

Policy Paper

Umweltbezogene Leistungskennzahlen bei Anlageentscheidungen institutioneller Investoren



Impressum

Herausgeber:

Umweltbundesamt
Fachgebiet I 1.4
Postfach 14 06
06813 Dessau-Roßlau
Tel: +49 340-2103-0
info@umweltbundesamt.de
Internet: www.umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt

Policy Paper**Autoren:**

Ralf Frank, DVFA e.V., Frankfurt
Hendrik Fink, PwC, München
Dr. Patrick Albrecht, PwC, Frankfurt
Prof. Dr. Alexander Bassen, Universität Hamburg, Hamburg
Franziska Sump, Universität Hamburg, Hamburg

Im Auftrag des Umweltbundesamtes

Redaktion:

Dr. Astrid Matthey, FG I 1.4, Umweltbundesamt

Bildquelle:

Titelseite: johavel/Shutterstock.com

Stand: Juli 2017

Umweltbezogene Leistungskennzahlen bei Anlageentscheidungen institutioneller Investoren

Inwieweit berücksichtigen institutionelle Investoren umweltbezogene Leistungskennzahlen in ihren Anlageentscheidungen? Wie könnte eine noch umfassendere Integration erreicht werden? Diese Fragen untersuchte eine Gruppe von Forschern und Praktikern des Berufsverbands der Investment Professionals (DVFA), der Universität Hamburg sowie der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft PwC im Auftrag des Umweltbundesamtes.

Dieses Policy Paper gibt einen Überblick über die wichtigsten Erkenntnisse und Empfehlungen. Zentrale Ergebnisse sowie Praxisbeispiele sind darüber hinaus in einer Investorenbrochure zusammengefasst sowie in einem ausführlichen Forschungsbericht nachzulesen.

1. Executive Summary

Zahlreiche Studien belegen einen positiven Zusammenhang zwischen der Umwelt-, Sozial- und Governance-Leistung (nachfolgend ESG) von Unternehmen und der finanziellen Unternehmensleistung (z.B. Friede/Busch/Bassen 2015; Margolis/Walsh 2011). Dies spiegelt sich auch im zunehmenden Interesse von Investoren wider, insbesondere bei institutionellen Investoren wie Pensionsfonds, die häufig einen langfristigen Investitionshorizont einnehmen. Gleichwohl bleibt eine umfassende ESG-Integration, die über einfache Ausschlusskriterien (wie z.B. Ausschluss nach Branchenzugehörigkeit) hinausgeht, weiter die Ausnahme.

Für die vorliegende Studie wurden folgende Fragestellungen untersucht:

- ▶ Wie werden die von vielen Unternehmen berichteten umweltbezogenen Leistungskennzahlen bereits heute von Investoren verarbeitet (**Informationskette**)?
- ▶ Wo liegen besondere **Informationsinteressen** der Investoren?
- ▶ Wo liegen **Barrieren** für eine weitergehende Integration?
- ▶ Inwieweit decken vorliegende **Rahmenwerke und Indikatoren** der Nachhaltigkeitsberichterstattung die Informationsinteressen ab?

Hierfür wurden Investoren und ESG-Ratingagenturen befragt sowie bestehende Rahmenwerke der Nachhaltigkeitsberichterstattung analysiert. Dabei zeigte sich:

- ▶ Die **Informationskette** ist komplexer als üblicherweise angenommen. Nachhaltigkeitsberichte sind eine zentrale Informationsquelle, werden allerdings nur von wenigen Investoren in detail gelesen. Informationsintermediäre, insbesondere **ESG-Ratingagenturen** und spezialisierte Datenanbieter, spielen eine zentrale Rolle.
- ▶ Investoren, die ESG-Aspekte bislang nicht berücksichtigen (etwa 25 Prozent der Befragten), nennen als Begründung zum einen mangelnde Kundennachfrage. Zum anderen geben sie aber auch grundlegende Bedenken an, etwa, dass ESG-Aspekte auf Kosten der finanziellen Performance gehen. Zusätzlich spielen **praktische Barrieren** eine Rolle. Dazu gehören die mangelnde Quantifizierung der Information sowie

die Schwierigkeit, Key Performance Indicators (KPIs) in bestehende Investment-Modellierungen zu integrieren. Die Mehrzahl der befragten Finanzmarktteilnehmenden (rund 75 Prozent) berücksichtigt bereits heute ESG-Aspekte. Ihr **Hauptaugenmerk** richtet sich auf Informationen, die wesentlich für Investitionsentscheidungen sind. 80 Prozent halten dabei sektorspezifische Informationen für wichtig, z.B. bei Automobilherstellern Informationen zu CO₂- und Schadstoffemissionen der produzierten Fahrzeugflotte, in der Wohnungswirtschaft Information zur ökologischen Qualität der Gebäude etc. Die Qualität der verfügbaren Nachhaltigkeitsinformationen fällt dabei jedoch deutlich hinter die Erwartungen der Investoren zurück.

- ▶ Für die Nachhaltigkeitsberichterstattung im Markt gibt es Vorgaben der bestehenden **Rahmenwerke bzw. Indikatorensets**. Von den untersuchten Rahmenwerken eignen sich die GRI G4-Leitlinien in Summe am besten, nicht zuletzt, da der Standard über eine internationale Reichweite verfügt. Allerdings weist G4 aus Investorensicht kritische Lücken auf, da Investoren nur eine Zielgruppe von vielen sind und zudem bislang nur für wenige Sektoren spezifische Berichtsvorgaben entwickelt wurden. Die Rahmenwerke von SASB und DVFA/EFFAS fokussieren dagegen unmittelbar auf die Wesentlichkeit aus Investorensicht und stellen sektorspezifische Indikatoren zur Verfügung.

2. Einleitung: Trotz zunehmendem Investoreninteresse bleibt umfassende Integration von ESG-Aspekten die Ausnahme

Aktuelle Marktstudien zeigen die hohe und weiter zunehmende Bedeutung von ESG im professionellen Vermögensmanagement (Busch/Bauer/Orlitzky 2015). Laut einer globalen Marktstudie (Global Sustainable Investment Alliance 2014) wurden Ende 2013 bei insgesamt 21,6 Billionen US-Dollar oder 30,2 Prozent der professionell verwalteten Vermögenswerte weltweit ESG-Aspekte berücksichtigt. Dies ist ein deutlicher Anstieg im Vergleich zu Ende 2011. Damals lag der Anteil bei 21,5 Prozent. Der Anteil in Europa beträgt sogar bereits über 50 Prozent.

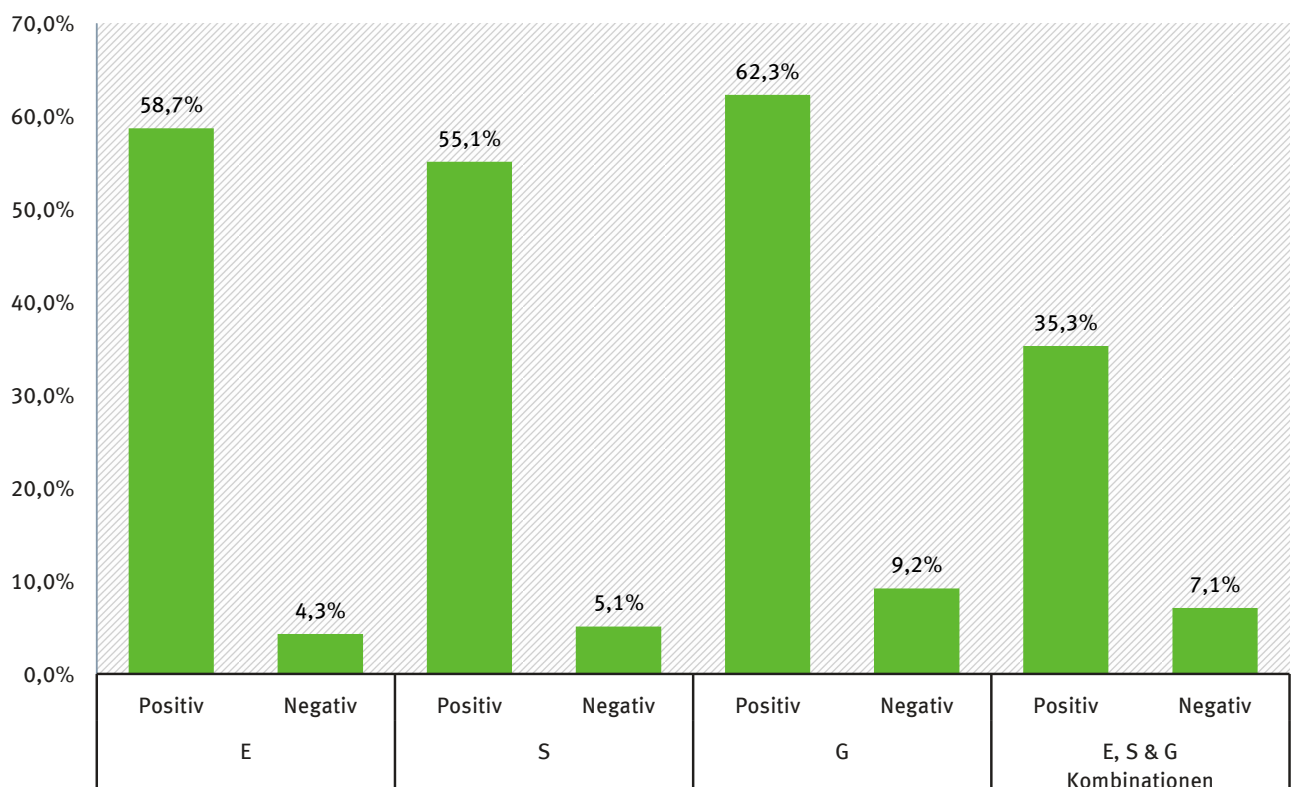
Forschungsergebnisse verdeutlichen, dass sich der Fokus auf ESG-Aspekte häufig auch positiv auf die finanzielle Leistung von Unternehmen auswirkt. In einer umfassenden Untersuchung zum Zusammenhang zwischen ESG-Leistung und finanzieller Performance von Unternehmen werten Friede/Busch/Bassen (2015) die Ergebnisse von 60 Metastudien aus, die ihrerseits rund 2.250 Einzelstudien im Zeitraum von 1970 bis 2014 beinhalten.

Für die Einzelaspekte „E“, „S“ und „G“ zeigen sich jeweils in der Mehrheit der Studien positive Zusammenhänge. Dieser Effekt verwässert etwas, wenn kombinierte Ansätze untersucht werden. Aber auch dann überwiegt zumindest ein neutraler Zusammenhang. Die Integration von ESG-Aspekten erscheint damit nicht nur aus gesellschaftlicher, sondern auch aus wirtschaftlicher Sicht sinnvoll (siehe Abbildung 1).

Die grundsätzliche Bedeutung von ESG im Investmentprozess wird mittlerweile von der Mehrheit der Investoren anerkannt. Ein Großteil der Investoren beschränkt sich jedoch auf „Asset Overlays“. Dabei wenden sie meist nur wenige Ausschlusskriterien an. Am häufigsten ist dabei der Ausschluss international geächteter Waffen. Weiterhin selten ist dagegen die detaillierte Analyse der Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen. Am deutschen Markt für Publikumsfonds und Mandate lag der Anteil für ESG-Investments mit Asset Overlays bei etwa 53,6 Prozent, für nachhaltige Investments im engeren Sinne nur bei rund 2,8 Prozent. Zu diesem Ergebnis kommen Erhebungen des Forums für Nachhaltige Geldanlagen im Jahr 2017 (Forum Nachhaltige Geldanlagen 2017).

Abbildung 1:

ESG-Kategorien und deren Zusammenhang mit der Finanzperformance – Friede, Busch und Bassen (2015)



Quelle: Friede, G./Busch, T./Bassen, A. (2015)

3. Kontext und Vorgehen der Studie

In diesem Forschungsprojekt wurde untersucht, wie umwelt- und ressourcenbezogene Leistungsindikatoren die Entscheidungsfindung institutioneller Investoren beeinflussen und wie die Relevanz solcher Indikatoren für Anlageentscheidungen im Sinne eines „Mainstreamings“ weiter gestärkt werden könnte.

In einem ersten Schritt wurde mittels neun **explorativer Interviews** untersucht, inwieweit ESG-erfahrene Marktteilnehmende umweltbezogene Leistungsindikatoren nutzen, um hieraus ein vertieftes Verständnis der **Informationskette** zu gewinnen.

Aufbauend auf den Ergebnissen der explorativen Interviews wurde in einem zweiten Schritt eine größere Zahl von Investoren befragt (66 Teilnehmende). Hierbei wurden unterschiedliche Fragen für die folgenden zwei Gruppen formuliert:

- ▶ Finanzmarktteilnehmende, die noch keine ESG-Aspekte berücksichtigen (ca. ein Viertel der Teilnehmenden): Wie wird die Bedeutung von Umweltaspekten eingeschätzt und wo liegen die **Barrieren** für eine Berücksichtigung im Investitionsprozess?
- ▶ Finanzmarktteilnehmende, die bereits ESG-Aspekte berücksichtigen (ca. drei Viertel der Teilnehmenden): Welche **Informationsinteressen** bestehen und wie weit werden diese durch die von Unternehmensseite, z.B. durch die in Nachhaltigkeitsberichten bereitgestellten Informationen, erfüllt?

In einem letzten Schritt wurde schließlich im Rahmen von Desk-Research eine Analyse wichtiger Berichterstattungsleitlinien bzw. **Indikatorensets** vorgenommen. Dabei stand die Frage im Mittelpunkt, ob die untersuchten Indikatorensets zur Erfüllung der Informationsinteressen von Investoren geeignet sind.

Die hieraus abgeleiteten Empfehlungen, welche die Meinung der Autoren widerspiegeln und teilweise über die unmittelbaren Forschungsergebnisse hinausgehen können, wurden im Rahmen eines Fachgesprächs mit anschließender Befragung validiert und nochmals geschärft bzw. überarbeitet.¹

¹ Das Fachgespräch fand am 14. März 2016 als Webinar statt. Hieran beteiligten sich ca. 20 Personen. An der im Anschluss durchgeführten schriftlichen Befragung beteiligten sich 12 Personen.

4. Umweltindikatoren werden in einer komplexen Informationskette verarbeitet, ESG-Analysten nehmen eine Schlüsselrolle als Informationsintermediäre ein

Während vor 20 Jahren weltweit nur ca. 100 Unternehmen über Nachhaltigkeit berichteten, waren es 2013 schon rund 6000 Unternehmen, die einen Bericht zu ökologischen, sozialen oder Governance-Aspekten veröffentlichten (Ioannou/Serafeim 2014). Mittlerweile existiert eine Vielzahl an verschiedenen Management- und Berichtstandards. In Deutschland ist – insbesondere bei größeren Unternehmen – die Berichterstattung nach dem Leitfaden der Global Reporting Initiative (GRI) weit verbreitet. Die Qualitätsanforderungen verschiedener Nachhaltigkeitsstandards und -rahmenwerke (u.a. GRI, EMAS, SASB) an Nachhaltigkeitsdaten unterscheiden sich nur geringfügig von denen der Finanzberichterstattung und sind somit insgesamt als hoch einzuschätzen.

Mittels explorativer Interviews sind wir zunächst der Frage nachgegangen, wie dieses zunehmende Informationsangebot durch Investoren verarbeitet bzw. genutzt wird. Diese Interviews wurden mit insgesamt neun Interviewteilnehmenden geführt, vier Vertreter von ESG-Ratingagenturen und fünf Investment Professionals, darunter Broker, Fondsmanager und Vertreter von Pensionskassen.

Im Hinblick auf die Nutzung von Nachhaltigkeitsdaten wurden vier verschiedene Typen von Datennutzern identifiziert:

- ▶ **Direktnutzer** (z.B. ESG-Ratingagentur, spezialisierte Datenanbieter) nutzen Rohdaten („as reported“) aus persönlichen Befragungen, dem Nachhaltigkeitsbericht, Webpage und Geschäftsbericht sowie Informationen von NGOs. Diese werden nach einem Schema auf Basis existierender Rahmenwerke z.B. GRI in eine eigene Datenbank eingegeben. Diese normierten Daten, Ratingurteile und -berichte stehen dann Kunden zur Verfügung.

- ▶ **Screener** (z.B. Fondsmanager) sehen Nachhaltigkeitsinformationen von Unternehmen nur grob durch, um dem internen Analysten Hinweise für interessante Unternehmen liefern zu können. Dieses interne Research nutzt dann die Informationen des Unternehmens direkt und vor allem Einzelgespräche, um sich ein umfassendes Bild über das Unternehmen und dessen Nachhaltigkeitsleistung machen zu können.
- ▶ **Rohdatennutzer** (auch z.B. Fondsmanager) nutzen Rohdaten von Ratingagenturen oder Datenanbietern und überführen diese in eine eigene Bewertung. Zusätzlich werden die Informationen von NGOs genutzt, vor allem, um Informationen zu Kontroversen zu erkennen/sichten. Der Nachhaltigkeitsbericht und gegebenenfalls Informationen im Internetauftritt des Unternehmens dienen nur zur Verifizierung. Der gesamte Prozess ist in finanzanalytische Routinen integriert.
- ▶ **Ratingnutzer** (z.B. Pensionskassen) treffen nachhaltige Investitionsentscheidungen vor allem anhand aggregierter Ratings², Rankings sowie Informationen zur Zugehörigkeit zu Nachhaltigkeitsfonds.

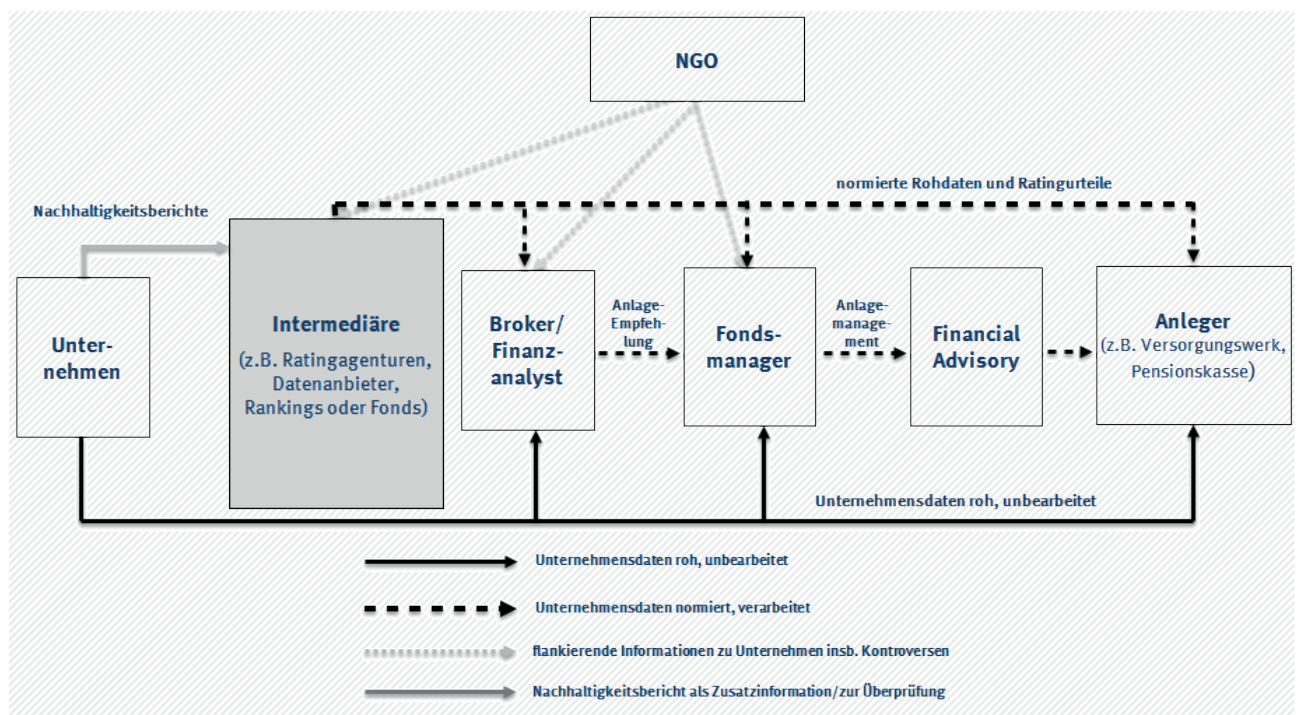
Auch hier werden der Nachhaltigkeitsbericht und direkte Informationen von Unternehmen nur in Ausnahmen genutzt. Die genutzten Informationen sind somit also bereits sehr stark aggregiert. Nur der Typus des Direktnutzers (ESG-Ratingagenturen und spezialisierte Datenanbieter) verarbeitet unmittelbar die vom Unternehmen z.B. im Rahmen von Nachhaltigkeitsberichten veröffentlichten Informationen (siehe hellgrauer Pfeil der Abbildung 2).

Damit nehmen die Informationsintermediäre, insbesondere die ESG-Analysten, eine zentrale Rolle in der Informationskette für Nachhaltigkeitsinformationen ein (siehe Abbildung 2).

Nachhaltigkeitsratingagenturen spielen damit u.E. eine weitaus größere Rolle, als sich Nutzer und Marktteilnehmende (inkl. Ratingagenturen selber) zumeist bewusst sind. Trotz ihrer zentralen Rolle sind die Ressourcen der Ratingagenturen häufig stark limitiert. Analysten sind teilweise für mehr als 100 Unternehmen verantwortlich. Dies führt bei Marktteilnehmenden – sowohl von Unternehmens- als auch von Investorensseite – zu Kritik an mangelnder Qualität der Ratingergebnisse.

Abbildung 2:

Verarbeitungsprozess von Nachhaltigkeitsinformationen



Quelle: Eigene Darstellung

² Aggregiert steht in diesem Zusammenhang die Bewertung durch das Rating z.B. in Form von Buchstaben oder Zahlen. Im Gegensatz dazu steht der umfassende Rating-Bericht.

Empfehlungen

- ▶ **Unternehmen** sollten engen Kontakt mit Nachhaltigkeitsratingagenturen pflegen. Neben Nachhaltigkeitsabteilungen sollte sich hier Investor Relations einbringen.³
- ▶ ESG-Daten und Ratingurteile können Fehler aufweisen und reflektieren zudem stark die Investmentphilosophie der Ratingagentur. **Investoren** sollten daher Daten und Ratingurteile kritisch hinterfragen und sich ggf. durch Nutzung mehrerer alternativer Datenquellen ein Gesamtbild verschaffen und dies selbst bewerten.
- ▶ Die von **Investoren** beklagten Qualitätsprobleme von Nachhaltigkeitsratings sind u.a. eine Folge inadäquater Bezahlung („Henne-Ei“-Problem) im Vergleich zur Bezahlung von Aktienresearch. Es sollten deshalb Vorschläge entwickelt werden, wie die Leistungen von Nachhaltigkeitsratingagenturen – auch von Investorensseite – besser finanziert werden können.
- ▶ **Nachhaltigkeitsratingagenturen** sollten ihre Methodik und Ratingverfahren transparent machen und qualitativ hochwertige Rating-Prozesse gewährleisten. Dies würde maßgeblich zu einer verbesserten Akzeptanz von Nachhaltigkeitsratings und -daten beitragen.
- ▶ Handlungsbedarf seitens der **Politik** an eine strenge Regulierung wird aktuell nicht gesehen. Auch müssen Ratingmodelle nicht einem Standard folgen, da diese die Freiheit haben sollten unterschiedliche Investmentphilosophien abzubilden.⁴

³ Diese Empfehlungen wurden aufgrund der Rückmeldungen im Rahmen des Fachgesprächs dahingehend ergänzt, dass neben der Rolle der Investor Relations nun auch auf die Rolle der Nachhaltigkeits- bzw. Corporate Responsibility-Abteilungen hingewiesen wird. Heute wird die Kommunikation mit Nachhaltigkeitsanalysten aufgrund der Fachexpertise häufig durch die Nachhaltigkeitsabteilungen übernommen. Ein Einbezug von Investor Relations ist aus unserer Sicht jedoch ebenfalls wichtig, da hierdurch sichergestellt wird, dass das Unternehmen Nachhaltigkeitsaspekte mit finanziellen Aspekten gemeinsam betrachtet und damit auch für das zunehmende „Mainstreaming“ von Nachhaltigkeitserwägungen gut gewappnet ist.

⁴ Im Rahmen des Fachgesprächs erzielte die Frage nach Bedarf für weitergehende Regulierung nur geringe Zustimmungswerte. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Markt für Nachhaltigkeitsratings vergleichsweise jung ist und die Befürchtung besteht, dass dieser durch übermäßige Regulierung an der weiteren Entwicklung gehindert werden könnte.

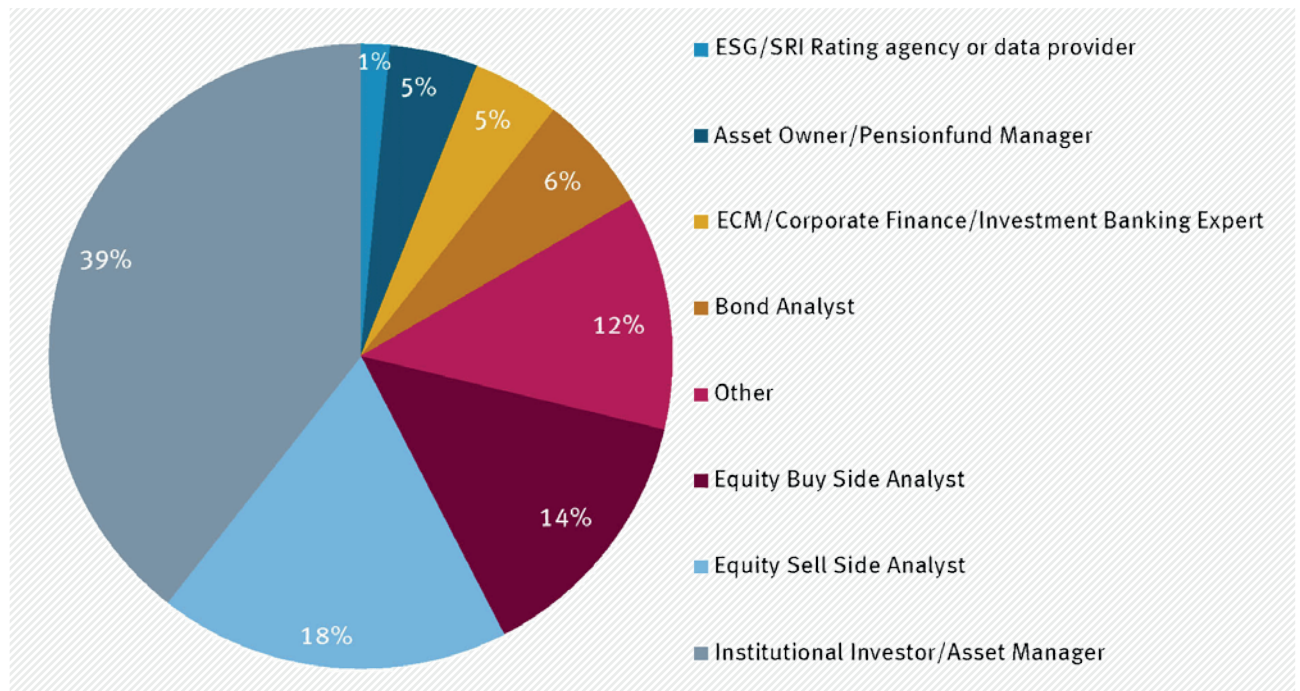
5. Ergebnisse der Befragung von Finanzmarktteilnehmenden

Aufbauend auf den Ergebnissen der explorativen Interviews wurden im Rahmen einer Online-Befragung Finanzmarktteilnehmende befragt.

Der größte Teil der 66 Teilnehmenden wird durch Analysten repräsentiert, die weiter nach Bond-, Buy-Side- und Sell-Side-Analysten⁵ unterschieden sind. Mit 39 Prozent sind institutionelle Investoren stark vertreten. Zur Gruppe Sonstige zählen beispielsweise Berater.

Abbildung 5:

Teilnehmende der Befragung nach Berufsgruppen (englisch)



Quelle: Eigene Darstellung

5.1. Barrieren aus Sicht von Finanzmarktteilnehmenden, die Umweltaspekte bislang nicht berücksichtigen

Etwa ein Viertel der Befragungsteilnehmenden (N=16) berücksichtigen Umweltaspekte bislang nicht im Investitionsprozess (im Folgenden „nicht-aktive Finanzmarktteilnehmende“). Um die Gründe hierfür in Erfahrung zu bringen, wurden sie zunächst gebeten, ihre Zustimmung zu üblichen, eher grundsätzlichen Bedenken anzugeben.

Die stärkste Zustimmung erhält dabei die Aussage, dass Umweltaspekte bereits in der finanziellen Performance bzw. in der finanziellen Analyse abgebildet sind (illustrativer Kommentar der Teilnehmenden: “As we consider all issues affecting the price of an asset, we do not expli-

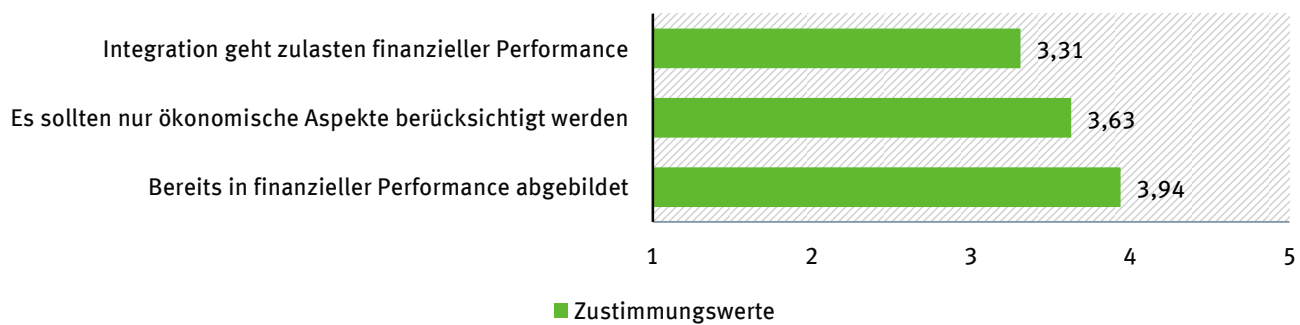
citly integrate environmental factors as special criteria. We see environmental criteria as a risk or opportunity in financial context as a factor in our general analysis.”).

Dies verdeutlicht zunächst, dass auch die meisten der Finanzmarktteilnehmenden, die Umweltaspekte nicht explizit als Kriterien berücksichtigen, diese häufig zumindest implizit berücksichtigen. Die beiden weiteren Argumente treffen ebenfalls auf höhere Zustimmungswerte und deuten darauf hin, dass weiterhin grundsätzliche Bedenken im Hinblick auf die Berücksichtigung von Umweltaspekten (primär Kostenfaktor) bestehen (illustrativer Kommentar der Teilnehmenden: “The biggest profits are made as long the view is on the best performing sectors and companies. Environmental issues cost only profit.“).

⁵ Bond Analysten bewerten Anleihen, Sell-Side Analysten sind z.B. bei Brokerhäusern angestellt, wohingegen Buy-Side Analysten von Pensionskassen oder Fonds beschäftigt werden.

Abbildung 4:

Grundsätzliche Bedenken zur Integration von Umweltaspekten



Mittelwert der Zustimmungswerte der nicht-aktiven Investoren auf einer Skala von 1 = vollständige Ablehnung bis 5 = vollständige Zustimmung (N=16)

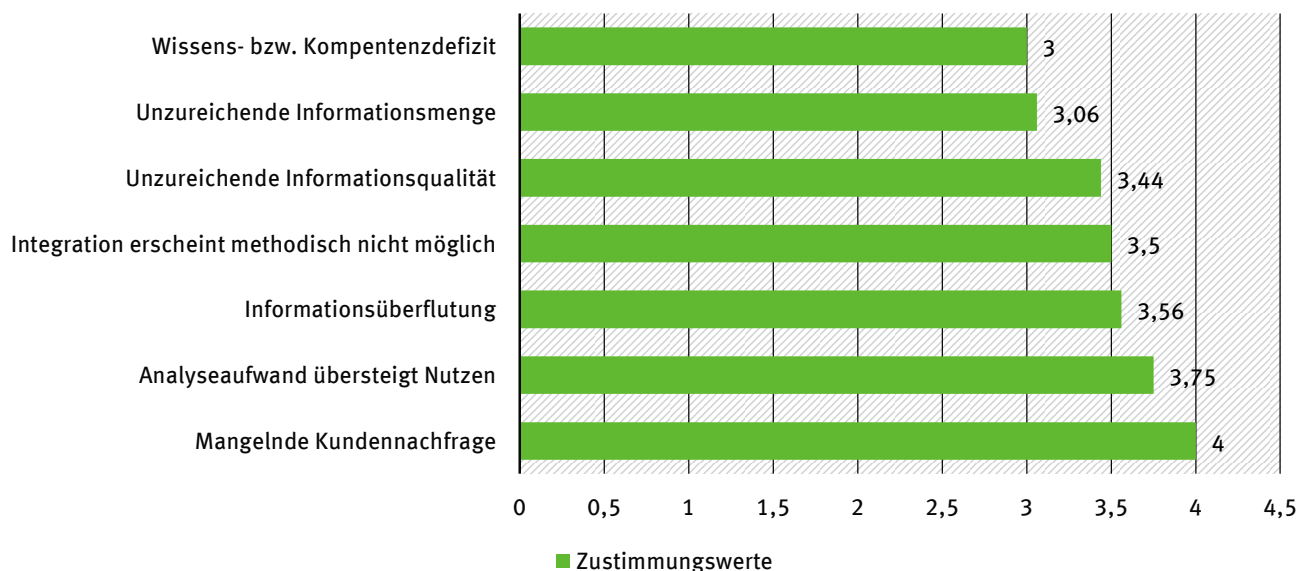
Quelle: Eigene Darstellung

Im Hinblick auf praktische Barrieren wird an erster Stelle die mangelnde Kundennachfrage genannt (illustrativer Kommentar der Teilnehmenden: „Clients do not ask for it / do not want to pay for it. It is too complicated to

understand for our clients.“). Hierauf folgen die Aussagen, dass der Analyseaufwand die Kosten übersteigt sowie eine zu hohe Informationsmenge bereitgestellt wird.

Abbildung 5:

Praktische Barrieren zur Integration von Umweltaspekten



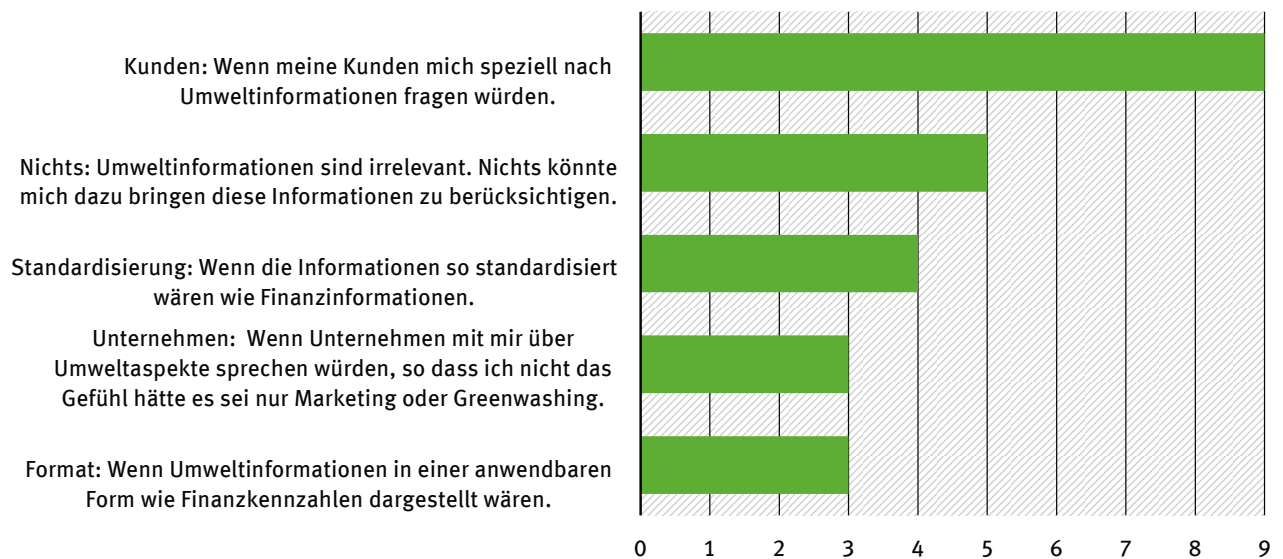
Mittelwert der Zustimmungswerte der nicht-aktiven Investoren auf einer Skala von 1 = vollständige Ablehnung bis 5 = vollständige Zustimmung (N=16)

Quelle: Eigene Darstellung

Die Antworten auf die Frage, was sich ändern müsste, damit Umweltaspekte in die Analyse aufgenommen werden, bestätigt dieses Bild: An erster Stelle wird eine stärkere Kundennachfrage genannt, gefolgt von der Aussage, dass die Nutzung von Umweltinformationen unabhängig von Präsentation und Qualität ausgeschlossen wird.

Abbildung 6:

Gründe für den Einbezug von Umweltaspekten in die Anlageentscheidung



Anzahl der Befragten, die der jeweiligen Aussage zustimmen, Mehrfachnennungen möglich (N=16)

Quelle: Eigene Darstellung

Die größere Gruppe unter den bisherigen nicht-aktiven Finanzmarktteilnehmenden geben an, dass sie auf entsprechende Kundennachfrage reagieren würden (Gruppe der „potentiellen Nutzer“). Unterstützt würde dies zudem z.B. durch eine quantitativere Berichterstattung bzw. der Anwendung geläufiger Berichterstattungsrahmenwerke. Empfehlungen für die Gruppe der „potenziellen Nutzer“ decken sich mit denen, für die bereits aktiven ESG-Nutzer, da die Anforderungsprofile größtenteils übereinstimmen (siehe Abschnitt 5.2. und Abschnitt 6). Daneben wird deutlich, dass eine Gruppe von Akteuren starke Vorbehalte gegenüber ESG hegen (zugespitzt als Gruppe der „Verweigerer“ bezeichnet).

Ein Grund für diese Einstellung könnte darin liegen, dass hinter Forderungen zur Integration ideologische Motive gesehen werden (beispielhafter Kommentar: “I prefer non ideological investments”). Dahinter könnten etwa (unbewusste) Grundfesten des Investment Banking-Ethos stehen: Shareholder Return zählt, und zwar ausschließlich. An dieser Haltung kann vermutlich keine noch so nutzerorientierte Gestaltung von Indikatoren etwas ausrichten. Die folgenden Empfehlungen richten sich daher auf Maßnahmen, um die Vorbehalte dieser Gruppe zu adressieren.

Empfehlungen

- ▶ **Hochschulen und Ausbildungsinstitute für Finanzmarktteilnehmende** sollten dafür sorgen, dass nachhaltiges Investieren integraler Bestandteil der Curricula für Investment Professional-Ausbildungen wird. Dies kann dazu beitragen Kompetenzen frühzeitig aufzubauen und Berührungspunkte abzubauen.
- ▶ Die **akademische Forschung** im Bereich Ökonomie/Investition sollte grundlegende Investmenttheorien und -methoden (z.B. das Capital Asset Pricing Model CAPM) dahingehend überarbeiten, dass ökologische und soziale Auswirkungen integriert berücksichtigt werden können.
- ▶ Die **Politik** sollte aktiv (z.B. im Rahmen ihrer Förderprogramme für Forschung und Entwicklung) fördern, dass neue Ansätze zur Integration von Nachhaltigkeit in Investmententscheidungen entwickelt werden. Hierbei sollten auch die neuen Akteure aus der High-Tech bzw. Start-up-Szene Big Data und FinTech-Ansätze einbezogen werden, da diese einen wichtigen Beitrag zum Umgang mit der komplexen, multikriteriellen Natur von Nachhaltigkeitsthemen leisten können.
- ▶ **Investoren** bzw. Asset Owners sollten sowohl gegenüber den Investmentmanagern als auch gegenüber den Unternehmen, in die sie neu investieren, deutlicher die Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten artikulieren und damit die Kundennachfrage weiter stärken. Der Staat könnte dabei in der Verwaltung des öffentlichen Vermögens ebenfalls noch eine stärkere Vorbildfunktion einnehmen.

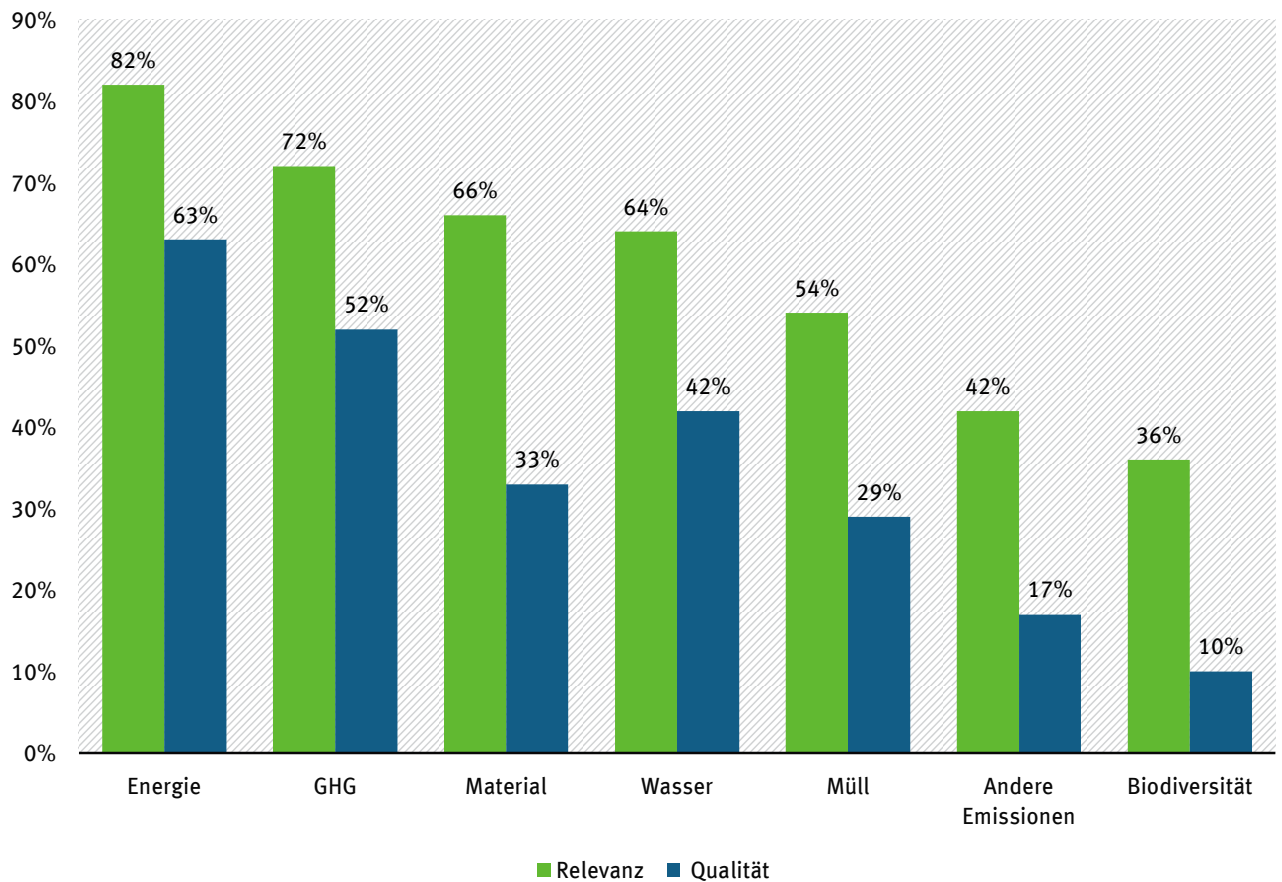
5.2. Einschätzung aus Sicht von Finanzmarktteilnehmenden, die Umweltaspekte bereits berücksichtigen

Etwa drei Viertel der Befragungsteilnehmenden (N=48) berücksichtigen Umweltaspekte bereits im Investitionsprozess. Für diese Gruppe ist die Fokussierung auf wesentliche branchenspezifische Themen wichtig. 80 Prozent der ESG-aktiven Finanzmarktteilnehmenden sahen hier eine hohe Bedeutung. Von den nicht aktiven Finanzmarktteilnehmenden teilten nur 43 Prozent diese Einschätzung. Wir nehmen an, dass die intensivere Beschäftigung mit ESG sukzessive zu einer stärkeren Berücksichtigung von branchenspezifischen Chancen und Risiken führt.

Im Rahmen der Befragung der Finanzmarktteilnehmenden haben wir zudem eine allgemeine Einschätzung der Relevanz verschiedener Umweltthemen ermittelt. Die Befragung zeigte, dass der Energieverbrauch das höchste Interesse findet, gefolgt von Treibhausgasemissionen. Biodiversität trifft derzeit auf das geringste Interesse. Es scheint einen Zusammenhang zwischen der Einschätzung zur Informationsqualität und dem Investoreninteresse zu geben, wobei in allen Fällen die Informationsqualität deutlich unter den Investorenerwartungen bleibt.

Abbildung 7:

Relevanz von Umweltthemen und Einschätzung der Berichtsqualität



Anteil der aktiven Finanzmarktteilnehmenden Antworten, die die Relevanz als hoch einschätzen (4 oder 5) und die Qualität als gut (4 oder 5) N=48

Quelle: Eigene Darstellung

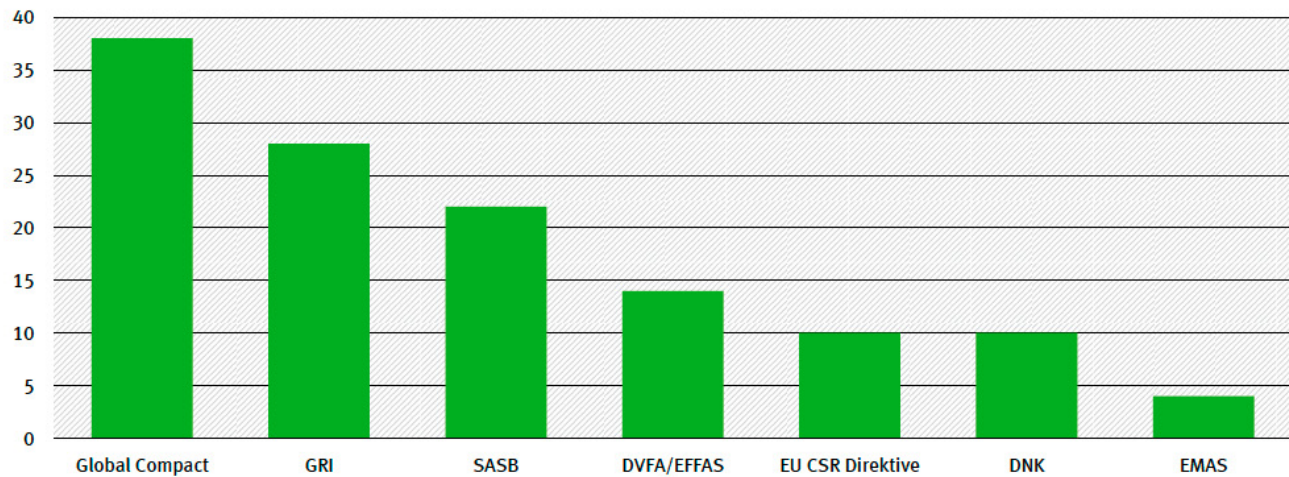
Bestehende Standards bilden Anforderungen an Umweltinformationen bereits ab. Die höchste Relevanz wird hierbei dem UN Global Compact als übergreifendem Rahmen zugemessen. Indikatoren-spezifische Leitlinien und Standards werden ebenfalls als wichtig erachtet.

Der GRI-Leitfaden wird als globales Rahmenwerk dabei als am wichtigsten beurteilt. Interessant ist, dass die Berichts-anforderungen von SASB schon von über 40 Prozent als relevant erachtet werden, obwohl diese für SEC-gelistete Unternehmen⁶ entwickelt wurden.

⁶ U.S. Securities and Exchange Commission.

Abbildung 8:

Relevanz verschiedener Nachhaltigkeitsstandards und -rahmenwerke



Anzahl der aktiven Finanzmarktteilnehmenden, die die Relevanz verschiedener Standards und Guidelines als hoch einschätzen (4 oder 5) N=48

Quelle: Eigene Darstellung

Die Befragungsergebnisse verdeutlichen damit die Bedeutung sektorspezifischer Informationen ebenso wie die Wichtigkeit einer Orientierung an etablierten Rahmenwerken der Berichterstattung. Es wird zudem deutlich, dass die Qualität der berichteten Informationen deutlich unter den Investorenerwartungen liegt. Zur Ableitung weiterer Empfehlungen erfolgte daher zunächst eine Analyse der Eignung bisheriger Berichtsrahmenwerke für investorenorientierte Berichterstattung.

6. Eignung bisheriger Berichtsrahmenwerke für investorenorientierte Berichterstattung

Bestehende Indikatorenkataloge berücksichtigen die Anforderungen von Investoren in unterschiedlichem Maße. Besondere Relevanz haben hierbei GRI, SASB sowie die DVFA/EFFAS KPIs for ESG.⁷

Diese wurden anhand der folgenden Beurteilungskriterien analysiert:⁸

1) **Investorenbezug** – Werden Investoreninteressen systematisch in der Auswahl von Indikatoren berücksichtigt? Hierfür betrachten wir die **Wesentlichkeitsdefinition** und berücksichtigen zudem das **Investoreninteresse** auf Basis der Ergebnisse unserer Investorenbefragung.

2) **Sektorspezifische Indikatoren** – Die Ergebnisse der Investorenbefragung unterstreichen, wie wichtig sektorspezifische Indikatoren sind. Wir analysieren daher anhand der **Anzahl abgedeckter Sektoren**, ob und in welchem Umfang sektorspezifische Indikatoren beinhaltet sind.

3) **Nutzung durch Unternehmen** – im Interesse der Vergleichbarkeit und weiteren Standardisierung der Berichterstattung betrachten wir zudem die **Anwendungshäufigkeit** in der Unternehmensberichterstattung.

Die Indikatorenkataloge wurden anhand einer dreistufigen Skala von einer geringen über eine teilweise bis hin zu einer hohen Eignung im Hinblick auf die eben genannten Kriterien hin beurteilt. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die Ergebnisse dieser Untersuchung.

⁷ UN Global Compact, die EU-CSR-Richtlinien sowie der DNK beinhalten keine eigenen Nachhaltigkeitsindikatoren, sondern verweisen auf andere etablierte Indikationensets und wurden deshalb nicht näher analysiert. EMAS diskutieren wir an dieser Stelle ebenfalls nicht näher, da die Investoreneinschätzung hier nur geringe Relevanz aus Investorensicht ergab.

⁸ Weitere Beurteilungskriterien finden Sie im detaillierten Projektbericht.

Tabelle 1

Beurteilung wichtiger Indikatorensets

Beurteilungskriterien	GRI G4	SASB	DVFA/EFFAS KPIs for ESG
Investorenbezug	teilweise	hoch	hoch
Sektorspezifische Indikatoren	teilweise	hoch	hoch
Nutzung durch Unternehmen	hoch	gering	gering

Qualitative Einschätzung in den Ausprägungen „hoch“, „teilweise“, „gering“ und „nicht vorhanden“. Detaillierte Kriterien sowie eine Einschätzung weiterer Indikatorensets finden sich im ausführlichen Forschungsbericht.

Quelle: Eigene Darstellung

Im Hinblick auf den **Investorenbezug** zeigte sich aus unserer Befragung, dass GRI hohe Akzeptanz besitzt. Gleichwohl erzielten auch SASB und DVFA/EFFAS hohe Zustimmungswerte (siehe Abschnitt 5.2.). Die Rahmenwerke unterscheiden sich deutlich in Konzeption und Inhalt. Ein fundamentaler Unterschied liegt in den unterschiedlichen Zwecksetzungen, die sich in den jeweiligen Wesentlichkeitsdefinitionen bzw. -konzepten am besten zeigen. GRI definiert relevante Themen als solche, „die für die Darstellung wirtschaftlicher, ökologischer und gesellschaftlicher Auswirkungen der Organisation als wichtig einzustufen sind oder möglicherweise Einfluss auf Entscheidungen von Stakeholdern haben“. Investoren sind eine mögliche wichtige Stakeholder-Gruppe. Direkte Rückschlüsse auf die Wesentlichkeit für Investoren sind durch die Multi-Stakeholder-Perspektive nicht immer möglich. Für SASB ist dagegen Adressat und Maßstab für Bestimmung der Wesentlichkeit der „reasonable investor“⁹ und auch DVFA/EFFAS richtet sich unmittelbar an Investoren, die in die Indikatorenauswahl im Rahmen von Befragungen und Konsultationsprozessen mit einbezogen wurden.

Im Hinblick auf **sektorspezifische Vorgaben** zeigt sich ein ähnliches Bild: GRI deckt mit „Sector disclosures“ insgesamt 10 Sektoren ab. Für die Mehrzahl der Sektoren existieren solche Vorgaben jedoch nicht. SASB sowie die DVFA/EFFAS KPIs for ESG decken dagegen das komplette Sektorspektrum von Unternehmen ab. SASB mit Vorgaben für 79 „Industries“ mit jeweils detaillierten Berichterstattungsvorgaben, DVFA/EFFAS mit Indikatoren für 114 „Subsectors“ hinsichtlich der Sektoreinteilung noch etwas detaillierter als SASB, allerdings mit weniger detailliert ausgeführten Berichtsvorgaben.

Die **Nutzungshäufigkeit** spricht – Stand heute – klar für GRI. Im Jahr 2014 wurden weltweit mehr als 4.000 GRI-Berichte veröffentlicht, davon 134 durch deutsche Unternehmen. GRI hat sich damit als de-facto Standard für die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Konzernen etabliert.¹⁰ SASB steht dagegen noch am Anfang der praktischen Umsetzung mit ersten Unternehmen wie Bloomberg in der Pilotphase. DVFA/EFFAS und SASB werden jedoch häufig implizit z.B. im Rahmen der Wesentlichkeitsanalyse, durch Unternehmen berücksichtigt.

Analysten von Nachhaltigkeitsratingagenturen spielen auch im Hinblick auf die Auswertung der Indikatoren eine zentrale Rolle als Informationsintermediäre, die die Unternehmensinformationen erheben und strukturiert auswerten. Um zu beurteilen, welche Indikatoren durch Unternehmen berichtet werden sollten, ist es daher wichtig, die von Nachhaltigkeitsanalysten an Unternehmen gerichteten Informationsanforderungen zu verstehen. Details der Methodik von Nachhaltigkeitsanalysten sind jedoch trotz verschiedener Transparenzinitiativen überwiegend eine „Black-Box“. Während die allgemeine Rating-Methodik und die zugrunde liegenden Prinzipien inzwischen häufig offengelegt werden, legen nur wenige eine Übersicht der je Branche analysierten Themen, deren Gewichtung und die im Detail dahinter stehenden Indikatoren offen.

⁹ Der Begriff „reasonable investor“ wird häufig in der Finanzregulierung verwendet und ist eine Fiktion eines Investors, der immer gleichermaßen vernünftig und verständig ist.

¹⁰ Auswertung der GRI-Berichtsdatenbank mit Stand 15.1.2016, GRI G3.0, G3.1, G4 sowie „GRI referenced“.

Empfehlungen

- ▶ **Investoren** sollten ihre Anforderungen an Nachhaltigkeitsdaten in punkto Umfang (welche) und Qualität (welcher Detailgrad) an Rating-Agenturen und Datenanbieter sowie an Unternehmen kommunizieren.
- ▶ **Rating-Agenturen** sollten sich auf (a) weniger Nachhaltigkeitsindikatoren fokussieren, soweit dies mit Kundenanforderungen vereinbar ist¹¹, (b) deren Wirkung und Bedeutung aber besser erklären, (c) die Nutzung durch Investoren besser an die beurteilten Unternehmen kommunizieren.
- ▶ **Unternehmen** sollten (a) bei der Indikatorenauswahl Ratinganforderungen gezielt berücksichtigen, (b) deren Wirkung und Bedeutung besser erklären, (c) sie quantifizieren, und (d) möglichst tabellarisch darstellen.
- ▶ **Unternehmen**, die GRI G4 anwenden, und dabei die Nützlichkeit für Investoren nicht aus dem Auge verlieren möchten, wird empfohlen, ergänzend Indikatoren aus dem Katalog von SASB oder DVFA/EFFAS zu berücksichtigen.

Detaillierte Forschungsergebnisse finden Sie im Endbericht zum Forschungsprojekt.

¹¹ Zunächst lautete die Empfehlung an dieser Stelle ohne Einschränkung, dass sich Analysten auf weniger Nachhaltigkeitsindikatoren fokussieren sollten. Im Feedback-Fragebogen zum Fachgespräch zeigte sich jedoch, dass rund die Hälfte der Teilnehmenden dieser Empfehlung nicht zustimmt. Als zentraler Grund hierfür wird angeführt, dass die Analysten sehr unterschiedliche Kunden bedienen und sich aus deren Anforderungen in Summe eine hohe Zahl von Indikatoren ergibt (insbesondere von Rohdatennutzern). Um diesem Umstand gerecht zu werden, wurde die Empfehlung dahingehend erweitert, dass eine Reduktion mit Kundenanforderungen vereinbar sein muss. Mit Blick auf die Akzeptanz von Unternehmensseite, aber auch den Mehrwert des Rating-Urteils, sollten die Rating-Agenturen dennoch Anstrengungen unternehmen, ihren Fragen- und Indikatorenkatalog weiter zu schärfen. Sie sollten zudem aktiv an Unternehmen kommunizieren, welche Indikatoren von besonders vielen Investoren nachgefragt werden sowie mit Kunden in Dialog gehen, die aus Sicht der Rating-Agentur unwesentliche Indikatoren abfragen.

Quellenverzeichnis

Busch, T./Bauer, R./Orlitzky, M.(2015), Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues, in: Business & Society.

DVFA/EFFAS (2010), KPIs for ESG.

Forum Nachhaltige Geldanlagen (2017), Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen.

Friede, G./Busch, T./Bassen, A. (2015), ESG and financial performance. Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Vol. 5, S. 210-233.



Global Sustainable Investment Alliance (2014), Global Sustainable Review.

Ioannou, I./Serafeim, G. (2014), The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting: Evidence from Four Countries.

Margolis, J. D./Walsh, J. P. (Hrsg.) (2011), People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance., Mahwah, NJ.



► **Diese Broschüre als Download**
[Kurzlink: <http://bit.ly/2dowYYI>]

 www.facebook.com/umweltbundesamt.de
 www.twitter.com/umweltbundesamt