

Wirkungen der nachhaltigen Kapitalanlage

Eine Bestandsaufnahme

Editorial

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit Blick auf den nachhaltigen Kapitalmarkt stand lange die Frage im Vordergrund, ob man auf Rendite verzichten oder mehr Risiken eingehen muss, wenn man bei der Investmententscheidung auch nachhaltigkeitsbezogene Kriterien berücksichtigt. Erst seit einigen Jahren rückt verstärkt die Frage in den Fokus, ob diese Form der Kapitalanlage auch eine positive Wirkung auf eine nachhaltige Entwicklung hat.

Nach Überzeugung des NKI entsteht eine solche Wirkung insbesondere dort, wo Investoren durch die Anwendung nachhaltiger Anlagestrategien Einfluss auf Unternehmen nehmen und diese zu verstärkten Anstrengungen für eine klimaverträgliche, ressourcenschonende und sozial faire Entwicklung bewegen. Zentrales Motiv der Unternehmen ist dabei ihr Zugang zu Eigen- und Fremdkapital, der in diesem Kontext eben auch davon abhängt, ob die Unternehmen die nachhaltigkeitsbezogenen Anforderungen der Investoren erfüllen. Dieser Hebel funktioniert umso besser, je mehr Investoren ESG-Kriterien beachten – in Deutschland sind dies nach vorliegenden Umfragen immerhin gut 85 % der institutionellen Anleger.

Ob unsere Überzeugung der Realität standhält, haben wir im Rahmen einer umfassenden Unternehmensbefragung überprüft. Dabei wollten wir von den größten börsennotierten Unternehmen im deutschsprachigen Raum wissen, welchen Einfluss nachhaltige Investoren und die von ihnen genutzten Anlagestrategien auf ihre nachhaltige Ausrichtung haben. Ziele, Vorgehen und Ergebnisse der Befragung bilden den Fokus der vorliegenden 10. Ausgabe des »NKI Research«, die wir anlässlich des 10. Geburtstags des NKI veröffentlichen. Die Daten und Fakten zu unserer Umfrage haben wir eingebettet in Informationen zur Bedeutung der nachhaltigkeitsbezogenen Wirkung am nachhaltigen Kapitalmarkt und zur Einordnung von Impact Investments als spezifische nachhaltige Anlagestrategie.

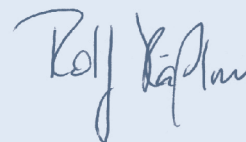
Die Ergebnisse der Befragung bestärken uns insgesamt in unserer Überzeugung, dass der Zugang zu Kapital ein wichtiger Hebel zur Klima- und nachhaltigkeitsbezogenen Transition der Unternehmen ist. Dies ist umso bemerkenswerter, als sowohl das politisch-gesellschaftliche Umfeld als auch die Defizite in der Umsetzung nachhal-



tigkeitsbezogener regulatorischer Vorgaben in der Wirtschaft aktuell zu einer gewissen Reaktanz gegenüber ESG-bezogenen Anforderungen geführt haben – zumindest aber eine gewisse Ermüdung im Umgang mit diesen Themen herrscht. Dies ist insofern problematisch, als der fortschreitende Klimawandel, das anhaltende Artensterben und weitere nachhaltigkeitsbezogene Entwicklungen keine Verzögerungen auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit erlauben. Daher ist es umso wichtiger, dass der nachhaltige Kapitalmarkt weiterhin konsequent Einfluss auf die Unternehmen nimmt.

Wir danken allen Unternehmen, die Zeit in die Beantwortung des Fragebogens investiert haben, für ihre Teilnahme an der Umfrage. Unser Dank gilt außerdem der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, dem Corporate Responsibility Interface Center (cric) e. V. sowie der Verida Asset Management GmbH für die Unterstützung der Studie.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen



Rolf D. Häbler

Inhalt

Editorial	Seite 1
Vorwort BayernInvest	Seite 2
Vorwort cric e. V.	Seite 2
Zusammenfassung	Seite 3
1. Das doppelte Wirkungsversprechen der nachhaltigen Kapitalanlage	Seite 3
2. Wirkungsdimension der nachhaltigen Anlagestrategien	Seite 4
3. Impact vs. Wirkung?	Seite 5
4. Wirkung aus Sicht der Unternehmen	Seite 6
5. Wirkungsbezogenes Reporting	Seite 9



Alexander Mertz

Sprecher der Geschäftsführung, BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Die Asset-Management-Branche nimmt eine zentrale Rolle in der Steuerung großer Kapitalströme ein. Als Treuhänder institutioneller Investoren – darunter Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen, Finanzinstitutionen, kirchliche Einrichtungen und Stiftungen – trägt sie Verantwortung für eine nachhaltige und zukunftsfähige Kapitalanlage. Die BayernInvest unterstützt als langjähriger Partner ihrer Kunden die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in Anlagestrategien, um finanzielle Erträge mit positiven gesellschaftlichen und ökologischen Effekten zu verbinden.

Dass nachhaltige Investments nicht nur ethische Überlegungen widerspiegeln, sondern auch wirtschaftlichen Nutzen bieten, belegt die vorliegende Studie des NKI. Unternehmen mit klaren Nachhaltigkeitsstrategien können Risiken besser managen und ihre Zukunftsfähigkeit stärken. So zeigt die Befragung, dass 41,9 % der größten börsennotierten Unternehmen im deutschsprachigen Raum den Einfluss nachhaltiger Kapitalmarktakteure auf ihre Gesamtstrategie als »sehr hoch« oder »hoch« bewerten – ein signifikanter Anstieg gegenüber früheren Erhebungen. Ein verantwortungsvoller Umgang mit ökologischen und sozialen Einflussfaktoren und eine gute Unternehmensführung zählen sich aus: Unternehmen, die frühzeitig auf nachhaltige Geschäftsmodelle setzen, profitieren von stabileren Lieferketten, besserem Zugang zu Kapital und einer stärkeren Kundenbindung. So führt beispielsweise die Dekarbonisierungsstrategie von Industrieunternehmen durch Investitionen in erneuerbare Energien langfristig zu niedrigeren Energiekosten und reduziert regulatorische Risiken. Ebenso trägt eine transparente Berichterstattung

zu sozialen Kriterien, etwa fairen Arbeitsbedingungen entlang der Lieferkette, dazu bei, rechtliche und operationelle Risiken zu minimieren und die Reputation zu stärken.

Besonders wirksam erweisen sich nachhaltige Kapitalmarktstrategien, die über die reine Kapitalallokation hinausgehen. So zeigt die Studie, dass 51,8 % der befragten Unternehmen Investorengespräche als maßgeblichen Treiber für die stärkere Integration von ESG-Themen in ihre Unternehmensstrategie bewerten. Auch die Stimmrechtsausübung auf Hauptversammlungen entfaltet Wirkung, indem sie nachhaltigkeitsbezogene Anforderungen verbindlicher macht.

Diese Ergebnisse verdeutlichen, dass der Kapitalmarkt eine entscheidende Hebelwirkung für den nachhaltigen Wandel besitzt. Investoren setzen mit gezielter Allokation, Engagement-Strategien und Transparenzanforderungen klare Signale. Gleichzeitig zeigen die Studienergebnisse, dass ESG-bezogene Kennzahlen – etwa der Carbon Footprint oder der implizite Temperaturanstieg – zunehmend Einfluss auf Kapitalentscheidungen nehmen.

Als eine der führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften in Deutschland nimmt die BayernInvest diese Verantwortung ernst. Wir unterstützen unsere Kunden mit maßgeschneiderten Nachhaltigkeitslösungen, umfassendem ESG-Reporting und strategischer Beratung. Das NKI begleitet diesen Weg seit vielen Jahren mit fundierten Analysen und wertvollen Impulsen. Die Studie bestärkt uns darin, unsere Engagement-Aktivitäten weiter auszubauen. Zum zehnjährigen Bestehen des NKI gratulieren wir herzlich und freuen uns auf die weitere Zusammenarbeit.



Claudia Tober

Geschäftsführerin, Corporate Responsibility Interface Center (cric) e. V.

Wir freuen uns sehr, Kooperationspartner bei dieser spannenden Studie zu sein. Ihre zentrale Fragestellung »Welchen Einfluss haben nachhaltige Investor:innen und ihre Anlagestrategien auf Unternehmen?« ist für uns und unsere Mitglieder von immanenter Bedeutung. Denn ethisch-nachhaltige Investor:innen verfolgen seit jeher das Ziel, ihre Werte umzusetzen und eine nachhaltige Entwicklung zu fördern.

Die Studie zeigt eindrücklich den gestiegenen Einfluss von Investor:innen auf die Unternehmenstätigkeit – sowohl auf ihre Gesamtstrategie als auch auf wesentliche Elemente ihres ESG-Managements. Dabei zeigt sich auch, dass jede der unterschiedlichen ESG-Anlagestrategien Wirkung auf die Unternehmen entfaltet und auch unter diesem Gesichtspunkt ihre Berechtigung hat. Dies gilt vor allem für den Unternehmensdialog, dem von mehr als der Hälfte

der Unternehmen ein entsprechender Einfluss attestiert wird. Es gilt aber auch für die Nutzung von Ausschlusskriterien. Immerhin rund jedes dritte Unternehmen bestätigt einen entsprechenden Einfluss dieser nach wie vor verbreiteten und mit vergleichsweise geringem Aufwand umzusetzenden Anlagestrategie.

Insgesamt unterstreichen die Studienergebnisse, dass nachhaltige Kapitalanlagen – ganz im Sinne des Grundgedankens der Sustainable Finance-Regulierung – ein wichtiger Treiber für die sozial-ökologische Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft sind und nachvollziehbar eine nachhaltige Entwicklung fördern.

Herzlichen Glückwunsch zu 10 Jahren NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen! Wir bedanken uns für die gute Zusammenarbeit und freuen uns auf weitere gemeinsame Aktivitäten.

! Zusammenfassung

- Die nachhaltige Kapitalanlage ist mit einem doppelten Wirkungsversprechen verbunden – die Verknüpfung einer marktgerechten risikoadjustierten Rendite mit einer positiven Wirkung auf eine nachhaltige Entwicklung. Nachdem die Frage nach den finanziellen Auswirkungen der Nutzung ökologischer, sozialer und auf eine verantwortungsvolle Unternehmensführung bezogener – kurz ESG – Kriterien die Diskussionen lange Zeit dominiert hat, rückt seit einigen Jahren die nachhaltigkeitsbezogene Wirkung stärker in den Fokus der Investoren.
- Mit Blick auf die finanzielle Wirkung der Nutzung von ESG-Kriterien bestätigen zahlreiche statistische und empirische Analysen, dass die nachhaltige Kapitalanlage bei Rendite und Risiko keine systematischen Nachteile gegenüber konventionellen Anlagen hat. Voraussetzung hierfür ist, dass die verfügbaren ESG-Anlagestrategien mit Augenmaß eingesetzt werden.
- Dieser Werkzeugkasten der Anlagestrategien der nachhaltigen Kapitalanlage hat zumindest in Teilen eine klare Wirkungsintention. So setzen die Best-in-Ansätze auf einen Wettbewerb der Unternehmen um die Spitzenplätze in ihrer Branche, der zu einer Anhebung des Gesamtniveaus der ESG-Performance innerhalb der Branche führt. Als besonders wirkungsstark werden die Dialogstrategien »Investorengespräche« und »Stimmrechtsausübung« angesehen.
- Mit dem Impact Investment hat sich eine Anlagestrategie etabliert, die für sich reklamiert, in besonderer Weise auf die ESG-bezogene Wirkung zu achten. Ihr Anspruch, eine marktgerechte Rendite mit einer positiven nachhaltigkeitsbezogenen Wirkung zu verknüpfen und diese Wirkung zu messen, gilt analog aber auch für weite Teile der nachhaltigen Kapitalanlage und stellt daher kein Differenzierungsmerkmal zwischen diesen beiden Ansätzen dar.
- Während das Impact Investment vorrangig durch spezifische Investments – häufig im illiquiden Bereich – konkrete Wirkungen erreichen will, steht im nachhaltigen Investment stärker die Transition der Unternehmen zu einer klimaverträglichen, ressourcenschonenden und sozial fairen Wirtschaft im Fokus. Der zentrale Hebel ist dabei der Zugang der Unternehmen zum Kapital der Investoren, der von diesen an die Erfüllung nachhaltigkeitsbezogener Bedingungen geknüpft wird.
- Die Ergebnisse der Befragung der größten börsennotierten Unternehmen im deutschsprachigen Raum bestätigen, dass dieser Hebel funktioniert. 41,9 % der befragten Unternehmen stellen fest, dass die Anforderungen der nachhaltigen Kapitalmarktakteure einen sehr oder eher großen Einfluss auf ihre Gesamtstrategie haben – Tendenz steigend. Noch höher ist dieser Einfluss mit Blick auf Ziele und Strategie im ESG-Management (58,1 %) und die konkreten Maßnahmen (67,8 %). Im Hinblick auf den Einfluss der verschiedenen ESG-Anlagestrategien bewerten die Unternehmen die beiden Dialogstrategien als besonders einflussreich.
- Die Anbieter haben auf das gestiegene Interesse institutioneller Investoren an der nachhaltigkeitsbezogenen Qualität und Wirkung der nachhaltigen Kapitalanlage mit dem Auf- und Ausbau ihres ESG-Reportings reagiert. Die entsprechende Berichterstattung umfasst neben Daten und Fakten zur Compliance- und ESG-Qualität regelmäßig auch Informationen zur Wirkungsqualität, beispielsweise von Portfolios. Die hier verwendeten Kennzahlen wie der implizite Temperaturanstieg sind – im Gegensatz zu den finanziellen Kennzahlen – aber noch in der Entwicklung und daher nur eingeschränkt zur Steuerung von Portfolios geeignet. Sobald sich dies ändert, wird sich die positive Wirkung der nachhaltigen Kapitalanlage auf eine nachhaltige Entwicklung nochmals verstärken.

1. Das doppelte Wirkungsversprechen der nachhaltigen Kapitalanlage

Muss man auf Rendite verzichten oder ein höheres Risiko in Kauf nehmen, wenn man bei seiner Kapitalanlage auch ökologische, soziale und auf eine verantwortungsvolle Unternehmensführung bezogene Kriterien berücksichtigt? Diese Frage nach den finanziellen Wirkungen einer in diesem Sinne nachhaltigen Kapitalanlage hat die Diskussion über diese Anlagestrategie in den vergangenen Jahrzehnten maßgeblich geprägt und ist auch heute regelmäßig Thema in den Diskussionen über die nachhaltige Kapitalanlage.

Versprechen 1: Nachhaltige Kapitalanlagen erwirtschaften eine marktgerechte Rendite

Zum Einfluss nachhaltiger Anlagestrategien auf Rendite und Risiko liegen zahlreiche Studien sowie inzwischen auch umfangreiche empirische Erfahrungen vor. Die Quintessenz dieser Analysen und Erfahrungen ist, dass nachhaltige Kapitalanlagen unter bestimmten Bedingungen keinen systematischen Nachteil gegenüber konventionellen Anlagen haben.

Zu diesen Bedingungen zählt insbesondere, dass ein nachhaltiges Anlageuniversum möglichst keine zu umfassenden strukturellen Abweichungen von seinem kon-

Daneben tritt aber seit einigen Jahren vermehrt die Frage nach der nachhaltigkeitsbezogenen Wirkung der gleichnamigen Kapitalanlagen. Im Kern geht es dabei darum, ob die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Auswahl von Emittenten und Anlageobjekten auch einen Beitrag zum Klima- und Artenschutz, zur Durchsetzung von Arbeitsrechten und Menschenrechtsstandards oder zur Verbesserung der Umweltqualität von Produkten und Dienstleistungen und damit zur Transformation der Wirtschaft leistet.

ventionellen Pendant haben und es insgesamt nicht zu stark eingeschränkt werden sollte. Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn beispielsweise durch die Nutzung und sehr strenge Operationalisierung von Ausschlusskriterien ganze Branchen oder weite Teile des Anlageuniversums nicht mehr investierbar sind. In diesen Fällen kann die risikomitigierende Diversifikation der Anlagen so eingeschränkt sein, dass erhöhte Risiken und signifikante Abweichungen von einer konventionellen Benchmark entstehen können.

Gleichwohl kann es auch unter Risikoaspekten zielführend sein, bestimmte Branchen umfassend von der Kapitalanlage auszuschließen, wenn deren Geschäftsmodell aufgrund von ESG-bezogenen Entwicklungen mit erhöhten wirtschaftlichen Risiken verbunden ist, wie beispielsweise in der Kohleindustrie vor dem Hintergrund der Pariser Klimaziele. Zudem können Investoren bewusst eine entsprechende sektorale Abweichung in Kauf nehmen, wenn die Tätigkeit einer Branche nicht mit ihren Zielen und Werten vereinbar ist.

An den Kapitalmärkten gibt es zudem regelmäßig Phasen, in denen nachhaltige Kapitalanlagen eine bessere oder

schlechtere Performance zeigen als konventionelle Anlagen. Solche Entwicklungen sind am Kapitalmarkt aber keine Seltenheit, an dem auch unterschiedliche Anlagestile, beispielsweise »Growth« versus »Value«, ihre Konjunkturen haben. Schließlich hängt auch die Performance nachhaltiger Portfolios maßgeblich von der Fähigkeit des Asset bzw. Portfolio Managers ab, innerhalb der definierten Anlageuniversen die richtigen Anlageentscheidungen zu treffen. Hier zeigen Erfahrungen aus der Praxis, dass verschiedene Asset Manager mit demselben ESG-Anlageuniversum durchaus unterschiedliche Renditen erwirtschaften können.

Versprechen 2: Nachhaltige Kapitalanlagen leisten einen Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung

In einer Studie aus dem Jahr 2008 (!) hat der Autor es als »SRI Performance Paradox« bezeichnet, dass am nachhaltigen Kapitalmarkt zwar viel Zeit und Geld in die Prüfung und Identifikation nachhaltiger Emittenten und Anlageobjekte investiert, der Erfolg der nachhaltigen Kapitalanlage aber vorrangig oder sogar ausschließlich mit Blick auf Rendite und Risiko bewertet wird.¹ Dies hat sich in den vergangenen Jahren geändert, weil eine zunehmende Zahl von Investoren auch wissen will, ob sie mit ihren Kapitalanlagen einen Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung leisten.

Diese Wirkungsintention hat dabei sehr unterschiedliche Wurzeln. So geht es beispielsweise Stiftungen bei der Definition von ESG-Kriterien zum einen darum, ein gesellschaftliches, politisches und wirtschaftliches Umfeld zu fördern, in dem sie ihre auf die Ewigkeit ausgerichtete Stiftungsarbeit leisten können. Zum anderen wollen sie sicherstellen, dass ihre Kapitalanlagen die Projekt- und För-

derarbeit nicht konterkarieren – bei einer Krebsstiftung beispielsweise durch Investments in die Aktien und Anleihen von Tabakunternehmen – oder den spezifischen Stiftungszweck sogar aktiv fördern.

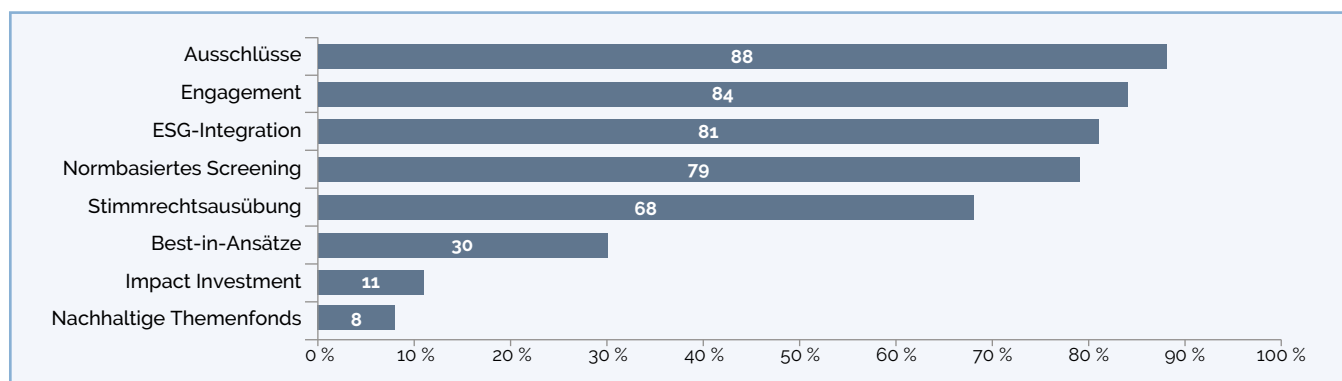
Für die katholische Kirche hat Papst Franziskus in seinem Apostolischen Schreiben Evangelium gaudium (2013), Nr. 58 den Grundsatz »Das Geld muss dienen und nicht regieren« formuliert.² Dieser Grundsatz wird in der Orientierungshilfe »Ethisch-nachhaltig investieren« für Finanzverantwortliche katholischer Einrichtungen in Deutschland auch auf die kirchlichen Geldanlagen bezogen, die beispielsweise einen Beitrag zur Bewahrung der Schöpfung leisten können und sollen.³ Wieder andere institutionelle Anleger erachten die Einhaltung der Pariser Klimaziele als elementare Grundvoraussetzung für den Schutz der Werthaltigkeit und Wertentwicklung ihrer Kapitalanlagen und wollen eine entsprechende Transition der Unternehmen unterstützen.

2. Wirkungsdimension der nachhaltigen Anlagestrategien

Um die finanzielle sowie nachhaltigkeitsbezogene Wirkung sicherzustellen, bietet die nachhaltige Kapitalanlage einen überschaubaren, aber etablierten Werkzeugkasten von nachhaltigen Anlagestrategien. Besonders häufig nutzen Anleger in Deutschland nach Angaben des Forums Nachhaltige Geldanlagen (FNG) dabei Ausschlusskriterien, durch die insbesondere Unternehmen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden, die in als kontrovers bewerteten Geschäftsfeldern aktiv sind oder in ihrer Unternehmensführung gegen anerkannte ESG-Standards verstoßen. Hier stellen die zehn Prinzipien des UN Global Compact eine weit verbreitete Referenz dar. Entsprechende Kriterien werden in Deutschland bei 88 % der Publi-

kumsfonds, Mandate und Spezialfonds eingesetzt (vgl. Abbildung 1). Die nachhaltigkeitsbezogene Wirkung dieser Strategie wird dabei regelmäßig als eher gering eingestuft.

Als besonders wirkungsstark gelten hingegen die beiden Dialogstrategien »Engagement« (Investorengespräche) und »Stimmrechtsausübung«. Bei ihnen geht es darum, im direkten Dialog mit den Unternehmen bzw. durch Nutzung des mit Aktien verbundenen Stimm- und Rederechts auf Hauptversammlungen wahrgenommene Defizite in der ESG-Performance der Unternehmen aktiv anzusprechen und Verbesserungen einzufordern. Erste Asset Manager haben hier begonnen, die Entlastung von Vorstand bzw.



△ Abb. 1: Nutzung nachhaltiger Anlagestrategien bei Publikumsfonds, Mandaten und Spezialfonds in Deutschland 2023/24; Angaben in %

Aufsichtsrat an die Erfüllung ihrer ESG-bezogenen Anforderungen zu knüpfen.

Best-in-Ansätze haben am deutschen Markt aktuell eine vergleichsweise geringe Bedeutung. Die Grundidee dieses Ansatzes besteht darin, innerhalb der einzelnen Sektoren (»Class«) jeweils die Emittenten zum Investment auszuwählen, die bei ihrer ESG-Performance entweder bereits ein hohes Niveau erreicht (Best-in-Class) oder hier in den vergangenen Jahren besonders große Fortschritte

gemacht haben (Best-in-Progress). Auch diese beiden Ansätze haben eine deutliche Wirkungsdimension. Das Kalkül ist hier, dass es einen Wettbewerb der Unternehmen um die beste ESG-Performance bzw. die größten Fortschritte gibt, wenn ihr Zugang zu Eigen- und Fremdkapital davon abhängt, ob sie als Best-in-Class oder Best-in-Progress bewertet werden. Dieser Hebel funktioniert umso besser, je mehr Investoren die Best-in-Ansätze in ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen.

3. Impact vs. Wirkung?

Das Impact Investment wird vom FNG in seiner Marktstudie als gesonderte nachhaltige Anlagestrategie ausgewiesen, die in Deutschland auf rund 11% der nachhaltigen Anlagen in Publikumsfonds, Mandaten und Spezialfonds angewendet wird. Das FNG definiert Impact Investment dabei als »Investments in Unternehmen, Organisationen oder Fonds mit dem Ziel, neben der Generierung finanzieller Erträge auch Einfluss auf soziale und ökologische Faktoren zu nehmen.«⁵ Die Bundesinitiative Impact Investing (BIII) greift diese Definition auf und ergänzt sie um die Anforderung der Messbarkeit des erzielten Impacts: »Impact Investing (wirkungsorientiertes Investieren) umfasst einen

Investmentansatz, der neben einer finanziellen Rendite auch eine messbare ökologische und/oder soziale Wirkung (Impact) erzielen möchte.«⁶ Auch andere Definitionen verweisen explizit auf die Messbarkeit und Messung des Impacts des Investments.

Eine äußerst differenzierte Methodik zur Abgrenzung nachhaltiger Kapitalanlagen unter besonderer Berücksichtigung des Impact-Ansatzes liefert der europäische Dachverband Eurosif. Bei ihr werden vier aufeinander aufbauende nachhaltigkeitsbezogene Investmentkategorien unterschieden, von denen zwei eine explizite Impact-Orientierung haben (vgl. Tabelle 1).

Kategorie	Investmentprozess	Ambitionsniveau
Basic ESG Investments	<ul style="list-style-type: none"> Integration von ESG-Faktoren in den Anlageprozess Ausschluss von Emittenten auf Basis eines Negativ-/Positiv-Screenings 	niedrig
Advanced ESG Investments	<ul style="list-style-type: none"> Systematische Analyse von ESG-Faktoren Weiterreichender Ausschluss von Emittenten auf Basis eines Negativ-/Positiv-Screenings Messung der ESG-Performance der Kapitalanlagen, z. B. mittels ESG-KPIs 	moderat
Impact-Aligned Investments	<ul style="list-style-type: none"> Positiver Beitrag zur Umwelt und/oder Gesellschaft neben finanzieller Rendite explizites Ziel Nutzung von Negativ-/Positiv-Screenings sowie Dialogstrategien (Engagement, Stimmrechtsausübung) Ausrichtung des Portfolios auf Unternehmen mit positivem Impact 	medium
Impact-Generating Investments	<ul style="list-style-type: none"> Aktive Verbesserung der sozialen und ökologischen Auswirkungen der Investments mittels Dialogaktivitäten oder der Bereitstellung von neuem Kapital Nutzung von Negativ-/Positiv-Screenings sowie Dialogstrategien (Engagement, Stimmrechtsausübung) 	hoch

△ Tab. 1: Methodik für Eurosif-Marktstudien zur Systematisierung nachhaltigkeitsbezogener Investments⁷; eigene Darstellung

Im Fokus dieses Ansatzes, der ab dem Jahr 2025 in den europäischen Marktanalysen von Eurosif zum Einsatz kommen soll, steht das »Ambitionsniveau« von Investments, aktiv zum Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft beizutragen. Als Ambition wird dabei die Absicht der Investoren definiert, gewünschte positive Nachhaltigkeitseffekte in der Realwirtschaft zu erzielen. Dabei wird grundsätzlich nur den beiden Kategorien »Impact-Aligned Investments« und »Impact-Generating Investments« ein entsprechendes Ambitionsniveau attestiert.

Diese verschiedenen Definitionen und Operationalisierungsansätze von Impact Investment, insbesondere die beiden Ansätze von FNG und BIII, legen nahe, dass es die Impact-Intention oder -Ambition nur bei dieser spezifischen Form der nachhaltigen Kapitalanlage gibt, die aktuell nur von einer deutlichen Minderheit der Anleger ver-

folgt wird. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass es bei den anderen nachhaltigen Anlagestrategien und damit der weit überwiegenden Mehrheit der nachhaltigen Kapitalanlagen nicht um eine nachhaltigkeitsbezogene Wirkung geht bzw. eine solche Wirkung nicht erzielt wird.

Dies deckt sich nicht mit den beobachtbaren Entwicklungen am nachhaltigen Kapitalmarkt. Sie sprechen deutlich dafür, dass eine nachhaltigkeitsbezogene Wirkung nicht einer spezifischen Anlagestrategie oder -klasse vorbehalten ist, sondern übergreifendes, vielleicht sogar definitorisches Merkmal aller nachhaltigen Kapitalanlagen ist. Dies belegen zum einen entsprechende Aussagen institutioneller Investoren. So geben beispielweise in einer Befragung der Union Investment aus dem Jahr 2023 57% der befragten institutionellen Investoren an, dass für sie die Nachhaltigkeitswirkung die höchste Priorität bei der Be-

urteilung nachhaltiger Kapitalanlagen hat.⁸ Zum anderen unterstreicht die steigende Bedeutung, die das ESG-Reporting der Asset Manager für die Investoren hat und in dem wirkungsbezogene Informationen einen hohen Stellenwert haben, das steigende Interesse an wirkungsbezogenen Aussagen (vgl. Kapitel 5).

Vor diesem Hintergrund kann eine Abgrenzung von nachhaltiger Kapitalanlage und Impact Investment – sofern diese überhaupt zielführend ist – entlang der folgenden Logik erfolgen:

1. Die nachhaltige Kapitalanlage hat insgesamt eine nachhaltigkeitsbezogene Wirkungsambition, eine entsprechende Wirkung auf die nachhaltigkeitsbezogene Transformation der Wirtschaft ist Wesensmerkmal dieser Anlagekategorie. Dieser Wirkungsansatz ist daher nicht nur einer Unterkategorie der nachhaltigen Kapitalanlage zuzuordnen.
2. Im Vordergrund der nachhaltigen Kapitalanlage steht dabei, die Unternehmen über (fast) alle Sektoren und damit die Wirtschaft insgesamt zu vermehrten Anstrengungen für eine nachhaltige Entwicklung zu bewegen. Zentraler Hebel ist dabei der Zugang der Unternehmen zu Kapital. Wenn Investoren ihr Investment in Aktien und Anleihen davon abhängig machen, ob die Unternehmen ihre Anforderungen an die ESG-Performance erfüllen, ist es für die Unternehmen rational, diese Anforderungen zu erfüllen. Inwiefern dies aktuell bereits geschieht,

ist Gegenstand der im Kapitel 4 dargestellten Unternehmensbefragung.

3. Das Impact Investment setzt dagegen auf einen spezifischen Ursache-Wirkung-Zusammenhang. Hier geht es darum, durch eine spezifische Investition eine konkrete Wirkung zu erzielen. Beispiele sind hier die Investition in einen Solarpark, durch die ein Beitrag zum Klimaschutz geleistet wird, ein Investment in Sozialimmobilien, durch das die Versorgung älterer oder kranker Menschen unterstützt wird, oder Investitionen in Naturkapital, etwa in eine ökologische Land- und Forstwirtschaft, die die Artenvielfalt und die Bodengesundheit schützt. Dabei sind entsprechende Investments eher auf der illiquiden Seite verfügbar.
4. Insgesamt kann das Impact Investment eher konkrete, punktuelle Verbesserungen der ökologischen und sozialen Lebensbedingungen erreichen, ist aber anders als die anderen nachhaltigen Anlagestrategien, beispielsweise die Dialog- und Best-in-Ansätze, weniger geeignet, die Wirtschaft insgesamt in Richtung einer klimaverträglichen, ressourceneffizienten und fairen Wirtschaftsweise zu bewegen. Die Verknüpfung von finanziellen mit nachhaltigkeitsbezogenen Zielen sowie der Anspruch der Messbarkeit der erzielten Wirkungen gelten sowohl für die nachhaltige Kapitalanlage als auch für das Impact Investment und stellen kein Differenzierungsmerkmal dar.

4. Wirkung aus Sicht der Unternehmen

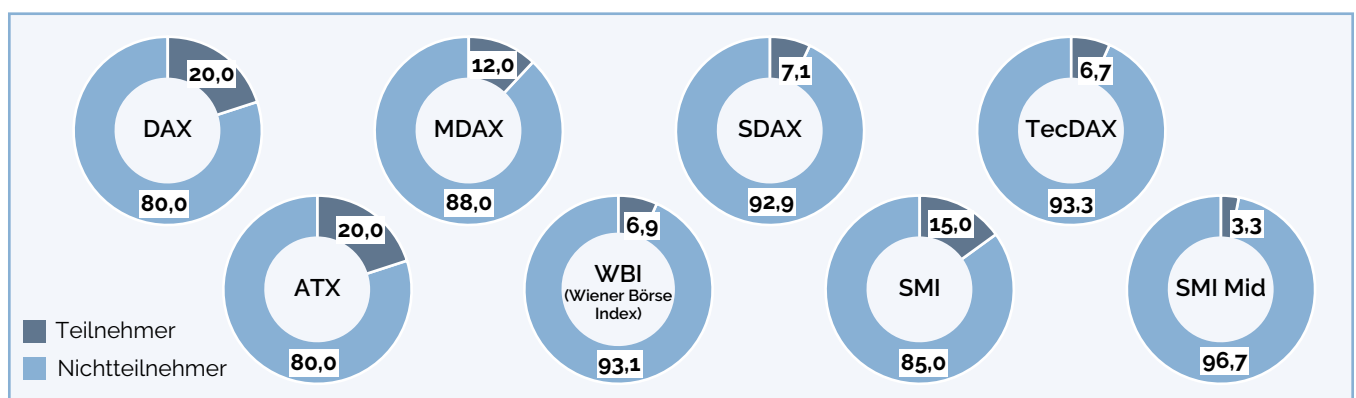
Inwiefern der beschriebene Einfluss nachhaltiger Investoren auf die ESG-Performance besteht, ist Gegenstand der Unternehmensbefragung, die das NKI mit Unterstützung der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, des Corporate Responsibility Interface Center (cric) e. V. sowie der Verida Asset Management GmbH durchgeführt hat. Ziel der Befragung der größten börsennotierten Gesellschaften im deutschsprachigen Raum (DACH-Region) war es, Erkenntnisse dazu zu erlangen, welchen Einfluss nachhaltige Investoren und die von ihnen genutzten

Anlagestrategien auf die ESG-Ausrichtung und -Performance der Unternehmen haben. Ein inhaltlicher Schwerpunkt lag dabei auf den Erfahrungen der befragten Unternehmen mit der aktiven Ansprache von ESG-Themen bei Hauptversammlungen und in Investorengesprächen, aber auch die Wirkung der anderen ESG-Strategien (vgl. Kapitel 2) wurde beleuchtet. Da das NKI vergleichbare Umfragen bereits in den Jahren 2015 und 2021 durchgeführt hat, sind bei ausgewählten Fragestellungen Zeitvergleiche möglich.

Grundgesamtheit

Befragt wurden alle Unternehmen, die Ende Oktober 2024 in der DACH-Region in einem der führenden Aktienindizes gelistet waren (vgl. Abbildung 2). Insgesamt wurden 265 Unternehmen angeschrieben, Adressat war in der Regel die Investor-Relations-Abteilung. 31 Unternehmen

haben einen ausgefüllten Fragebogen zurückgeschickt, die Rücklaufquote lag somit bei rund 12 %. 61,3 % der teilnehmenden Unternehmen sind auch in mindestens einem Nachhaltigkeitsindex gelistet.



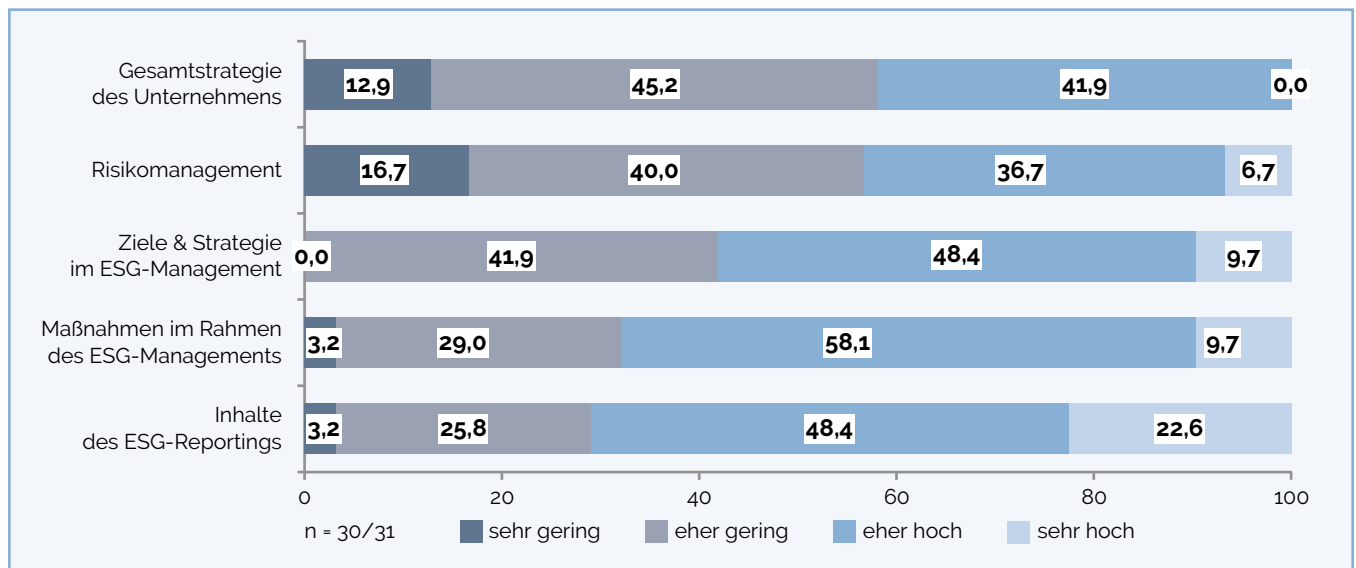
△ Abb. 2: Grundgesamtheit der Unternehmensbefragung; Angaben in %

Einfluss auf die Unternehmen

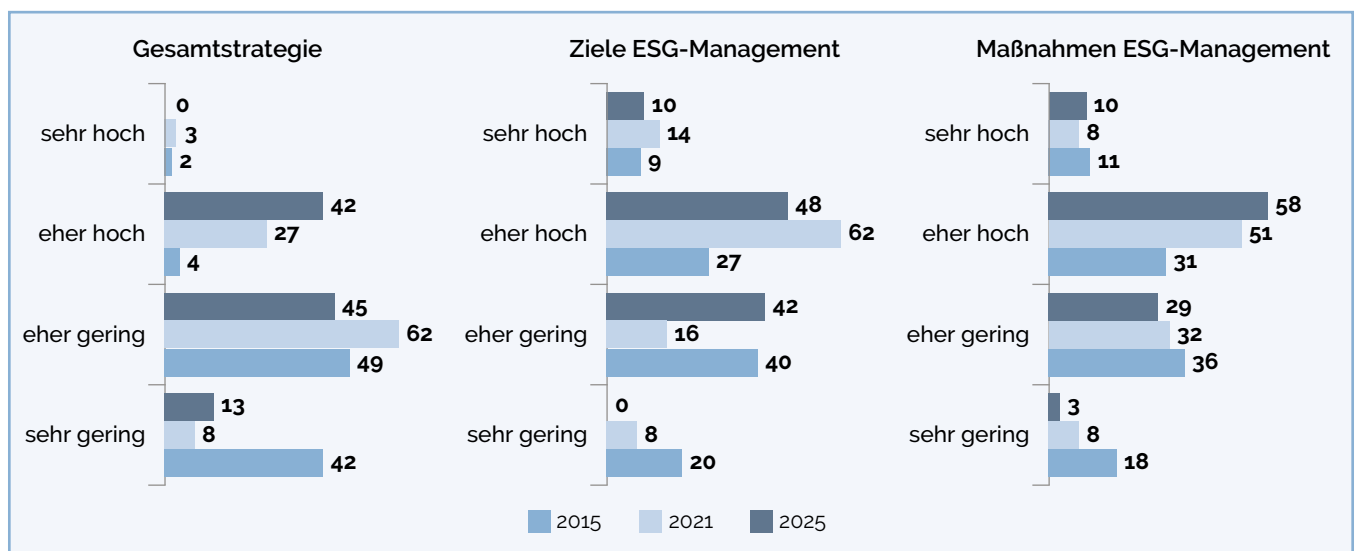
Eine zentrale Frage der Studie war die nach dem Einfluss der nachhaltigkeitsorientierten Investoren und Asset Manager sowie ihrer Dienstleister, der ESG-Ratingagenturen, auf verschiedene Dimensionen der Unternehmenstätigkeit (vgl. Abbildung 3). Dabei stellen 41,9% der Unternehmen fest, dass die Anforderungen der nachhaltigen Kapitalmarktakteure einen sehr oder eher großen Einfluss auf ihre Gesamtstrategie haben. Bemerkenswert ist hier, dass dieser Einfluss auf die Gesamtstrategie und damit auf die grundsätzliche geschäftliche Ausrichtung der Unternehmen im Laufe der Zeit deutlich gestiegen ist. Bei der Erstbefragung im Jahr 2015 bescheinigten 6% der Unternehmen den nachhaltigen Kapitalmarktakteuren einen sehr oder eher hohen Einfluss auf die Gesamtstrategie, im Jahr 2021 waren es 30%, aktuell wird dieser Wert nochmals um knapp 12 Prozentpunkte übertraffen (vgl. Abbildung 4). Noch höher ist der Einfluss mit Blick auf Ziele und Strategie im ESG-Management und die konkreten Maßnahmen, hier bescheinigen 58,1% bzw. 67,8% den nachhaltigen Kapitalmarktakteuren einen sehr oder eher großen Einfluss. Während dabei der entsprechende Anteil bei den

Zielen für das ESG-Management aktuell zurückgegangen ist (2015: 36%, 2021: 76%), hat der Einfluss auf die konkreten Maßnahmen nochmals zugenommen (2015: 42%, 2021: 59%).

Den größten Einfluss bescheinigen die Unternehmen den nachhaltigen Kapitalmarktakteuren beim Thema ESG-Reporting und hier speziell auf die Inhalte ihrer nachhaltigkeitsbezogenen Berichterstattung. 71,0% der Unternehmen bewerten diesen Einfluss als sehr bzw. eher hoch. Dies deckt sich mit der Aussage von über 80% der im Rahmen des PwC Global Investor Survey 2023 befragten Investoren, dass es für ihre Investitionsanalyse und Entscheidungsfindung sehr wichtig bzw. wichtig ist, dass ein Unternehmen Informationen dazu veröffentlicht, welchen Impact es auf die Umwelt oder Gesellschaft hat.⁹ Ein signifikanter Einfluss besteht schließlich auch im Hinblick auf das Risikomanagement, wo insgesamt 43,4% der Unternehmen einen sehr oder eher hohen Einfluss des nachhaltigen Kapitalmarktes sehen. Da die beiden Kategorien Reporting und Risikomanagement erstmals abgefragt wurden, ist hier kein Zeitvergleich möglich.



△ Abb. 3: Einfluss nachhaltiger Kapitalmarktakteure auf verschiedene Dimensionen der Unternehmensführung; Angaben in %

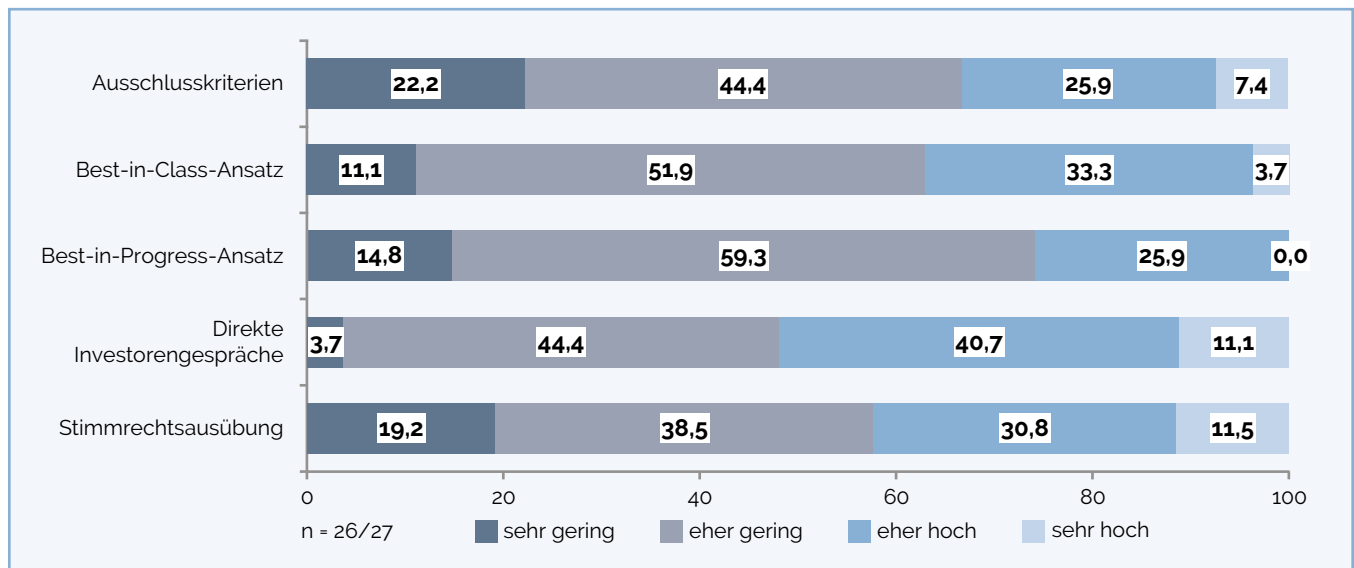


△ Abb. 4: Einfluss nachhaltiger Kapitalmarktakteure auf verschiedene Dimensionen der Unternehmensführung; Angaben in %

Wirkung der verschiedenen ESG-Anlagestrategien

Im Hinblick auf den Einfluss der verschiedenen ESG-Anlagestrategien aus dem Werkzeugkasten der nachhaltigen Kapitalanlage bewerten die Unternehmen die beiden Dialogstrategien als besonders einflussreich (vgl. Abbildung 5). So sprechen 51,8 % der Unternehmen den direkten Gesprächen mit den Investoren einen sehr oder eher hohen Einfluss auf das Management von ESG-Themen im Unternehmen zu. Auf Rang 2 landet hier die Stimmrechtsausübung auf Hauptversammlungen, denen 42,3 % der Befragten einen sehr oder eher hohen Einfluss beschei-

nigen. Auf den weiteren Rängen folgen der Best-in-Class-Ansatz (37,0 %) und die Anwendung von Ausschlusskriterien (33,3 %). Damit stellt jedes dritte Unternehmen fest, dass auch der als vergleichsweise wirkungsarm bewertete Ausschluss von Unternehmen auf Basis kontroverser Geschäftsfelder oder -praktiken einen Einfluss auf ihr ESG-Management hat. Immerhin noch 25,9 % der Unternehmen attestieren dem am Markt noch eher wenig bekannten Best-in-Progress-Ansatz einen sehr oder eher hohen Einfluss auf ihr ESG-Management.



△ Abb. 5: Einfluss der im nachhaltigen Investment genutzten Strategien auf das Management von ESG-Themen in Unternehmen; Angaben in %

Erfahrungen mit Dialogstrategien

Die weit überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen (96,8 %) kann auf Erfahrungen mit der Thematisierung von ESG-Aspekten bei Investorengesprächen und auf Hauptversammlungen verweisen, entsprechende Aspekte sind heute etablierter Bestandteil der Dialoge zwischen Kapitalmarktakteuren und Unternehmen. Standard ist es dabei auch, dass die Kapitalmarktakteure ganz konkrete Forderungen an die Unternehmen formulieren. Besonders häufig werden dabei Governance-Aspekte angesprochen, wobei ein Fokus auf der Be- bzw. Zusammensetzung der Gremien sowie der Verankerung von ESG-Kriterien in den Vergütungssystemen der Führungskräfte liegt.

Auf Platz zwei der im Rahmen der beiden Dialogstrategien angesprochenen Themen kommt der Klimawandel,

wobei in diesem Zusammenhang zahlreiche Einzelthemen angesprochen werden, beispielweise die Klima- bzw. Net-Zero-Strategie, die Entwicklung wissenschaftsbasierter Klimaziele und die Maßnahmen zur Dekarbonisierung der Unternehmen. Zu den wichtigsten sozialen Dialogthemen zählen u. a. der Umgang mit den eigenen Mitarbeitenden und Maßnahmen zur Anhebung des Anteils von Frauen in Führungspositionen sowie – auch vor dem Hintergrund der entsprechenden Gesetzgebung – die Sicherstellung von Menschenrechten in der Lieferkette. Rund zwei Drittel der befragten Unternehmen (65,5 %) haben nach eigenen Angaben auf Basis der von nachhaltigen Kapitalmarktakteuren formulierten Anforderungen konkrete Maßnahmen eingeleitet oder bereits umgesetzt.

Fazit

Die aktuellen Zahlen und die im Zeitablauf erkennbaren Entwicklungen unterstreichen insgesamt die These, dass nachhaltige Kapitalmarktakteure einen signifikanten Einfluss auf die ESG-bezogene Ausrichtung der Unternehmen haben und damit eine Wirkung in Richtung einer nachhaltigen Ausrichtung der Wirtschaft entfalten. Dabei

tragen ihre konkreten Anforderungen dazu bei, dass die Unternehmen ESG-Aspekte verstärkt in Strategie, Ziele und Maßnahmen integrieren. Einen besonders hohen Einfluss haben hier die beiden Dialogstrategien Engagement (Investorengespräche) sowie Stimmrechtsausübung.

5. Wirkungsbezogenes Reporting

Ein weiterer Beleg für die zunehmende Bedeutung der nachhaltigkeitsbezogenen Wirkungen bei der nachhaltigen Kapitalanlage ist das wachsende Interesse der Investoren an einer entsprechenden Berichterstattung ihrer Asset Manager. Auch wenn es noch signifikante Unterschiede bei Umfang und Detailtiefe gibt, hat sich das ESG-bezogene Reporting bei den Asset Managern weitgehend etabliert. Aus Sicht der Investoren sind dabei beispielsweise bei einem Aktienportfolio drei Berichtskategorien von besonderem Interesse:

• **Compliance-Qualität:** Im Rahmen dieser Teilberichterstattung erwarten die Investoren Informationen dazu, inwiefern die definierten ESG-Kriterien, insbesondere die Ausschlusskriterien, umfassend eingehalten wurden. Sofern der Investor beispielsweise Unternehmen vom Investment ausschließt, die gegen die Prinzipien des UN Global Compact verstoßen, der Portfolio Manager aber in entsprechende Unternehmen investiert ist, wird dies in dieser Berichtskategorie ausgewiesen.

• **ESG-Qualität:** Diese Kategorie umfasst Informationen zum grundsätzlichen Umgang der investierten Unternehmen mit den Risiken und Chancen einer nachhaltigen Entwicklung. Typische Berichtsinhalte sind hier die ESG-Gesamtnote eines Portfolios und deren Veränderung im Zeitablauf, die ESG-Ratingstruktur und das ESG-Momentum.

• **Wirkungsqualität:** Diese Kategorie umfasst Informationen über die Wirkung der definierten ESG-Kriterien auf ausgewählte nachhaltigkeitsbezogene Ziele sowie über den Beitrag eines Portfolios zu einer nachhaltigen Entwicklung. Besonders populär sind dabei derzeit Angaben zur Klimaqualität und -wirkung der Portfolios sowie zur Unterstützung der Sustainable Development Goals (SDGs) der Vereinten Nationen. Zu den berichteten klimabezogenen Kennzahlen gehören insbesondere

- der Carbon Footprint (absolute Höhe der finanzierten Treibhausgasemissionen),
- die Carbon Intensity (auf den Umsatz der Unternehmen normierte finanzierte Treibhausgasemissionen) sowie
- der implizite Temperaturanstieg (Implied Temperature Rise (ITR)).

Letzterer gibt dabei an, ob die investierten Unternehmen Ziele und Maßnahmen definiert haben, die geeignet sind, die unternehmenseigenen Treibhausgasemissionen im Einklang mit den Pariser Klimazielen zu reduzieren. Beim SDG-Beitrag geht es im Kern um die Frage, welchen positiven oder negativen Beitrag die Unternehmen mit ihren Produkten und Leistungen zur Erreichung der 17 SDGs leisten.

Kernproblem der wirkungsbezogenen Kennzahlen ist aktuell, dass die Entwicklung ihrer Methodik noch nicht abgeschlossen ist und es daher noch zu größeren Veränderungen der Kennzahlen, z. B. der ITR-Werte für einzelne Unternehmen, kommen kann. Während die Investoren aus der finanziellen Berichterstattung also sehr stabile Kennzahlen gewohnt sind, kann es im ESG-Reporting noch zu methodischen Brüchen kommen. Diese Schwierigkeiten bei der Messung bzw. Bewertung der nachhaltigkeitsbezogenen Auswirkungen bezeichnen 68% der Investoren als zentrale Hürde für den Ausbau ihrer nachhaltigen Kapitalanlagen.¹⁰

Aus diesem Grund werden die entsprechenden Kennzahlen bisher auch nur sehr eingeschränkt zur Steuerung von Portfolios genutzt. Allerdings ist erkennbar, dass die Methodiken zunehmend belastbarer werden, sodass perspektivisch auch eine Steuerung auf Basis der entsprechenden Kennzahlen möglich sein wird. Wenn dann beispielweise nicht nur der ITR-Wert einzelner Unternehmen oder Portfolios ausgewiesen, sondern dieser Wert auch bei der Anlageentscheidung berücksichtigt wird und ein niedriger Wert für die Unternehmen eine Voraussetzung für den Zugang zum Kapital der Unternehmen ist, wird die Wirkung der nachhaltigen Kapitalmarktakteure auf eine klimaverträgliche bzw. nachhaltige Entwicklung nochmals steigen.



Quellen

- 1 Vgl. https://www.fundresearch.de/fundresearch-wAssets/sites/default/files/old/ncplus/pdf/40251313052008_SRIPerformance.pdf
- 2 Vgl. https://www.vatican.va/content/dam/francesco/pdf/apost_exhortations/documents/papa-francesco_esortazione-ap_20131124_evangelii-gaudium_ge.pdf
- 3 Vgl. https://www.dbk-shop.de/media/files_public/549dc6d96e61a2e7cad2e543e41bea73/DBK_21002.pdf
- 4 Vgl. https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2024/FNG-Marktbericht_2024_Online.pdf, S. 17
- 5 Vgl. https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2024/FNG-Marktbericht_2024_Online.pdf, S. 9
- 6 Vgl. <https://bundesinitiative-impact-investing.org/impact-investing>
- 7 Vgl. https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024_02_15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf
- 8 Vgl. <https://presse.union-investment.de/cst/562/usrmg/6149381bcc23364efaa01008b458c9bc.pdf>
- 9 Vgl. <https://www.pwc.de/de/deals/pwc-studie-global-investor-survey-2023.pdf>
- 10 Vgl. <https://www.private-banking-magazin.de/institutionelle-investoren-halten-trotz-schwierigkeiten-an-esg-fest>

IMPRESSUM

NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen GmbH,
Turnerweg 5, D-63628 Bad Soden-Salmünster
Redaktion: Rolf D. Häßler, Ines Schaffrath
info@nk-institut.de
www.nk-institut.de

Die Studie wurde erstellt mit Unterstützung der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, des Corporate Responsibility Interface Center (cric) e. V. sowie der Verida Asset Management GmbH.