

Nicola Koch

Performanceunterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds. Kritische Analyse

Bachelorarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Impressum:

Copyright © 2015 GRIN Verlag
ISBN: 9783668096288

Dieses Buch bei GRIN:

<https://www.grin.com/document/310935>

Nicola Koch

Performanceunterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds. Kritische Analyse

GRIN - Your knowledge has value

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite www.grin.com ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

Besuchen Sie uns im Internet:

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

http://www.twitter.com/grin_com

Universität Bayreuth
Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Lehrstuhl VWL V – Institutionenökonomik

Bachelorarbeit

Zur Erlangung des akademischen Grades
„Bachelor of Arts“
Im Sommersemester 2015

Performanceunterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds?

-

Eine Analyse anhand selbst gewählter Beispiele

Vorgelegt von:

Nicola Stefan Koch
Internationale Wirtschaft und Entwicklung, 7.

Abgabetag: 14.09.2015

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung und Aufbau der Arbeit.....	2
2 Theoretischer Grundlagenteil	3
2.1 Investmentfonds.....	3
2.1.1 Funktionsweise und Grundstruktur.....	3
2.1.2 Investmentfondstypen	5
2.1.3 Portfoliotheorie	5
2.2 Theorie der Performanceanalyse	7
2.2.1 Anlageentscheidung	7
2.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)	8
2.2.3 Performancemaße	10
2.3 Nachhaltigkeit und nachhaltige Investmentfonds.....	12
2.3.1 Entwicklung des Nachhaltigkeitsbegriffs	12
2.3.2 Die Rolle der nachhaltigen Ratingagenturen	15
2.3.3 Die Umsetzung des Nachhaltigkeitsgedankens in Investmentfonds	18
2.3.4 Der Prozess zur Entstehung nachhaltiger Investmentfonds.....	21
3 Performanceanalyse anhand verschiedener Nachhaltigkeitskriterien.....	22
3.1 Kritische Analyse bisheriger Performancestudien.....	22
3.2 Methodisches Vorgehen	25
3.2.1 Begriffliche Abgrenzung	25
3.2.2 Markteingrenzung	26
3.2.3 Vorgehensweise in der Performanceanalyse nachhaltiger Investmentfonds	28
3.3 Nachhaltige Fonds höherer Güte und konventionelle Fonds.....	29
3.3.1 Nachhaltigkeitsanalyse	29
3.3.2 Performanceanalyse	31

3.4 Nachhaltige Fonds geringerer Güte und konventionelle Fonds.....	33
3.4.1 Nachhaltigkeitsanalyse	33
3.4.2 Performanceanalyse	35
3.5 Vorstellung und Diskussion der Ergebnisse	37
4 Handlungsempfehlungen und Politikimplikationen	40
5 Fazit und Ausblick	43
Anhang	45
Literaturverzeichnis	47

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Die Grundstruktur und allgemeine Funktionsweise von Investmentfonds	3
Abbildung 2: Die Effizienzkurve nach MARKOWITZ	7
Abbildung 3: Das magische Viereck der Anlageentscheidung	8
Abbildung 4: Capital Asset Pricing Model	9
Abbildung 5: Das Drei Säulen Modell und die Triple Bottom Line	14
Abbildung 6: Entstehung eines Nachhaltigkeits-Portfolios	22
Abbildung 7: Performance konventioneller und nachhaltiger Fonds höherer Güte	32
Abbildung 8: Performance konventioneller und nachhaltiger Fonds geringerer Güte	36

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Nachhaltigkeitsverständnis einzelner europäischer Ratingagenturen	18
Tabelle 2: Ergebnisse der Performanceanalyse	37

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CSR	Corporate Social Responsibility
DAX	Deutscher Aktienindex
ESG	Environmental, Social, Governance
EU	Europäische Union
Eurosif	European Sustainable and Responsible Investment Forum
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
ILO	International Labor Organization
InvG	Investmentgesetz
IOS	Investment-Opportunity-Set
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
NGO	Non-Governmental Organization
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusam- menarbeit und Entwicklung
PRI	Principles for Responsible Investment
SRI	Socially and Responsible Investments/ Investmentfonds
UN	United Nations

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

„*Make green pay*“ – lässt uns mit Ökologie Geld machen¹

Dieses Motto ließ eine Arbeitsgruppe auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos 2007 verlauten. Ökologie als Eingangsthema entsprach in dem jährlich tagenden Forum für Wirtschaft, Politik und Gesellschaft keinesfalls einer Selbstverständlichkeit. Der Appell war demnach eine Reaktion auf den im Jahr 2006 veröffentlichten „Stern-Report“, welcher erstmals die Folgen des Klimawandels zu quantifizieren versuchte. In Bezug auf ein weiterhin stetiges Wachstum des globalen Ausstoßes an Treibhausgasen würden die daraus resultierenden Folgekosten 5 – 20 % des weltweiten Bruttoinlandsproduktes (BIP) vereinnahmen. Ein Handeln, hinsichtlich der Umstellung auf emissionsärmere Energien und sozialer Absicherung durch präventive Maßnahmen für die ärmsten Menschen der Welt, komme der Weltgemeinschaft mit veranschlagten 1 % ihres BIP ungleich günstiger zugute.² Die Kernthese, dass das Vorbeugen des Klimawandels mittelfristig finanzierbar sei und sich langfristig wirtschaftlich lohnen würde, konnte bisweilen nicht widerlegt werden. Lediglich um die veranschlagten Kosten und Nutzen, bzw. wer die Gewinner und Verlierer sein werden, kann gestritten werden.

Nachhaltige Investmentfonds können hierbei als marktkonforme Instrumente betrachtet werden, welche externe Effekte wie Treibhausgase oder Menschenrechtsverletzungen internalisieren indem sie bspw. nur in Wertpapiere anlegen deren Emittenten besonders nachhaltig agieren. Unternehmen erhalten daher einen Anreiz nachhaltiger zu wirtschaften, da dies deren Eigen- und Fremdfinanzierung beeinflusst.³ Die immer weiter anwachsenden Zahlen an Berichten über unternehmerische Verantwortung (im engl. Corporate Social Responsibility (CSR)) zeigen, dass Unternehmen dies und die gesellschaftlichen Reaktionen auf ihre Nachhaltigkeitsbemühungen wahrgenommen haben.⁴ Ab Dezember 2016 werden alle europäischen Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern zu solch einer jährlichen CSR-Berichterstattung gesetzlich verpflichtet.⁵ Dies kann sich positiv auf die weitere Entwicklung von nachhaltigen Investmentfonds auswirken, da die Nachhaltigkeitsbemühungen einzelner Unternehmen ein zentrales Kriterium für deren Aufnahme in die Portfolios dieser Investmentfonds darstellt.

¹ Vgl. World Economic Forum (2007, S. 1).

² The Guardian (2006).

³ Vgl. oekom research (2013, S. 6).

⁴ Vgl. Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (2014).

⁵ Vgl. EU (2014, S. 4-8).

Die Heterogenität, die mit dem Verständnis von Nachhaltigkeit einhergeht, hinterlässt jedoch einen Freiraum für Interpretation bei der Ausarbeitung von CSR-Berichten und deren Auslegung von Seiten nachhaltiger Investmentfonds. Aus ökonomischer Sicht bestehen zudem Gründe zur Annahme, dass hinsichtlich der finanziellen Performance ein Trade-Off zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds bestehen muss. Demnach wird angenommen, dass die Kosten für freiwillige Nachhaltigkeitsbemühungen sich negativ auf die Rendite auswirken und somit Wettbewerbsnachteile nach sich ziehen müssen.⁶ Durch die Restriktionen für investierbare Wertpapiere bei nachhaltigen Investmentfonds müssen laut Portfoliotheorie diese schlechter diversifizierbar sein und können somit eine schlechtere, jedoch auf keinen Fall eine bessere Performance als konventionelle Investmentfonds aufweisen.⁷

1.2 Zielsetzung und Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit soll die Wirtschaftlichkeit einer Anlageentscheidung in nachhaltige Investmentfonds prüfen, indem diese mit einer Anlageentscheidung in konventionellen Investmentfonds verglichen wird. Zuvor werden die nachhaltigen Investmentfonds einer qualitativen Analyse unterzogen, da nach Ansicht des Autors dieser Aspekt in vergangenen Performance-Studien zu wenig berücksichtigt wurde. Es wird daher zusätzlich geprüft, inwiefern unterschiedliche Nachhaltigkeitsverständnisse Einfluss auf die Performance nehmen können.

Die Beschreibung der Funktionsweise und der zugrundeliegenden Theorie von Investmentfonds (vgl. Abschnitt 2.1) zu Beginn dieser Arbeit ist notwendig, um die in Abschnitt 2.2 ausgeführte Theorie der Performanceanalyse einordnen zu können. In Abschnitt 2.3 wird das Thema Nachhaltigkeit zunächst allgemein vorgestellt, um anschließend im Speziellen darauf einzugehen wie die Leitidee der Nachhaltigkeit Eingang in den Bereich der Investmentfonds erhält. Bevor die systematische Vorgehensweise bei der Performanceanalyse anhand verschiedener Nachhaltigkeitskriterien (Abschnitt 3.2) beschrieben wird, werden zunächst vergangene Performance-Studien in Abschnitt 3.1 kritisch analysiert. Nachdem im theoretischen Grundlagenteil alle für die Analyse relevanten Erkenntnisse erarbeitet wurden, wird in Abschnitt 3.3 und 3.4 die Performance von nachhaltigen Investmentfonds höherer und geringerer Güte mit der von jeweils konventionellen Investmentfonds verglichen. Die Ergebnisse werden in Abschnitt 3.5 vorgestellt und diskutiert. In Kapitel 4 wird auf die Ergebnisse Bezug genommen und auf praktisch relevante Themen transferiert. Abschließend werden in Kapitel 5

⁶ Vgl. Friedman (2007, S. 176-177).

⁷ Da nachhaltige Investmentfonds nur eine Teilmenge eines konventionellen Marktportfolios nutzen, sollten konventionelle Investmentfonds auf die gleichen Anlagen zurückgreifen können und somit eine mindestens gleichwertige Performance aufweisen (vgl. Schröder (2008, S. 521)).

zentrale Ergebnisse zusammengefasst und ein Ausblick auf potentielle zukünftige Entwicklungen gegeben.

2 Theoretischer Grundlagenteil

2.1 Investmentfonds

2.1.1 Funktionsweise und Grundstruktur

In einem Investmentfonds (in der Rechtssprache: Sondervermögen) bündelt eine Kapitalanlagegesellschaft (KAG) die Gelder mehrerer Anleger, um sie i.d.R. nach dem Prinzip der Risikoverteilung in verschiedene Vermögenswerte (z. B. Immobilien, Wertpapiere, Derivate sowie flüssige Mittel) anzulegen. Je nach rechtlicher Form des Investmentfonds können dabei eine unbeschränkte Anzahl von Anlegern in diesen investieren, wobei die Anleger gegen einen Ausgabepreis⁸ Fondsanteile erwerben. Steigen bspw. die Vermögenswerte und somit der Wert des Portfolios an, kann ein Anleger (zumeist) zu einem beliebigen Zeitpunkt von seinem Rückgaberecht Gebrauch machen und seine Fondsanteile zu einem gestiegenen Anteilspreis⁹ der KAG zurückgeben.¹⁰ Die grundlegende Struktur und Funktionsweise eines Investmentfonds wird durch Abbildung 1 nochmals graphisch dargestellt und inhaltlich ergänzt:

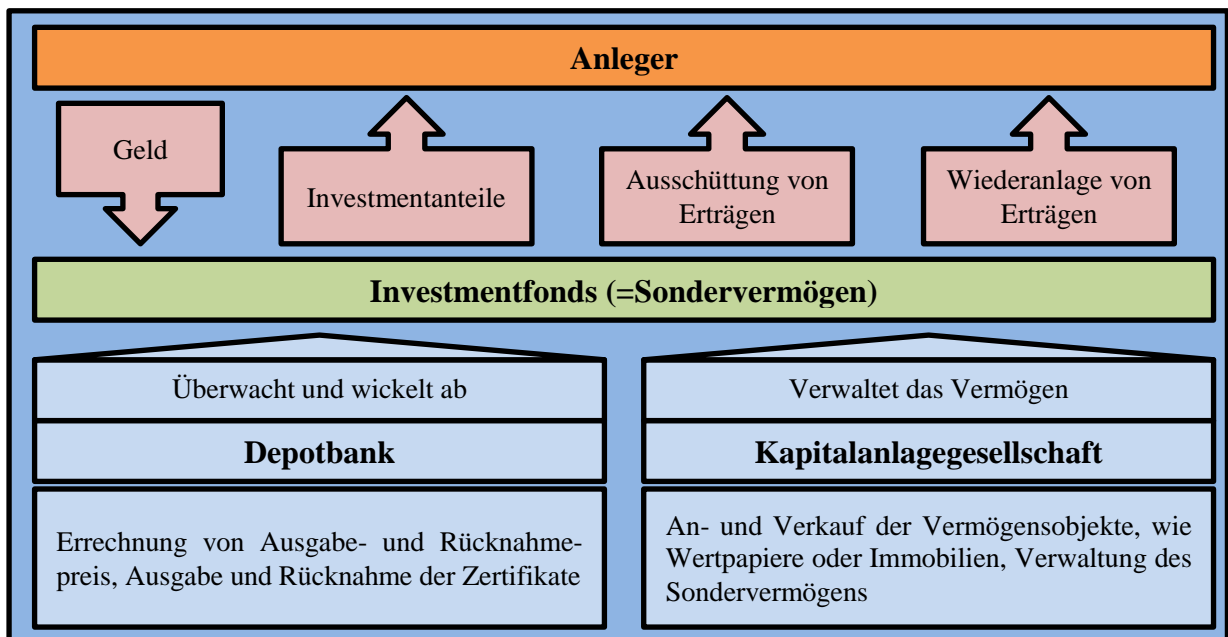


Abbildung 1: Die Grundstruktur und allgemeine Funktionsweise von Investmentfonds

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Der Brockhaus Wirtschaft (2008, S. 306)

⁸ Ausgabepreis = Anteilspreis (Fondsvermögen / Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile) + Ausgabeaufschlag (vgl. Grill/Percynski (2005, S. 249).

⁹ Anteilspreis = Fondsvermögen / Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile (vgl. Grill/Percynski (2005, S. 249).

¹⁰ Vgl. Otter (2012, S. 22-24).

Das klassische Ziel einer Investmentgesellschaft wurde im Jahre 1868 festgesetzt und lautet nach dem Gründungsprospekt des „Foreign and Colonial Trust“ - der erste bekannte Investmentfonds – wie folgt: *„Das Ziel der Gesellschaft ist es, den kleinen Sparern dieselben Vorteile zu verschaffen wie den Reichen, indem das Risiko durch Streuung der Kapitalanlage auf eine Anzahl verschiedener Aktien vermindert wird“*.¹¹ Es dauerte von diesem Zeitpunkt knapp ein Jahrhundert bis sich die Idee des Investmentfonds 1949 auch in Deutschland etablierte, wodurch auch der Begriff „Kapitalanlagegesellschaft“ erstmals geprägt wurde.¹² Investmentfonds werden nach dem deutschen Investmentgesetz (InvG) wie folgt definiert: *„Investmentfonds sind von einer KAG verwaltete Publikums-Sondervermögen [...] Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) [...], und sonstige Publikums- oder Spezial-Sondervermögen“*.¹³

Im Allgemeinen ermöglichen Investmentfonds tatsächlich auch kleinen Sparern ihr Vermögen gewinnbringend anzulegen, solange der Ausgabepreis aufgebracht werden kann. Investmentfonds haben gegenüber anderen Geldanlagen den großen Vorteil der Diversifikation des Vermögens und damit verbunden die Möglichkeit der Risikostreuung. Daneben reduziert die professionelle Verwaltung des Sondervermögens (investiertes Kapital) durch den Fondmanager Transaktionskosten in Form von Zeitersparnissen für die Investoren. Die Opportunitätskosten sind hierbei nicht zu vernachlässigen, da die Leistung der Fondsmanager i.d.R. an Benchmarks gemessen werden, also Indizes wie bspw. dem DAX und somit entsprechendes Know-How und zeitliches Engagement bewiesen werden muss, um über diese Messlatte zu performen. Durch die vergleichsweise kostengünstige zentrale Verwaltung (im Gegensatz zur individuellen Verwaltung) des Sondervermögens stellen sich zudem Skalenerträge ein. Das Rückgaberecht der Anteile zum Marktwert vermindert für die Investoren das Risiko von Liquiditätsengpässen, da die eigenen Anteile meistens täglich veräußert werden können. Neben den Chancen einer Beteiligung an Investmentfonds existiert auch eine Reihe von Risiken. Zu diesen Risiken gehören bspw. die Abhängigkeit von positiver Marktentwicklung und Kompetenz des Fondmanagers, Verlust des Stimmrechts und mögliche Benachteiligung, wenn Kostenersparnisse durch Skalenerträge nicht weitergegeben werden.¹⁴

¹¹ Baur (1970, S. 2).

¹² Vgl. Raab (2012, S. 1).

¹³ Gemäß § 2 Abs. 1 InvG (seit 2013 integriert in das Kapitalanlagegesetzbuch).

¹⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012, S. 303) und Otter (2012, S. 31, S. 88).

2.1.2 Investmentfondstypen

Es gibt verschiedene Kriterien mit denen sich Investmentfonds unterscheiden lassen. Zum einen ist die rechtliche Konstruktion zu differenzieren, zwischen offenen und geschlossenen Fonds. Bei einem offenen Publikumsfonds¹⁵ ist das Fondsvermögen variable, da Anteilscheine laufend ausgegeben und zurückgenommen werden. Geschlossene Fonds sind demnach durch eine begrenzte Anzahl von Anteilscheinen limitiert und Anteile können nicht beliebig liquidiert werden, da keine Rücknahmepflicht für die KAG besteht. Unabhängig von ihrer rechtlichen Konstruktion charakterisieren sich Fondstypen durch eine aktive oder passive Anlagepolitik. Aktiv verwaltete Fonds sind in Dachfonds, Klassische Fonds (wie Aktienfonds, Rentenfonds oder Mischfonds) und Spezialitätenfonds (wie Länderfonds oder Themenfonds) zu unterscheiden. Aktiv verwaltete Fonds charakterisieren sich dadurch, dass sie kontinuierlich Wertpapier an- und verkaufen, um die Wertentwicklung einer bestimmten Benchmark zu schlagen. Eine passive Anlagepolitik zeichnet sich im Gegensatz zu einer aktiven darin aus bestimmte Indizes nachzubilden, wie bei sog. Indexfonds. Eine gesetzliche Definition für die jeweiligen Fondstypen gibt es nicht, jedoch ist eine Kategorisierung nach den Inhalten aus Produzenten- und Anlegersicht sinnvoll. Schließlich spielt die Ertragsverwendung noch eine wichtige Rolle, da zum einen Erträge in regelmäßigen Abständen an die Anteilsinhaber ausgeschüttet werden können (ausschüttende Fonds) oder zum anderen Erträge direkt für weitere Investitionen genutzt werden (thesaurierende Fonds).¹⁶

2.1.3 Portfoliotheorie

Das Grundproblem des Investments äußert sich in der natürlichen Unsicherheit seiner zukünftigen Rendite. Um damit umgehen zu können, hat der Nobelpreisträger Harry M. Markowitz Anfang der 1950er Jahre erstmals quantitative theoretische Lösungsvorschläge präsentiert und damit die wissenschaftliche Forschung und die Praxis des Portfoliomanagements in neue Richtungen gelenkt. Da MARKOWITZ beobachten konnte, dass Investoren aufgrund der Risikostreuung¹⁷ mehrere Wertpapiere in ihre Portfolios aufnehmen, hat er sich die Frage gestellt wie diese Diversifikation eines Portfolios nach möglichst rationalen Grundlagen gestaltet werden könnte. Unter den Annahmen, dass rationale Investoren eine explizit finanzielle

¹⁵ Publikumsfonds können von jedermann erworben werden, anders als Spezialfonds, die im Besonderen institutionelle Anleger als Anlegerzielgruppe definieren (vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012, S. 306).

¹⁶ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012, S. 303-306); Raab (2012, S. 55-57) und Der Brockhaus Wirtschaft (2008, S. 306).

¹⁷ Das Risiko eines Wertverlustes einer Investition lässt sich reduzieren, indem diese auf Marktsektoren aufgeteilt wird, die unabhängig bezüglich ihrer Wirtschaftsaktivitäten sind. Dadurch können Wertverluste auf dem einen Markt durch Gewinne auf dem anderen Markt (über) kompensiert werden (vgl. Markowitz (2008, S. 5).

Zielgröße optimieren und sich dabei risikoavers verhalten, also möglichst hohe Renditen bei möglichst geringem Risiko präferieren, lässt sich ein Trade-Off zwischen erwarteten Portfolioertrag und Portfoliorisiko identifizieren.

Um das Optimierungsproblem zwischen diesen zwei Zielgrößen lösen zu können, lassen sich die Renditen einzelner Wertpapiere aufgrund ihrer historischen Entwicklung als statistische Zufallsgrößen modellieren. Renditen einzelner Wertpapiere lassen sich demnach durch ihre Erwartungswerte, die Standardabweichungen und die Korrelationen beschreiben.¹⁸ Investoren präferieren eine hohe erwartete Rendite und eine möglichst minimale Standardabweichung (hier dienlich als Risikomaß) der Renditen eines Portfolios. Die Schwierigkeit für den Fondmanager besteht darin, Wertpapiere so auszusuchen und so zu gewichten (mittels der investierten Beträge), dass ihre durchschnittliche Korrelation zueinander gering ist, da dies in Zusammenhang mit einer niedrigen Standardabweichung steht. Je geringer bzw. sogar negativer nämlich die Korrelation zwischen zwei Wertpapieren ist, desto höher ist die Risikodiversifikation zwischen diesen Anlagen. Da jedoch auch die erwartete Rendite einen Zielparameter darstellt, kann die Auswahl von risikoeffizienten Portfolios mittels der Effizienzlinie nach MARKOWITZ dargestellt werden (vgl. Abbildung 2).¹⁹ Es werden Portfolios als effizient angesehen, die folgende Bedingungen erfüllen:

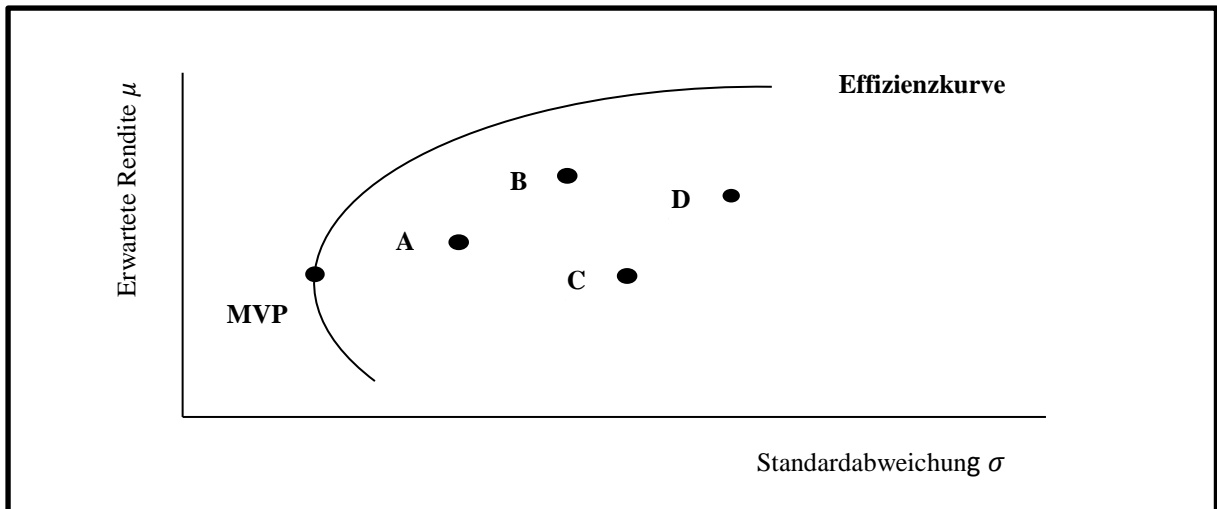
Es gibt keine Alternative, die

- für gleiche erwartete Rendite eine geringere Standardabweichung
- für eine gleiche Standardabweichung eine größere erwartete Rendite
- sowohl eine größerer erwartete Rendite als auch eine niedrigere Standardabweichung aufweist.²⁰

¹⁸ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2012, S. 260-262); Markowitz (2008, S. 6) und Spremann (2008, S. 59–60).

¹⁹ Vgl. Markowitz (2008, S. 20, 24, 135-136) und Spremann (2008, S. 59).

²⁰ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 8).



Anmerkung: Die Effizienzkurve nach MARKOWITZ positioniert alle effizienten Portfolios ab dem Punkt MVP. Das sind Portfolios, die hinsichtlich Risiko und Rendite nicht mehr optimiert werden können; sie werden nicht dominiert. Die Effizienzkurve bildet damit eine Grenze, die alle möglichen Portfoliokombinationen umfasst. Alle unterhalb dieser Grenze gezeigten Portfolios sind nicht effizient.

Abbildung 2: Die Effizienzkurve nach MARKOWITZ

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Spremann (2008, S. 186)

2.2 Theorie der Performanceanalyse

2.2.1 Anlageentscheidung

Nach den gewonnenen Erkenntnissen aus der Portfoliotheorie hält die theoretische Definition von Performance, die lediglich als Rendite verstanden wurde, nicht mehr stand (wobei in der Praxis u.a. noch in Gebrauch). Um den Trade-Off zwischen hoher Rendite und niedrigem Risiko zu begegnen, kann als Maß für die Performance die risikoadjustierte Rendite²¹ herangezogen werden. Neben Rendite und Risiko spielt für die Anlageentscheidung das Kriterium der Liquidität ebenfalls eine wichtige Rolle. Liquidität bedeutet hierbei, dass ein Anleger sich zu fairen Preisen jederzeit von seinen Anteilen trennen kann. Diese drei Dimensionen konstituieren das sog. „magische Dreieck“ der Geldanlage.²² In Anbetracht der eingangs erwähnten Entwicklungen im Bereich der nachhaltigen Investmentfonds liegt die Annahme nahe, dass innerhalb der Anlageentscheidung auch immaterielle, im Besonderen ethisch-nachhaltige Kriterien integriert werden können. Man spricht hierbei auch von der „doppelten Rendite“²³, da eben nicht nur finanzielle Renditen, sondern explizit auch gesellschaftliche Renditen in Form

²¹ Im Besonderen in der Fachliteratur wird Performance mit risikoadjustierter Rendite gleichgesetzt, wobei Performancemaße genutzt werden bei denen die Rendite (im Zähler) mit einer Risikogröße (im Nenner) ins Verhältnis gesetzt werden (vgl. Fischer (2010, S. 449).

²² Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 48).

²³ Vgl. Lexikon der Nachhaltigkeit (2014a).

von sozial-ökologischen Verbesserungen erzielt werden. Auf dieser Basis kann das magische Dreieck um die Dimension der Nachhaltigkeit erweitert werden.²⁴

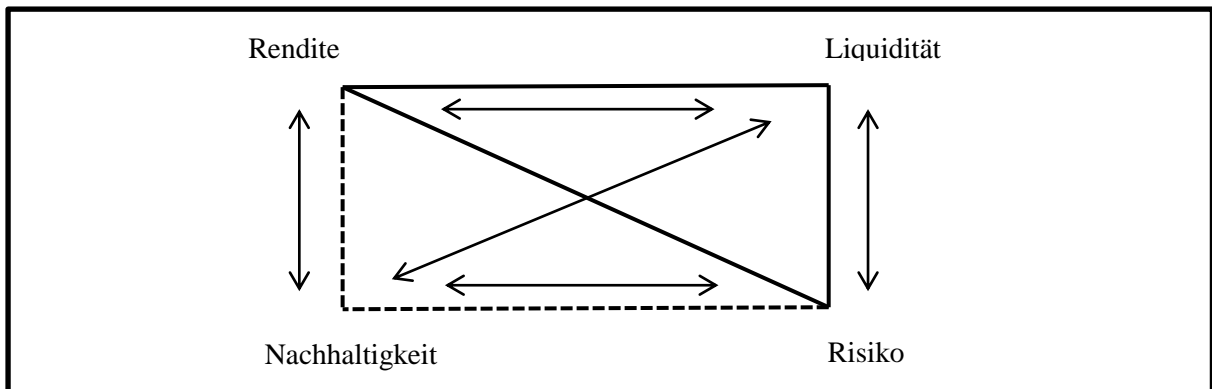


Abbildung 3: Das magische Viereck der Anlageentscheidung

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Pinner (2003, S. 28)

2.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Das CAPM knüpft an den Erkenntnissen der Portfoliotheorie an und geht vor allem auf die Arbeiten von William F. Sharpe, John Lintner und Jan Mossin zurück. Eine zentrale Aussage ist, dass zwischen systematischem und nicht-systematischem Risiko unterschieden werden muss. Hierdurch lassen sich weitere Anlageempfehlungen ableiten, im Besonderen für Investoren mit unterschiedlich ausgeprägten Risikoaversionen. Das nicht-systematische Risiko eines Portfolios lässt sich nach MARKOWITZ durch Diversifikation eliminieren; hierfür werden lediglich die Parameter „erwartete Rendite“, „Standardabweichung“ und „Korrelationskoeffizient“ der einzelnen Wertpapiere benötigt. Mit dem systematischen Risiko (Marktrisiko) wird ein weiterer Faktor in das Modell integriert, der die Renditeentwicklung eines einzelnen Wertpapiers in Relation mit der Renditeentwicklung des sog. Marktportfolios oder Marktindex²⁵ setzt. Da alle einzelnen Wertpapiere gemeinsam einen Marktindex konstituieren, existiert ein systematisches Risiko durch die Einflussnahme der einzelnen Wertpapiere auf die Indexentwicklung und vice versa. Es besteht eine positive Korrelation. Fällt nun der Marktindex hat dies einen negativen Einfluss auf die in ihm befindlichen Wertpapiere. Dieses Marktrisiko lässt sich nicht durch Diversifikation der Einzelanlagen beheben. Es werden im CAPM additiv zur Portfoliotheorie folgende Annahmen getroffen:

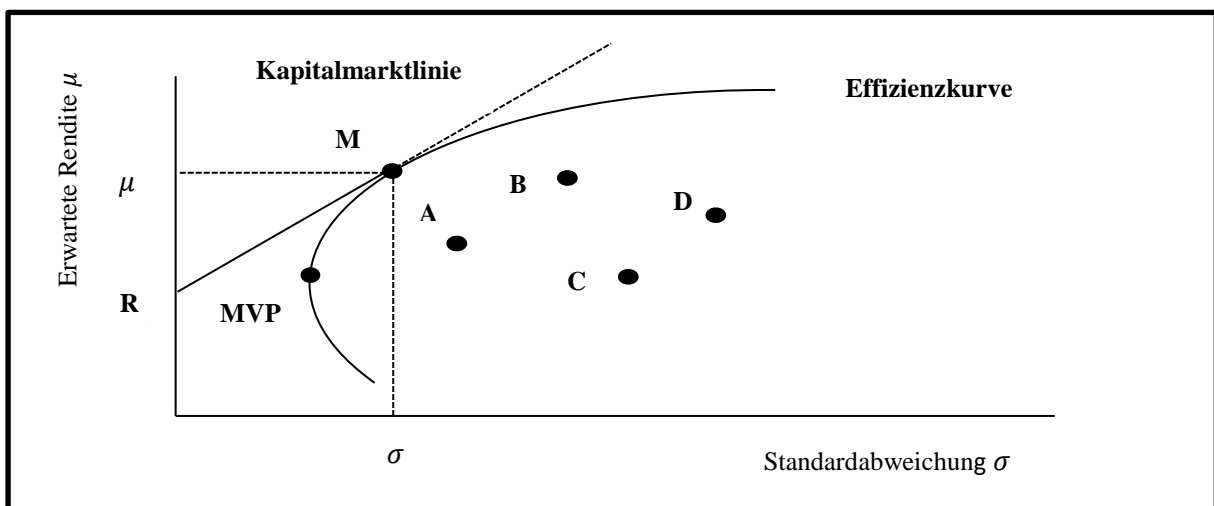
- Homogene Erwartungen aller Anleger bezüglich der Rendite und des Risikos aller Wertpapiere
- Risikolose Kapitalanlage- und Kreditaufnahmemöglichkeit zum risikolosen Zinssatz R

²⁴ Vgl. Pinner (2003, S. 28).

²⁵ In der Praxis wird i.d.R. ein Single Index Modell (z. B. ein Aktienindex) genutzt (vgl. Obeid (2004, S. 68).

Nachdem in der Portfoliotheorie ein Investment-Opportunity-Set (IOS) mit nur risikobehafteten Einzelanlagen betrachtet worden ist, erweitert die Annahme von einer risikolosen Kapitalanlagemöglichkeit das IOS um weitere Portfolios, welche sich sogar außerhalb der Effizienzkurve befinden können. Es sind nun auch Portfolios denkbar, die nicht nur aus risikobehafteten Anlagen konstruiert werden, sondern in Kombination mit der risikolosen Anlagemöglichkeit mit der risikolosen Rendite R . In der Literatur wird dasjenige Marktportfolio als IOS beschrieben, welches unter der Annahme homogener Erwartungen für jeden Investor identisch ist. Gehen nämlich alle Anleger von denselben Risiken, Renditen, Korrelationen und einem risikolosen Zinssatz R aus, bildet sich ein Portfolio, welches unter der Bedingung von Risiko-effizienz auf der Effizienzkurve nach MARKOWITZ lokalisiert werden muss. Da R die Rendite darstellt für ein Portfolio, welches lediglich die risikolose Anlagemöglichkeit integriert hätte, enthält das Marktportfolio eine risikoadjustierte Rendite für alle risikobehafteten Wertpapiere plus die risikolose Anlagemöglichkeit.

Die Kapitalmarktlinie in Abbildung 4 beinhaltet somit alle effizienten Kombinationen zwischen der risikolosen Anlagemöglichkeit und dem Marktportfolio M . Nun lassen sich trotz eines homogenen Marktportfolios individuelle Anlageentscheidungen mit unterschiedlichen μ (Erwartungswert der Rendite), σ (Standardabweichung) -Kombinationen treffen, abhängig von der individuell ausgeprägten Risikoaversion (Tobin-Separation).²⁶



Anmerkung: Alle aus dem neuen IOS erzeugten effizienten Portfolios sind auf der Kapitalmarktlinie positioniert. Die Tangente bildet die neue dominante Effizienzkurve ab.

Abbildung 4: Capital Asset Pricing Model

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Spremann (2008, S. 221)

Rückschließend lässt sich das Phänomen der positiven Korrelation zwischen dem Marktportfolio und der Einzelanlage noch konkreter definieren. Es gibt zwei Arten von Teilbewegun-

²⁶ Vgl. Spremann (2008, S. 215-224) und Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 21-23) und Perridon/Steiner/Rathgeber (2012, S. 271-272).

gen, die ein Wertpapier während seiner Kursbewegung durchläuft. Die eine Teilbewegung ist vom Marktportfolio unabhängig und somit unsystematisch. Die andere systematische Teilbewegung gleicht der Kursbewegung des Marktportfolios. Da das Risiko der unsystematischen Teilbewegung durch Diversifikation eliminiert werden kann, stellt sich die Frage nach dem Umgang mit dem systematischen Risiko.²⁷

2.2.3 Performancemaße

SHARPE gelang es mit der Einführung des Beta-Faktors (β_p), ein Risikomaß für das systematische Risiko abzubilden. Das Beta misst dabei den Umfang, in dem eine Einzelanlage mit dem Marktportfolio gleichgerichtet ist (vgl. Anhang A.1). Somit kann durch das Beta die Sensitivität eines Wertpapiers auf negative sowie auch auf positive Kursentwicklungen des Marktportfolios dargestellt werden. Als Risikomaß liefert β_p wichtige Informationen für die Anlageentscheidung. Wenn von einer Exploration der historischen Daten in die Zukunft ausgegangen werden kann, dann impliziert $\beta_p > 1$ eine stärkere Abwärtsbewegung als der Marktindex (Benchmark-Index) und bildet somit das systematische Risiko des Portfolios ab. Gleichzeitig suggeriert $\beta_p > 1$ eine höhere Überrendite bei Aufwärtsbewegungen und lässt sich so auch als Risikoprämie interpretieren. Für stärker risikoaverse Anleger kann daher ein $\beta_p < 1$ attraktiv erscheinen, da zwar von einem Aufwärtstrend weniger partizipiert wird, jedoch bei Abwärtstrends auch geringere Verluste auftreten.²⁸

Die Volatilität lässt sich durch die Varianz²⁹ σ^2 oder durch die Wurzel der Varianz $\sqrt{\sigma^2}$, also der Standardabweichung σ darstellen. Die Standardabweichung kann daher als Renditestreuung um den Mittelwert oder als Risikomaß herangezogen werden (unter Annahme der Normalverteilung der Renditen). Die Volatilität ist ein Analyseinstrument, welches eine intertemporale Vergleichbarkeit ermöglichen soll. Hierzu wird die Standardabweichung annualisiert. Abhängig vom Erhebungsintervall lässt sich somit die annualisierte Standardabweichung ermitteln (vgl. Anhang A.2).³⁰ In der Praxis wird die Volatilität häufig zur Messung des Gesamtrisikos,³¹ also der zukünftigen Renditeabweichung vom historischen Mittel, herangezogen. Die Volatilität ist somit als Maß für das Verlust- und Gewinnpotenzial interpretierbar. Dabei

²⁷ Vgl. Spremann (2008, S. 286).

²⁸ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 62–64) und Spremann (2008, S. 287).

²⁹ Varianz = Die Summe der quadrierten Differenzen zwischen den einzelnen Renditen und dem Mittelwert, geteilt durch die Anzahl der Einzelanlagen (vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 56)).

³⁰ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 55–57) und Obeid (2004, S. 65–67).

³¹ Gesamtrisiko = systematisches Risiko + unsystematisches Risiko (vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 53)).

impliziert ein Investmentfond mit hoher Volatilität ein größeres Verlustrisiko, jedoch auch größere Gewinnpotenziale.³²

Die ex-post „Sharpe-Ratio“ (auch „Reward-to-Variability-Ratio“ genannt) dient als renditeadjustiertes Performancemaß. Anders als ein einfacher μ/σ -Quotient beinhaltet die Sharpe-Ratio zusätzliche Informationen über die Überschussrendite im Verhältnis zum Gesamtrisiko. Die Volatilität wird dabei in Relation zu der Differenz zwischen der Portfoliorendite und der risikolosen Verzinsung gesetzt (vgl. Anhang A.3). Daher stellt die Sharpe-Ratio eine Risikoprämie pro Einheit des übernommenen Gesamtrisikos dar. Sie kann somit zur Vergleichbarkeit zwischen unterschiedlichen Fonds und auch zwischen Fonds und einem Benchmark-Index herangezogen werden. Da sie eine relative Größe abbildet, kann mit ihr eine ordinale Skalierung zur Unterstützung der Anlageentscheidung vorgenommen werden. Je größer das Verhältnis zwischen Gesamtrisiko und Überrendite, desto höher die Risikoprämie. In logischer Konsequenz bedeutet dies, dass das Portfolio mit der größten Sharpe-Ratio dominiert. Im Vergleich zur Sharpe-Ratio der Benchmark lassen sich demnach ebenfalls Aufschlüsse über die risikoadjustierte Performance des Portfoliomanagers ziehen.³³

Die sog. „Treynor-Ratio“ wird analog zur Sharpe-Ratio gebildet, wobei die Überschussrendite nicht in Relation zum Gesamtrisiko gesetzt wird, sondern zum systematischen Risiko bzw. zum entsprechenden Risikomaß - dem Portfolio-Beta (vgl. Anhang A.4). Da im Rahmen des CAPM angenommen wird, dass durch Diversifikation das unsystematische Risiko eliminiert werden kann (vgl. Abschnitt 2.2.2), enthält die Treynor-Ration genauere Informationen zur Struktur des Portfolio-Risikos. Eine geringere relative Volatilität der Renditen zum Vergleichsindex impliziert somit eine höhere Treynor-Ratio. Äquivalent zur Sharpe-Ratio ist demnach zwischen zwei Portfolios dasjenige auszuwählen, welches die höhere Treynor-Ration und somit eine höhere Überschussrendite pro übernommener Einheit des systematischen Risikos aufweist. Schließlich lässt sich hierdurch ebenfalls ein ordinales Portfolio-Ranking abbilden.³⁴

³² Vgl. Fischer (2010, S. 395).

³³ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 598-599) und Fischer (2010, S. 451-452).

³⁴ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 601-603).

2.3 Nachhaltigkeit und nachhaltige Investmentfonds

2.3.1 Entwicklung des Nachhaltigkeitsbegriffs

Der Begriff „Nachhaltigkeit“ wurde erstmals von Hans Carl von Carlowitz in seinem Werk „Sylvicultura oeconomica“ von 1713 geprägt. Der damalige Oberhauptmann von Sachsen verwendete dabei den Begriff Nachhaltigkeit in Bezug auf die exzessive Abholzung der gegenwärtigen Forstbestände. Daher ist die deutsche Terminologie historisch in der Forstwirtschaft zu verorten und sollte zur konzeptionellen „kontinuierlich beständige(n) und nachhaltige(n) Nutzung“³⁵ der ökologischen Ressourcen beitragen, da nicht mehr Holz gefällt werden sollte, als jeweils nachwachsen kann. Semantisch kann Nachhaltigkeit daher auch mit Langlebigkeit in Verbindung gesetzt werden.³⁶ Nach vermehrten Auseinandersetzungen anfangs der 1970er Jahre innerhalb der UN und zivilgesellschaftlichen Organisationen mit globalen Herausforderungen wie Armut, Ressourcenknappheit und Überlastung der Ökosysteme, wurde der Begriff „sustainability“ erstmals explizit 1987 in dem Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung verwendet. In dem sog. Brundtland-Bericht wurde Nachhaltigkeit in den folgenden Zusammenhang gebracht: „*Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*“.³⁷ Ein weiterer Meilenstein in der Entwicklung des Leitbildes der Nachhaltigkeit war die UN-Konferenz für Umwelt und Entwicklung in Rio de Janeiro im Jahr 1992. Im Rahmen der Rio-Deklaration und der sog. Agenda 21 wurde die Definition der Nachhaltigkeit erweitert, indem der bisherige Fokus auf die ökologische Lebensgrundlage um die sozialen und ökonomischen Bedürfnisse heutiger sowie zukünftiger Generationen erweitert worden ist. Die Agenda 21 vermochte erstmals Nachhaltigkeit in einen konzeptionellen Rahmen zu binden, da konkrete Vorschläge, Empfehlungen und Maßnahmen mit dem Ziel einer nachhaltigen Entwicklung herausgearbeitet wurden.³⁸

Durch den Eingang der Nachhaltigkeit in den internationalen Diskurs, entwickelte sich zunehmend ein öffentliches Interesse an dem Thema und dessen Ausgestaltung. Die unabgeschlossene Begriffs- und Konzeptentwicklung wurde seit jeher von der Vielfalt globaler Akteure, wie Regierungen, Akteure aus der Wirtschaft, Gewerkschaften, NGOs und Wissenschaftler-Gremien geprägt.³⁹ Durch den Abschlussbericht der Enquete-Kommission „Schutz

³⁵ Vgl. Ott/Döring (2004, S. 19-20).

³⁶ Vgl. Duden (o.J.).

³⁷ UN „World Commission on Environment and Development“ (o.J., Kapitel IV).

³⁸ Vgl. Gabriel (2007, S. 22–28).

³⁹ Vgl. Tremmel (2004, S. 25).

des Menschen und der Umwelt“ im Jahr 1998 hat sich das in Deutschland mittlerweile überwiegend verbreitete „Drei-Säulen-Modell“ etabliert (vgl. Abbildung 5, linke Seite). In dem Bericht wird von einer Nachhaltigkeitsstrategie gesprochen, welche Ökologie, Ökonomie und Soziales als gleichwertige Bausteine implementiert.⁴⁰

Es muss jedoch betont werden, dass zum Teil maßgebliche Dissense innerhalb der Nachhaltigkeitsdebatte nach wie vor bestehen, im Besonderen bezüglich der Gewichtung der Gegenstandsdimensionen und ihrer etwaigen Erweiterung.⁴¹ Hierbei stehen sich grundlegend die Ansätze der starken und schwachen Nachhaltigkeit gegenüber, die sich v.a. hinsichtlich der Gewichtung der Nachhaltigkeitsdimensionen unterscheiden. Anhänger des schwachen Nachhaltigkeitsverständnisses sehen das Naturkapital, Humankapital und Sachkapital als grundsätzlich substituierbar an. Es kommt somit auf die positive Summe der drei Kapitalarten an, um einer nachhaltigen Entwicklung gerecht zu werden. Dem steht der starke Nachhaltigkeitsansatz gegenüber, in dem das Wirtschaftssystem als Teilsystem der Umwelt verstanden wird und daher Naturkapital (z. B. nicht erneuerbare Ressourcen) nicht ohne weiteres durch Sachkapital (z. B. Produktionsanlagen oder Technologie) substituiert werden kann, da es auch einen Wert an sich darstellt (z. B. Funktionsfähigkeit der Geo- und Biosphäre). Die Kapitalarten sollen demnach jeweils eine positive Summe aufweisen, also eine Kapitalzunahme und keine Abnahme.⁴²

Das Drei-Säulen-Modell ist im angelsächsischen Ausland unter dem Namen „Triple-Bottom-Line“⁴³ bekannt. Die Triple-Bottom-Line entspricht dabei eher einem integrativen Nachhaltigkeitsverständnis, welches besser mit einem Venn-Diagramm dargestellt werden kann (vgl. Abbildung 5, rechte Seite). Die konzeptionelle Schwäche der statischen Darstellung des Drei-Säulen-Modells wird somit behoben, da ein zentraler Aspekt der Nachhaltigkeit – mögliche Trade-Offs zwischen den Dimensionen - dargestellt wird. Zu konstatieren bleibt, dass der Begriff Nachhaltigkeit von einer ehemals engen Definition bezüglich der nachhaltigen Nutzung ökologischer Ressourcen, zu einem weiten Begriff mit einer multidimensionalen Zielsetzung entwickelt wurde.⁴⁴ Die Krux einer einheitlichen Definition für Nachhaltigkeit liegt wohl daher in dem Anspruch, der an den Begriff Nachhaltigkeit gelegt wird. Das Nachhaltig-

⁴⁰ Vgl. Enquete-Kommission „Schutz des Menschen und der Umwelt“ (1998, S. 44).

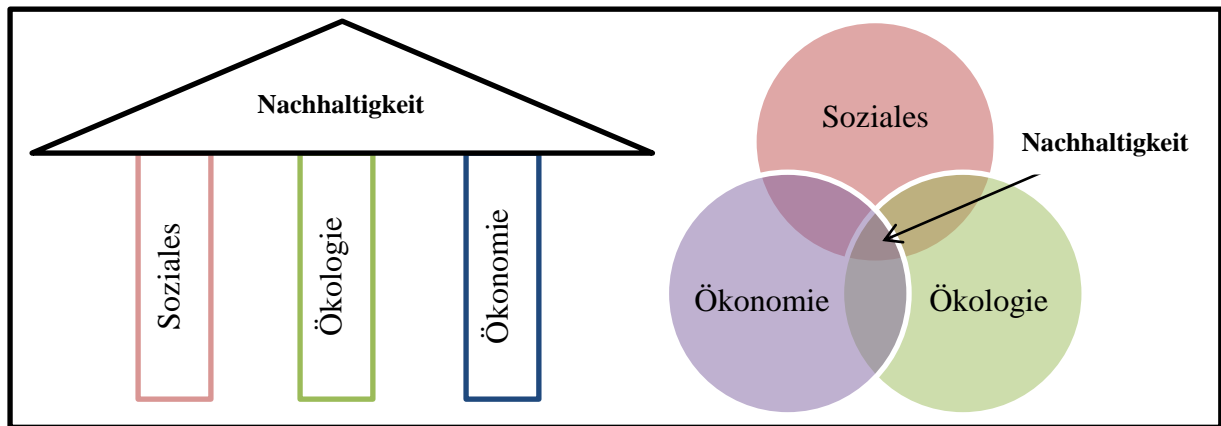
⁴¹ Vgl. Spindler (o.J., S. 13-15).

⁴² Zwischen diesen beiden Polen existieren jedoch auch Zwischenformen (vgl. Gabriel (2007, S. 34–39) und Grundwald/Kopfmüller (2012, S. 65–68).

⁴³ Der Begriff „Triple Bottom Line“ lehnt an die sog. „Bottom Line“ an, welche am Ende eines Geschäftsjahres nach der Gewinn- und Verlust-Rechnung als Ergebnis bezeichnet wird. Den Begriff prägte 1994 John Elkington in einem gleichnamigen Artikel (vgl. Lexikon der Nachhaltigkeit (2014b).

⁴⁴ Vgl. Tremmel (2004, S. 169–170).

keitsverständnis wird entweder mit einer (uneinheitlichen) Gesamtkonzeption in Verbindung gebracht, die eine Gerechtigkeitsidee, Leitlinien, Zielsysteme und Indikatoren beinhaltet oder in einem banalen Kontext verstanden, der Nachhaltigkeit simplifiziert mit Dauerhaftigkeit gleichsetzt.⁴⁵ Wird der Begriff nicht klar abgegrenzt, können daher falsche Suggestionen mit seiner Verwendung einhergehen.



Anmerkung: Links im Bild befindet sich das statische Drei-Säulen-Modell, welches die Interdependenzen zwischen den Dimensionen ungenügend darstellt. Rechts im Bild ist die integrative Triple Bottom Line abgebildet. Die Dimensionen demonstrieren hierbei mögliche Zielkonflikte durch eine unterschiedliche Gewichtung. Einheitliche Nachhaltigkeitsstrategien sind demnach im Zentrum des Diagramms zu verorten.

Abbildung 5: Das Drei Säulen Modell und die Triple Bottom Line

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Tremmel (2003, S. 117, S. 120)

Im angelsächsischen Sprachraum hat sich der Oberbegriff „Socially and Responsible Investments“ (SRI) für alle Investments, die nebst finanziellen auch ethische Ziele verfolgen, etabliert. Da auch nachhaltige Investmentfonds unter diesen Begriff fallen, jedoch nicht klar abgegrenzt sind, hat die europäische Dachorganisation für nachhaltige Investments Eurosif 2010 das SRI-Verständnis erweitert. Für „Sustainable Responsible Investments“ gelten demnach laut Eurosif folgende Bedingungen: „(...) any type of investment process that combines investors' financial objectives with their concerns about Environmental, Social and Governance (ESG) issues“.⁴⁶ Nachhaltige Investmentfonds sollten folglich nach dieser Definition ohne explizite Gewichtung soziale, ökologische und ökonomische Aspekte abdecken, jedoch mit der Besonderheit dass „Governance“ als institutionelle Dimension hinzukommt und somit ein vierter Aspekt in die Abbildung 5 integriert werden würde.

Mit der Systematisierung von Nachhaltigkeit im Bereich der Investmentfonds durch die vier Bereiche Governance, Soziales, Ökologie und Ökonomie, lässt sich das Konzept der Nachhaltigkeit der angewandten Ethik zuordnen. In diesem Ethikfeld wird die „systematische Anwendung normativ-ethischer Prinzipien auf Handlungsräume, Berufsfelder und Sachgebiete“ eru-

⁴⁵ Vgl. Ott/Döring (2004, S. 41) und Gabriel (2007, S. 29).

⁴⁶ Eurosif (2010, S. 8).

iert.⁴⁷ Da Nachhaltigkeit das Prinzip bildet, nach welchem Investmentfonds ausgewählt werden sollen, kann es innerhalb der Ethik verortet werden, jedoch bedeutet ethisch nicht automatisch auch nachhaltig. Nachhaltige Investmentfonds sind somit auch Ethikfonds, aber ein Ethikfonds entspricht nicht zwingend einem Nachhaltigkeitsfonds (es sei denn, es wären explizit Nachhaltigkeitsprinzipien vorausgesetzt).

Die Zuordnung von Fondsbezeichnungen und deren konkreten Fondsinhalten wird in der Praxis zum Leitwesen der Transparenz jedoch unzureichend realisiert, sodass es zu einer Verwässerung der suggerierten Prinzipien kommen kann.⁴⁸

2.3.2 Die Rolle der nachhaltigen Ratingagenturen

Bevor ein Investmentfondsmanagement Nachhaltigkeitsaspekte integrieren kann, benötigt es zuerst die nötigen Informationen über die Unternehmen und ihre Tätigkeiten. Während bei der finanziellen Bewertung eines Emittenten oftmals Finanzratings von entsprechenden Agenturen herangezogen werden, existieren bei der Bewertung von quantitativen und qualitativen Nachhaltigkeitsfaktoren auch sog. Nachhaltigkeitsratings. Hierfür haben sich spezialisierte Ratingagenturen herausgebildet, die sich zum Ziel gesetzt haben, Investoren in konsolidierter Form Informationen über die ökologischen und sozialen Aspekte eines Unternehmens und dessen Unternehmensführung bereitzustellen.⁴⁹ Um genauer zu sein, sind diese Agenturen also Nachhaltigkeitsrating- und Researchagenturen – im Rahmen dieser Arbeit aber nachhaltige Ratingagenturen genannt. Der Prozess zur Informationsbereitstellung verläuft optimalerweise in folgenden vier Schritten:

1. Erhebung eines Kriterienkatalogs, der mit dem eigenen Nachhaltigkeitsverständnis konsistent ist (Informationsauswahl)
2. Sammeln von Informationen durch direkten Kontakt mit den Unternehmen, über öffentlich zugängliche Kanäle wie CSR-Berichte und Medienberichte oder im Austausch mit unabhängigen Behörden, Institutionen und Experten (Informationsaufnahme)
3. Vergleich der gewonnenen Informationen mit den erhobenen Kriterien (Informationsverarbeitung)
4. Vereinfachte Darstellung der Ergebnisse für jedes untersuchte Unternehmen (Informationsverdichtung).

⁴⁷ Oermann/Weinert (2014, S. 67–68).

⁴⁸ Vgl. Gabriel (2007, S. 83).

⁴⁹ Ebenda., S. 107–110.

Es existieren Finanzinstitute wie die Bank Sarasin oder die UBS, die das Nachhaltigkeitsrating internalisiert haben („Inhouse-Research“), jedoch kann dies mit hohen Transaktionskosten verbunden sein, sodass die meisten nachhaltigen Investmentfonds die relevanten Informationen von externen nachhaltigen Ratingagenturen beziehen.⁵⁰

Das Aufkommen verschiedener nachhaltiger Ratingagenturen während der 1990er Jahre hinterlässt einen breit aufgestellten europäischen Markt für nachhaltigkeitspezifische Informations-Dienstleistungen. Gleichsam mit der Vielfalt in der Ratinglandschaft geht jedoch auch die Pluralität der verschiedenen Ansätze einher. Wie die bisherigen Ausführungen über divergierende Interpretationen von Nachhaltigkeit und Fondsbezeichnungen in Abschnitt 2.3.1 schon erahnen lassen, existieren ebenfalls zwischen den nachhaltigen Ratingagenturen unterschiedliche Nachhaltigkeitskonzepte. So ist das Phänomen zu beobachten, dass gerade durch den vitalen Wettbewerb zwischen den Informations-Dienstleistern sehr individuelle Präferenzen von Nachfragern bedient werden, wodurch die Ratingagenturen Marktanteile gewinnen oder Markteintrittsbarrieren aufbauen können.⁵¹ Dies zeigt sich in den unterschiedlichen, für die Nachhaltigkeitsanalyse notwendigen, Kriterienkatalogen. Des Weiteren ist eine Heterogenität bezüglich der Symbolsysteme (numerisch oder alphanummerisch), der Unabhängigkeit und der Transparenz zu beobachten. Die Folgen der fehlenden Standardisierung der Nachhaltigkeitsansätze und Kriterienkataloge spiegeln sich letztlich in unterschiedlichen oder sogar gegensätzlichen Unternehmensbewertungen und Glaubwürdigkeitsverlusten wieder.⁵²

Es gab aus Deutschland mit der „Darmstädter Definition nachhaltiger Geldanlagen“ und dem „Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden“ die Versuche, eine Definition für nachhaltige Geldanlagen und einen umfassenden Kriterienkatalog bereitzustellen, welche als Grundlagen für nachhaltige Ratingagenturen dienen könnten. Die Darmstädter Definition nachhaltiger Geldanlagen wurde in einem Expertenworkshop im Namen dreier Forschungsinstitute erarbeitet und schlägt ein Nachhaltigkeitskonzept vor, welches die Dimensionen Ökonomie, Ökologie, Soziales und Kultur mit insgesamt 11 Kriterien berücksichtigt.⁵³ Dieser Nachhaltigkeitsansatz wurde jedoch von keiner Ratingagentur explizit integriert. Der Kriterienkatalog des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens wurde von einer interdisziplinären Arbeitsgruppe zusammengestellt und umfasst insgesamt 850 Einzelkriterien. Diese Kriterien bilden eine Basis um die Aspekte

⁵⁰ Vgl. Schäfer (2003, S. 33-34).

⁵¹ Vgl. Gabriel (2007, S. 112-114) und Schäfer (2003, S. 34-35).

⁵² Vgl. Döpfner/ Schneider (2012, S. 83); Gabriel (2007, S. 111, S. 114) und Schäfer (2003, S. 37).

⁵³ Vgl. Cric e.V. (2004).

Kulturverträglichkeit, Sozialverträglichkeit und Naturverträglichkeit bewertbar zu machen.⁵⁴ Dieser Ansatz wurde bisher lediglich von der Münchner nachhaltigen Ratingagentur oekom research AG aufgenommen und für ihr Nachhaltigkeitsrating operationalisiert.⁵⁵

Betrachtet man die Bandbreite an unterschiedlichen Nachhaltigkeitskonzepten und Kriterienkatalogen im europäischen Markt für Nachhaltigkeitsratings, kristallisieren sich zwei gegensätzliche Vorstellungen für die Bedingungen der Informationsauswahl heraus. Auf der einen Seite existiert ein ethisch-ökologischer Nachhaltigkeitsansatz mit einem strengeren Nachhaltigkeitsverständnis. Ökologische und soziale Kriterien werden priorisiert, bzw. werden so definiert, dass ihre Einhaltung zur positiven Bewertung - unabhängig von ihren direkten wirtschaftlichen Konsequenzen - notwendig ist. Die Auswahl der Kriterien wird daher aufgrund eines im Vorhinein festgelegten Nachhaltigkeitskonzeptes getroffen (deduktive Annäherung). Ökologische und soziale Faktoren werden als Wert an sich betrachtet, welche nicht ohne weiteres durch ökonomische Vorteile substituiert werden können. Das Selbstverständnis rührt von einer Informationsbereitstellungsfunktion für die sozial-ökologische Performance unterschiedlicher Unternehmen her. Dem ethisch-ökologischen Ansatz steht das ökonomische, schwächere Nachhaltigkeitsverständnis gegenüber. Hierbei werden die Kriterien gesucht, deren Erfüllung mit einem direkten oder indirekten wirtschaftlichen Nutzen für das bewertete Unternehmen in Verbindung stehen. Im Vordergrund stehen bei der Auswahl sozialer und ökologischer Kriterien daher ihre potenziellen ökonomischen Vorteile durch bspw. Reduktion von Umwelt- und Sozialrisiken, Wettbewerbsvorteile durch Trendantizipation, starkes Wachstum wegen hoher Grenzproduktivität innovativer Technologien und Erkenntnisgewinne für das CSR-Management. Das Nachhaltigkeitskonzept wird daher den ökonomischen Vorteilen angepasst (induktive Annäherung).⁵⁶

Diese beiden divergierenden Bewertungsgrundlagen, ob sozial-ökologische Werte unabhängig ihres finanziellen Wertes oder sozial-ökologische Werte aufgrund ihres finanziellen Wertes vorausgesetzt werden,⁵⁷ spiegeln sich in den allgemeine Debatten zwischen strenger und schwacher Nachhaltigkeit wieder (vgl. Abschnitt 2.3.1). Das Spektrum zwischen den beiden Nachhaltigkeitsansätzen im nachhaltigen Rating beinhaltet jedoch auch gewisse Zwischenformen. Das jeweilige Verständnis kann z. B. in etwas abgeschwächter Form auftreten. Au-

⁵⁴ Vgl. Cric e.V. (2000).

⁵⁵ Die oekom research AG hat 100 Untersuchungskriterien aus dem Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden zur praktischen Anwendung für ihre Unternehmensbewertungen identifiziert (vgl. oekom research AG (o.J.).

⁵⁶ Vgl. Schäfer (2009, S. 75-78).

⁵⁷ In der Literatur dreht sich die Debatte um „Value and Money“ oder „Value for Money“ (Vgl. Gabriel (2007, S. 169–174) und Döpfner/ Schneider (2012, S. 20–23).

ßerdem existieren auch spezielle Ansätze zwischen dem ethisch-ökologischen und dem ökonomischen Pol. So verwendet ein spezieller ethisch-ökologischer Ansatz zwar explizit ökologische und soziale Kriterien, aber zur Bewertung werden nur ein paar wenige (ca. 10-20) herangezogen. Eine andere spezielle Bewertungsform stellt der Customized-Ansatz dar, welcher den Kunden erlaubt die Kriterien nach denen die Unternehmen bewertet werden, selbst festzulegen.⁵⁸ In einer von der Goethe Universität Frankfurt und dem Verein für ethisch orientierte Investoren (Cric e.V.) veröffentlichten Studie wurde das Nachhaltigkeitsverständnis verschiedener europäischer nachhaltigen Ratingagenturen nach den oben genannten Unterscheidungsmerkmalen charakterisiert. In Tabelle 1 sind die aus den öffentlich zugänglichen Informationen eruierten und in der Studie aggregierten Ergebnisse zusammengefasst.

Agenturen	Nachhaltigkeitsverständnis			
	Ethisch- ökologische Nachhaltigkeit	Spezielle Ansätze		Ökonomische Nachhaltigkeit
		Ethisch- ökologische Nachhaltigkeit	Customized Ansatz	
oekom research AG (Deutschland)	X			
Sustainalytics GmbH (Deutschland)	X (abgeschwächt)			
Video Group S.A. (Frankreich)				X
ECPI S.p.A. (Italien)				X
SAM Group Holding AG (Schweiz)			X	X

Tabelle 1: Nachhaltigkeitsverständnis einzelner europäischer Ratingagenturen

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Döpfner/ Schneider (2012, S. 67, S. 35, S. 46, S. 60, S. 98, S. 106)

2.3.3 Die Umsetzung des Nachhaltigkeitsgedankens in Investmentfonds

Wie das eingangs erwähnte Corporate Social Responsibility (CSR) einen Beitrag zur Integration des Nachhaltigkeitsgedankens in die Unternehmenstätigkeit leistet, so leistet dies als Pendant im Investmentbereich der sog. „Environmental, Social, Governance“ (ESG) – Ansatz. Im Bereich Investmentfonds soll durch die Integration von ESG in Fondsmanagements,

⁵⁸ Vgl. Döpfner/ Schneider (2012, S. 65-67).

Fondsstrategien und Anlegerentscheidungen die Leitidee der Nachhaltigkeit Eingang finden. Die europäische Dachorganisation für nachhaltige Investments Eurosif zählt 60 Partnerorganisationen unter sich, die sich der Idee und der Verbreitung von ESG versprochen haben und ein Anlagevolumen von einer Billionen € verwalten.⁵⁹ Durch die Integration von ESG in das Management einiger europäischer Finanzdienstleister, wird darüber hinaus Einfluss auf knapp zwei Billionen € Anlagevermögen genommen.⁶⁰ Der ESG-Ansatz basiert auf der Triple-Bottom-Line, ergänzt aber die Dimensionen Ökologie, Soziales, Ökonomie um den Aspekt Governance. Es bleibt hierbei jedoch zu betonen, dass der ESG-Ansatz innerhalb der KAGs oder zwischen den verschiedenen Investmentfonds und Investoren unterschiedlich interpretiert werden kann, bzw. einzelne ESG-Kriterien in den Fokus gerückt werden, nicht jedoch alle vier.⁶¹ Im Folgenden sollen daher die Methoden erläutert werden, die geeignet sind um die ESG-Kriterien ganzheitlich zu implementieren und überdies auch in der Praxis verwendet werden.

Das Konzept des negativ-Screenings oder der „Vermeidung“ stellt die älteste Methode zur Berücksichtigung ethischer Prinzipien dar. So bilden bestimmte Eigenschaften einer Anlage Ausschlusskriterien und beschränken von vornherein das Marktportfolio. Die Ausschlusskriterien können für alle ESG-Dimensionen auf unterschiedlichen normbasierten oder wertbasierten Eigenschaften beruhen. Im Bereich Soziales können normbasierte Ausschlusskriterien wie bspw. die Nicht-Unterzeichnung des UN Global Compact, der ILO-Konventionen⁶² oder der Verstoß gegen die Waffensperrverträge das prinzipielle Ausscheiden bestimmter Unternehmensbeteiligungen als Konsequenz nach sich ziehen. Wertebasierte Ausschlusskriterien im Bereich Ökologie können im Falle des Engagements eines Unternehmens in z. B. Kernenergie, Gentechnik oder Chlor- und Agrochemie zur Geltung kommen. Diese können jedoch relativiert werden, indem Toleranzschwellen gestattet werden ohne einen prinzipiellen Ausschluss zur Folge haben zu müssen. In welcher Anzahl normbasierte und/oder wertbasierte ESG-Ausschlusskriterien für das Marktportfolio letztlich herangezogen werden, liegt im Ermessen des Investmentmanagements und des Nachhaltigkeitsverständnisses der Investoren.⁶³

⁵⁹ Eurosif (o.J.).

⁶⁰ Eurosif (2014a, S. 18).

⁶¹ Vgl. Schäfer (2014a, S. 8).

⁶² Die Unterzeichner dieser beiden Vereinbarungen erklären sich bereit zur Einhaltung von u.a. Menschenrechten, Recht auf Kollektivverhandlungen und Abschaffung von Zwangs- und Kinderarbeit (vgl. UN Global Compact (o.J.) und ILO (o.J.)).

⁶³ Vgl. Karch (2009, S. 184-185) und Bönning/Haßler (2008, S. 616).

Das positiv-Screening oder die Methode „Förderung“ schließt keine Unternehmen kategorisch aus, sondern versucht das Nachhaltigkeitsengagement innerhalb eines bestimmten Marktumfeldes zu belohnen, indem bspw. Unternehmen mit Nachhaltigkeitsstrategien in das Marktportfolio aufgenommen werden können. Dieser relative Ansatz beinhaltet also keine pauschalen Ja oder Nein Aussagen, sondern betrachtet die ESG-Integration als dynamischen Prozess, indem die Nachhaltigkeitsanstrengung relativ zu den Marktwettberbern beurteilt wird. Um einen „nachhaltigen Wettbewerb“ innerhalb einer Branche zu fördern, kann daher durch das Skalieren der unterschiedlichen Nachhaltigkeitsbemühungen der beste Emittent ermittelt werden. Die Aufnahme des relativ nachhaltigsten Unternehmens einer Branche in das Marktportfolio heißt „Best-in-Class-Ansatz“. Denkbar ist auch die Auswahl des progressivsten Unternehmens über alle Branchen hinweg („Best-of-all-Verfahren“) oder die Aufnahme der Unternehmen, die aus nachhaltiger Sicht die beste Branche abbilden („Best-of-Class-Verfahren“). Bei der Anwendung lediglich positiver Kriterien könnte ein Investmentfonds daher auch in das nachhaltigste Rüstungsunternehmen investieren, was aus sozial-nachhaltiger Sicht allerdings auf Kritik stoßen kann.⁶⁴

Während die Screening-Methoden passive Formen der konkreten Integration von ESG in die Anlageentscheidung darstellen, impliziert Engagement oder „Aktives Aktionärstum“ das proaktive Eingreifen in die Nachhaltigkeitsbemühungen von Unternehmen. Investmentfonds, die diesen Ansatz vertreten, engagieren sich im ESG-Bereich Governance indem sie zum Beispiel im Namen der Anteilseigner von ihren Stimmrechten auf der Aktionärsversammlung Gebrauch machen oder einen Antrag zur Implementierung einer Nachhaltigkeitsstrategie stellen. Da ein Investmentfonds i.d.R. mehrere Anteile an einem Unternehmen hält und oftmals ein relativ großes Anlagevermögen verwaltet, ist die Einflussmöglichkeit auf Governance-Kriterien nicht zu unterschätzen. Eine weniger aggressive Variante des Engagement-Ansatzes ist der direkte Dialog mit dem Unternehmensmanagement vor der Beteiligung, mit der Voraussicht bei Implementierung von Nachhaltigkeitsaspekten auf Investitionen. Mit dem Engagement-Ansatz ist es daher möglich, auch in die aus Nachhaltigkeitsperspektive schädlichsten Unternehmen zu investieren, wobei der Erfolg ESG-Kriterien zu implementieren nur ex-post bewertet werden kann und somit ein Risiko für Fehlinvestitionen gegeben ist.⁶⁵

⁶⁴ Vgl. Schäfer (2014b, S. 68); Gabriel (2008, S. 33) und FNG (o.J.b).

⁶⁵ Vgl. Schäfer (2014b, S. 69-70) und Renneboog/Horst/Zhang (2008, S. 1729).

2.3.4 Der Prozess zur Entstehung nachhaltiger Investmentfonds

Um zu verstehen wie ein nachhaltiger Investmentfonds zustande kommt, müssen die im bisherigen theoretischen Grundlagenteil erarbeiteten Erkenntnisse zusammengefügt werden. Dabei lässt sich der Prozess zur Entstehung nachhaltiger Investmentfonds in mehrere Schritte aufteilen.⁶⁶

Unter der Annahme, dass ein Investmentfonds das Nachhaltigkeitsrating externalisiert hat und diese Aufgabe eine nachhaltige Ratingagentur übernimmt, werden in einem ersten Schritt einige Unternehmen von vornherein nicht berücksichtigt. Dies liegt entweder daran, dass durch die Ratingagentur bereits festgelegte Ausschlusskriterien aktiviert werden oder weil keine/ unzureichende nachhaltigkeitspezifischen Informationen verfügbar sind. Das konventionelle Marktportfolio mit allen theoretisch investierbaren Wertpapieren wird somit erstmals eingeschränkt und im Folgenden weiter differenziert. Die in Abschnitt 2.3.2 erwähnte Heterogenität bezüglich Unabhängigkeit und Qualität des Rankings, kann hierbei schon einen ersten Einfluss auf das potenzielle Nachhaltigkeits-Portfolio nehmen.

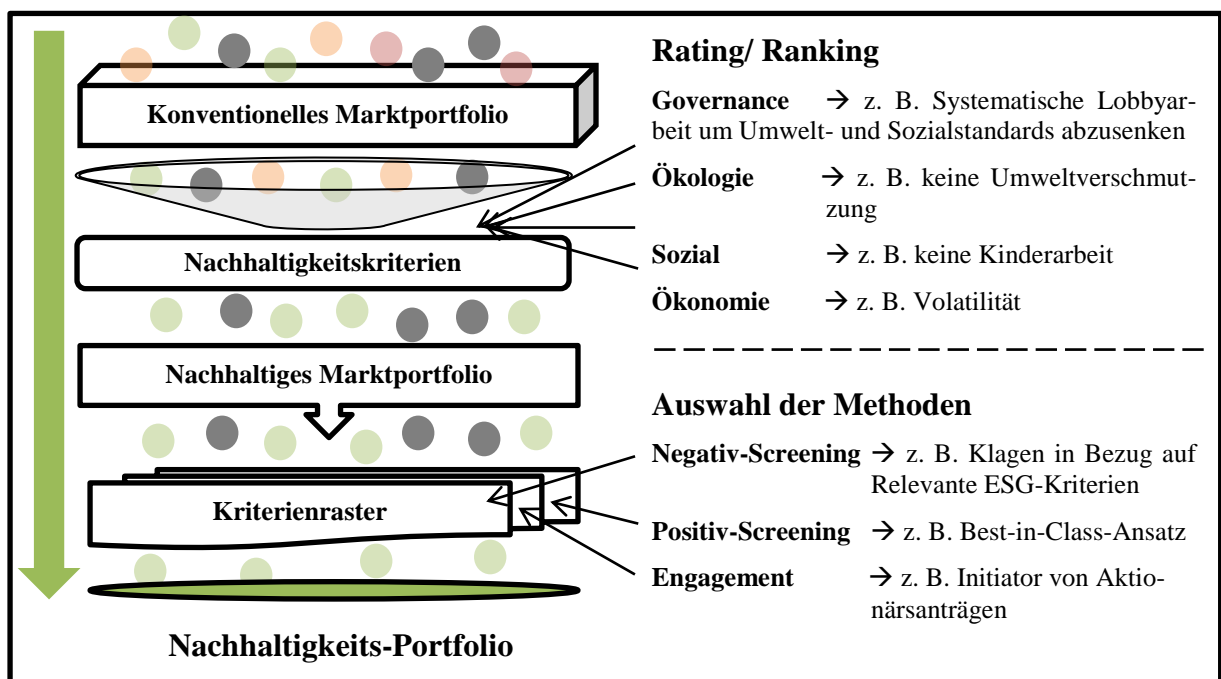
Bedeutender sind die Folgen durch die Vielfalt der nachhaltigen Ratingagenturen jedoch im nächsten Schritt, da hier die Wertpapiere nach den - von den Agenturen zugrundeliegenden – Kriterienkatalogen bewertet werden. Ethisch-ökologisch orientierte nachhaltige Ratingagenturen bewerten dabei die Unternehmen anhand eines Kriterienkataloges, der explizit die Nachhaltigkeitsperformance misst. Bei einem ökonomischen Nachhaltigkeitsverständnis werden demgegenüber die zur Analyse herangezogenen sozialen und ökologischen Kriterien aufgrund ihrer impliziten wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit für die bewerteten Unternehmen genutzt. Bei einem Customized-Ansatz können gar die Investmentfonds die zur Bewertung notwendigen Kriterien selber auswählen. Neben der qualitativen und/ oder quantitativen Bewertung der Nachhaltigkeitsperformance kann eine finanzielle Performanceanalyse dieser vor-, gleich- oder nachgeschaltet sein. Für Finanzinstitute die das Nachhaltigkeitsrating internalisiert haben, wird die finanzielle Performanceanalyse i.d.R. vor- oder gleichgeschaltet.⁶⁷ Für Investmentfonds, die Informations-Dienstleister für die Nachhaltigkeitsanalyse beauftragt haben, wird die Finanzanalyse i.d.R. dieser nachgeschaltet.

Ist dieser zweite Schritt getan, bilden - auf Basis der Nachhaltigkeits- und Finanzanalyse - die potenziell in Frage kommenden Anlagen das „nachhaltige Marktportfolio“. Das nachhaltige Marktportfolio wird in einem letzten Schritt durch die in Abschnitt 2.3.3 vorgestellten Integ-

⁶⁶ Vgl. Nachhaltiges Investment (o.J.a).

⁶⁷ Vgl. Philippus/Schmidt (2014, S. 84) und Goldfuß (2014, S. 112).

rationsmethoden von Nachhaltigkeit nochmals differenziert. Hierbei ist zu beachten, dass die Investmentfonds einzelne Integrationsmethoden oder mehrere gemeinsam nutzen können. Das Fondsmanagement hat in diesem Schritt einen maßgeblichen Einfluss auf die Integration und Gewichtung der ESG-Kriterien. Wurde dieser Schritt vollzogen, liegt dem Fondsmanagement ein Nachhaltigkeits-Portfolio zugrunde, welches es nach den in Abschnitt 2.1.3, 2.2.1 und 2.2.2 vorgestellten Diversifikations- und Anlageentscheidungsgrundlagen optimieren kann. Wie bei konventionellen Fonds kann bei nachhaltigen Investmentfonds zwischen den in Abschnitt 2.1.2 behandelten unterschiedlichen Charakteristika differenziert werden. Im Folgenden wird in Abbildung 6 der Prozess zur Entstehung eines Nachhaltigkeits-Portfolios nochmals illustriert:



Anmerkung: Durch den Einsatz von Nachhaltigkeitskriterien und verschiedenen Integrations-Methoden entsteht das Nachhaltigkeits-Portfolio. Die farbigen Punkte stellen Wertpapiere und ihr Nachhaltigkeitsprofil dar.

Abbildung 6: Entstehung eines Nachhaltigkeits-Portfolios

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schäfer (2014b, S. 68)

3 Performanceanalyse anhand verschiedener Nachhaltigkeitskriterien

3.1 Kritische Analyse bisheriger Performancestudien

Es existiert mittlerweile eine Vielzahl von Studien, welche die Performance zwischen konventionellen Investmentfonds und Socially Responsible Investmentfonds (im Folgenden ebenfalls „SRI“ genannt) messen. Wie in Abschnitt 2.3.1 erwähnt ist SRI der im internationalen Raum gängige Begriff für Investmentfonds die neben finanziellen auch ethische Kriterien

berücksichtigen. Die Entwicklung der SRI in Europa ist stetig positiv und deckt europaweit ca. 41 Prozent des knapp 19 Billionen € verwalteten Investmentvermögens ab.⁶⁸ Was diese Zahl verschleiert, ist die Heterogenität welche dem Verständnis von SRI anhängt. Diese Unklarheit zeigt sich im Besonderen in den Definitionen von SRI innerhalb unterschiedlicher Investmentfonds, Ratingagenturen und Organisationen. Es scheint des Weiteren auch einen kulturabhängigen Faktor zu geben, der die Interpretation von SRI beeinflusst. Während in Europa SRI eher mit der Tripple Bottom Line und mit ESG-Integration in Verbindung gebracht werden, wird in den USA der Begriff zumeist mit dem klassischen wertebasierten negativ-Screening suggeriert.⁶⁹ Dass SRI in der Literatur u.a. als nachhaltige Investmentfonds beschrieben und aufgefasst werden, kann schwerwiegende Fehleinschätzungen zur Folge haben, sowie wenn die oben genannte Entwicklung mit ihnen in Verbindung gebracht wird.⁷⁰ Die gleiche Gefahr besteht ebenfalls in der Interpretation der Performance-Studien, da bei genauerer Betrachtung von allgemeinen SRI-Formen ausgegangen wird. Somit können keine pauschalen Erkenntnisse für die Performance von nachhaltigen Investmentfonds, die nur eine Teilmenge von SRI darstellen (vgl. Abschnitt 2.3.3), gewonnen werden. Die Studien können somit SRI analysiert haben, welche lediglich einige Ausschlusskriterien genutzt oder eine strenge ESG-Integration für ihre Anlageauswahl berücksichtigt haben.

Dies verbildlicht die viel zitierte Meta-Studie von Renneboog/Horst/Zhang (2008), die zahlreiche SRI Performance-Studien zusammenfasst. Dabei wird SRI in folgenden Kontext gesetzt: *„Over the past decade, SRI has experienced an explosive growth around the world reflecting the increasing awareness of investors to social, environmental, ethical and corporate governance issues“*.⁷¹ Betrachtet man jedoch die zugrundeliegenden Studien genauer, spiegelt sich das gestiegene Bewusstsein für soziale, ökologische und governance (ESG) Themen nicht notwendigerweise in der Entwicklung von SRI wider, was jedoch durch diese Darstellung suggeriert wird. So werden in einigen - in der Meta-Studie dargestellten - Performance-Studien wie von Bauer/Koedijk/Otten (2005), Kreander et al. (2005) und Schröder (2003) *„ethical funds“*⁷² analysiert. Diese SRI berücksichtigen wahlweise Screening-Methoden, sind jedoch von nachhaltigen Investmentfonds die explizit ESG-Kriterien implementieren zu differenzieren.

⁶⁸ Diese Volumen spiegelt hierbei europäische SRI wider, welche explizit nur negativ-Screening nutzen (vgl. Eurosif (2014.a, S. 14) und Statista (2015)).

⁶⁹ Vgl. Sandberg et al. (2009, S. 523-526).

⁷⁰ Vgl. Kleine/Krautbauer/Weller (2013, S. 1); Schröder (2008, S. 521) und Schröder (2014, S. 521)

⁷¹ Renneboog/Horst/Zhang (2008, S. 1723).

⁷² Vgl. Bauer/Koedijk/Otten (2005, S. 1754); Kreander et al. (2005, S. 1466) und Schröder (2003, S. 2).

Trotz allem lassen sich aus der Meta-Studie einige interessante Schlüsse für nachhaltige Investmentfonds - mit konkreter Einbeziehung von ESG-Kriterien (vgl. Abschnitt 2.3.3) - ziehen. In den behandelten Performance-Studien wurden, abhängig vom Alter der Erhebung und nationaler, regionaler oder globaler Einordnung, 9 - 440 SRI und SRI-Indizes in Zeiträumen von 4 - 38 Jahren nach unterschiedlichen ökonomischen Verfahren mit konventionellen Investmentfonds verglichen. Die Ergebnisse weisen für SRI keine signifikant divergierende risikoadjustierte Wertentwicklung gegenüber konventionellen Investmentfonds nach.⁷³ Vereinzelt kommen bspw. Geczy/Stambaug/Levin (2005) auf andere Ergebnisse und schreiben SRI eine schlechtere Performance zu.⁷⁴ Im Gegensatz dazu steht die Erkenntnis aus der Studie von Gil-Bazo/Ruiz-Verdú/Santos (2010), die für SRI gegenüber ihren konventionellen counterparts eine bessere Performance errechnen.⁷⁵ Trotz dieser Unterschiede lassen sich in Anbetracht der deutlichen Mehrheit an Studien SRI eine nicht signifikante schlechtere oder wenn nicht sogar bessere Performance nachweisen. Für nachhaltige Investmentfonds lässt sich daher die Erkenntnis ableiten, dass allgemeine Screening-Verfahren nicht zu risikoadjustierten Performancenachteilen führen müssen. Dieses Resultat beinhaltet wichtige wissenschaftliche Implikationen. Laut den in Abschnitt 2.1.3 erarbeiteten theoretischen Grundlagen der Portfoliotheorie müssten eingeschränkte Marktportfolios schlechter diversifizierbar sein und nachhaltige Investmentfonds somit eine schlechtere, jedoch auf keinen Fall eine bessere Performance als konventionelle Investmentfonds aufweisen. Unter der Annahme homogener Erwartungen bezüglich der Rendite und des Risikos aller Wertpapiere (vgl. Abschnitt 2.2.2) dürften Manager von konventionellen Fonds nicht schlechter gestellt sein.

Die Studie von Barnett/Salomon (2005) eruiert ebenfalls nützliche Informationen für die Analyse nachhaltiger Investmentfonds. Anders als in vorherigen Studien betrachten sie einzelne negativ-Screening-Methoden und differenzieren abhängig von der Anzahl der operationalisierten Ausschlusskriterien zwischen einzelnen SRI. Dabei arbeiten sie für den Zeitraum zwischen 1972 bis 2000 und für 67 SRI heraus, dass Investmentfonds die keine oder sehr wenige Ausschlusskriterien nutzen sowie Investmentfonds mit Berücksichtigung vieler (bis zu 12) Ausschlusskriterien die höchste risikoadjustierte Performance aufweisen. Die Korrelation ist somit kurvenförmig, wobei die SRI, welche durchschnittlich viele Ausschlusskriterien integrieren, die schlechtesten Resultate erzielen.⁷⁶ Ein 2011 veröffentlichtes White Paper knüpft

⁷³ Vgl. Renneboog/Horst/Zhang (2008, S. 1736-1737, S. 1740).

⁷⁴ Vgl. Geczy/Stambaug/Levin (2006, S. 27-28).

⁷⁵ Vgl. Gil-Bazo/Ruiz-Verdú/Santos (2008, S. 261).

⁷⁶ Vgl. Barnett/Salomon (2005, S. 16, S. 34-35).

methodisch an der Studie von Barnett/Salomon (2005) an und differenziert zwischen allgemeinen SRI die alleine negativ-Screenings verwenden und nachhaltigen Investmentfonds mit einem positiv-Screening nach ESG-Kriterien. Hierbei wird ex-post für den Zeitraum von 2005 bis 2010 ein Portfolio konstruiert, welches nach einem Best-in-Class-Ansatz die Unternehmen mit dem besten und zweitbesten Nachhaltigkeitsrating ihrer Branche umfasst. Das konstruierte Portfolio dominiert dabei bezüglich seiner Performance die Benchmark (hier MSCI World) und alle anderen synthetischen Portfolios mit schlechteren Nachhaltigkeitsratings.⁷⁷ Das Steinbeis Research Center for Financial Services ergänzt in einer 2013 veröffentlichten Meta-Studie, dass Portfolios mit integrierten positiv-Screenings, gegenüber durch Ausschlusskriterien eingeschränkten Portfolios, Vorteile bezüglich der durchschnittlichen Performance aufzeigen.⁷⁸

3.2 Methodisches Vorgehen

3.2.1 Begriffliche Abgrenzung

Nach den bisherigen Ausführungen über die fehlende inhaltliche Trennschärfe von nachhaltigen Investmentfonds und SRI, wird zunächst im Rahmen dieser Arbeit das Verständnis für nachhaltige Investmentfonds abgegrenzt und klar von konventionellen Investmentfonds differenziert. Die in Abschnitt 2.3 erarbeiteten Grundlagen und die gängige Literatur zum Thema Nachhaltigkeit bilden dabei die Basis für eine konsistente Eingrenzung. Die Einordnung von nachhaltigen Investmentfonds in höherer und geringerer „Nachhaltigkeits-Güte“ dient dabei dem Zweck der zusätzlichen Überprüfung der Sensitivität von Nachhaltigkeitskriterien und Nachhaltigkeitsverständnis auf die risikoadjustierte Performance gegenüber konventionellen Investmentfonds. Die unterschiedlichen Bewertungskriterien können zu verschiedenen Ergebnissen für die Nachhaltigkeitsperformance einzelner Unternehmen führen und besitzen somit Einfluss auf das zur Verfügung stehende Marktportfolio der nachhaltigen Investmentfonds.⁷⁹ Dennoch ist zu betonen, dass diese Abgrenzung keinen wertenden Charakter beinhaltet, welche Nachhaltigkeits-Güte per se besser oder schlechter ist.

Nachhaltige Investmentfonds sollten, um als solche nach den bisherigen Begriffsannäherungen in Abschnitt 2.3.1 zu gelten, ihre Anlagen in allen ESG-Dimensionen innerhalb ihres Portfolios bewertet haben, auch wenn die jeweiligen Gewichtungen divergieren sollten. Um die Nachhaltigkeitsaspekte des ESG-Ansatzes in die Anlagestrategie zu integrieren, bestehen

⁷⁷ Vgl. RCM Sustainability White Paper (2011, S. 2-5).

⁷⁸ Vgl. Kleine/Krautbauer/Weller (2013, S. 5-7).

⁷⁹ Vgl. Döpfner/ Schneider (2012, S. 83); Gabriel (2007, S. 111, S. 114) und Schäfer (2003, S. 37).

die Methoden negativ-Screening, positiv-Screening und Engagement (vgl. Abschnitt 2.3.3). Im Rahmen dieser Arbeit wird vorausgesetzt, dass nachhaltige Investmentfonds die Bedingung erfüllen müssen in allen ESG-Bereichen mit mindestens einem Screening-Ansatz engagiert zu sein. Ansonsten bleiben nachhaltige Investmentfonds nicht differenzierbar von allgemeinen SRI und der Analysegegenstand inhaltsleer.

In den aktuellen Entwicklungen ist die Tendenz zu beobachten, dass SRI immer mehr nach diesem Schema differenziert werden. Begriffe wie „Sustainable Investing“⁸⁰, „Sustainable Responsible Investments“⁸¹ und „Responsible Investments“⁸² werden häufiger innerhalb von Studien, Organisationen und durch internationale Initiativen explizit mit der Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und governance Kriterien in Verbindung gebracht.

Die Abgrenzung von nachhaltigen und konventionellen Investmentfonds wird in Anlehnung an das gängige Verständnis in der Literatur vorgenommen. Dabei werden konventionelle Investmentfonds als Anlageprodukte verstanden, die keine Nachhaltigkeitsaspekte durch Integrationsmethoden strukturell berücksichtigen.⁸³

3.2.2 Markteingrenzung

Der in dieser Analyse betrachtete Markt wird auf in Deutschland, Österreich und Schweiz zugelassene Investmentfonds eingegrenzt, die jedoch in Wertpapiere weltweit anlegen können. Diese Arbeit gewährleistet anders als andere Performance-Studien, die eine Vielzahl von heterogenen SRI empirisch analysieren, durch die Auswahl einer kleinen homogenen Stichprobe eine empirische Aussagekraft für diese. Für die qualitative Analyse wird im Besonderen auf die Daten der Internet-Portale „Nachhaltiges-Investment“ und „Forum Nachhaltige Geldanlagen“ (FNG) zurückgegriffen. Durch diese Internet-Portale können SRI und nachhaltige Investmentfonds durch entsprechende Suchfunktionen differenziert werden. Von den auf der Internet-Plattform Nachhaltiges-Investment zugänglichen 397 in Deutschland, Österreich und Schweiz zugelassenen SRI, sind 128 mit ihren Nachhaltigkeitsprofilen auf der Internet-Plattform FNG gelistet.⁸⁴

Nach der zweckmäßigen Definition für nachhaltigen Investmentfonds in Abschnitt 3.2.1 dienen folgende Bedingungen für eine relative Differenzierung zwischen nachhaltige Invest-

⁸⁰ Vgl. DB Climate Change Advisors (2014, S. 21).

⁸¹ Vgl. Eurosif (2010, S. 8).

⁸² Vgl. Principles for Responsible Investment (o.J.).

⁸³ Vgl. Chegut/Schenk/Bert (2011, S. 82).

⁸⁴ Vgl. Nachhaltiges Investment (o.J.b) und FNG (o.J.b).

mentfonds höherer und geringerer Güte: Für erstere gilt, dass sie mindestens zwei Integrationsmethoden (vgl. Abschnitt 2.3.3) anwenden müssen und maximale Nachhaltigkeitsbemühungen aufweisen. Für Investmentfonds geringerer Güte gilt diametral ein minimales Engagement in Form von der Integration mindestens einer Screening-Methode in allen ESG-Bereichen. Anschließend werden die drei Investmentfonds mit der jeweils besten bzw. schlechtesten Nachhaltigkeitsperformance ermittelt. Unter den drei besten nachhaltigen Investmentfonds höherer Güte wird der Fonds mit der höchsten risikoadjustierten Performance für den Performancevergleich herangezogen. Dasselbe gilt für die drei am schlechtesten abschneidenden nachhaltigen Investmentfonds geringerer Güte.

Zur quantitativen Analyse werden u.a. verschiedene Suchfunktionen auf der Internet-Seite „Morningstar“ genutzt sowie die Internet-Portale „Ariva“ und „Yahoo-Finanz“ zur Datenerhebung für die Performance-Berechnungen herangezogen.⁸⁵ Grundsätzlich werden bei dieser Analyse Aktienfonds mit Aktienfonds verglichen, da dieser Typ den am meist verbreiteten nachhaltigen Fondstyp (vgl. Abschnitt 2.1.2) im Segment der offenen Publikumsfonds darstellt.⁸⁶ Daher fungieren nachhaltige Aktienfonds höherer und geringerer Güte als Referenzpunkte für den Auswahlprozess. Außerdem werden nur nachhaltige Investmentfonds in Betracht gezogen die mindestens 10 Jahre alt sind. Die Auswahl dieses Zeitrahmens dient dabei v.a. der Berücksichtigung von unterschiedlichen Konjunkturzyklen und deren Einfluss auf die risikoadjustierte Performance.⁸⁷

In neueren Performance-Studien werden sog. Matching-Ansätze genutzt, um Verzerrungen in der Stichprobe zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds bestmöglich zu begegnen. Interessanterweise zählen hierzu u.a. die Übereinstimmung bezüglich Investmentuniversum, Größe (Anlagevolumen) und Alter des Fonds, nicht aber die Berücksichtigung des Nachhaltigkeitsansatzes (vgl. Abschnitt 3.1).⁸⁸ In dieser Arbeit wird also neben der Nutzung dieser Matching-Kriterien zusätzlich die Nachhaltigkeitsperformance der Investmentfonds berücksichtigt. Durch die geografische Eingrenzung des Anlageuniversums wird die Verzerrung durch regional unterschiedliche Entwicklungen der Aktienmärkte vermindert.⁸⁹ Durch die Berücksichtigung der Größe des Anlagevolumens (möglichst hoch) wird die Vergleichbarkeit von Transaktions- und Verwaltungskosten gewährleistet, da hier Skaleneffekte

⁸⁵ Vgl. Morningstar (o.J.); Ariva (o.J.) und Yahoo-Finanz (o.J.).

⁸⁶ Vgl. Busack/Rohwedder (2014, S. 368).

⁸⁷ Vgl. Rottmann/Franz (2008, S. 15).

⁸⁸ Vgl. Schröder (2008, S. 522).

⁸⁹ Vgl. Bauer/Koedijk/Otten (2005, S. 1760).

durch die zentrale Vermögensverwaltung erwartet werden (vgl. Abschnitt 2.1.1).⁹⁰ Durch die Auswahl ähnlicher Fondsalter werden durch Erfahrungswerte gewonnene zeitliche und inhaltliche Informationsvorsprünge der Fonds-Manager angeglichen. Die Verzerrung durch unterschiedliche Managementfähigkeiten (im Besonderen das Markt-Timing⁹¹) wird hierdurch minimiert.⁹²

3.2.3 Vorgehensweise in der Performanceanalyse nachhaltiger Investmentfonds

Für die qualitative Nachhaltigkeitsanalyse wird ein Scoring-Ansatz verwendet. Trotz der vermeintlichen Subjektivität dieser Methode lässt sich diese für eine relative Unterscheidung gut nutzen.⁹³ Die Gewichtung der Punktzahl verläuft wie folgt: Es sind maximal 100 Punkte für die Nachhaltigkeitsperformance erreichbar, davon sind in den Bereichen Engagement 20 Punkte, negativ-Screening 35 Punkte, positiv-Screening 35 Punkte und Produktstandard 10 Punkte zu vergeben.⁹⁴ Der Produktstandard bezieht sich hierbei auf die in Abschnitt 2.3.2 vorgestellten Nachhaltigkeitsansätze der nachhaltigen Ratingagenturen. Fonds die ihr Nachhaltigkeits-Portfolio (vgl. Abschnitt 2.3.3) durch die ESG-Bewertungen einer Ratingagentur mit einem ethisch-ökologischen stärkeren (vgl. Abschnitt 2.3.1) Nachhaltigkeitsansatz erstellen, bekommen demnach 10 Punkte für diesen Bereich zugeschrieben. Nachhaltige Investmentfonds mit Einbeziehung eines Nachhaltigkeitsratings mit einem ökonomischen schwächeren Nachhaltigkeitsansatz, erhalten 0 Punkte. Hierdurch soll der potenzielle Einfluss des Nachhaltigkeitsverständnisses der unterschiedlichen nachhaltigen Ratingagenturen auf die risikoadjustierte Performance berücksichtigt werden.

Für die quantitative Performanceanalyse werden die durchschnittliche Rendite, die Standardabweichung, die Volatilität und das Portfolio-Beta über einen Zeitraum von 10 Jahren errechnet. Hierfür werden die täglich anfallenden Fonds-Kurse ab dem Stichtag vom 19.08.2005 verwendet. Dadurch lassen sich, mit Einbeziehung eines risikolosen Zinssatzes von 3,5 %, ⁹⁵ die Sharpe-Ratio sowie die Treynor-Ratio ermitteln. Als Vergleichsindex (vgl. Abschnitt 2.2.2) wird für alle Investmentfonds der MSCI World herangezogen.⁹⁶ Durch die in

⁹⁰ Vgl. Bauer/Koedijk/Otten (2005, S. 1755-1756).

⁹¹ Die Wahl optimaler Ein- und Ausstiegszeitpunkten für Wertpapiere (vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 14).

⁹² Vgl. Schröder (2003, S. 6).

⁹³ Vgl. Morhardt/Baird/Freeman (2002, S. 220-227).

⁹⁴ Diese Aufteilung der Scoring-Punkte ist an die Verfahrensbedingungen des im Juli 2015 veröffentlichten FNG-Siegels für nachhaltige Publikumsfonds angelehnt (vgl. FNG (2015, S. 7).

⁹⁵ Dem entspricht der jährliche Kupon einer im Jahr 2005 emittierten Bundesanleihe (vgl. Deutsche Finanzagentur (o.J.).

⁹⁶ Der MSCI World ist ein Aktienindex der 1643 Aktien von großen und mittelgroßen Unternehmen aus 23 Industrieländern beinhaltet (vgl. MSCI (2015).

Abschnitt 3.2.2 erläuterten Matching-Kriterien werden jeweils drei konventionelle Investmentfonds identifiziert, wobei hierfür jeweils der nachhaltige Investmentfonds höherer und geringerer Güte mit der höchsten risikoadjustierten Performance als Referenzpunkt fungiert. In der jeweiligen Dreiergruppe der konventionellen Investmentfonds wird schließlich ebenfalls derjenige Investmentfonds mit der höchsten risikoadjustierten Performance zum quantitativen Vergleich herangezogen.

3.3 Nachhaltige Fonds höherer Güte und konventionelle Fonds

3.3.1 Nachhaltigkeitsanalyse

Die drei stärksten nachhaltigen Investmentfonds höherer Güte weisen, nach eingängiger Prüfung der Fondsprofile durch die zugänglichen Informationen auf der FNG Internetseite sowie der jeweiligen Fondsunterlagen, eine durchschnittliche Nachhaltigkeitsperformance von 58 Punkten auf.⁹⁷ Die maximal zu erreichenden 100 Punkte wurden demnach offensichtlich verfehlt. Kein Investmentfonds konnte eine konsequente Einhaltung aller möglichen Ausschlusskriterien (28 plus zusätzlich individuelle), eine strenge Bewertung nach ethisch-ökologischen Kriterien mit einem strikten Best-in-Class-Ansatz und ein vollumfängliches Engagement gewährleisten. Durch die in Abschnitt 3.2.2 und 3.2.3 vorgenommenen Eingrenzungen bezüglich Begrifflichkeiten, Marktbedingungen und des Scoring-Modells und mit Hinsicht auf die höchste risikoadjustierte Performance wurde der Investmentfonds „terrAssisi I AMI“⁹⁸ ausdifferenziert. Dieser nachhaltige Investmentfonds höherer Güte teilt sich in der Dreiergruppe der Fonds mit der besten Nachhaltigkeitsperformance das höchste Ergebnis mit 63 Punkten mit einem anderen nachhaltigen Investmentfonds.

Die 16 norm- und wertbasierten (vgl. Abschnitt 2.3.3) im Fonds abgedeckten Ausschlusskriterien erbringen durch ihre unterschiedliche Gewichtung im Bereich negative-Screening 18 von 35 Punkte, was einem etwas unterdurchschnittlichen Ergebnis entspricht. Dabei werden die normbasierten Voraussetzungen für investierbare Emittenten wie u.a. die Umsetzung der ILO-Konventionen, das Verbot der Beteiligung an der Produktion von geächteten Waffen oder die Vermeidung von materiellen Verstößen in Bezug auf ESG-Kriterien mit 11 Punkten angerechnet. Wertbasierte negativ-Kriterien wie z. B. die Exklusion von Unternehmen die Verbindungen zu Gentechnik, Tabak-Herstellung, Glückspiel oder Abtreibung aufweisen, werden niedriger gewichtet und mit insgesamt 7 Punkten bemessen. In der Verteilung der Punkte

⁹⁷ Vgl. FNG (o.J.b) und Missionszentrale der Franziskaner (2011).

⁹⁸ ISIN: DE0009847343; WKN: 984734 (vgl. Ampega (o.J.).

werden zusätzlich etwaige Toleranzschwellen berücksichtigt. Die höhere Gewichtung von normbasierten gegenüber wertbasierten Ausschlusskriterien erklärt sich aus Sicht des Autors aufgrund ihrer implizierten Standardisierung von ethischen Prinzipien.⁹⁹ Die Vereinbarung über ein kulturunabhängiges informelles Wertesystem ist notwendig, um eine formelle Standardisierung im nachhaltigen Investmentbereich voranzutreiben. Wertbasierte Ausschlusskriterien hingegen stammen v.a. aus Zeiten, in denen religiöse Gruppen ihre ethischen Ansichten auch innerhalb ihrer Geldanlagen zu berücksichtigen versuchten und weisen somit eine höhere Relevanz für allgemeine ethische SRI auf.¹⁰⁰

Im Bereich positiv-Screening schneidet der Fonds mit 35 von 35 Punkten überdurchschnittlich gut ab. Das Rating für das nachhaltige Marktportfolio (vgl. Abschnitt 2.3.3) wurde von der nachhaltigen Ratingagentur oekom research AG erstellt. Die Bewertungen der Unternehmen werden daher auf Grundlage des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens erstellt und verwendet 100 branchenspezifische Kriterien. Zudem wird die Darmstädter Definition für nachhaltige Geldanlagen zugrunde gelegt (vgl. Abschnitt 2.3.2). Die ausgewählten Kriterien werden abschließend von einer Ethikkommission der Missionszentrale der Franziskaner abgesehen, die gleichzeitig auch als Initiator des Fonds auftritt.¹⁰¹ Die Kriterien sollen somit die ökonomische Nachhaltigkeit mit der Entwicklung des Humankapitals, Sozialkapitals und Kulturkapitals in Einklang bringen. Die Unternehmen werden abhängig des Nachhaltigkeitsbezuges der Branche (ob größere soziale oder ökologische Relevanz) durch eine Vielzahl von ESG-Kriterien bewertet. Durch das „Social-Rating“ werden nach den festgelegten Kriterien die Bereiche Mitarbeiter und Zulieferer, Gesellschaft und Produktverantwortung sowie Corporate Governance und Wirtschaftsethik bewertet. Im „Environmental-Rating“ werden Unternehmen aufgrund von positiv-Kriterien, wie der Wiedergewinnung und Wiederverwendung verbrauchter Stoffe, der Reduktion des Energieverbrauchs und der Schadstoff-Emissionen, das Umweltmanagement, die Produkte und Dienstleistungen sowie die Öko-Effizienz beurteilt. Der Fonds verwendet dabei einen absoluten Best-in-Class-Ansatz, welcher nur die am besten

⁹⁹ Unterzeichner von internationalen Konventionen wie der OECD Richtlinien für multinationale Konzerne oder der UN Global Compact, erklären ihren Willen zur Achtung verschiedener Prinzipien wie u.a. Menschenrechte, Recht auf Kollektivverhandlungen und Abschaffung von Zwangs- und Kinderarbeit (vgl. OECD (2011) und UN Global Compact (o.J.).

¹⁰⁰ Die Quäker, eine christlich geprägte soziale Gruppe aus den USA, erkannte am Anfang des 19. Jh., dass sie mit der Investition in bestimmte Anlagen gegen ihre Ansichten verstießen, jedoch diese aus ihrer sittlichen Lehre heraus auch innerhalb ihrer Investments berücksichtigen mussten. Seit jeher sind Ausschlusskriterien wie Tabak, Alkohol, Glücksspiel oder Abtreibung eher religiös geprägte Ausschlusskriterien (vgl. Griebler (2001, S. 17-18).

¹⁰¹ Die Missionszentrale ist das international tätige Hilfswerk des Franziskanerordens. Sie stehen somit für dessen Grundsätze - wie den Erhalt der Schöpfung - ein und unterstützen somit auch die Leitidee der Nachhaltigkeit (vgl. Missionszentrale der Franziskaner (2011, S. 25).

bewerteten Unternehmen einer Branche für das Nachhaltigkeits-Portfolio vorsieht. Bei einem sonstigen Best-in-Class-Ansatz ist nicht immer bestimmt, welcher Prozentsatz der besten Unternehmen aufgenommen wird. So werden bei einem analysierten Investmentfonds in die Hälfte der besten Unternehmen investiert, ohne anzugeben was die qualitative Hürde hierbei konkret auszeichnet, so dass dies nur eine geringfügige Einschränkung des Nachhaltigkeits-Portfolios zur Folge haben könnte.¹⁰²

Da der Investmentfonds für die Unternehmensbewertung einen ethisch-ökologischen Nachhaltigkeitsansatz verwendet, erhält er zusätzlich 10 von 10 Punkten für den Produktstandard (vgl. Abschnitt 3.2.3). Ein ethisch-ökologischer Ansatz entspricht einem stärkeren Nachhaltigkeitsverständnis (vgl. Abschnitt 2.3.1), da die verwendeten Kriterien der expliziten Messung der ESG-Performance einzelner Unternehmen dienen. Nachhaltigen Ratingagenturen mit einem ökonomischen, schwächeren Nachhaltigkeitsverständnis verwenden hingegen Kriterien mit implizitem ökonomischem Zusammenhang (vgl. Abschnitt 2.3.2). So können Kriterien verwendet werden die lediglich die finanziellen Risiken messen, welche Unternehmen in den ESG-Bereichen durch Reputationsschäden erfahren könnten.

Der Fonds weist im Bereich Engagement keinerlei Aktivitäten auf und erhält daher 0 von 20 Punkten und schneidet somit deutlich unterdurchschnittlich ab. Dies ist zwar in Anbetracht der sonst guten Nachhaltigkeitsperformance verwunderlich, jedoch besitzt das Engagement durch den Dialog mit Entscheidungsträgern, dem Initiieren von Aktionärsanträgen oder der Stimmrechtsausübung auf Aktionärsveranstaltungen auch keinen Einfluss auf das Marktportfolio. Im Gegenteil existieren nachhaltige Investmentfonds, die trotz aktivierter Ausschlusskriterien durch einen positiven Dialog mit den betroffenen Unternehmen dennoch in diese investieren.

3.3.2 Performanceanalyse

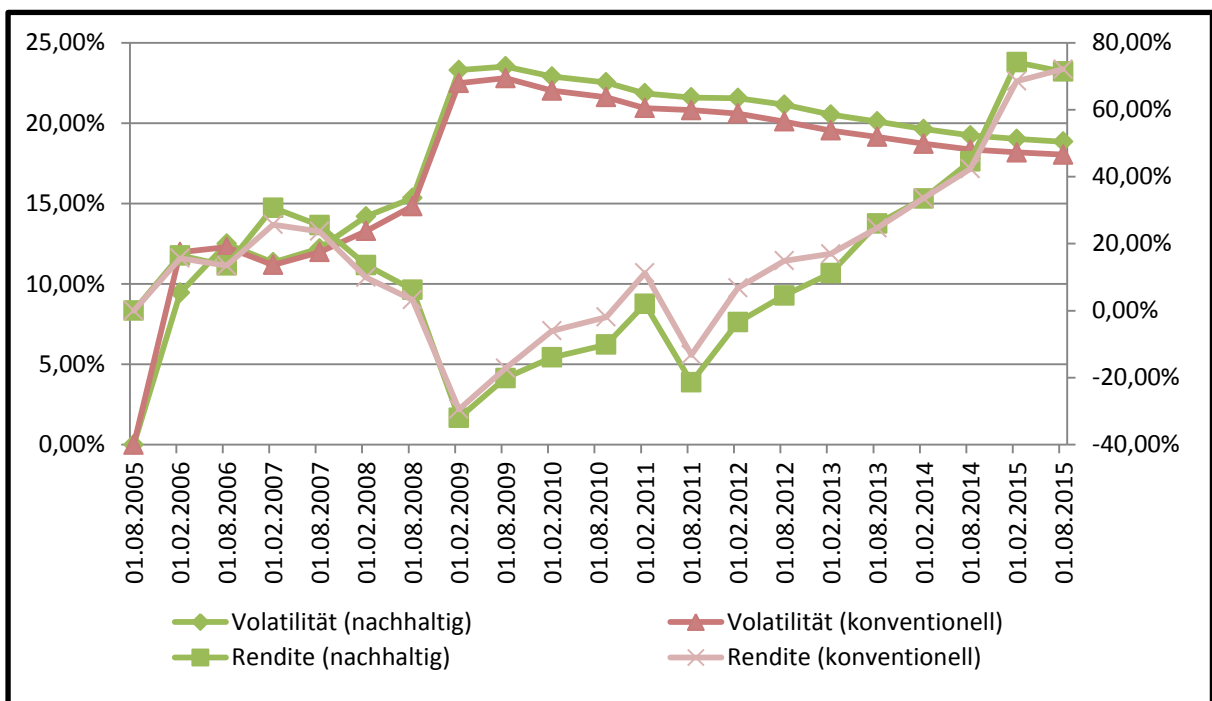
Nach der Prüfung des Investmentuniversums, der Größe (Anlagevolumen) und des Alters der Fonds (vgl. Abschnitt 3.2.2) und nach der Berechnung der verschiedenen Performances, wurde der konventionelle Investmentfonds „Naspa-Aktienfonds Deka“¹⁰³ ermittelt. Innerhalb der drei konventionellen Investmentfonds mit den besten Resultaten bezüglich der Matching-Kriterien weist dieser Fonds die höchste risikoadjustierte Performance auf und wird daher zum Performancevergleich verwendet. Die durchschnittliche Größe der drei konventionellen Investmentfonds beträgt 40,6 Millionen € bei einem durchschnittlichen Alter von 16 Jahren.

¹⁰² Vgl. Triodos-Bank (o.J., S. 2-3).

¹⁰³ ISIN DE0009771956; WKN: 977195 (vgl. Naspa (o.J.)).

Die gemittelte Sharpe-Ratio beträgt über den betrachteten Zeitraum von 10 Jahren 0,0704. Alle Investmentfonds besitzen den gleichen Anlagestil und investieren wie der nachhaltige Investmentfonds höherer Güte in ein globales Anlageuniversum. Der für die Performanceanalyse herangezogene konventionelle Vergleichsfonds weist im direkten Vergleich ein etwas geringeres Anlagevolumen und ein relativ höheres Alter auf.

Die Berechnungen für die Sharpe-Ratio (vgl. Anhang A.3), mittels der durchschnittlichen Rendite der letzten 10 Jahre und durch die Ermittlung der annualisierten Volatilität für diesen Zeitraum (vgl. Anhang A.2), ergeben für den konventionellen Investmentfonds ein Wert von 0,1246. Der nachhaltige Investmentfonds weist daher mit einer Sharpe-Ration für die letzten 10 Jahre von 0,1113 eine schlechtere risikoadjustierte Performance auf und impliziert somit eine relativ geringere Überschussrendite pro übernommener Einheit des Gesamtrisikos. Vergleicht man die durchschnittliche jährliche Rendite und die annualisierte Volatilität für den betrachteten Zeitraum, werden weitere Unterschiede ersichtlich. Es stehen dabei 5,75 % Rendite p.a. und einer Volatilität von 18,04 % des konventionellen Investmentfonds der Rendite p.a. und der Volatilität des nachhaltigen Investmentfonds mit jeweils 5,6 % und 18,84 % gegenüber. Abbildung 7 skizziert die Entwicklung der durchschnittlichen Rendite sowie der Volatilität im Zeitablauf:



Anmerkung: Die linke Ordinatensachse gibt die prozentuale Volatilität der Renditen an. Die rechte Ordinate stellt die durchschnittliche Rendite in Prozent dar. Rendite und Volatilität wurden ab dem Stichtag vom 19.08.2005 für alle sechs Monate erhoben.

Abbildung 7: Performance konventioneller und nachhaltiger Fonds höherer Güte

Quelle: Eigene Darstellung

Das Portfolio-Beta (vgl. Abschnitt 2.2.3) des nachhaltigen Investmentfonds höherer Güte weist mit 0,8206 einen etwas höheren Wert als das Portfolio-Beta seines konventionellen Konterparts auf, welches 0,7948 beträgt. Die Renditen des nachhaltigen Investmentfonds schwanken somit weniger als der Vergleichsindex, jedoch etwas mehr als die des konventionellen Investmentfonds. Es überrascht demnach nicht, dass die Treynor-Ratio des nachhaltigen Fonds mit 0,0256 gegenüber der Treynor-Ratio des konventionellen Fonds mit 0,0283 schlechter ausfällt. Der nachhaltige Investmentfonds höherer Güte weist somit eine relativ geringere Überschussrendite pro übernommener Einheit des systematischen Risikos auf. Abschließend bleibt zu erwähnen, dass beide Fonds die risikoadjustierte Performance des Vergleichsindexes übertreffen.

3.4 Nachhaltige Fonds geringerer Güte und konventionelle Fonds

3.4.1 Nachhaltigkeitsanalyse

Die drei nachhaltigen Investmentfonds geringerer Güte mit der schwächsten Nachhaltigkeitsperformance weisen, nach eingängiger Prüfung der Fondsprofile durch die zugänglichen Informationen auf der FNG Internetseite sowie der jeweiligen Fondsunterlagen, eine durchschnittliche Nachhaltigkeitsperformance von 21 Punkten auf.¹⁰⁴ Die Mindestanforderungen, die für einen nachhaltigen Investmentfonds gelten müssen (vgl. Abschnitt 3.2.1), wurden demnach noch erfüllt. Durch die erforderlichen Voraussetzungen bezüglich Marktbedingungen und des Scoring-Modells (vgl. Abschnitt 3.2.3) und mit Hinsicht auf die höchste risikoadjustierte Performance wurde der Investmentfonds „Petercam Equities World Sustainable“¹⁰⁵ ausdifferenziert. Dieser nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte erzielt unter den drei schlechtesten Nachhaltigkeitsperformances die beste Punktzahl mit 27 Punkten.

Mit 9 von 35 Punkten im Bereich negativ-Screening schneidet der Investmentfonds in der Gruppe der schwächsten nachhaltigen Investmentfonds durchschnittlich ab. Es werden keine normbasierten oder wertbasierten ökologischen negativ-Kriterien herangezogen, jedoch darauf hingewiesen, dass die sektorspezifischen gesetzlichen Regelungen beachtet werden. Emittenten werden, um in das Nachhaltigkeitsportfolio aufgenommen zu werden, im Bereich Soziales mit den normbasierten Restriktionen konfrontiert, nicht an der Produktion von geächteten Waffen beteiligt sein zu dürfen und den UN Global Compact unterzeichnet haben zu müssen. Des Weiteren beschränken das Nachhaltigkeitsportfolio wertbasierte Ausschlusskri-

¹⁰⁴ Vgl. FNG (o.J.b) und Eurosif (2014.b).

¹⁰⁵ ISIN: BE0058652646; WKN: A0JMB5 (vgl. Petercam (o.J.)).

terien in Form von wirtschaftlichen Verbindungen zur Pornographie-, Tabak- und Glücksspielindustrie. Der Investmentfonds aktiviert keine Negativ-Kriterien mit Bezug auf governance Aspekte.

Im Bereich positiv-Screening schneidet der Fonds mit 5 von 35 Punkten mit einem anderen Investmentfonds als Zweitbester ab, wobei der letzte Fonds in der Dreiergruppe ohne positiv-Screening 0 Punkte erhält. Das Rating für das nachhaltige Marktportfolio (vgl. Abschnitt 2.3.3) wurde von der nachhaltigen Ratingagentur Sustainalytics GmbH erstellt. Die Bewertungen der Unternehmen werden auf Grundlage von jeweils 100 ESG-Indikatoren bewertet, wobei die Gewichtung branchenabhängig ist. Es werden - ähnlich wie bei der oekom research AG - die sozialbezogenen Bereiche Mitarbeiter, Zulieferer und Gesellschaft ausgewertet. Zu den umweltbezogenen positiv-Kriterien gehören Betriebsprozesse, Zulieferketten und Produkte und Dienstleistungen. Die Bereiche Corporate Governance und Wirtschaftsethik werden ebenfalls mit eingebunden, wobei zusätzlich die Beziehung zur Politik beurteilt wird. Die Kriterien werden hierbei jedoch nicht deduktiv abgeleitet (vgl. Abschnitt 2.3.2). Des Weiteren bietet die Sustainalytics GmbH die Auswahl der Unternehmen nach einem absoluten Best-in-Class-Ansatz oder durch ein „Compliance-Monitoring“ an.¹⁰⁶ Der für die Analyse zugrundeliegende nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte verwendet das Compliance-Monitoring, wonach Unternehmen kein erhöhtes Risiko aufweisen dürfen die Richtlinien des UN Global Compact zu verletzen. Hierbei werden im Besonderen die Bereiche Menschenrechte, Arbeitnehmerrechte, Umwelt und Anti-Korruption betrachtet. Diese Methodologie entspricht jedoch bei genauerer Betrachtung nicht dem Best-in-Class-Prinzip, da nicht die Unternehmen mit der relativ besten Nachhaltigkeitsperformance gesucht werden, sondern jene Unternehmen mit einem geringen Risiko die UN Global Compact Kriterien zu verletzen. Dabei werden Unternehmen in fünf Risiko-Kategorien eingestuft, worin die ersten drei als für den Fonds unbedenklich deklariert werden. Durch einen positiven Dialog mit den betroffenen Unternehmen und mit Einverständnis des hauseigenen „Responsible Investment Committee“ kann jedoch auch in Emittenten aus der Risiko-Kategorie vier investiert werden. Es ist somit grundsätzlich möglich, dass in Unternehmen investiert werden die: „mehrere Kontroversen mit einem maßgeblichen Einfluss auf Stakeholders aufweisen“ (Kategorie 4) oder „ernsthafte Kontroversen mit signifikanten Einfluss auf Stakeholders besitzen, jedoch diese nicht als strukturell problematisch für das Unternehmen erscheinen“ (Kategorie 3).¹⁰⁷

¹⁰⁶ Vgl. Döpfner/ Schneider (2012, S. 43).

¹⁰⁷ Vgl. Eurosif (2014.b, S. 7).

Da der Investmentfonds grundsätzlich für die Unternehmensbewertung einen abgeschwächten ethisch-ökologischen Nachhaltigkeitsansatz verwendet, erhält er zusätzlich 5 von 10 Punkten für den Produktstandard (vgl. Abschnitt 3.2.3). Aufgrund der Ambivalenz zwischen einem absoluten Best-in-Class-Ansatz und einem Compliance-Monitoring, welches einem schwächeren ökonomischen Nachhaltigkeitsansatz (vgl. Abschnitt 2.3.1) gleichkommt, wurde von einer höheren Bewertung für den Produktstandard abgesehen.

Der Fonds gibt an im Bereich Engagement durch den direkten Dialog mit Entscheidungsträgern von Unternehmen und durch die Mitunterzeichnung von Aktionärsanträgen aktiv zu sein. Hierdurch erhält er 8 von 20 Punkten und schneidet somit durchschnittlich ab. Als Unterzeichner der von den Vereinten Nationen unterstützten Principles for Responsible Investment (PRI)¹⁰⁸ Initiative partizipiert der Investmentfonds an der sog. „PRI Clearinghouse-Plattform“. Hier können internationale ESG-Engagement Aktivitäten koordiniert werden, wobei die KAG „Petercam“ nach eigenen Angaben bei der Präventionsbekämpfung von Korruption aktiv ist. Des Weiteren ist dem „Activity Report 2013“ zu entnehmen, dass bis dato bei 3652 Anträgen innerhalb von 260 Unternehmen weltweit von entsprechenden Stimmrechten Gebrauch gemacht wurde.¹⁰⁹

3.4.2 Performanceanalyse

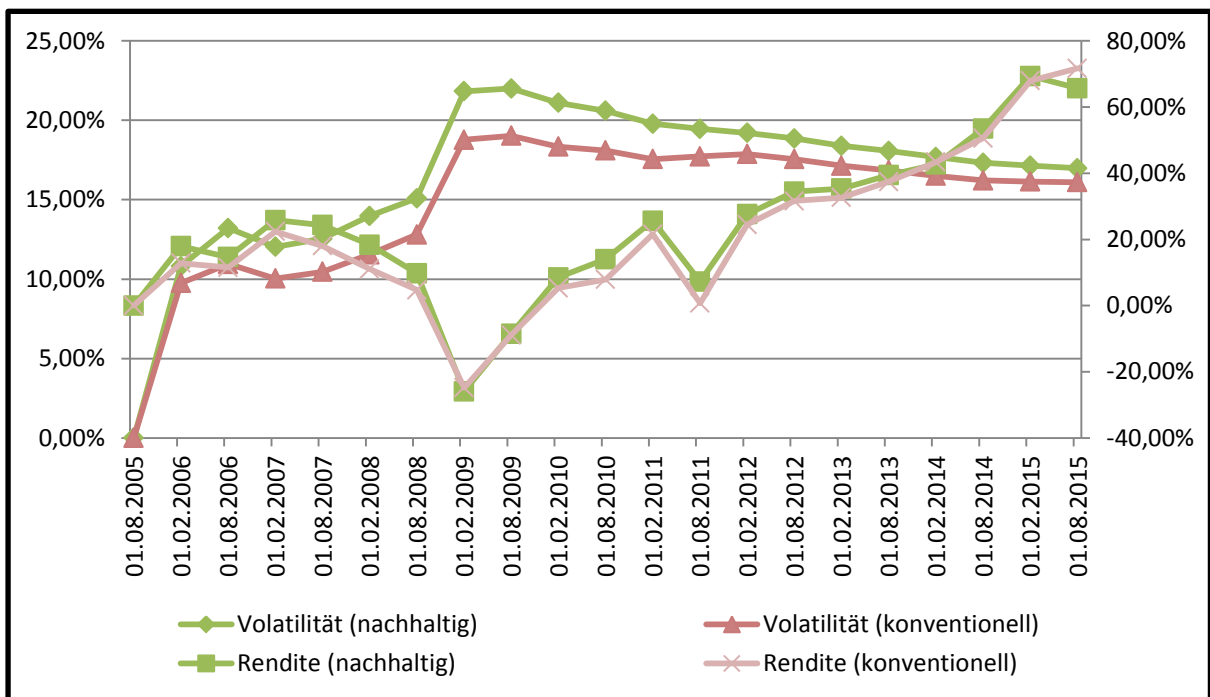
Durch das Abgleichen des Investmentuniversums, der Größe (Anlagevolumen) und des Alters der Fonds (vgl. Abschnitt 3.2.2) und nach der Berechnung der verschiedenen Performances, wurde der konventionelle Investmentfonds „Invest Global“¹¹⁰ ausdifferenziert. Da dieser Fonds die höchste risikoadjustierte Performance innerhalb der drei konventionellen Investmentfonds mit den besten Resultaten bezüglich der Matching-Kriterien aufweist, wird er zum Performancevergleich herangezogen. Die durchschnittliche Größe der drei konventionellen Investmentfonds beträgt 162 Millionen € bei einem durchschnittlichen Alter von 15 Jahren. Die gemittelte Sharpe-Ratio beträgt über den betrachteten Zeitraum von 10 Jahren 0,1807. Alle Investmentfonds folgen dem gleichen Anlagestil und investieren wie der nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte in ein globales Anlageuniversum. Der für die Performanceanalyse herangezogene konventionelle Vergleichsfonds weist im direkten Vergleich ein etwas niedrigeres Anlagevolumen und ein relativ höheres Alter auf.

¹⁰⁸ Die PRI-Initiative hat sich das Ziel gesetzt weltweit die Integration des ESG-Ansatzes im Investmentbereich zu fördern. Von 200 Unterzeichnern im Jahr 2006 wuchs die Zahl der Vermögensverwalter, die sich verschrieben haben den ESG-Ansatz sukzessiv zu implementieren und zu fördern, bis 2015 auf ca. 1400 Unterzeichner (vgl. Principles for Responsible Investment (o.J.)).

¹⁰⁹ Activity Report (2013, S. 29).

¹¹⁰ ISIN: DE0009757922; WKN: 975792 (vgl. Union Investment (o.J.)).

Durch die Ermittlung der durchschnittlichen Rendite und der annualisierten Volatilität der letzten 10 Jahren (vgl. Anhang A.2) lässt sich die jeweilige Sharpe-Ratio berechnen (vgl. Anhang A.3), welche für den konventionellen Investmentfonds 0,2559 ergibt. Der nachhaltige Investmentfonds weist demnach mit einer Sharpe-Ration für die letzten 10 Jahre von 0,2058 eine schlechtere risikoadjustierte Performance auf und impliziert somit eine relativ geringere Überschussrendite pro übernommener Einheit des Gesamtrisikos. Weitere Erkenntnisse lassen sich durch die genauere Betrachtung der durchschnittlichen jährlichen Rendite und der annualisierten Volatilität für den betrachteten Zeitraum gewinnen. Es stehen sich hierbei 7,62 % und 7 % Rendite p.a. auf Seiten des konventionellen und des nachhaltigen Investmentfonds gegenüber sowie die jeweilige annualisierte Volatilität von 16,11 % und 16,98 %. Abbildung 8 skizziert die Entwicklung der durchschnittlichen Rendite sowie der Volatilität im Zeitablauf:



Anmerkung: Die linke Ordinatennachse gibt die prozentuale Volatilität der Renditen an. Die rechte Ordinate stellt die durchschnittliche Rendite in Prozent dar. Rendite und Volatilität wurden ab dem Stichtag vom 19.08.2005 für alle sechs Monate erhoben.

Abbildung 8: Performance konventioneller und nachhaltiger Fonds geringerer Güte

Quelle: Eigene Darstellung

Das Portfolio-Beta (vgl. Abschnitt 2.2.3) des nachhaltigen Investmentfonds geringerer Güte weist mit 0,8746 einen etwas höheren Wert als das Portfolio-Beta seines konventionellen Vergleichsfonds auf, welches 0,8001 beträgt. Die Renditen des nachhaltigen Investmentfonds schwanken somit weniger als der Vergleichsindex, jedoch etwas mehr als die des konventionellen Investmentfonds. Dem zur Folge fällt die Treynor-Ratio des nachhaltigen Fonds mit

0,0399, im Vergleich zur Treynor-Ratio des konventionellen Fonds mit 0,0514, schlechter aus. Der nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte weist somit eine relativ geringere Überschussrendite pro übernommener Einheit des systematischen Risikos auf. In Relation zur risikoadjustierte Performance des Vergleichsindex weisen beide Investmentfonds positive Ergebnisse auf.

3.5 Vorstellung und Diskussion der Ergebnisse

Die aus der Analyse hervorgebrachten Resultate stellen eine empirische Grundlage dar, welche eine belastbare Einschätzung über Performanceunterschiede zwischen den betrachteten konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds gewährleistet. Die Ergebnisse der qualitativen und quantitativen Performanceanalyse können tabellarisch wie folgt illustriert werden:

	Nachhaltigkeitsanalyse		Performanceanalyse				
	Punkte Total:	Im ø:	10 Jahre Total:		Im ø:	10 Jahre Total:	
Nachhaltiger Investmentfonds höherer Güte	63/100	58/100	Rendite p.a.	5,6 %		Beta	0,8206
			Volatilität	18,84 %		Treynor-Ratio	0,0256
	Engagement	0/20	Sharpe-Ratio	0,1113			
Konventioneller Investmentfonds (1)	Negativ Screening	18/35	Rendite p.a.	5,75 %	4,94 %	Beta	0,7948
	Positiv Screening	35/35	Volatilität	18,04 %	20,79 %	Treynor-Ratio	0,0283
	Produktstandard	10/10	Sharpe-Ratio	0,1246	0,0704		
Nachhaltiger Investmentfonds geringerer Güte	27/100	21/100	Rendite p.a.	7 %		Beta	0,8746
			Volatilität	16,98 %		Treynor-Ratio	0,0399
	Engagement	8/20	Sharpe-Ratio	0,2058			
Konventioneller Investmentfonds (2)	Negativ Screening	9/35	Rendite p.a.	7,26 %	6,47 %	Beta	0,8001
	Positiv Screening	5/35	Volatilität	16,11 %	16,46 %	Treynor-Ratio	0,0514
	Produktstandard	5/10	Sharpe-Ratio	0,2559	0,1807		

Anmerkung: Die Felder für die durchschnittlichen Performance-Indikatoren bleiben bei den nachhaltigen Investmentfonds aufgrund der fehlenden Matching-Kriterien innerhalb ihrer jeweiligen Dreiergruppe unausgefüllt. Die Kohärenz und somit die Vergleichbarkeit mit den konventionellen Fonds ist nicht gewährleistet.

Tabelle 2: Ergebnisse der Performanceanalyse

Quellen: Eigene Darstellung

Die Frage, ob Performanceunterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds existieren, lässt sich anhand der Analyseergebnissen in Tabelle 2 mit „Ja“ beantworten. Im direkten Vergleich schneiden nachhaltige Investmentfonds höherer und geringerer Güte bezüglich der risikoadjustierten Performancemaße „Sharpe-Ratio“ sowie „Treyner-Ratio“ schlechter ab, als der jeweilige konventionelle Vergleichsfonds. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass die Ergebnisse keine großen Unterschiede offenbaren. Ex post lässt sich eine Renditedifferenz p.a. von 0,15 % und 0,26 % festhalten. Über den Betrachtungszeitraum von 10 Jahren erscheint diese Diskrepanz eher klein als ungewöhnlich groß. Zumal die Wahl des Erhebungsdatums zu Beginn und zum Schluss der Berechnungsperiode maßgeblichen Einfluss auf die Rendite p.a. und somit auf die Überschussrendite pro übernommener Einheit der Risikomaße (vgl. Anhang A.4 und A.5) besitzt. Betrachtet man z. B. Abbildung 8 genauer, fällt auf, dass der nachhaltigen Fonds geringerer Güte fast über den vollständigen Zeitraum eine höhere durchschnittliche Rendite aufweist. Innerhalb von sechs Monaten - zwischen Februar und August 2015 - gelang es dem konventionellen Fonds erstmals eine höhere durchschnittliche Rendite zu erzielen. Legt man demnach bei dem nachhaltigen Fonds für die Kalkulation den gemittelten Kurs der täglichen Kursdaten von Mitte Februar bis Mitte März 2015 zu Grunde, lässt sich eine Rendite p.a. von 7,32 % berechnen. Bezüglich der risikoadjustierten Performance bleibt jedoch der konventionelle Fonds immer noch überlegen. Ein stärkeres Argument für die Relativierung der Performanceunterschiede erscheint daher der Vergleich der Sharpe-Ratio der nachhaltigen Investmentfonds mit der durchschnittlichen Sharpe-Ratio ihrer jeweiligen konventionellen Peergroup. Ex ante war nach den Ergebnissen in Tabelle 2 ein Investor, mit dem Anlageziel eine möglichst hohe risikoadjustierte Performance zu erzielen, besser beraten, sein Geld in einen nachhaltigen Investmentfonds zu investieren als in mehrere konventionelle Investmentfonds mit ähnlichen Charakteristiken. Des Weiteren weisen alle nachhaltigen Investmentfonds, außer ein Fonds mit höherer Nachhaltigkeit-Güte, eine risikoadjustierte Outperformance gegenüber dem Benchmark-Index MSCI World auf. Die Ergebnisse dieser Arbeit lassen sich somit zu denen der Performance-Studien verorten, welche SRI eine leicht schlechtere risikoadjustierte Performance gegenüber konventionellen Investmentfonds nachweisen (vgl. Abschnitt 3.1). Zu betonen bleibt, dass es sich in dieser Arbeit um nachhaltige Investmentfonds mit strengeren Portfolio-Restriktionen als bei allgemeinen SRI handelt (vgl. Abschnitt 3.2.1). Es kann somit die Annahme getroffen werden, dass ein Investor eine – wenn auch geringe – „Nachhaltigkeits-Prämie“ für die Anlageentscheidung in einen nachhaltigen Investmentfonds bezahlen muss.

Unterscheidet man nun zwischen dem nachhaltigen Investmentfonds höherer und geringerer Güte, dann ist eine signifikant bessere Sharpe-Ratio und Treynor-Ratio für den Investmentfonds mit der geringeren Nachhaltigkeits-Güte zu attestieren. Dies widerspricht den Implikationen einer von der Allianz Global Investors in Auftrag gegebenen Studie, welche nachhaltigen Investmentfonds mit strengerem Best-in-Class-Ansatz, gegenüber solchen mit einem schwächeren Ansatz, die höhere Performance attestiert (vgl. Abschnitt 3.1).¹¹¹ Es ist jedoch zu erwähnen, dass die Erkenntnisse aus dem direkten Vergleich der beiden nachhaltigen Investmentfonds nicht vollkommen belastbar erscheinen, da sich die Investmentfonds bezüglich Anlagevolumen und Alter unterscheiden (vgl. Abschnitt 3.3.2 und 3.4.2). Unter der Annahme, dass nur Fonds untereinander verglichen werden dürfen die möglichst genau bestimmte Matching-Kriterien erfüllen (vgl. Abschnitt 3.2.2), weist der nachhaltige Fonds höherer Güte sogar ein besseres Ergebnis auf, da die Differenz bezüglich der risikoadjustierten Performance mit seinem Vergleichsfonds geringer ausfällt. Die Diskrepanz hinsichtlich der Performance zwischen den beiden Vergleichsgruppen bleibt jedoch augenmerklich. Ausgehend von den unterschiedlichen Fonds-Charakteristiken lässt sich daher ein positiver Zusammenhang zwischen einem größeren Anlagevolumen der Investmentfonds und der risikoadjustierter Performance feststellen. Ein möglicher Grund hierfür könnte die Neigung von größeren Investmentfonds sein, in eine größere Anzahl von Wertpapieren von sog. „Large Caps“ zu investieren als vergleichsweise kleinere Fonds.¹¹² Da der Erhebungszeitraum von 10 Jahren die Finanzkrise der letzten Dekade miteinschließt, beinhalten die Performance-Ergebnisse auch Informationen über den Einfluss dieser auf die Investmentfonds. Abbildung 7 und Abbildung 8 verdeutlichen, dass das kleinere Fondspaar mit der höheren Nachhaltigkeits-Güte höhere Renditeeinbußen (Tiefstand 2009) verkraften musste als vergleichsweise der nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte und sein konventioneller Konterpart. Dies könnte an der geringeren Selektion der Anlagen der kleineren Fonds gelegen haben und an der Berücksichtigung sog. „Small und Mid Caps“, die im Rahmen der Finanzkrise mit besonderen Schwierigkeiten konfrontiert worden sind.¹¹³

¹¹¹ Vgl. RCM Sustainability White Paper (2011, S. 2-5).

¹¹² Das sog. „Market-Impact“ beschreibt ein Phänomen, nach dem größere Fonds mit der Umschichtung ihres Portfolios einen sensitiven Einfluss auf den Gesamtmarkt ausüben können. Um hohe Kursschwankungen zu vermeiden, ist daher eine Tendenz zu beobachten, dass größerer Fonds in eine Vielzahl von möglichst großen Emittenten investieren (vgl. Busse/Tong, S. 269)

¹¹³ Vgl. Bain & Company (2013)

4 Handlungsempfehlungen und Politikimplikationen

In Anbetracht der in Abschnitt 3.5 hervorgebrachten Ergebnisse kann eine klare Empfehlung an Investoren gegeben werden, die ihre Anlageentscheidungen nicht ausschließlich nach Rendite-, Risiko- und Liquiditätsgesichtspunkten treffen, sondern auch nach Nachhaltigkeitsgrundsätzen (vgl. Abschnitt 2.2.1). Demnach ist zwar bei einer Anlage in nachhaltige Investmentfonds von einer „Nachhaltigkeits-Prämie“ auszugehen, jedoch bewegt sich diese in einem geringen Prozentbereich – bei den in dieser Arbeit analysierten Fonds zwischen 0,15 % und 0,26 % Rendite p.a. Dabei stellt ein nachhaltiger Investmentfonds höherer Güte die bessere Alternative für Investoren dar, für die eine überdurchschnittliche Nachhaltigkeitsperformance eine etwas schlechtere risikoadjustierte Performance überwiegt. Es scheint daher verwunderlich, dass die nachhaltig konsumierende Verbrauchergruppe „Lifestyle of Health and Sustainability“ (LOHAS) mittlerweile einen Anteil von 26 % an der deutschen Bevölkerung ausmacht und gleichzeitig das Privatkundengeschäft für nachhaltige Geldanlagen hierzulande ein Nischendasein fristet.¹¹⁴ Hierbei wird jedoch weniger das fehlende Interesse an nachhaltigen Geldanlagen bemängelt, sondern vielmehr die fehlende Beratung oder die unzureichende Produktauswahl.¹¹⁵ Es ist daher die Empfehlung an deutsche und europäische Finanzdienstleister abzugeben aktiv ihre Mitarbeiter im Bereich nachhaltige Geldanlagen zu schulen und ihre Produktpaletten in diesem Segment zu vergrößern. Sie laufen sonst Gefahr, das Potential des Privatkundengeschäfts (im europäischen Durchschnitt mit einem Anteil von erst 3,4 % an Socially and Responsible Investments (SRI)) und die wachsende Nachfrage von institutionellen Investoren, welche zu den stärksten Treibern von SRI in den letzten drei Jahren zählten, nicht auszuschöpfen.¹¹⁶

Um das Leitbild einer nachhaltigen Entwicklung (vgl. Abschnitt 2.3.1) weiter in den Fokus der Wirtschaft zu rücken, bedarf es einer klaren Rahmensetzung von Seiten der Politik. Es ist nach wie vor nicht zu erwarten, dass ein Großteil der Unternehmen intrinsisch gewillt sein wird möglichst schnell und möglichst ambitioniert die eigenen Produkte und Prozesse nach einem nachhaltigen Leitbild umzugestalten. Dies liegt zum einen an der Tatsache, dass eine Vielzahl von Unternehmen maßgeblich von negativen externen Effekten profitieren, zumindest so lange diese nicht den eigenen Nutzen im höheren Maße einschränken. Zum anderen sehen sich einige Branchen mit einem starken nationalen und internationalen Wettbewerbs-

¹¹⁴ Vgl. Imug (2014, S. 35) und Schickentanz (2014, S. 645).

¹¹⁵ Vgl. Klein/Wins/Zwergel (2014, S. 640).

¹¹⁶ Vgl. Eurosif (2014.a, S. 31, S. 33).

druck, gepaart mit geringen Preiselastizitäten auf der Nachfrageseite, konfrontiert. Daher ist der Weg in Richtung einer nachhaltigen Wirtschaft keineswegs einseitig von Pfadabhängigkeiten nicht-nachhaltiger Produktionsprozesse gekennzeichnet, sondern wird von Konsummustern und Lebensstilen ebenfalls maßgeblich mitgeprägt.¹¹⁷ Trotz dieser Problematiken legitimiert sich ein politisches Handeln aufgrund der wohlfahrtstheoretischen Überlegungen von Buchanan, wonach ein Handeln dann gerechtfertigt ist, wenn dieses auf der Grundlage bestehender formeller Institutionen fußt.¹¹⁸ Da dem Staat die übergeordnete Aufgabe zukommt für die Bereitstellung und Sicherung öffentlicher Güter Sorge zu tragen, legitimiert die Bewahrung der ökologischen, sozialen und ökonomischen Lebensgrundlagen ein Markteingreifen – trotz potentieller „Reformverlierer“. Die Rahmensetzung im Bereich des nachhaltigen Investments sollte dabei auf zwei Wegen vorgenommen werden, um gezielte Anreize für diejenigen Unternehmen und Verbraucher zu setzen, die Nachhaltigkeit einen eigenen Wert zuschreiben. Um den globalen Bezug von Nachhaltigkeit gerecht zu werden, müssen die Regeländerungen dabei v.a. auf internationaler Ebene greifen.¹¹⁹

Es existiert mittlerweile eine Reihe von internationalen Regelwerken,¹²⁰ jedoch fehlt es diesen an wirklicher Durchschlagskraft, da die meisten auf Freiwilligkeit oder rechtlicher Ungebundenheit beruhen. So kann es sein, dass Unterzeichner der ILO-Richtlinien dennoch keine menschenwürdigen Arbeitsbedingungen bei ihren Zulieferern gewährleisten, da die Richtlinien noch nicht streng genug definiert sind.¹²¹ Die PRI-Initiative ist bei genauerer Betrachtung ebenfalls eine unverbindliche Konvention, worin Finanzdienstleister ihren Willen bekunden den ESG-Ansatz zu integrieren und im Rahmen ihres Engagements (vgl. Abschnitt 2.3.3) zu berücksichtigen, jedoch gibt es hierfür keine Kontrollmechanismen.¹²² Es ist einleuchtend, dass die Anforderungen in solchen unverbindlichen Regelsystemen zunächst gering gehalten werden, um eine möglichst große Anzahl an Unterzeichnern sowie einen hohen Bekanntheitsgrad zu erlangen. Die Gefahr eines potenziellen Schadens durch Glaubwürdigkeitsverluste

¹¹⁷ Vgl. Grunwald/Kopfmüller (2012, S. 190-197).

¹¹⁸ Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2007, S. 18-19).

¹¹⁹ Es soll im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter auf die Schwierigkeiten internationaler Rechtsfindungsprozesse (wie z. B. heterogene nationalstaatliche Interessengruppen, Kosten der Administration, Souveränitätsverluste etc.) eingegangen werden, sondern politische Zielsetzungen skizziert werden, welche der Leitidee der Nachhaltigkeit gerecht werden.

¹²⁰ Neben den erläuterten internationalen Richtlinien für unternehmerisches Handeln, wie der Global Compact, der OECD Richtlinien für multinationale Konzerne, der ILO-Richtlinien oder der PRI-Initiative sind noch die „großen“ internationalen Abkommen zu nennen, wie das „Kyoto-Protokoll“ oder die „Millenniumsziele“ (vgl. Lexikon der Nachhaltigkeit (2014c)).

¹²¹ Vgl. Get Changed (o.J.).

¹²² Vgl. Principles for Responsible Investment (o.J.).

steigt jedoch mit der Anzahl an nicht kontrollierten Unternehmen. Daher sind staatliche Akteure gefragt, um die informellen internationalen Institutionen sukzessiv zu „materialisieren“. Hierzu bedarf es Kontroll- und Sanktionsmechanismen, um Trittbrettfahrerverhalten zu begegnen. Unternehmen, die sich für internationale Verhaltensrichtlinien ausgesprochen haben, geraten in bedeutsame Erklärungsnot, falls sie plötzlich im Laufe der Implementierung von entsprechenden Mechanismen aus dem Regelwerk austreten wollen. Die Unternehmen welche den Anforderungen am Ende tatsächlich genügen, können dies glaubwürdig und belastbar nach außen hin kommunizieren. Bedenkt man, was dies für nachhaltige Investmentfonds bedeuten könnte, wird der positive Nachhaltigkeitseffekt ersichtlich. Neben dem Ausschluss von Unternehmen, die sich fälschlicherweise mit den Regelwerken identifiziert haben, können Investmentfonds und private Anleger das Einhalten von ESG-Kriterien nun transparenter nachvollziehen. Dies ist bislang im Besonderen für private Anleger nicht gewährleistet, da die tatsächlichen Nachhaltigkeitsperformances der Emittenten innerhalb eines Fonds nicht nachvollziehbar sind. Diese sind lediglich über den positiv-Screening Ansatz und durch die Unterzeichnung von internationalen Konventionen einschätzbar. Somit wird in eine kleinere Anzahl von Unternehmen investiert, die einen nachweisbaren Beitrag für eine nachhaltige Entwicklung leisten. Die Anreizstruktur wird dadurch auf ein „höheres Niveau“ gehoben, da nun weniger Unternehmen in die Portfolios von nachhaltigen Investmentfonds aufgenommen werden und diese dadurch die Vorteile der Eigen- und Fremdfinanzierung überproportional wahrnehmen.¹²³ Andere Marktakteure haben nun den Anreiz ambitioniertere Nachhaltigkeitsbemühungen aufzuweisen, um ebenfalls (wieder) internationalen Konventionen beitreten zu können und somit die Finanzierungsnachteile auszugleichen.

Regierungen könnten auf nationaler oder supranationaler Ebene ähnliche Effekte auf die Anreizstruktur von Unternehmen ausüben, wenn sie Steuern für nachhaltig wirtschaftende Unternehmen erleichtern würden. Unternehmen sollten somit in die Pflicht genommen werden, anhand quantifizierbarer Indikatoren nachzuweisen welche relativen und absoluten Verbesserungen sie vorgenommen haben. Dies hätte auch für nachhaltige Investmentfonds die Implikation, dass sie ihren „Nachhaltigkeits-Impact“ nachweisen könnten. Der tatsächliche Einfluss, den ein Anleger mit der Investition in einen nachhaltigen Investmentfonds besitzt, ist momentan nicht klar abzuschätzen. Quantifizierbare Nachhaltigkeitsindikatoren könnten sich demnach positiv auf die Nachfrage nach nachhaltigen Investmentfonds auswirken.¹²⁴

¹²³ Vgl. oekom research (2013, S. 6).

¹²⁴ Vgl. Horst (2014, S. 162-164).

5 Fazit und Ausblick

Es existieren Performanceunterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Investmentfonds. Nachhaltige Investmentfonds schneiden innerhalb der in dieser Arbeit betrachteten Stichprobe (vgl. Abschnitt 3.2) hinsichtlich ihrer risikoadjustierten Performance schlechter als ihr jeweiliger konventioneller Vergleichsfonds ab – jedoch nicht gravierend. Für Anleger mit der Präferenz, Nachhaltigkeit als allgemeines Handlungsmotiv zu berücksichtigen, stellen nachhaltige Investmentfonds eine gute Alternative da. Sie können für eine relativ geringe Nachhaltigkeits-Prämie nicht nur als Eigenkapitalgeber auftreten, sondern ebenfalls als „Stakeholder“, wodurch sie mit der Wahl eines nachhaltigen Investmentfonds systematische Anreize für nachhaltige Unternehmensstrukturen schaffen (vgl. Abschnitt 2.3.3). Bezüglich der Sensibilität des Nachhaltigkeitsverständnisses auf die Performance lässt sich konstatieren, dass innerhalb der Fondsgruppen mit einer höheren und geringeren Nachhaltigkeits-Güte jeweils der Fonds am besten abgeschnitten hat, dem ein strengerer ethisch-ökologischer Nachhaltigkeitsansatz (vgl. Abschnitt 2.3.2) zugrunde liegt. Dennoch weist der nachhaltige Investmentfonds geringerer Güte eine bessere Performance auf, als sein Pendant höherer Güte. Demnach ist keine belastbare Aussage zu treffen, ob entweder ein negativer oder positiver Zusammenhang zwischen der Höhe der Nachhaltigkeitsgüte und der Performance besteht. Es ist jedoch davon auszugehen, dass eine Maximierung der Nachhaltigkeitsperformance nicht mit einer Maximierung der Performance einhergeht. Explizite Nachhaltigkeitsindikatoren zu erforschen, welche einen belastbaren ökonomischen positiven Zusammenhang aufweisen, stellt demnach einen Schwerpunkt in der betriebswissenschaftlichen Nachhaltigkeitsforschung da. Dies spiegelt sich auch in dem Großteil der Nachhaltigkeitsansätze der europäischen nachhaltigen Ratingagenturen wider (vgl. Tabelle 1), wonach Unternehmen nach einem ökonomischen, schwächeren Nachhaltigkeitsansatz bewertet werden. Durch die Quantifizierung von Nachhaltigkeitsaspekten inklusive ihres ökonomischen Bezugs, stellt dieser Ansatz die praktischere Methode da, um einem Unternehmensmanagement die Chancen und Risiken von Nachhaltigkeit zu erklären. Da hierbei jedoch Nachhaltigkeitskriterien substituiert werden können die geringe ökonomische Vorteile implizieren, aber einen maßgeblichen ökologischen und sozialen Bezug aufweisen, besteht die Gefahr, dass Unternehmen fälschlicherweise als nachhaltig bewertet werden. Die Aufgabe der Politik ist nicht solche Methoden zu unterbinden, sondern Anreize zu schaffen, dass eine nachhaltige Entwicklung konform mit Marktanzweigungen koexistiert. Dies kann bspw. alleine durch die Ankündigung der Verschärfung der Kontroll- und Sanktionsmechanismen von internationalen Konventionen, wie der OECD Richtli-

nien für multinationale Unternehmen oder der ILO-Richtlinien, gelingen. Unternehmen die sich diesen Regelwerken (unverbindlich) verschrieben haben, könnten so unter Druck geraten, falls sie die entsprechenden Anforderungen in der Realität nicht erfüllen. Diese potentiellen Reputationsschäden hätten zur Folge, dass entsprechende Unternehmen auch von nachhaltigen Ratingagenturen mit einem ökonomischen Nachhaltigkeitsansatz abgewertet würden.

Als Implikation für zukünftige Forschungsarbeiten kann daher die weitere Untersuchung von nachhaltigen Geldanlagen und ihre Sensitivität auf unterschiedliche Nachhaltigkeitsansätze abgeleitet werden. Diese Arbeit konnte nicht die eingangs erwähnte ökonomische und portfoliotheoretische Hypothese falsifizieren, dass nachhaltige Investmentfonds eine schlechtere Performance als konventionelle Investmentfonds aufweisen müssen. Es lassen sich jedoch bedeutende Relativierungen dieser Hypothese ableiten, da Nachhaltigkeitsaspekte für Unternehmen und Portfolioselektion auch klare Vorteile hervorrufen können. Am meisten illustrieren dies nachhaltige Investmentfonds höherer Güte, da sie bei Weitem das kleinste Marktportfolio zur Verfügung haben (ca. 300 Wertpapiere¹²⁵) und trotz der Aufnahme der nachhaltigsten Unternehmen keine erheblichen Performancenachteile gegenüber konventionellen Fonds aufweisen. Dies ist ein Hinweis darauf, dass Investmentfonds mit einem „Nachhaltigkeitsfilter“ eine signifikant höhere Informationseffizienz¹²⁶ aufweisen, wonach Nachhaltigkeitsindikatoren zusätzliche Erkenntnisse über die Wertentwicklung eines Unternehmens offenbaren. Diese Evidenz kann für zukünftige Forschungsarbeiten ebenfalls von Bedeutung sein und wurde z. B. schon von einer Vielzahl von Pensionsfonds in Niederlande, Norwegen, Schweiz, Großbritannien und USA erkannt und operationalisiert.¹²⁷

Es ist nach Erwägung der zivilgesellschaftlichen, politischen und wirtschaftlichen Bemühungen der Vergangenheit und in Anbetracht des stark wachsenden Marktes für nachhaltige Geldanlagen¹²⁸ nicht davon auszugehen, dass das Thema Nachhaltigkeit in Zukunft an Relevanz verlieren wird. Ganz im Gegenteil wird Ende 2015 mit den Neuverhandlungen des „Kyoto-Protokolls“ und der „Sustainable Development Goals“ ein sog. „Window of Opportunity“ geöffnet. Solche internationale Verhandlungen waren zwar in der Vergangenheit selten geprägt von disruptiven politischen Ambitionen, jedoch konnten sie das Thema Nachhaltigkeit immer wieder auf die internationale Agenda rücken. Es bleibt zu hoffen, dass hierdurch auch das nachhaltige Investment bald in den globalen Mainstream findet.

¹²⁵ Vgl. Kepler (2015, S. 12).

¹²⁶ Beschreibt die Qualität der Beurteilung von Aktienkursen (vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 39).

¹²⁷ Vgl. Wilhelm (2008, S. 236-241).

¹²⁸ Vgl. Eurosif (2014a, S. 10).

Anhang

A.1 Beta

Beta lässt sich wie folgt formal darstellen:

$$\beta_j = \frac{\sigma_j \cdot \rho_{j,M}}{\sigma_M}$$

Mit σ_j = Standardabweichung der Renditen der Einzelanlage j

σ_M = Standardabweichung der Renditen des Marktportfolios M

$\rho_{j,M}$ = Korrelation zwischen der Rendite der Einzelanlage j und der Marktrendite M

Das zur Performanceanalyse herangezogene Portfolio-Beta ergibt sich durch die Summe der gewichteten Wertpapierbetas:

$$\beta_P = \sum_{j=1}^n w_j \beta_j$$

Mit w_j = Gewicht des Wertpapiers im Marktportfolio¹²⁹

A.2 Volatilität

Für die annualisierte Standardabweichung (= Volatilität) gilt folgendes:

$$\sigma_{ann} = \sigma \sqrt{t}$$

Mit: t = Länge des Erhebungsintervalls

Bei täglichen anfallenden Daten würde für t 250 (250 statt 365, da nur Börsentage betrachtet werden) gewählt werden, bei Wochenrenditen 52 und bei Monatsrenditen 12.¹³⁰

¹²⁹ Vgl. Obeid (2004, S. 68-70).

¹³⁰ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 57).

A.3 Sharpe-Ratio

Die mathematische Darstellung ist wie folgt:

$$SR = \frac{\bar{r} - R}{\sigma_{ann}}$$

Mit: \bar{r} = durchschnittliche Portfoliorendite (z. B. in Abbildung 4 die Marktrendite M)

R = risikolose Verzinsung

σ_{ann} = Volatilität der Portfoliorendite¹³¹

A.4 Treynor-Ratio

Der formale Ausdruck lautet wie folgt:

$$TR = \frac{\bar{r} - R}{\beta_P}$$

Mit: \bar{r} = durchschnittliche Portfoliorendite

R = risikolose Verzinsung

β_P = Portfolio-Beta¹³²

¹³¹ Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 598).

¹³² Vgl. Steiner/Bruns/Stöckl (2011, S. 601).

Literaturverzeichnis

- BARNETT, MICHAEL L./ SALOMON, ROBERT M. (2006):** Beyond Dichotomy – The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance, in: *Strategic Management Journal*, 27 (11), S. 1101-1122.
- BAUER, ROB/ KOEDIJK, KEES/ OTTEN, ROGÉR (2005):** International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, in: *Journal of Banking & Finance*, 29 (7), S. 1751-1767.
- BAUR, JÜRGEN (1970):** Investmentgesetze, Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile (Ausl. InvestmG), Berlin.
- BÖNNING, MATTHIAS/ HABLER, ROBERT (2008):** Nachhaltigkeitsresearch der oekom research AG, in: *Nachhaltige Geldanlagen*, hrsg. von Martin Faust und Stefan Scholz, Frankfurt am Main, S. 606-625.
- BUSACK, MICHAEL/ ROHWEDDER, SVEN (2014):** Nachhaltige Investmentfonds – Markt, Konzepte und Performance in Europa, in: *Nachhaltige Geldanlagen*, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, 2. Aufl., Frankfurt am Main, S. 363-376.
- BUSSE, JEFFREY A./ TONG, QING (2012):** Mutual Fund Industry Selection and Persistence, in: *Review of Asset Pricing Studies*, 2 (2), S. 245-274.
- CHEGUT, ANDREAS/ SCHENK, HANS/ BERT, SCHOLTENS (2011):** Assessing SRI fund performance research - Best practices in empirical analysis, in: *Sustainable Development*, 19 (2), S. 77-94.
- DER BROCKHAUS WIRTSCHAFT (2008):** Betriebs- und Volkswirtschaft, Börse, Finanzen, Versicherungen und Steuern, 2. Aufl., Mannheim.
- DÖPFNER, CLAUDIA/ SCHNEIDER, HANS-ALBERT (2012):** Nachhaltigkeitsratings auf dem Prüfstand – Pilotstudie zu Charakter, Qualität und Vergleichbarkeit von Nachhaltigkeitsratings, Goethe Universität, Verein für ethisch orientierte Investoren.
- ERLEI, MATHIAS/ LESCHKE, MARTIN/ SAUERLAND, DIRK (2007):** Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl., Stuttgart.

- FLOTOW, PASCHEN VON (2008):** Nachhaltige Publikumsfonds im deutschsprachigen Markt –Konzepte und gute Gründe, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, Frankfurt am Main, S. 294-309.
- FRIEDMAN, MILTON (2007):** The Social Responsibility of Business is to increase its Profits, in: Corporate Ethics and Corporate Governance, hrsg. von W. Zimmerli, K. Richter und M.Holzinger, Berlin u.a., S. 173-178.
- GABRIEL, KLAUS (2007):** Nachhaltigkeit am Finanzmarkt – Mit ökologisch und sozial verantwortlichen Geldanlagen die Wirtschaft gestalten, München.
- GABRIEL, KLAUS (2008):** Ethik in der Geldanlage – Grundlagen, Kriterien und Herausforderungen, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, Frankfurt am Main, S. 21-41.
- GIL-BAZO, JAVIER/ RUIZ-VERDÚ, PABLO/ SANTOS, ANDRÉ A. (2010):** The Performance of Socially Responsible Mutual Funds – The Role of Fees and Management Companies, in: Journal of Business Ethics, 94 (2), S. 243-263.
- GOLDFUß, THOMAS (2014):** Nachhaltigkeitsbewertung als Basis und Bedingung für das Depot A der GLS Gemeinschaftsbank, in: Institutionelle Anleger und nachhaltige Kapitalanlagen, hrsg. von H. Schäfer, Wiesbaden, S. 107-116.
- GRIEBLE, PETER (2001):** Ethisch-ökologische Geldanlage: Einflussmöglichkeiten durch Beachtung von ethisch-ökologischen Gesichtspunkten bei der Anlage von Geld, Ethik - Gesellschaft - Wirtschaft, Band 9, Frankfurt am Main u.a..
- GRILL, HANNELORE/ PERCYNski, HANS (2005):** Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 39. Aufl., Troisdorf.
- GRUNWALD, ARMIN/ KOPFMÜLLER, JÜRGERN (2012):** Nachhaltigkeit, 2. Aufl., Frankfurt u.a.
- HORST, DIETER W. (2014):** Nachhaltige Geldanlage – eine Begriffsanalyse, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, 2. Aufl., Frankfurt am Main, S. 149-166.
- KARCH, HERIBERT (2009):** Das Versorgungswerk MetallRente – Ziele und Strategien einer sozialpartnerschaftlichen Einrichtung, in: Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt, hrsg. von G. Ulshöfer und B. Gesine, Wiesbaden, S. 177-193.

- KLEIN, CHRISTIAN/ WINS, ANETT/ ZWERGEL, BERNHARD (2014):** Wer interessiert sich (nicht) für nachhaltige Anlageprodukte? Eine Kundenklassifizierung, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, 2. Aufl., Frankfurt am Main, S. 627-641.
- KREANDER, NIKLAS ET AL. (2005):** Evaluating the Performance of Ethic and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis, in: Journal of Business Finance & Accounting, 32 (7-8), S. 1465-1493.
- MARKOWITZ, HARRY M. (2008):** Portfolio Selection: Die Grundlagen der optimalen Portfolio-Auswahl, München.
- MORHARDT, J. EMIL/ BAIRD, SARAH/ FREEMAN, KELLY (2002):** Scoring Corporate Environmental and Sustainability Reports Using GRI 2000, ISO 14031 and other Criteria, in: Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 9 (4), S. 215-233.
- OBEID, ALEXANDER (2004):** Performance-Analyse von Spezialfonds, in: Reihe: Portfoliomanagement, hrsg. von L. Johannig et al., Bad Soden, zugl. Dissertation an der Universität Köln.
- OERMANN, NILS/ WEINERT, ANNIKA (2014):** Nachhaltigkeitsethik, in: Nachhaltigkeitswissenschaft, hrsg. von H. Heinrichs und G. Michelsen, Berlin u.a., S. 63-72.
- OTT, KONRAD/ DÖRING, RALF (2008):** Theorie und Praxis starker Nachhaltigkeit, Band 1, 2. Aufl., Marburg.
- OTTER, MATTHÄUS DEN (2003):** Investmentfonds: Grundlagen, Risiken, Chancen, 2. Aufl., Zürich.
- PERRIDON, LOUIS/ STEINER, MANFRED/ RATHGEBER, ANDREAS (2012):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Aufl., München.
- PHILIPPUS, ACHIM/ SCHMIDT, MICHAEL (2014):** Nachhaltige Kapitalanlagen umsetzen – das Leistungsspektrum des Vermögensverwalters, in: Institutionelle Anleger und nachhaltige Kapitalanlagen, hrsg. von H. Schäfer, Wiesbaden, S. 79-93.
- PINNER, WOLFGANG (2003):** Ethische Investments – Rendite mit „sauberen“ Fonds, Wiesbaden.

- RAAB, WOLFGANG (2012):** Grundlagen des Investmentfondsgeschäftes, 6. Aufl., Frankfurt am Main.
- RENNEBOOG, LUC/ HORST, JENKE TER/ ZHANG, CHENDI (2008):** Socially responsible investments – Institutional aspects, performance, and investor behavior, in: Journal of Banking & Finance, 32 (9), S. 1723-1742.
- ROTTMANN, HORST/ FRANZ, THOMAS (2008):** Die Performance deutscher Aktienfonds – Lassen sich Selektions- und Timingfähigkeiten nachweisen und hat die Wahl des Performancemaßes einen Einfluss auf die Beurteilung?, Weidener Diskussionspapiere Nr. 5, Fachhochschule Amberg-Weiden, Amberg-Weiden.
- SANDBERG, JOAKIM ET AL. (2009):** The Heterogeneity of Socially Responsible Investment, in: Journal of Business Ethics, 87 (4), S. 519-533.
- SCHÄFER, HENRY (2009):** Verantwortliches Investieren – Zur wachsenden ökonomischen Relevanz von Corporate Social Responsibility auf den internationalen Finanzmärkten, in: Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt, hrsg. von G. Ulshöfer und B. Gesine, Wiesbaden, S. 64-80.
- SCHÄFER, HENRY (2014a):** Fördern, fordern, fernhalten – die Vielfalt der Umsetzungen nachhaltiger Kapitalanlagen bei institutionellen Anlegern, in: Institutionelle Anleger und nachhaltige Kapitalanlagen – Best Practices deutscher Banken, Stiftungen und Altersvorsorgeeinrichtungen, hrsg. von H. Schäfer, Wiesbaden, S. 1-20.
- SCHÄFER, HENRY (2014b):** Nachhaltige Kapitalanlagen umsetzen – ein Fahrplan, in: Institutionelle Anleger und nachhaltige Kapitalanlagen – Best Practices deutscher Banken, Stiftungen und Altersvorsorgeeinrichtungen, hrsg. von H. Schäfer, Wiesbaden, S. 59-78.
- SCHRÖDER, MICHAEL (2008):** Performance Nachhaltiger Geldanlagen, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, Frankfurt am Main, S. 521-537.
- SCHRÖDER, MICHAEL (2014):** Performance nachhaltiger und konventioneller Kapitalanlagen im Vergleich, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, 2. Aufl., Frankfurt am Main, S. 511-528.
- SPREMANN, KLAUS (2008):** Portfoliomanagement – IMF: International Management and Finance, 4. Aufl., München.

STEINER, MANFRED/ BRUNS, CHRISTOPH/ STÖCKEL, STEFAN (2012): Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 10. Aufl., Stuttgart.

WILHELM, AXEL (2008): Pensionskassen und Nachhaltige Geldanlagen, in: Nachhaltige Geldanlagen, hrsg. von M. Faust und S. Scholz, Frankfurt am Main, S. 224-274.

Elektronische Quellen

ACTIVITY REPORT (2013): Driven by Dialogue,

https://www.petercam.com/sites/default/files/publication/files/ra_2013.pdf,

abgerufen am: 07.09.2015.

AMPEGA (o.J.): Fonds,

[http://www.ampega.de/professionelle-anleger/unsere-](http://www.ampega.de/professionelle-anleger/unsere-fonds/fondsuebersicht/fondsdetail/index.html?no_cache=1&isin=DE0009847343&area=7)

[fonds/fondsuebersicht/fondsdetail/index.html?no_cache=1&isin=DE0009847343&area=7](http://www.ampega.de/professionelle-anleger/unsere-fonds/fondsuebersicht/fondsdetail/index.html?no_cache=1&isin=DE0009847343&area=7),

abgerufen am: 28.08.2015.

ARIVA (o.J.): Fonds,

<http://www.ariva.de/fonds/search/search.m>,

abgerufen am: 04.09.2015.

BAIN & COMPANY (2013): Bericht zur Finanzlage von kleinen und mittleren Unternehmen in Europa – Initiative zur Rettung des europäischen Mittelstands gefordert,

<http://www.bain.de/press/press-archive/bericht-zur-finanzlage-von-kleinen-und-mittleren-unternehmen-in-europa.aspx>,

abgerufen am: 10.09.2015

BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE e.V. (2014): Corporate Social Responsibility – BDI hält EU-Pläne zu CSR-Berichtspflichten für nicht erforderlich,

http://www.bdi.eu/163_18926.htm,

abgerufen am: 27.07.2015.

CRIC e.V. (2000): Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden,

http://www.cric-online.org/images/individual_upload/div_infos/fhl-d-05.pdf,

abgerufen am: 27.07.2015.

CRIC e.V. (2004): Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen,

http://www.cric-online.org/images/individual_upload/div_infos/darmst.%20Definition_dt.pdf,

abgerufen am: 27.07.2015.

DEUTSCHE BANK CLIMATE CHANGE ADVISERS (2012): Sustainable Investing – Establishing Long-Term Value and Performance,

https://institutional.deutscheawm.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf,

abgerufen am: 18.08.2015.

DEUTSCHE-FINANZAGENTUR (o.J.): Bundesanleihe 2005,

<http://www.deutsche-finanzagentur.de/de/factsheet/sheet-detail/productdata/sheet/DE0001135291/>,

abgerufen am: 25.08.2015.

DUDEN (o.J.): Nachhaltigkeit,

<http://www.duden.de/rechtschreibung/Nachhaltigkeit>,

abgerufen am: 16.07.2015.

ENQUETE-KOMMISSION „Schutz des Menschen und der Umwelt“ des 13. Bundestages

(1998): Konzept Nachhaltigkeit, <http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/13/112/1311200.pdf>,

abgerufen am: 18.07.2015.

EU (2014): Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates,

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>,

abgerufen am: 27.07.2015.

EUROSIF (2010): European SRI Study,

<http://www.eurosif.org/publication/european-sri-study-2010/>,

abgerufen am: 10.08.2015.

EUROSIF (2014.a): European SRI Study,

<http://www.eurosif.org/our-work/research/sri/european-sri-study-2014/>,

abgerufen am: 30.07.2015.

EUROSIF (2014.b): ESG-SRI Investment Strategy of Petercam Institutional Asset Management,

<http://sustainableproducts.febelfin.be/sites/default/files/30/EN%20Eurosif%20Global%20Equities%20Sep%202014.pdf>,

abgerufen am: 30.08.2015.

EUROSIF (o.J): Mission,

<http://www.eurosif.org/about/mission/>,

abgerufen am: 21.07.2015.

FNG (2015): FNG-Siegel - Verfahrensbedingungen,

http://forum-ng.org/images/fng-siegel/Siegel_Verfahrensbedingungen_2015.08.07.pdf,

abgerufen am: 25.08.2015.

FNG (o.J.a): Nachhaltige Geldanlagen,

<http://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/glossar.html>,

abgerufen am: 23.07.2015.

FNG (o.J.b): FNG-Matrix,

<http://www.forum-ng.org/de/fng-nachhaltigkeitsprofil/fng-matrix.html>,

abgerufen am: 25.08.2015.

GECZY, CHRISTOPHER/ STAMBAUGH, ROBERT F./ LEVIN, DAVID (2005): Investing in Socially Responsible Mutual Funds,

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416380,

abgerufen am: 16.08.2015.

GET CHANGED (o.J.): GOTS 4.0 – Synthetische Restfasern nun 30 % erlaubt, aber zertifiziert,

<http://www.getchanged.net/de/magazin/hintergrund/gots-40-synthetische-restfasern-nun-30-erlaubt-aber-zertifiziert-4126.html?page=>,

abgerufen am: 11.09.2015

ILO (o.J.): Ziele und Aufgaben,

<http://www.ilo.org/berlin/ziele-aufgaben/lang--de/index.htm>,

abgerufen am: 30.08.2015.

IMUG (2014): Nachhaltiger Konsum – Schon Mainstream oder noch Nische?,

[http://www.imug.de/images/stories/pdfs/verbraucher/imug_REWE-](http://www.imug.de/images/stories/pdfs/verbraucher/imug_REWE-Studie_gesamt_2014_12_30.pdf)

[Studie_gesamt_2014_12_30.pdf](http://www.imug.de/images/stories/pdfs/verbraucher/imug_REWE-Studie_gesamt_2014_12_30.pdf),

abgerufen am: 10.09.2015

KEPLER (2015): Europäischer Transparenz Kodex für Nachhaltigkeitsfonds,

[https://www.kepler.at/eBusiness/services/resources/media/288738777059259608-](https://www.kepler.at/eBusiness/services/resources/media/288738777059259608-525760085528600218_525764038240693395-921645912294331933-1-1-NA.pdf)

[525760085528600218_525764038240693395-921645912294331933-1-1-NA.pdf](https://www.kepler.at/eBusiness/services/resources/media/288738777059259608-525760085528600218_525764038240693395-921645912294331933-1-1-NA.pdf),

abgerufen am: 12.09.2015.

KLEINE, JENS/ KRAUTBAUER, MATTHIAS/ WELLER, TIM (2013): Nachhaltige

Investments aus dem Blick der Wissenschaft – Leistungsversprechen und Realität,

[http://www.steinbeis-research.de/images/pdf-](http://www.steinbeis-research.de/images/pdf-documents/Executive%20Summary_Nachhaltige_Investments_aus_dem_Blick_der_Wissenschaft.pdf)

[documents/Executive%20Summary_Nachhaltige_Investments_aus_dem_Blick_der_Wissenschaft.pdf](http://www.steinbeis-research.de/images/pdf-documents/Executive%20Summary_Nachhaltige_Investments_aus_dem_Blick_der_Wissenschaft.pdf),

abgerufen am: 16.08.2015.

LEXIKON DER NACHHALTIGKEIT (2014a): Wirkungszusammenhänge Finanzmarkt und Unternehmen,

https://www.nachhaltigkeit.info/artikel/wirkungszusammenhaenge_finanzmarkt_und_unternehmen_1660.htm,

abgerufen am: 13.07.2015.

LEXIKON DER NACHHALTIGKEIT (2014b): Triple Bottom Line,

https://www.nachhaltigkeit.info/artikel/1_3_b_triple_bottom_line_und_triple_top_line_1532.htm,

abgerufen am: 18.07.2015.

LEXIKON DER NACHHALTIGKEIT (2014c): Abkommen und Bündnisse seit 1992,

https://www.nachhaltigkeit.info/artikel/abkommen_und_buendnisse_seit_1990_1436.htm,

abgerufen am: 11.09.2015.

MISSIONSZENTRALE DER FRANZISKANER e.V. (2011): Für einen gerechten Umgang mit Geld,

http://www.terrassisi.de/files/224/Gruene_Reihe_107.pdf,

abgerufen am: 28.08.2015.

MORNINGSTAR (o.J.): Fonds,

<http://www.morningstar.de/de/funds/default.aspx>,

abgerufen am: 04.09.2015.

MSCI World Index (2015): MSCI World Index

https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-index.pdf,

abgerufen am: 02.09.2015.

NACHHALTIGES INVESTMENT (o.J.a): Hintergründe,

<http://www.nachhaltiges-investment.org/Service/Hintergrunde.aspx>,

abgerufen am: 05.08.2015.

NACHHALTIGES INVESTMENT (o.J.b): Fondsdatenbank,

<http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Datenbank.aspx>,

abgerufen am: 25.08.2015.

NASPA (o.J.): NaspA-Aktienfonds Deka,

<http://www.naspa.de/privatkunden/vermoegen-optimieren/investmentfonds/naspa->

aktienfonds-deka/

abgerufen am: 05.09.2015.

OECD (2011): OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen,

<http://www.oecd.org/corporate/mne/48808708.pdf>,

abgerufen am: 04.09.2015.

OEKOM RESEARCH AG (o.J.): Strategische Partnerschaften,

<http://www.oekom-research.com/index.php?content=kooperationspartner>,

abgerufen am: 27.07.2015.

PETERCAM (o.J.): Petercam Equities World Sustainable-B,

<https://funds.petercam.com/?rvn=2>,

abgerufen am: 05.09.2015.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI) (o.J.): PRI fact sheet,

<http://www.unpri.org/news/pri-fact-sheet/>,

abgerufen am: 18.08.2015.

RCM SUSTAINABILITY WHITE PAPER (2011): Sustainability: opportunity or opportunity cost?,

<https://www.allianz.com/media/responsibility/documents/rcmsustainabilitywhitepaper2011.pdf>,
f, abgerufen am: 18.08.2015.

SCHÄFER, HENRY (2003): Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt,

http://www.boeckler.de/pdf/p_edition_hbs_84.pdf,

abgerufen am: 26.07.2015.

SCHRÖDER, MICHAEL (2003): Socially Responsible Investments in Germany, Switzerland and the United States – An Analysis of Investment Funds and Indices,

<ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0310.pdf>,

abgerufen am: 16.08.2015.

SPINDLER, EDMUND A. (2011): Geschichte der Nachhaltigkeit,

<https://www.nachhaltigkeit.info/media/1326279587phpeJPvC.pdf>,

abgerufen am: 18.07.2015.

STATISTA (2015): Volumen des verwalteten Fondsvermögens in Europa in den Jahren 2006 bis 2013,

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/191897/umfrage/volumen-verwaltetes->

fondsvermoegen-in-europa-seit-2006/,
abgerufen am: 03.07.2015.

THE GUARDIAN (2006): Stern report,
<http://www.theguardian.com/politics/2006/oct/30/economy.uk>,
abgerufen am: 30.07.20015.

TRIODOS-BANK (2013): Investmentansatz,
<https://www.triodos.de/downloads/SRI-Fonds-Downloads/investmentansatz/investmentansatz.pdf>,
abgerufen am: 05.09.2015.

UN GLOBAL COMPACT (o.J.): Focus areas,
<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>,
abgerufen am: 30.08.2015.

UNION INVESTMENT (o.J.): INVEST GLOBAL
<https://privatkunden.union-investment.de/handle?action=viewFundPortrait&isin=DE0009757922>,
abgerufen am: 07.09.2015.

UNITED NATIONS „World Commission on Environment and Development“ (o.J.): Our Common Future,
<http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>,
abgerufen am: 17.07.2015.

World Economic Forum (2007): Annual Meeting,
http://www.weforum.org/pdf/AM_2007/programme_summary.pdf,
abgerufen am: 30.07.2015.

YAHOO-FINANZEN (o.J.): Fonds,
<https://de.finance.yahoo.com/fonds/>,
abgerufen am: 04.09.2015.

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren

