

## Teil 1

# Wie funktioniert nachhaltiges Investment?

Teil 1 beschreibt das Thema „Nachhaltige Investments“, führt in Definitionen und Termini ein und stellt die wesentlichen Fragen in Bezug auf Geldanlage und Verantwortung. Sie erfahren Details über unterschiedliche Stile und die damit verbundenen Chancen und Risiken. Nicht alle Assetklassen sind mit dem Thema verantwortungsvolles Investment gleichermaßen kompatibel.

# Kapitel 1: Stile im Nachhaltigen Investment – Definitionen wie Sand am Meer?

## Hintergrund

Nachhaltigkeit ist ein Begriff, bei dem die eindeutige Definition fehlt. Dies führt im Zusammenhang mit nachhaltigen Geldanlagen zu unterschiedlichen Auffassungen darüber, welche Investments nachhaltig sind und welche nicht. Auch die Definitionen der regionalen Nachhaltigkeitsverbände und Nachhaltigkeitsforen sind nicht einheitlich. Das sich daraus ergebende Problem der Differenzierung zwischen „echten“ Nachhaltigkeitsinvestments und jenen, die sich nur als solche bezeichnen – was auch als Greenwashing bezeichnet wird –, kann über Zertifizierungen und Labels vereinfacht werden. Die Europäische Kommission hat mit der EU-Taxonomie-Verordnung das Projekt eines EU-weiten Klassifizierungssystems für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten gestartet. Dies unterstreicht die zunehmende Bedeutung des Themas.

## Die Frage

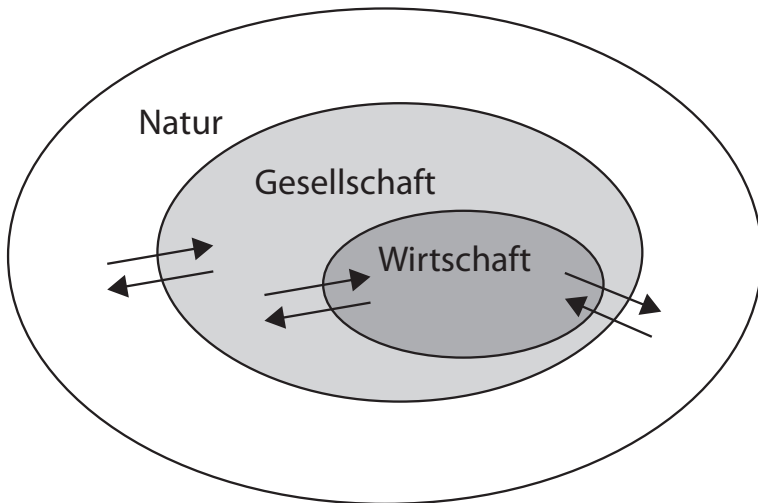
„Sind bestimmte Zugänge zum nachhaltigen Investment ‚nachhaltiger‘ als andere?“

## Text

*Was ist Nachhaltigkeit?*

Generell umfasst der Nachhaltigkeitsbegriff, wie er im nachhaltigen Investment Anwendung findet, drei Dimensionen. Nachhaltigkeit bedeutet, auf ökonomische, ökologische und soziale Belange Rücksicht zu nehmen. Die Natur und die Gesellschaft sind also in die Betrachtung mit einzubeziehen. Damit soll eine langfristig ausgewogene und positive Entwicklung sichergestellt werden. Die heute gängige Definition von nachhaltiger Entwicklung stammt aus 1987, und zwar von der „Brundtland-Kommission“ – eigentlich der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung – rund um die ehemalige norwegische Ministerpräsidentin. Dabei stehen die Erhaltung der Ressourcen für die Zukunft und die Gerechtigkeit der Verteilung im Mittelpunkt:

*„Nachhaltige Entwicklung ist eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen.“*

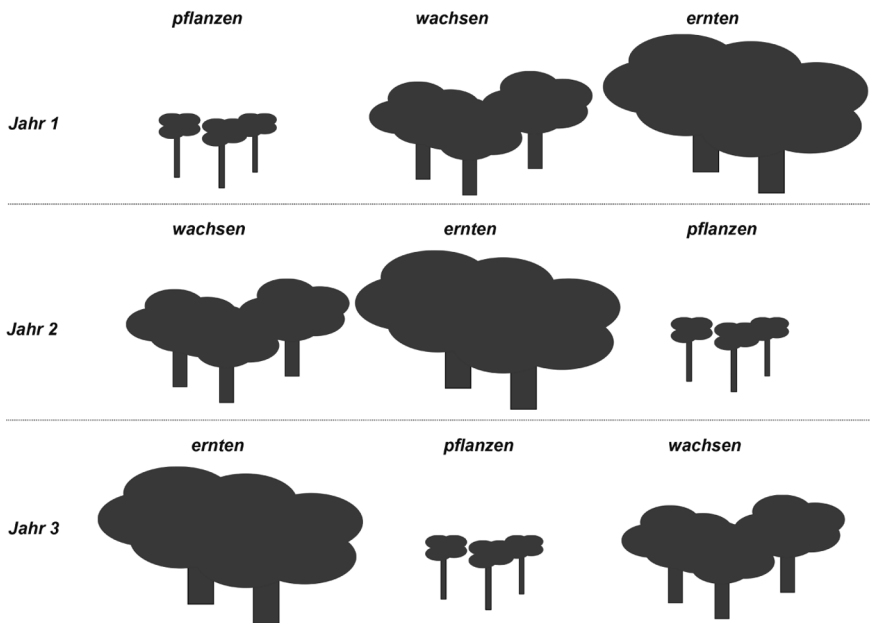


### *Dreidimensionale Nachhaltigkeit*

#### *Woher kommt der Begriff Nachhaltigkeit?*

Man kann mehrere Wurzeln des Nachhaltigkeitsbegriffs unterscheiden. Was die ökologische Dimension betrifft, geht der Begriff unter anderem auf die Ressourcen erhaltende Waldwirtschaft im deutschsprachigen Europa des 18. Jahrhunderts zurück. Der Forstwirtschaftsexperte Hans Carl von Carlowitz schrieb bereits im Jahr 1713, also vor ziemlich genau 310 Jahren, über die Bedeutung der „nachhaltigenden Nutzung“ der Wälder. Im Jahr 1852 erließ der österreichische Kaiser Franz Joseph I. ein kaiserliches Patent, wonach „Wälder nicht bloß erhalten, sondern in angemessener Betriebsweise nachhaltig bewirtschaftet werden sollen“. Ziele waren dabei die Bewahrung der Ressource Wald an sich und der reine „Fruchtgenuss“, also die Nutzung dessen, was sich aus langfristiger Perspektive sinnvoll ernten ließ.

Andere Beispiele nachhaltiger Konzepte sind etwa der seit Jahrhunderten praktizierte Reisterrassenbau in China und Indonesien oder der Fischfang der Inuit, bei denen Ressourcen auf Dauer genutzt, aber nicht unwiederbringlich aufgebraucht werden. Auch die im Mittelalter eingeführte Drei-Felder-Wirtschaft in Mitteleuropa kann als nachhaltiges Konzept gelten, wurde aber im Rahmen der Industrialisierung der Landwirtschaft verworfen.



### *Nachhaltige Forstwirtschaft*

*Was haben Ethik und Ethik-Investments mit nachhaltigen Investments zu tun?*

Dem Begriff der ethischen Geldanlage begegnet man heute nur mehr selten. Die besondere Eigenschaft von ethischen Grundsätzen in der Geldanlage ist die damit verbundene eher subjektive und moralische Einstellung. Ethische Investitionen können aber durch die Einschaltung von Anlageberätern, die mögliche ethische Grundsätze auf breiter Basis diskutieren, zu einer „objektiveren“ Linie finden. In der Praxis unterschieden sich Ethik-Fonds kaum von Nachhaltigkeitsfonds, lediglich in der Berücksichtigung des einen oder anderen Kriteriums. Neue Initiativen wie die Kriterien der Österreichischen Bischofskonferenz (siehe auch Kapitel 14) haben die ethisch geprägten Investments in jüngster Vergangenheit wieder deutlicher in den Fokus gerückt.

*Was bedeutet CSR?*

Der Begriff der unternehmerischen Verantwortung oder CSR – Corporate Social Responsibility – beschreibt den freiwilligen Beitrag von Unternehmen

zur nachhaltigen Entwicklung, der über die festgeschriebenen gesetzlichen Forderungen hinausgeht. Dabei geht es um verantwortliches unternehmerisches Handeln im Rahmen der eigentlichen Geschäftstätigkeit oder im Markt, um ökologisch relevante Aspekte bis hin zu den Beziehungen zu Mitarbeiter:innen, Arbeitsplatzsicherheit und den Austausch mit den relevanten Stakeholdern oder Anspruchsgruppen.

### *Was bedeutet SRI?*

Der englische Terminus SRI wurde ursprünglich als „Socially Responsible Investment“ ausgeschrieben, zuletzt setzte sich aber die Variante „Sustainable and Responsible Investment“ durch. Es geht dabei um nachhaltige Veranlagung im engeren Sinn. Im Sinne einer Kategorisierung der Begriffe könnte man auch argumentieren, dass SRI das Pendant zu CSR im Investmentbereich darstellt.

### *Wofür steht die Abkürzung ESG?*

ESG steht für „Environment, Social und Governance“, also für nachhaltige Aspekte in der Veranlagung. Governance ist dabei im Sinne einer nachhaltigen und transparenten Unternehmensführung zu interpretieren. Im Investmentbereich werden ESG-Faktoren meist als extra-finanzielle oder nicht-finanzielle Faktoren bezeichnet. Trotzdem ist bei vielen ESG-basierten Faktoren auf mittel- bis langfristige Sicht auch eine Relevanz für den wirtschaftlichen und finanziellen Erfolg erkennbar.

### *Wo liegt der Unterschied zwischen SRI und ESG?*

Die Begriffe werden in letzter Zeit nur mehr selten unterschieden, auch weil sich ESG als Merkmal nachhaltiger Investments durchgesetzt hat. Eigentlich basiert der Investmentstil SRI auf der Berücksichtigung von ESG-Faktoren, berücksichtigt oft aber auch noch andere Ansätze für nachhaltiges Investment, wie Kriterien und Engagement. Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren oder einzelner Dimensionen davon kann hingegen in der einen oder anderen Ausprägung theoretisch auch für traditionell gemanagte Fonds ein Thema sein. Ursprünglich ist SRI also ein Investmentansatz, ESG hingegen stand lediglich für nachhaltige Inputfaktoren.

### *Welche Stile nachhaltigen Investments gibt es?*

Das EUROSIF – das „European Social Investment Forum“ (www.eurosif.org) – unterschied in seinen vergangenen Berichten zum nachhaltigen Investment in Europa zwischen folgenden Stilen (den meisten dieser Stile sind später noch eigene Kapitel gewidmet):

### *Kategorien nachhaltigen Investments nach EUROSIF*

- Ausschlüsse
- Normbasierte Ausschlüsse
- Best-in-class
- ESG-Integration
- Impact Investment
- Engagement und Voting
- Nachhaltige Themen

### *Wie sind die EUROSIF-Kategorien zu verstehen?*

Im Rahmen der Stildefinition werden unterschiedliche Zugänge oder Varianten für nachhaltige Geldanlagen getrennt betrachtet. Im Zusammenhang mit „nachhaltigen Themen“ beispielsweise handelt es sich um eine starke Fokussierung auf Investments etwa in den Bereichen Wasser oder Erneuerbare Energie. Für die Umsetzung des Konzeptes eines nachhaltigen Themenfonds sind wiederum andere oben genannte Stile zu definieren – als ein nachhaltiger Themenfonds auf Basis von Ausschlüssen, Best-in-class, Integration oder Engagement und Voting oder eine Kombination daraus. Dabei ist „Impact Investment“ rein auf die Auswirkungen des Investments fokussiert; zu diesem nachhaltigen Stil zählt beispielsweise der Bereich der Mikrofinanz. Alle anderen genannten Stile – normbasierte Ausschlüsse, Best-in-class, Ausschlüsse, ESG-Integration und Engagement/Voting – sind auf verschiedene Assetklassen (wie Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen) und Regionen (wie auf globaler Ebene, für Schwellenländer oder für einzelne Länder) anwendbar.

### *Werden die genannten Stile auch kombiniert?*

Kombinationen der genannten Stile sind durchaus sinnvoll und daher sehr weit verbreitet. Viele Fondskonzepte bekannter Player im Bereich nachhaltiges

Investment aus dem deutschsprachigen Raum verwenden Ausschlüsse (normbasiert und andere), Best-in-class und zusätzlich Engagement und Voting. Damit kann ein sehr hoher Grad an Nachhaltigkeit in den Portfolios sichergestellt werden.

*Wie sieht die letzte Entwicklung in Richtung einer einheitlichen Klassifizierung von Nachhaltigkeitsfonds aus?*

Die letzten Jahre waren im nachhaltigen Investment von einer extremen Dynamik gekennzeichnet. Markant höhere Volumina und neue, teils innovative Investmentansätze haben nicht zuletzt das EUROSIFF und die Universität Hamburg dazu bewogen, sich Gedanken zu einem erweiterten SRI-Klassifizierungssystem zu machen. Der in einem White Paper beschriebene Ansatz unterscheidet zwischen fünf Kategorien nachhaltiger Investments: „ausschluss-fokussiert“, „Basic ESG“, „Advanced ESG“, „impact-aligned/wirkungskompatibel“ und „impact-generating/wirkungseffektiv“.

*Inwieweit unterscheidet sich der neue Vorschlag einer Kategorisierung vom alten Konzept?*

Der neue Ansatz stellt das Thema Impact viel deutlicher in den Vordergrund, auch wird klar zwischen „wirkungskompatibel“ und „wirkungseffektiv“ unterschieden. Es erfolgt eine Unterscheidung zwischen einfacher und doppelter Materialität. Gemäß dem Prinzip der doppelten Materialität oder doppelten Wesentlichkeit müssen Unternehmen berichten, wie einerseits Nachhaltigkeitsthemen auf sie selbst wirken („outside-in“) und was andererseits ihre Aktivitäten für Umwelt und Gesellschaft bedeuten („inside-out“). Der neue Vorschlag greift auch das Thema Transformation intensiver auf und verbindet es mit dem Thema der Ausschlusskriterien.

		<b>Ausschluss-fokussiert</b>	<b>Basic ESG</b>	<b>Advanced ESG</b>	<b>Impact-Aligned (wirkungs-kompatibel)</b>	<b>Impact-Generating (wirkungs-effektiv)</b>
	Wesentliche Zielsetzung	Wertbasierter Ausschluss von Sektoren oder Unternehmen	Berücksichtigung von ESG-Risiken und -Chancen	Systematische Analyse und Berücksichtigung von ESG-Faktoren	Ausrichtung auf positive Impacts	Aktiver Beitrag zu positiven Impacts
	Investmentfokus	–	Finanzielle Materialität	Finanzielle Materialität	Doppelte Materialität	Doppelte Materialität
	Ambitionslevel	Keines	Marginal	Mittelgroß	Mittelgroß-hoch	hoch
Investment-prozess	Investment-strategien	Ausschlüsse oder normbasiertes Screening	Ausschlüsse oder normbasiertes Screening, ESG-Integration oder Best-in-class auf geringem Ambitionslevel	Ausschlüsse oder normbasiertes Screening, ESG-Integration oder Best-in-class auf hohem Ambitionslevel	Ausschlüsse auf Basis negativer Impacts, Selektion von Investments mit bereits positivem Impact	Ausschlüsse nicht-transformierbarer Unternehmen, Engagement mit investierten Unternehmen und Investments mit dem Ziel positiver Impacts
	ESG/Impact Performancemessung	–	–	Messung der ESG-Performance	Messung des Unternehmens-Impacts	Messung des Investoren-Impacts

*Entwurf eines neuen SRI-Klassifizierungssystems (Quelle: Busch et al, White Paper „Classification Scheme for Sustainable Investments“ [2022])*

*Warum gibt es derart viele Zugänge zum nachhaltigen Investment?*

Die verschiedenen Stile lassen sich unter anderem aus der Historie der Geldanlage mit Verantwortung erklären. Die Geschichte der nachhaltigen Geldanlage wurde zunächst von religiösen Gruppen geschrieben. Einige christliche Glaubensgemeinschaften lehnten etwa schon im 17. Jahrhundert den ökonomisch rentablen Sklavenhandel oder Geschäfte mit Rüstungsgütern ab. Im Jahr 1928 wurde in den USA mit dem Pioneer Fund der erste „ethisch-nachhaltige“ Fonds seiner Art gegründet. Er investierte in keine Unternehmen, die Waffen, Alkohol oder Tabak herstellten. Am Beginn standen also ethische Ausschlüsse. Die Verwendung normbasierter Ausschlüsse stellt im Gegensatz dazu den Versuch dar, Ausschlüsse von allgemein gültigen Normen abzuleiten und damit zu objektivieren. Im Rahmen des Best-in-class-Ansatzes werden die „Nachhaltigkeitsleader“ der einzelnen Branchen ermittelt. Über Investments in diese Titel soll ein positiver Wettbewerb unter den Unternehmen

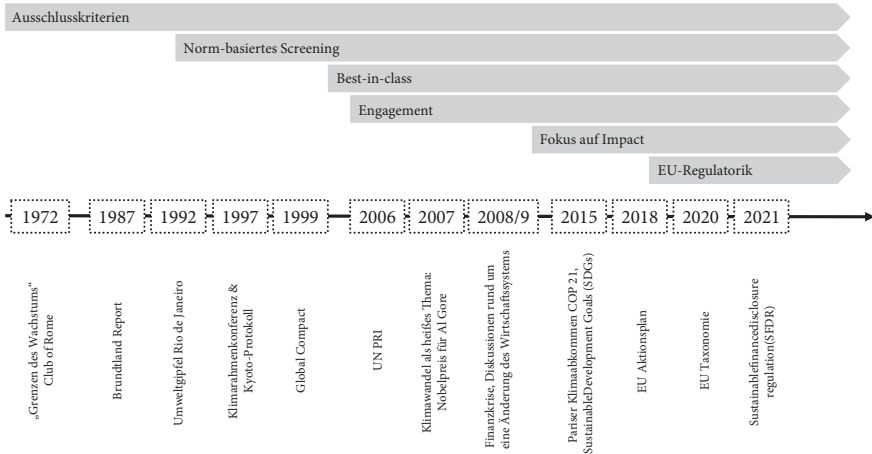


ausgelöst werden. Engagement und Voting haben mit aktivem Aktionärsverhalten („Active Ownership“) zu tun. Über Unternehmensdialog (Engagement) und Stimmrechtsnutzung (Voting) soll die Nachhaltigkeit in den Unternehmen unterstützt respektive verbessert werden. Die ESG-Integration schließlich ist die direkte Verankerung von ESG-Kriterien im Investmentprozess, die Unternehmensauswahl wird nicht durch Kriterien oder Best-in-class begleitet, sondern umweltbezogene, soziale und Governance-Faktoren werden direkt in der Unternehmensanalyse eingesetzt.

### *Wann begann die Zeitrechnung der nachhaltigen Investments?*

Obwohl die Auflage des ersten ethisch-nachhaltigen Fonds schon fast einhundert Jahre zurückliegt, war der Bericht des Club of Rome zu den „Grenzen des Wachstums“ vor rund fünfzig Jahren ein Meilenstein in der moderneren Nachhaltigkeitsdiskussion. Fünfzehn Jahre später folgten der Brundtland-Report und danach die globalen Konferenzen von Rio de Janeiro und Kyoto zu Umwelt- und Klimathemen. Der Start von Regelwerken wie Global Compact und Initiativen wie die UNPRI fällt schon in die jüngere Vergangenheit. Vor fünfzehn Jahren wurde dem Thema Klimawandel erstmals große Aufmerksamkeit zuteil. Die Finanzkrise erhöhte die Bereitschaft für Änderungen und Ergänzungen im Finanzsystem. Es folgte das bahnbrechende Jahr 2015 mit dem Pariser Klimaabkommen und der Lancierung der Ziele für Nachhaltige Entwicklung (SDGs). Ab dem Jahr 2018 dominierte dann die Regulatorik mit einem Schwerpunkt auf der Entwicklung in Europa.

Gleichzeitig entwickelten sich die Stile der nachhaltigen Investments weiter. Zu den Ausschlusskriterien traten normbasierte Kriterien, gefolgt von Best-in-class im Sinne einer detaillierten Nachhaltigkeitsanalyse. Das aktive Aktionärstum auf Basis von Engagements mit Unternehmen und Emittent:innen war der nächste Meilenstein der Entwicklung. Es folgte der Fokus auf das Thema Impact bei nachhaltigen Investments.



## Die jüngere Geschichte der Nachhaltigkeit und des nachhaltigen Investments (Quelle: eigene Einschätzung)

### Was bedeutet „Core SRI“ und „Broad SRI“?

Diese Definitionen wurden von EUROSIF vor einigen Jahren eingeführt, um die nachhaltige Ausrichtung der Investments zu quantifizieren. „Core SRI“ stand für Investments, die in ihren Anlagemöglichkeiten durch beispielsweise Ausschlüsse massiv eingeschränkt waren. „Broad SRI“ bezeichnete Investments mit leicht nachhaltiger Ausprägung wie Integration oder Engagement ohne Kombination mit anderen Stilen. Mittlerweile hat EUROSIF diese „Zweiklassengesellschaft“ aufgegeben, die Termini bleiben aber deshalb interessant, weil sie auf die unterschiedlichen „Tiefen“ – also die Konsequenz, mit der Nachhaltigkeit im Investmentprozess verankert ist – von nachhaltigen Konzepten, die am Markt angeboten werden, hinweisen. Im Marktbericht des FNG (Forum Nachhaltige Geldanlagen) für das Jahr 2022 wird zwischen „verantwortlichem“ und „nachhaltigem“ Investment unterschieden. Verantwortliches Investment bezieht sich dabei auf die Instituts-, nachhaltiges Investment auf die Produktebene.

### Welche Stile nachhaltigen Investierens sind am nachhaltigsten?

Der Stil selbst sagt über die Dimension der Nachhaltigkeit im untersuchten Investmentprodukt nicht unbedingt etwas aus. Die Verwendung von einer

Kriteriologie, eine Vorgangsweise, die als relativ streng gilt, kann durch eine geringe Zahl von Kriterien und durch das Einziehen von Schwellenwerten (wie bis zehn Prozent Umsatzanteil Atomkraft bei Energieversorgern, siehe auch Kapitel 2 Ausschlusskriterien) aufgeweicht werden. Ein Investmentansatz, der auf Integration beruht, kann aber eine sehr weitgehende Nachhaltigkeitskomponente aufweisen, wenn Unternehmensanalyse und Unternehmensauswahl wirklich stark durch Nachhaltigkeit geprägt sind.

*Gibt es regionale Vorlieben für Nachhaltigkeitsstile in Europa?*

In Großbritannien dominierten in der Vergangenheit die Stile „Integration“ sowie „Engagement“ und „Voting“, mittlerweile haben auch Ausschlüsse an Bedeutung gewonnen. In den deutschsprachigen Ländern Österreich, Deutschland und Schweiz sind Ausschlüsse sehr populär. Normbasierte Ausschlüsse dominieren in Frankreich und Italien und sind außerdem in Schweden populär. Die EUROSIF-Studie 2018, die letzte, die die relevanten Zahlen gemäß Stilen länderbezogen aufspaltet, zeigt die in den einzelnen Ländern angewendeten Nachhaltigkeitsstile. Fonds oder Portfolios, die mehrere Stile kombinieren, werden dabei doppelt gezählt.

	Best-in-class	Nachhaltige Themen	Normbasierte Ausschlüsse	ESG Integration	Engagement und Voting	Ausschlüsse	Impact Investing	Total
Österreich	14.023	992	9.871	3.695	12.358	76.543	1.030	118.512
Belgien	15.570	8.101	31.654	97.428	18.502	249.014	1.151	421.420
Dänemark	100	65	50.080	16.527	23.820	211.048	0	301.640
Frankreich	295.178	20.620	1.845.679	920.055	23.897	768.128	1.894	3.875.451
Deutschland	22.068	9.184	50.789	49.612	92.084	1.487.161	5.232	1.716.130
Italien	58.137	52.861	105.842	70.425	135.729	1.449.554	51.960	1.924.508
Niederlande	83.449	7.125	631.721	627.477	724.809	724.704	1.391	2.800.676
Polen	0	0	6.841	2.500	5.431	7.181	0	21.953
Spanien	10.364	12.665	11.327	67.995	11.750	176.742	9.171	300.014
Schweden	25.419	1.966	305.833	297.182	874.724	720.292	6.422	2.231.838
Schweiz	40.889	18.775	64.435	77.069	77.925	2.348.797	15.041	2.642.931
UK	20.536	16.463	28.391	2.007.847	2.854.400	2.195.394	15.284	7.138.315
Europa	585.733	148.817	3.142.463	4.237.812	4.855.429	10.414.558	108.576	23.493.388

*Länderdaten zu nachhaltigen Investments, EUROSIF-Studie 2018 (in Mio Euro)*

*Ist die Taxonomie im Rahmen des EU-Aktionsplans der große Wurf in Richtung Nachhaltigkeitsdefinition?*

Die Taxonomie stellt zunächst auf die ökologische Nachhaltigkeit ab, also quasi den Faktor „E“ des gesamten „ESG“-Spektrums. Die sozial/gesellschaftliche Dimension („S“) soll im Rahmen einer „Sozialtaxonomie“ abgebildet werden, an der bereits gearbeitet wird. Ein erster Entwurf wurde im Februar 2022 veröffentlicht. Es ist davon auszugehen, dass die Faktoren „S“ und später möglicherweise „G“ von den Definitionen und Berechnungen her wahrscheinlich schwieriger abzubilden sein werden als die ökologische Nachhaltigkeit.

*Kann die EU-Offenlegungs-Verordnung mit der Unterscheidung nach Produkten gemäß Art 8 und Art 9 Hilfestellung für die Produktklassifizierung bieten?*

Die Offenlegungs-Verordnung oder SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) will eine Harmonisierung der Transparenzanforderungen an Finanzmarktteilnehmer:innen sicherstellen. Es war von EU-Seite nicht geplant, dass die Unterteilung in Finanzprodukte gemäß Art 8, Art 9 und sonstige Finanzprodukte zur Produktklassifizierung verwendet werden sollte.

*Ist mögliches Greenwashing angesichts der unterschiedlichen Zugänge zum nachhaltigen Investieren überhaupt erkennbar?*

Prinzipiell werden beim Greenwashing Techniken der Öffentlichkeitsarbeit, Rhetorik und Manipulation benutzt, um einem Unternehmen, seinen Produkten oder Aktivitäten eine positive Wahrnehmung zu verschaffen. Es werden irreführende oder unbegründete Behauptungen über den Umweltnutzen eines Produktes oder einer Dienstleistung aufgestellt. Es geht also weniger um die verwendeten Stile oder Zugänge zum nachhaltigen Investment als darum, was im Zusammenhang mit dem Produkt versprochen wird. Das Grundproblem besteht darin, dass eine klare Definition für nachhaltiges Investment fehlt. Generell schließen vertrauenswürdige Verifizierungen von nachhaltigen Investmentprodukten durch unabhängige Stellen den Tatbestand von Greenwashing aus.

## **Fazit**

Nachhaltiges Investment basiert auf der Berücksichtigung von Ökonomie, Ökologie und sozialen Kriterien – man könnte auch sagen, es geht um die

konsequente Einbeziehung von ESG-Kriterien. Der/Die Investor:in erwarten sich, dass ihr/sein Produkt Merkmale dieser nachhaltigen Ausrichtung aufweist. Daher sind strenge Ansätze mit einer strikteren Einschränkung der Anlagemöglichkeiten auf den ersten Blick nachhaltiger als andere. Wichtig dabei ist aber ein logisches und von den Inputfaktoren her ausgereiftes Gesamtkonzept.