sind das Anleiherating sowie das Rating des emittierenden Unternehmens. Die Untersuchung bezieht sich auf den Zeitraum von 1995 bis 2006 und umfasst 568 Unternehmen und 2265 Unternehmensanleihen. Das zentrale Resultat der Studie ist, dass Unternehmen mit besseren Arbeitnehmerbeziehungen geringere Finanzierungskosten (bezogen auf Unternehmensanleihen), höhere Kreditratings und ein geringeres firmenspezifisches Risiko aufweisen.

Verwijmeren und Derwall (2010) beziehen sich ebenfalls auf die Arbeitnehmerbeziehungen als SRI-Variable und verwenden zur Erstellung dieser Variablen – wie die zuvor beschriebenen zwei Studien – Daten von KLD. Die Analysen beziehen sich auf die Jahre von 2001 bis 2005 und beziehen ca. 7500 US-Unternehmen ein. Die Ausgangshypothese ist, dass Unternehmen, die sich um besonders gute Arbeitnehmerbeziehungen bemühen, auch ein geringeres Konkursrisiko aufweisen, da sie weniger risikoreiche Strategien verfolgen. Die empirischen Ergebnisse der ökonometrischen Schätzungen zeigen, dass bei Unternehmen mit guten Arbeitnehmerbeziehungen ein geringerer Verschuldungsgrad vorliegt, also ein niedrigeres Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital. Außerdem weisen sie bessere Kreditratings auf. Beides steht in engem Zusammenhang mit einem geringeren Konkursrisiko.

---

18 Sharfman und Fernando (2008) untersuchen auch den Zusammenhang mit den Eigenkapitalkosten.

Die Ergebnisse der beschriebenen Studien zeigen eine signifikante Beziehung zwischen einem nachhaltigen Unternehmensmanagement (insbesondere in Bezug auf die Arbeitnehmerbeziehungen), der Höhe der Kreditkosten und dem Ausfallrisiko. Je höher die Unternehmensnachhaltigkeit eingestuft wird, desto geringer ist das Ausfallrisiko (von Krediten und Unternehmensanleihen) und desto geringer sind die Kosten der Fremdkapitalfinanzierung. Allerdings beziehen sich alle diese Studien auf die Vereinigten Staaten und es kann nicht selbstverständlich angenommen werden, dass sich diese Resultate eins-zu-eins auf andere Länder übertragen lassen.

### **3.6 „Grüne“ Immobilienanlagen**

Die Energieeffizienz von Gebäuden ist von großer Bedeutung für den Energieverbrauch und die Energieeffizienz einer Volkswirtschaft. In manchen Ländern, wie etwa in Deutschland, werden der Neubau besonders energieeffizienter Gebäude und die Verbesserung der Energieeffizienz bei Bestandsimmobilien staatlich gefördert, zum Beispiel durch günstige Kredite. Inzwischen gibt es zahlreiche Studien, die sich speziell mit den Zusammenhängen zwischen Energieeffizienz (gemessen z.B. über spezielle Gütesiegel) und der Rendite für Gewerbeimmobilien in den Vereinigten Staaten befassen. Nur für wenige andere Länder wie z.B. Großbritannien und die Niederlande gibt es ebenfalls solche empirischen Analysen.

Eichholtz et al. (2010) untersuchen, ob sich Investitionen in die Energieeffizienz von Gebäuden auch dann wirtschaftlich lohnen, wenn diese Investitionen nicht staatlich gefördert werden. Die Autoren verwenden einen Datensatz mit ca. 10000 Gewerbeimmobilien aus allen Bundesstaaten der Vereinigten Staaten. Sie möchten herausfinden, ob und in welchem Umfang die Energieeffizienz eines Gebäudes durch höhere Mieteinnahmen und einen höheren Marktpreis der Gebäude honoriert werden. Die Ausgangshypothese eines positiven Einflusses der Energieeffizienz auf Höhe von Mieten und Verkaufspreis begründen Eichholtz et al. (2010) unter anderem mit (1) der Einsparung von Ressourcen beim Betrieb des Gebäudes, (2) einer höheren Produktivität der Mitarbeiter, die in den Gebäuden arbeiten, hervorgerufen durch ein besseres Innenklima, (3) einen Imagegewinn für ein Unternehmen, das besonders „grüne“ Gebäude anmietet und nutzt, (4) eine möglicherweise erhöhte Lebensdauer und geringere Marktwertschwankungen, die durch die auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Bauweise zurück zu führen sind.

In der Studie wird ein Matchingansatz verfolgt: Gebäude mit besonders hoher Energieeffizienz werden mit solchen mit durchschnittlicher Energieeffizienz verglichen, die ansonsten vergleichbar sind und sich in unmittelbarer Umgebung befinden. Zusätzlich zur tatsächlichen Energieeffizienz werden auch spezielle Gütesiegel für Energieeffizienz, die für manche der Gebäude vergeben wurden, in die Untersuchung einbezogen.

Die empirische Untersuchung führt zu dem Ergebnis, dass die Miete pro Quadratmeter um ca. 3% höher ist wenn das Gebäude ein Gütesiegel vorweisen kann, die so genannten effektiven Mieten<sup>19</sup> sind sogar um etwa 7% höher und der Verkaufspreis liegt um ca. 16% über dem vergleichbarer Gewerbeimmobilien ohne Gütesiegel. Darüber hinaus zeigt die Studie, dass – unabhängig von der Vergabe eines Gütesiegels - eine Verminderung des Energieverbrauchs um 10% zu einer Steigerung des Gebäudewertes von einem Prozent führt. Zu ähnlichen Ergebnissen für US Gewerbeimmobilien kommt auch die Studie von Fuerst und McAllister (2011a).

Reichardt et al. (2011) bestätigt mit Hilfe einer Panelanalyse für US Gewerbeimmobilien die Ergebnisse der anderen Studien, die auf Querschnittsdaten basieren. Die für die USA gefundenen Resultate in Bezug auf den Einfluss von Energieeffizienz-Gütesiegeln auf die Mieteinnahmen und die Marktpreise von Gewerbeimmobilien scheinen somit recht belastbar zu sein. Reichardt et al (2011) weist zusätzlich darauf hin, dass die für Energieeffizienz gezahlten Mietprämien eine deutliche Variabilität über die Zeit aufweisen.

Für die Niederlande kommen Brounen und Kok (2011) zu dem Ergebnis, dass eine bessere Energieeffizienz von Häusern deren Marktpreis signifikant erhöht. Für Großbritannien finden Fuerst und McAllister (2011b) jedoch keinen Effekt von Energieeffizienz auf Mieten und Marktpreise.

Die Studie von Eichholtz et al. (2011) analysiert den Effekt von grünen Gütesiegeln in den USA auf die wirtschaftlichen Kennzahlen von Immobilienportfolios im Zeitraum von 2000 bis 2011. Dabei konzentriert sich die Untersuchung auf Real Estate Investment Trusts (REITs). REITs sind börsennotierte Unternehmen, deren Aufgabe das erfolgreiche Management eines Immobilienportfolios ist. Im ersten Schritt berechnen Eichholtz et al. den Anteil „grüner“ Immobilien, die im Bestand der verschiedenen REITs sind. Im zweiten Schritt untersuchen sie den Einfluss des Anteils „grüner“

---

<sup>19</sup> Effektive Mieten werden durch Einbezug der tatsächlichen Vermietungsquote berechnet.

Immobilien auf die wirtschaftlichen Kennzahlen: ein höherer Anteil von Immobilien mit Energieeffizienz-Gütesiegel erhöht sowohl die Gesamtkapitalrendite (Return on Assets) als auch die Eigenkapitalrendite (Return on Equity). In einem dritten Schritt wird die Aktienkursentwicklung der REITs analysiert. Ein höherer Portfolioanteil von Unternehmen mit Energieeffizienz-Gütesiegel führt nicht zu einer Outperformance, aber er senkt die Reagibilität des Aktienkurses von REITs in Bezug auf Veränderungen des gesamten Aktienmarktes. Dies bedeutet, dass das so genannte „Beta“-Risiko von REITs abnimmt, wenn sie einen höheren Anteil an „grünen“ Immobilien halten. Dies könnte zurückzuführen sein auf eine geringere Anfälligkeit der REITs auf Veränderungen von Energiepreisen und Umweltgesetzen.

Die Ergebnisse der Studien zeigen, dass in den Vereinigten Staaten die Steigerung der Energieeffizienz zur höheren Profitabilität von Gewerbeimmobilien führt, entweder direkt über höhere Mieten und Marktwerte oder indirekt über den Gewinn von REITs. Derzeit noch unklar ist, ob und inwieweit sich die Resultate auch auf die Situation in anderen Ländern übertragen lassen.

### **3.7 Ausblick**

Die Beschreibung der Resultate der Studien zu Aktien, Anleihen, Kreditkosten und Immobilien hat zu einem recht deutlichen Ergebnis geführt: eine höhere Unternehmensnachhaltigkeit wirkt sich auf die Aktienkursperformance, die Fremdkapitalkosten und das Ausfallrisiko der Unternehmen sowie die Rentabilität von Gewerbeimmobilien vorteilhaft aus. Eine Einschränkung besteht darin, dass sich einige der Resultate nur auf die Vereinigten Staaten beziehen und eine Gültigkeit für andere Länder oder Regionen nicht ohne weiteres angenommen werden kann. Trotz dieser Einschränkung zeigt sich eine bemerkenswert hohe statistische und ökonomische Signifikanz der wirtschaftlichen Bedeutung von Nachhaltigkeit auf den Erfolg von Kapitalanlagen und die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen.

Trotz der inzwischen vorliegenden Breite an Assetklassen, die im Rahmen der Forschung zu SRI eine Rolle spielen, beziehen sich die meisten Studien auf Aktien. Die hier dargestellten Analysen für Anleihen, Kreditkosten und Ausfallrisiko sowie Immobilien haben zwar zu interessanten und deutlichen Ergebnissen geführt, diese Assetklassen sind allerdings noch bei weitem nicht so intensiv im Zusammenhang mit SRI erforscht als Aktien. Nicht zuletzt betrifft dies die größtenteils fehlende

internationale Ausrichtung der Studien. Auch die Zeiträume, für die verlässliche Daten für empirische Analysen vorliegen, sind teilweise noch sehr begrenzt und erlauben keine langfristigen Aussagen, was gerade für die Wirkungen von Unternehmensnachhaltigkeit von besonderer Bedeutung wäre.

Manche Assets, insbesondere aus dem Bereich der „Alternative Investments“, fehlen bislang sowohl in der Forschung und als auch weitgehend in der Praxis.<sup>20</sup> Dies sind vor allem die Anlageklassen Venture Capital, Private Equity, Rohstoffe, Hedge Fonds und Infrastrukturinvestitionen.

Auch Portfolioanalysen, die für konventionelle Anlagen in sehr großer Zahl vorliegen, etwa zu den Diversifikationseffekten und den Einflüssen auf die Renditeverteilung sind bislang für SRI nicht oder kaum durchgeführt worden.<sup>21</sup>

Daher drängt sich trotz der durchaus beeindruckenden Anzahl und Qualität von Studien zu SRI der Eindruck auf, dass das Forschungspotenzial alleine im Bereich des Asset Managements von nachhaltigen Kapitalanlagen noch recht groß ist.

Gleichwohl lassen sich aus den bisherigen Studien schon einige klare Hinweise für das Portfolio Management von nachhaltigen Kapitalanlagen ableiten. Für die Portfoliokonstruktion von SRI-Fonds lässt sich der Schluss ziehen, dass negative Screening-Verfahren möglichst vermieden werden sollten, da sich sonst die Performance verschlechtert.

Als Methodik zur Konstruktion der SRI-Portfolios empfiehlt sich hingegen der Best-in-Class-Ansatz. Dabei sollte darauf geachtet, möglichst nur die besonders hoch und die besonders niedrig gerateten Unternehmen zu berücksichtigen, da sich hierdurch der Effekt von Unternehmensnachhaltigkeit auf die Performance deutlicher zeigt. Von besonderer Bedeutung scheint dabei das Long-Portfolio zu sein, das aus den Unternehmen mit sehr starkem Engagement in CSR besteht.

Bei den CSR-Unterratings sticht besonders die Arbeitszufriedenheit als treibender Faktor für eine Outperformance hervor. Das Kriterium der Arbeitszufriedenheit scheint sowohl Einfluss auf die Eigenkapital- als auch die Fremdkapitalkosten zu haben. Bei Immobilien zeigt sich ein signifikanter Einfluss der Energieeffizienz und entsprechender Gütesiegeln auf die Mietrendite und den Marktpreis.

---

20 Vgl. Garz und Volk (2011).

21 Vgl. hierzu Zagst et al. (2010), insbesondere die Kapitel 7 und 8.

## **4 Nachhaltiges Investment: Quantitative Entwicklung**

### **Quantitative Relevanz des nachhaltigen Investment - Anteil am Aktienkapital**

Die Relevanz des nachhaltigen Investment für die Unternehmen hängt nicht zuletzt von den entsprechend investierten Volumina bzw. dem relativen Anteil am Aktienkapital ab. Dieser Anteil lässt sich zum Teil durch die Analyse der Portfolios der Publikumsfonds beobachten. Die institutionellen Fonds berichten dagegen nur teilweise über ihre Portfolios und ihre Anlagepolitik.

Eine exemplarische Analyse von europäischen Aktiengesellschaften und ca. 1000 europäischen Publikumsfonds hat ergeben, dass der Anteil im Durchschnitt über die letzten Jahre tendenziell steigt, allerdings sehr unterschiedlich hoch ausfällt: Der Anteil am Aktienkapital von Dax-Aktien, der von nachhaltigen europäischen Publikumsfonds gehalten wird, liegt zwischen null und etwa 1,5 Prozent. Deutlich höher liegt der Anteil, wenn man die institutionellen Investments hinzuzieht. Je nach Abgrenzung des nachhaltigen Investment kann dieser Anteil bis oberhalb von 20 Prozent liegen. Vor diesem Hintergrund der steigenden quantitativen Relevanz ist davon auszugehen, dass die Frage der Qualität der Informationen, die die Informations-Intermediäre bzgl. der Unternehmen sammeln und verbreiten, auch für die Unternehmen an Relevanz gewinnt.

### **4.1 Nachhaltige Publikumsfonds in Deutschland, Österreich und der Schweiz**

Die ca. 380 in Deutschland, Österreich und/oder der Schweiz zum Vertrieb zugelassenen Publikumsfonds, die dem nachhaltigen Investment zugerechnet werden können, verwalteten Ende des Jahres 2013 ein Vermögen in Höhe von ca. 40 Mrd. Euro. Erfasst werden hier alle Fonds, die angeben, in besonderer Weise soziale, ökologische oder ethische Kriterien zu berücksichtigen.

Insbesondere in den Jahren 2006 bis 2008 nahm die Anzahl der Fonds stark zu. Im Zeitraum 2009 bis 2012 nimmt die Anzahl weiter zu; zugleich wurden aber auch eine Reihe von Fonds geschlossen. In der Summe ergibt sich ein deutlich abgeschwächtes Wachstum der Anzahl der Fonds (Abb. 1).

Das Marktbild wird geprägt durch eine hohe Anzahl von Anbietern und Fonds mit einem Volumen unter 100 Mio. (ca. 260 Fonds bzw. 70% der Fonds). Allerdings machen diese Fonds nur ca. 20% des Volumens aus (Abb. 2).

#### **4.1.1 Aktienfonds**

Etwa 75% der Aktienfonds investieren global, der Rest investiert regional (in Europa bzw. der Eurozone, in anderen Regionen z.B. in Schwellen- und Entwicklungsländern oder nur in einzelne Länder). Trotz der steigenden Anzahl der Aktienfonds auf ca. 200 im Jahr 2013 hat das investierte Volumen nicht mehr den Stand von 2007 erreicht. Ende 2013 sind in diesen 200 Fonds insgesamt ca. 25 Mrd. € investiert (Abb. 3).

Zu dieser Entwicklung haben neben den branchenübergreifend investierenden Nachhaltigkeits-Fonds (ca. 200 Fonds) ganz wesentlich die Themenfonds (ca. 70 Fonds) beigetragen. Dazu zählen neben Fonds, die in erneuerbare Energien investieren, Wasserfonds, Klimaschutz- und Umwelttechnologiefonds. Bis 2009 konnte ein starker Anstieg der Anzahl der Themenfonds verzeichnet werden, seitdem stagniert die Gesamtzahl dieser Fonds. Der Rückgang der hier investierten Volumina ist insbesondere Folge der Insolvenzen und Wertverluste der Aktien im Bereich Erneuerbare Energien (Abb. 4).

#### **4.1.2 Renten- und Mischfonds**

Kontinuierlich gestiegen ist die Anzahl und das Volumen der Rentenfonds sowie der Mischfonds. Ende 2013 waren 66 Rentenfonds mit ca. 7,5 Mrd. investiert. Die Rentenfonds investieren mehrheitlich in Euro-Unternehmens- und / oder – Staatsanleihen, teilweise aber auch in anderen Währungen (US Dollar) (Abb. 5).

Ebenfalls ist die Anzahl der Mischfonds kontinuierlich gestiegen. Ende 2013 waren 75 Rentenfonds mit ca. 6 Mrd. investiert (Abb. 6).



## 4.2 Nachhaltige Publikumsfonds im europäischen Markt

Parallel zum deutschsprachigen Markt hat sich auch in anderen Märkten Europas das Thema nachhaltige Investment dynamisch entwickelt. Legt man ein breites Verständnis von nachhaltigem Investment zugrunde, dann waren in Europa in 2011 etwa 6,76 Billion Euro investiert (Abb. 7) (Vgl. Eurosif, 2013)

Ein großer Anteil von diesem institutionellen Volumen machen britische Pensionsfonds aus sowie der norwegische Pensionsfonds mit etwa 427 Mrd. Euro und die schwedischen Pensionsfonds mit etwa 110 Mrd. Euro.

Die Pensionsfonds in UK sind seit 2000 verpflichtet offenzulegen, ob und inwiefern sie die genannten Kriterien in Ihre Investment Strategie integrieren.

Der norwegische Pensionsfonds (früher Petroleum-Fonds) ist seit Ende 2004 verpflichtet, die Einhaltung von ethischen Grundsätzen zu beachten. Neben dieser normenorientierten Vorgehensweise hat es aber auch Ausschlüsse von Unternehmen aufgrund von darüber hinausgehenden politisch-moralischen Werturteilen Entscheidungen gegeben. So wurden auch Rüstungsunternehmen ausgeschlossen. Die Umsetzung erfolgt durch den Ethikrat des Fonds.

Auch die schwedischen Pensionsfonds haben sich, ausgehend von der „Leuchtturm-Funktion“ des norwegischen Pensionsfonds, verpflichtet, Umwelt- und Sozialstandards seiner ca. 3500 beteiligten Unternehmen offenzulegen. Im Wesentlichen folgen sie derzeit einem normenorientierten Ansatz, der sich an den norwegischen Standards orientiert.

Etwa 136 Mrd. Euro (ca. 2 % des gesamten europäischen nachhaltigen Investment) waren nach Berechnungen des SBI in etwa 1.090 Publikumsfonds investiert (Abb. 8). 78 Mrd. Euro von diesen 136 Mrd. Euro waren in Aktien investiert.

## Nachhaltige Publikumsfonds in Deutschland, Österreich und der Schweiz, Entwicklung 2003 - 2013

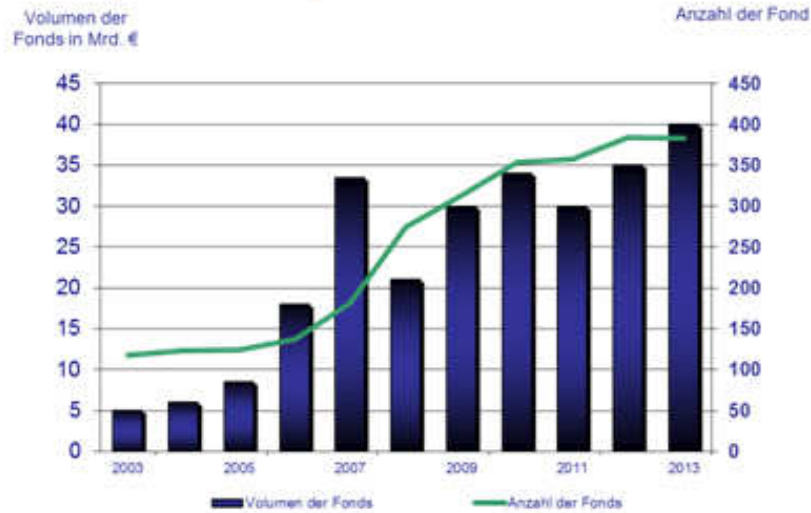


Abbildung 1 Entwicklung nachhaltiger Fonds – D, A, CH

## Nachhaltige Publikumsfonds in Deutschland, Österreich und der Schweiz, Ende 2013

Volumen-kategorie	Anzahl Fonds	% an der Fondsanzahl	Volumen in (ca.) Mrd. €	% am Volumen
bis unter 50 Mio. €	205	54%	4,2	10%
50 bis unter 100 Mio. €	61	16%	4,3	11%
100 bis unter 250 Mio. €	81	21%	12,9	32%
250 bis unter 500 Mio. €	23	6%	8,4	21%
über 500 Mio. €	10	3%	10,6	26%
	380		40,3	

Abbildung 2 Fonds nach Fondsgröße – D, A, CH

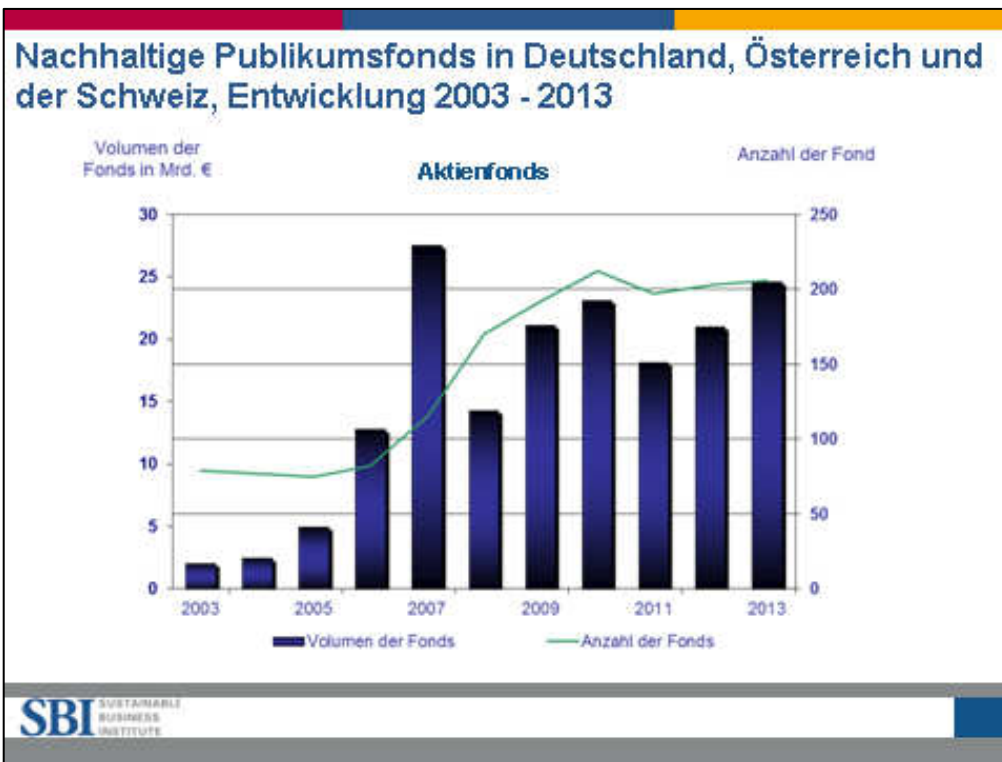


Abbildung 3 Entwicklung Aktienfonds D, A, CH

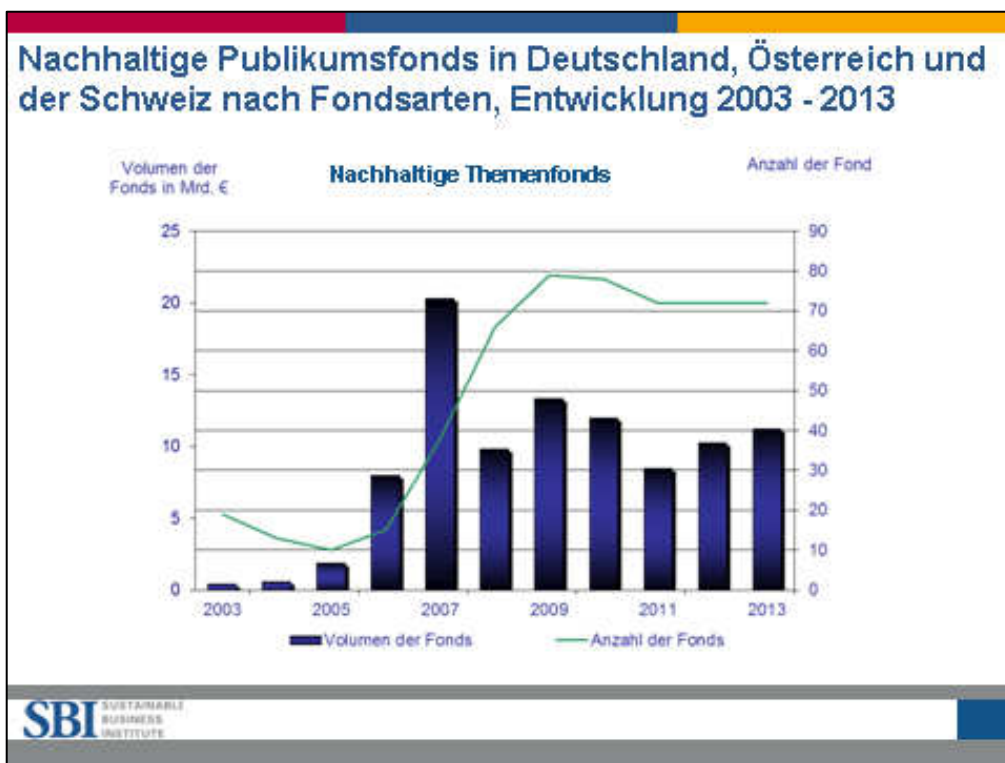


Abbildung 4 Entwicklung Nachhaltige Themenfonds D, A, CH



Abbildung 5 Entwicklung Rentenfonds D, A, CH

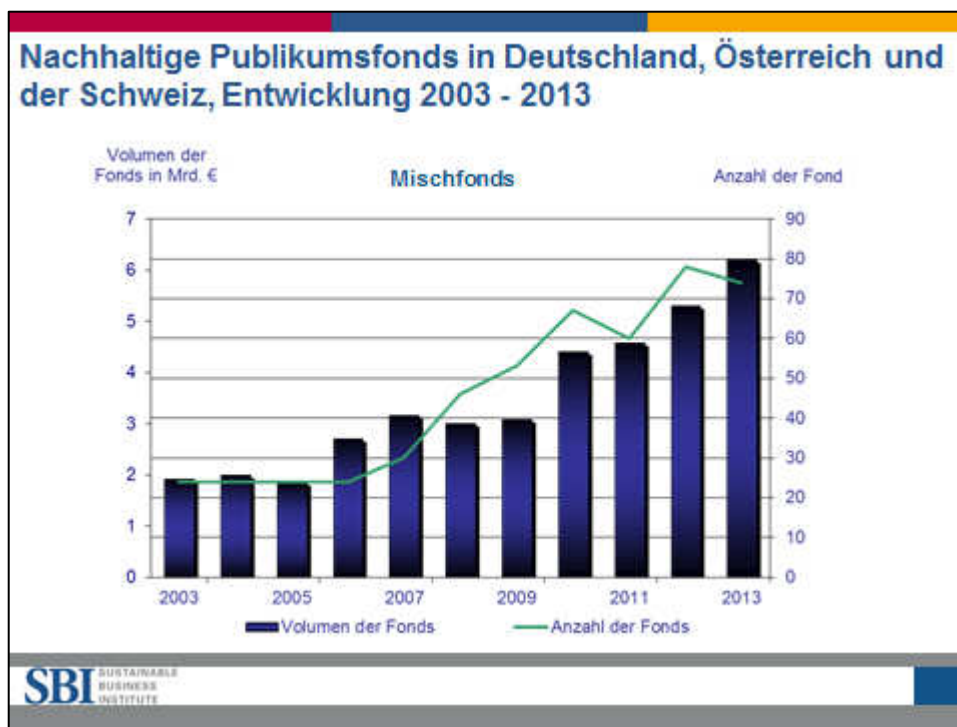


Abbildung 6 Entwicklung Mischfonds D, A, CH

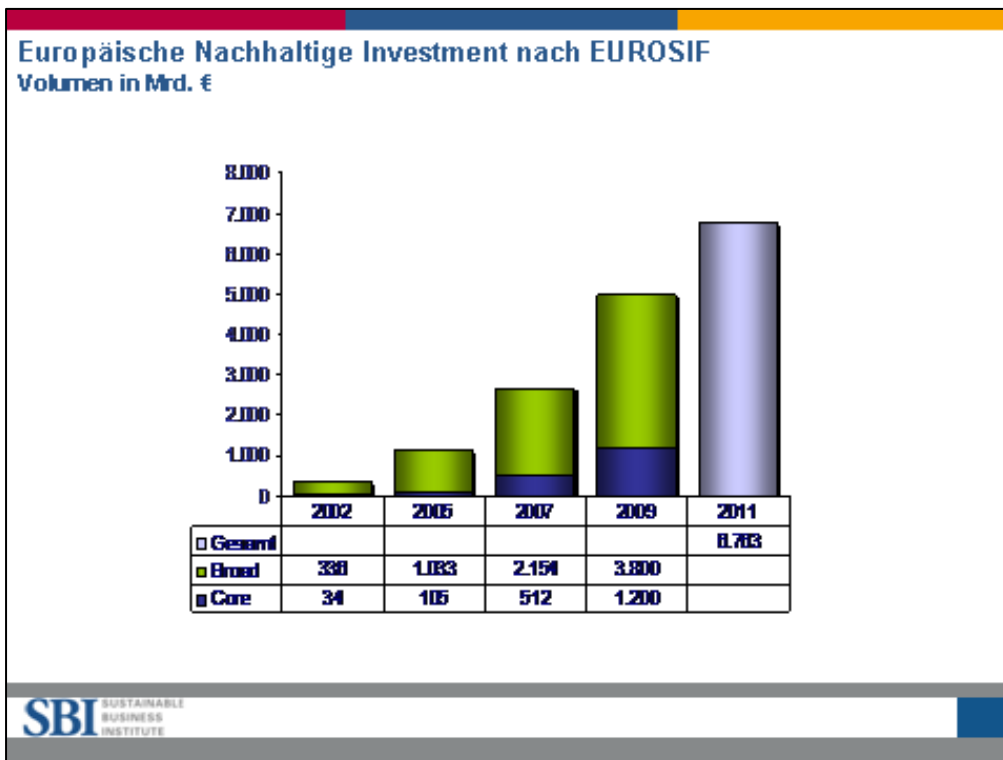


Abbildung 7 Entwicklung europäischer Markt nach EUROSIF

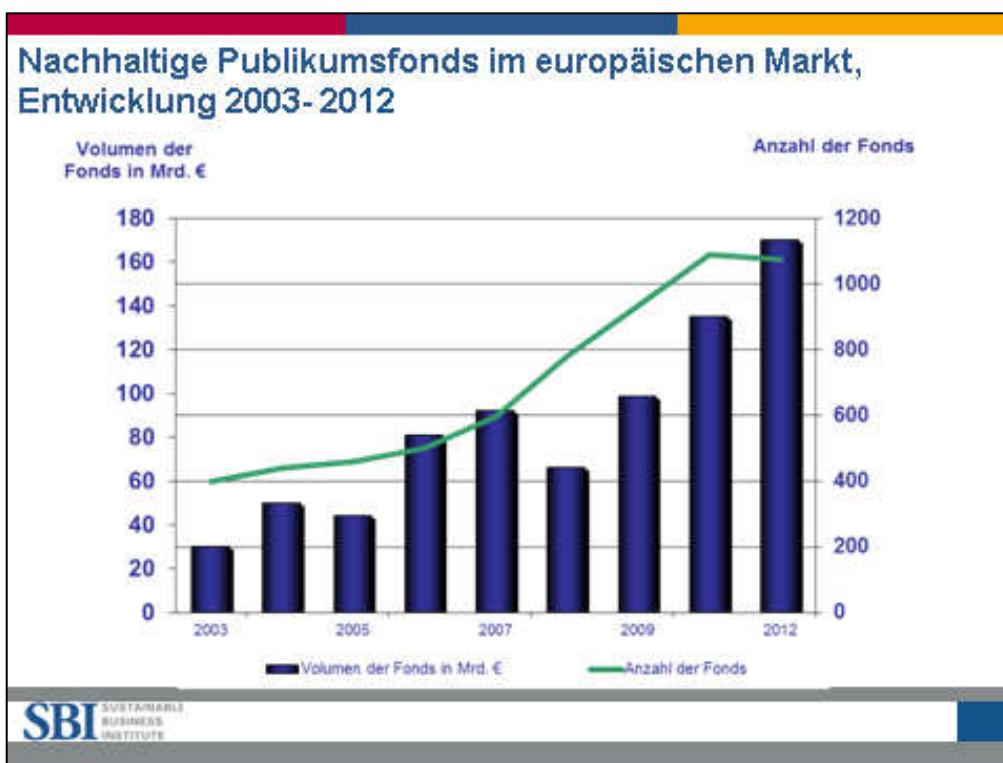


Abbildung 8 Entwicklung Publikumsfonds Europa

## 5 Anhang: Übersicht zu den wissenschaftlichen Studien

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
<b>Performance von SRI-Fonds und SRI-Indizes</b>				
Bauer et al. (2005)	Aktiefonds	USA, UK, Deutschland	1990 - 2001	Keine signifikanten Performanceunterschiede. SRI-Investmentstile unterscheiden sich teilweise von denen konventioneller Fonds.
Derwall/Koedijk (2009)	Anleihefonds, gemischte Fonds	USA	1987 - 2003	SRI-Anleihefonds: Keine Performanceunterschiede, Gemischte SRI-Fonds: Schwach signifikante Outperformance.
Garz et al. (2002)	DJSI-Index	Europa		Schwach signifikante Outperformance des SRI-Indexes.
Galema et al. (2008)	SRI-Aktien	USA	1991 - 2006	Overpricing von SRI-Aktien (dh. der Marktwert ist relativ hoch im Vergleich

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
				zum Buchwert)
Kreander et al. (2002)	SRI-Aktienfonds	UK	1986 - 2000	Keine signifikanten Performanceunterschiede
Renneboog (2008b)	SRI-Aktienfonds	International (17 Länder)	1991 - 2003	Kaum signifikante Performanceunterschiede. Teilweise Underperformance von SRI-Fonds (Frankreich, Irland, Japan, Schweden).
Schröder (2007)	SRI-Aktienindizes	Welt, Europa	Bis Dezember 2003	Kaum signifikante Performanceunterschiede zu konventionellen Indizes, teilweise höheres Kursrisiko
Statman (2000)	Domini 400 Social-Index, SRI-Aktienfonds	USA	Bis September 1998	Kein signifikanter Performanceunterschied.

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
--------	------------------	----------------	----------	---------------------

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
<b>Performance von Long-Short-Portfolios</b>				
Derwall et al. (2005)	SRI-Aktien, SRI-Ratings von Innovest	USA	1995 - 2003	Hohe signifikante Outperformance des Long-Portfolios sowie des Long-Short-Portfolios.
Edmans (2011)	SRI-Aktien	USA	1984 - 2009	Portfolio der "100 Best Companies to Work for in America" erzielt hohe signifikante Outperformance.
Kempf/Osthoff (2007)	SRI-Aktien, SRI-Ratings von KLD	USA	1991 – 2003	Hohe signifikante Outperformance des Long-Portfolios sowie des Long-Short-Portfolios.
Schröder (2010)	SRI-Aktien, SRI-Ratings Bank Sarasin	USA, Europa	1997 - 2006	USA: Hohe signifikante Outperformance des Long-Portfolios sowie des Long-Short-Portfolios. Europa: Hohe signifikante Outperformance des Long-Portfolios.



Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
<b>Performance von "Sin"-Stocks</b>				
Derwall et al. (2011)	SRI-Stocks, Sin-Stocks	USA	1992 – 2008	Outperformance von SRI- und Sin-Stocks. SRI-Kriterium: Arbeitszufriedenheit.
El Ghouli et al. (2011)	SRI-Stocks, Sin-Stocks	USA	1992 – 2007	Höheres SRI-Rating reduziert die Eigenkapitalkosten (abhängig vom SRI-Kriterium), in einigen Sin-Bereichen (Tabak, Nuklearenergie) sind die Kosten höher.
Fabozzi et al. (2009)	Sin-Stocks	International (21 Länder)	1970 - 2007	Outperformance der Sin-Stocks.
Hong/Kacperczyk (2009)	Sin-Stocks	USA	1926 - 2006	Outperformance der Sin-Stocks (Tabak, Alkohol, Glücksspiel)
Jégourel/Maveyraudy (2008)	Sin-Aktiefonds, Anwendung von Negativ-Filtern	Europa	1998 - 2008	Anwendung von Negativ-Filtern reduziert die Performance des Ursprungsportfolios

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
Statman/Glushkov (2008)	Sin-Stocks	USA	1991 - 2006	Outperformance von SRI- und Sin-Stocks.
<b>SRI-Ratings, Kreditkosten und Ausfallrisiko</b>				
Bauer et al. (2009)	Unternehmensanleihen	USA	1995 – 2006	Bessere Arbeitnehmerbeziehungen korrelieren mit geringeren Finanzierungskosten, höheren Kreditratings und geringerem firmenspezifischem Risiko.
Bauer/Hann (2010)	Unternehmensanleihen	USA	1995 - 2006	Höheres Umweltrating (KLD) korreliert mit geringeren Finanzierungskosten und höherem Kreditrating.
Cheng et al. (2011)	Zugang zu Fremdkapital	International (49 Länder)	2002 – 2009	CSR-Engagement reduziert geforderte Risikoprämien und Kapitalbeschränkungen.
Goss/Roberts (2011)	Kreditkosten	USA	1991 - 2006	Unterdurchschnittliches SRI-Rating korreliert mit leichtem Aufschlag bei Kreditkosten.

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
Oikonomou et al. (2011)	Unternehmensanleihen	USA	1991 - 2008	Höheres SRI-Rating korreliert mit geringerem Renditeabstand zu Staatsanleihen.
Sharfman/Fernando (2008)	Fremdkapital	USA	2001/2002	Gutes Umwelt-Risikomanagement reduziert Finanzierungskosten, verbessert Zugang zu Fremdkapital und erhöht den Leverage.
Vermijmeren/Derwall (2010)	Konkursrisiko	USA	2001 – 2005	Bessere Arbeitnehmerbeziehungen korrelieren mit geringerem Verschuldungsgrad und höherem Kreditrating.
<b>„Grüne“ Immobilienanlagen</b>				
Brounen/Kok (2011)	Immobilien	Niederlande	2009	Höhere Energieeffizienz erhöht den Marktpreis.
Eichholtz et al. (2010)	Gewerbeimmobilien	USA	(2004 – 2007), 2006, 2009	Energieeffizienz-Gütesiegel steigert Mieteinnahmen und Marktpreis. Geringerer Energieverbrauch steigert

Studie	SRI-Assetklassen	Länderspektrum	Zeitraum	Zentrale Ergebnisse
				Gebäudewert.
Eichholtz et al. (2011)	REITs	USA	2000 – 2011	Energieeffizienz-Gütesiegel führt nicht zu einer Outperformance, reduziert aber das Kursrisiko von REITs.
Fuerst/McAllister (2011a)	Gewerbeimmobilien	USA	1999 - 2008	Energieeffizienz-Gütesiegel steigert Miete und Marktpreis.
Fuerst/McAllister (2011b)	Gewerbeimmobilien	UK	2010	Kein Zusammenhang zwischen Energieeffizienz und Mieten bzw. Marktpreis.
Reichardt et al. (2011)	Gewerbeimmobilien	USA	2000 - 2010	Energieeffizienz-Gütesiegel steigert Mieteinnahmen und Marktpreis. Relative Mietsteigerungen sind zeitvariabel.

## 6 Literaturverzeichnis

- ARISTA. (2014). ARISTA. Abgerufen von [www.aristastandard.org/content/the\\_standard.html](http://www.aristastandard.org/content/the_standard.html)
- Bauer, R. Derwall, J. & Hann, D. (2009). Employee Relations and Credit Risk. Abgerufen von SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1483112>
- Bauer, R. & Hann, D. (2010). Corporate Environmental Management and Credit Risk. Abgerufen von SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1660470>.
- Bauer, R. Koedijk, K. & Otten, R. (2005). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking and Finance*, 29, 1751–1767.
- Brounen, D. & Kok, N. (2011). On the Economics of Energy Labels in the Housing Markets. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62, 166–179.
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52, 57–82.
- CDP. (2014). Carbon Disclosure Project. Abgerufen von <https://www.cdp.net/>
- Chegut, A. Schenk, H. & Scholtens, B. (2011). Assessing SRI Fund Performance Research: Best Practices in Empirical Analysis. *Sustainable Development*, 19, 77–94.
- Cheng, B. Ioannou, I. & Serafeim, G. (2011). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Harvard Business School*, 11–130.
- Derwall, J. Günster, N. Bauer, R. & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61, 51–63.
- Derwall, J. & Koedijk, K. (2009). Socially Responsible Fixed-Income Funds. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36, 210–229.
- Derwall, J. Koedijk, K. & ter Horst, J. (2011). A Tale of Values- Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking and Finance*, 35, 2137–2147.
- Deutsche Börse AG. (2013). *Nachhaltigkeit in der Kapitalmarktkommunikation*. Frankfurt am Main: Deutsche Börse AG.
- DiBartolomeo, D. & Kurtz, L. (1999). Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios, Northfield Information Services. *Northfield Information Services*. Abgerufen von [www.northinfo.com](http://www.northinfo.com)
- DVFA. (2014). DVFA. Abgerufen von [www.dvfa.de](http://www.dvfa.de)
- Edmans, A. (2011). Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. *Journal of Financial Economics*, 101, 621–640.
- EFFAS. (2014). EFFAS Commission On ESG. Abgerufen von [www.effas-esg.com](http://www.effas-esg.com)
- Eichholtz, P. Kok, N. & Quigley, J. (2010). Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings. *American Economic Review*, 100, 2492–2509.
- Eichholtz, P. Kok, N. & Yonder, E. (2011). Portfolio Greenness and the Financial Performance of REITs. Abgerufen von <http://nilskok.typepad.com>

- El Ghouli, S. Guedhami, O. Kwok, C. & Mishra, D. (2011). Does Corporate Social Responsibility affect the Cost of Capital? *Journal of Banking and Finance*, 35, 2388–2406.
- Eurosif. (2011). European SRI Study 2010. Abgerufen von [http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif\\_2010\\_SRI\\_Study.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf)
- Eurosif. (2013). *European SRI Study 2012*. Brüssel: Eurosif.
- Eurosif. (2014). Transparenzkodex. Abgerufen von <http://www.eurosif.org/transparency-code/introduction/>
- Fabozzi, F. Ma, K. & Oliphant, B. (2009). *Sin Stock Returns* (S. 82–94). *Journal of Portfolio Management*.
- Ferson, W. E. & Schadt, R. W. (1996). Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions. *The Journal of Finance*, 51(2), 425–461. doi:10.1111/j.1540-6261.1996.tb02690.x
- FNG. (2014). *Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2014 - Deutschland, Österreich und die Schweiz*. Berlin: Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.
- Fuerst, F. & McAllister, P. (2011a). Green Noise or Green Value? Measuring the Effects of Environmental Certification on Office Values. *Real Estate Economics*, 39, 46–69.
- Fuerst, F. & McAllister, P. (2011b). The Impact of Energy Performance Certificates on the Rental and Capital Values of Commercial Property Assets: Some Preliminary Evidence from the UK. *Energy Policy*, 39, 6608–6614.
- Galema, R. Plantinga, A. & Scholtens, B. (2008). The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investments. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2646–2654.
- Garz, H. & Volk, C. (2011). *Responsible Investing 2.1*. Düsseldorf: WestLB. Abgerufen von [http://www.sfgeneva.org/doc/110518\\_WestLB\\_Responsible\\_Investing\\_2\\_1\\_041111.pdf](http://www.sfgeneva.org/doc/110518_WestLB_Responsible_Investing_2_1_041111.pdf)
- Geczy, C. Stambaugh, R. & Levin, D. (2005). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. *Wharton School*. Abgerufen von <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/0402.pdf>
- GISR. (2014). Initiative for Sustainability Ratings (GISR). Abgerufen von <http://ratesustainability.org/about/>
- Global Compact. (2014). Global Compact. Abgerufen von <http://www.globalcompact.de/>
- Goss, A. & Roberts, G. (2011). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1794–1810.
- Gregory, A. Matatko, J. & Luther, R. (1997). Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24, 705–725.
- GRI. (2014). Global Reporting Initiative (GRI). Abgerufen von [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

- Hamilton, S. Jo, H. & Statman, M. (1993). *Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds* (S. 62–66). *Financial Analysts Journal*.
- Hong, H. & Kacperczyk, M. (2009). The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics*, 93, 15–36.
- Jégourel, Y. & Maveyraud, S. (2010). A Reassessment of the European SRI Funds “Underperformance”: Does the Intensity of Extra-Financial Negative Screening Matter? *Economics Bulletin*, 30, 913–923.
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 169–215.
- Kempf, A. & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Financial Performance. *European Financial Management*, 13, 908–922.
- Kreander, N. Gray, R. Power, D. & Sinclair, C. (2002). The Financial Performance of European Ethical Funds 1996-1998. *Journal of Accounting and Finance*, 1, 3–22.
- Kurtz, L. & DiBartolomeo, D. (1996). *Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance* (S. 35–41). *Journal of Investing*.
- Luther, R. & Matatko, J. (1994). The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark. *British Accounting Review*, 26, 77–89.
- Luther, R. Matatko, J. & Corner, D. (1992). The Investment Performance of UK “Ethical” Unit Trusts. *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 5, 57–70.
- Mallin, C. Saadouni, B. & Briston, R. (1995). The Financial Performance of Ethical Investment Trusts. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22, 483–496.
- Moskowitz, M. (1972). *Choosing Socially Responsible Stocks* (S. 71–75).
- oekom. (2013). *Der Einfluss nachhaltiger Kapitalanlagen auf Unternehmen - eine empirische Analyse von oekom research*. oekom research.
- Oikonomou, I. Brooks, C. & Pavelin, S. (2011). The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings. *Henley Business School, University of Reading*.
- Reichardt, A. Fuerst, F. Rottke, N. & Zietz, J. (2011). The Business Case for Sustainable Building Certification: A Panel Data Approach. *Journal of Real Estate Research*, 34, 99–126.
- Renneboog, L. terHorst, J. & Zhang, C. (2008a). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1723–1742.
- Renneboog, L. terHorst, J. & Zhang, C. (2008b). The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Journal of Corporate Finance*, 14, 302–322.

- RNE. (2014). Deutscher-Nachhaltigkeitskodex. Abgerufen von [www.deutscher-nachhaltigkeitskodex.de](http://www.deutscher-nachhaltigkeitskodex.de)
- Sauer, D. (1997). The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Fund. *Review of Financial Economics*, 6, 23–35.
- SBI. (2014). Plattform Nachhaltiges Investment. Abgerufen von <http://www.nachhaltiges-investment.org>
- Schneeweiß, A. (2014). *Klassenziel erreicht? Der Beitrag von „Best-in-Class“-Ratings zur Einhaltung von Menschenrechten im Verantwortungsbereich von Unternehmen*. Siegburg: Südwind Institut für Ökonomie und Ökumene.
- Schröder, M. (2007). Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34, 331–348.
- Schröder, M. (2010). *Die Eignung nachhaltiger Kapitalanlagen für die Vermögensanlage von Stiftungen*. Stuttgart.
- Sharfman, M. & Fernando, C. (2008). Environmental Risk Management and the Cost of Capital. *Strategic Management Journal*, 29, 569–592.
- SSE. (2014). Sustainable Stock Exchanges. Abgerufen von <http://www.sseinitiative.org/>
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 30–39.
- Statman, M. & Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65, 33–46.
- UNEP. (2007). *Demystifying Responsible Investment Performance*. United Nations Environment Programme Finance Initiative. Abgerufen von [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying\\_Responsible\\_Investment\\_Performance\\_01.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf)
- UNEP FI, & SBI. (2011). *Advancing adaptation through climate information services*. Geneva.
- USSIF. (2010). *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States – Executive Report*. Social Investment Forum Foundation. Abgerufen von <http://ussif.org/resources/research/documents/2010TrendsES.pdf>
- Verwijmeren, P. & Derwall, J. (2010). Employee Well-Being, Firm Leverage, and Bankruptcy Risk. *Journal of Banking and Finance*, 34, 956–964.
- Von Flotow, P. (2010). *Herausforderung Klimakompetenz: Kundenerwartungen an Finanzdienstleister – Ergebnisse einer Befragung von Privat- und Geschäftskunden*. Oestrich-Winkel: Sustainable Business Institute (SBI).
- Von Flotow, P. & Cleemann, L. (2009). *Klima-Informationssysteme gemeinsam weiterentwickeln: Anforderungen an das Climate Service Center (CSC) aus Sicht der*



*Finanzwirtschaft Oestrich-Winkel*. Oestrich-Winkel: Sustainable Business Institute (SBI).

Von Flotow, P. & Kachel, P. (2011). *Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen – Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts e. V. und des Sustainable Business Institute (SBI) e. V. Frankfurt am Main*. Frankfurt am Main: Deutsches Aktieninstitut (DAI).

White, M. (1995). The Performance of Environmental Mutual Funds in the United States and Germany: Is there Economic Hope for “Green” Investors? *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 1, 323–344.

Zagst, R. Krimm, T. Hörter, S. & Menzinger, B. (2010). *Responsible Investing*. München.

# Impressum

Sustainable Business Institute (SBI) e.V.  
Burgstraße 4, D-65375 Oestrich-Winkel  
Tel. +49 (0) 6723 99 63-0, Fax. +49 (0) 6723 99 63-21  
Internet: [www.sbi21.de](http://www.sbi21.de), E-Mail: [mailbox@sbi21.de](mailto:mailbox@sbi21.de)

Diese Publikation entstand im Rahmen des vom Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) geförderten Projektes „CFI - Climate Change, Financial Markets and Innovation“. Weitere Informationen unter [www.cfi21.org](http://www.cfi21.org).

- Autoren: Paschen von Flotow, Cornelia Sander, Michael Schröder
- Team: Anke Hummel, Andreas Klocke, Annekristin Rock, Jan D. Joel, Daniel Drews und Dennis Rodler
- Team GfK: Karsten John (Leitung), Caroline Abou Hamdan, Ronald Hahn

Alle in diesem Bericht veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Das gilt auch gegenüber Datenbanken und ähnlichen Einrichtungen. Die Reproduktion - ganz oder in Teilen - durch Nachdruck, fototechnische Vervielfältigung oder andere Verfahren, auch Auszüge, Bearbeitungen sowie Abbildungen bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung des Instituts. Alle übrigen Rechte vorbehalten.

© 2014, Sustainable Business Institute (SBI) e.V.