

2 Klimaschutzfonds als Instrument der nachhaltigen Kapitalanlage für Privatanleger

Das Ziel von Kapitel 2 ist es, sowohl den Bezugsrahmen, in welchem die weitere finanzwirtschaftliche Analyse stattfindet, zu setzen und näher zu beschreiben, als auch das Forschungsobjekt eines nachhaltigen Publikumsfonds mit Bezug zum Klimaschutz – im Folgenden auch **Klimaschutzfonds** genannt – abzugrenzen und zu konkretisieren. Den Ausgangspunkt hierfür bilden die deutschen Klimaschutzziele und der Finanzierungsbedarf zur Erreichung dieser. Daran anschließend werden Klimaschutzfonds als nachhaltige Investmentfonds vorgestellt und im Sinne einer Vorstudie eine Marktübersicht und Klassifizierung der bereits am Markt verfügbaren Klimaschutzfonds gegeben. Um das Forschungsobjekt weiter zu konkretisieren, werden anschließend rechtliche Grundlagen und weitere Merkmale von Investmentfonds kurz vorgestellt, bevor der Investment- und Wertschöpfungsprozess betrachtet wird. Dort wird in Unterkapiteln auf einzelne Aspekte und Besonderheiten aus agencytheoretischer und behavioralistischer Sicht als Grundlagen und Anknüpfungspunkte der explorativ-empirischen Untersuchung eingegangen. Als Grundlagen für die folgenden Ausführungen, werden zunächst die für die weiteren Ausführungen elementare Begriffe der Nachhaltigkeit, des anthropogenen Klimawandels und des Klimaschutzes definiert und ihre Zusammenhänge kurz dargestellt.

Der Begriff der „**Nachhaltigkeit**“ wird in vielfältiger Weise verwendet und scheint daher nicht eindeutig definiert. Die bis heute am weitesten verbreitete Definition ist die der nachhaltigen Entwicklung nach der World Commission on Environment and Development (WCED). Die WCED definiert in ihrem 1987 erschienenen Bericht „Our Common Future“ eine solche Entwicklung als

„... development, that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.“⁵⁶

In der Konferenz der Vereinten Nationen über Umwelt und Entwicklung 1992 in Rio de Janeiro wurde das Konzept der nachhaltigen Entwicklung des Brundtland-Berichtes weiter entwickelt und in der abschließenden Deklaration, der sogenannten Agenda 21, zu einem globalen, normativen Leitbild der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung erklärt. Dieses Leitbild, zu dem sich 179 Staaten verpflichteten, konkretisiert nachhaltige Entwicklung besonders in der inter- und intragenerationalen Gerechtigkeit als Verteilungsgerechtigkeit von Lebenschancen und Ressourcen innerhalb einer Generation und langfristigen Verantwortung gegenüber zukünftigen Generationen weiter und stellt das Konzept auf die drei Säulen Ökologie, Ökonomie und Soziales.⁵⁷ Auf dem UN-Nachhaltigkeitsgipfel vom 25. bis 27.09.2015 verabschiedeten alle 193 UN-Mitglieder 17 Nachhaltigkeitsziele, die sogenannten Sustainable Development Goals, die im Rahmen einer neuen Agenda der nachhaltigen Entwicklung weiter konkretisiert und definiert werden. Die Ziele stehen dabei in Wechselwirkung und werden durch umfangreiche Unterziele weiter konkretisiert.⁵⁸

⁵⁶ WCED (1987), Kapitel 2, Punkt 1. Diese Definition findet sich nahezu unverändert in der DIN ISO-Norm 26000. Dort wird nachhaltige Entwicklung definiert als „Entwicklung, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne zu riskieren, dass künftige Generationen ihre eigenen Bedürfnisse nicht befriedigen können.“ (DIN ISO (2011), S. 18). Nach der damaligen Vorsitzenden der WCED, Gro Harlem Brundtland, wird der Bericht auch häufig „Brundtland-Bericht“ genannt. (Vgl. Schäfer/Lindenmayer (2005), S. 10 und dort auch die Kritik an der Definition als sehr allgemein, unscharf und interpretationsbedürftig.) Tremmel (2004), S. 27ff. sieht sowohl die Gleichsetzung der Begriffe Nachhaltigkeit und nachhaltige Entwicklung als problematisch an, wie auch die Gleichsetzung des deutschen Begriffes Nachhaltigkeit und des englischen Begriffes sustainability. Da die Begriffe in der weiteren Literatur jedoch überwiegend synonymisch verwendet werden (vgl. z.B. Corsten/Roth (2012), Nutzinger/Radke (1995), Renn u.a. (2007) und Jeucken (2001)), schließt sich die vorliegende Arbeit diesem Vorgehen an.

⁵⁷ Vgl. United Nations (1992b), United Nations (1992a), Loew u.a. (2004), S. 58f., Renn u.a. (2007), S. 9f. und Schäfer/Lindenmayer (2005), S. 10f. Nach Renn u.a. (2007), S. 10. umfasst das Konzept der inter- und intragenerationalen Gerechtigkeit nicht nur die Verteilung von natürlichen Ressourcen, sondern auch weitere wirtschaftliche und soziale Errungenschaften, demokratische und friedliche Strukturen, Manifestationen kultureller und sozio-kultureller Identität und Wissen.

⁵⁸ Vgl. United Nations (2015b), United Nations (2015a) und ICSU (2015). So bildet beispielsweise die Integration von Klimaschutz-Maßen in nationale Politiken und Strategien ein Unterziel des 13. Ziels Climate Action und die substanzielle Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energien am weltweiten Energiemix bis 2030 ein Unterziel von Ziel 7 Affordable and Clean Energy. (Vgl. United Nations (2015b).)

Die Deutsche Bundesregierung sieht Nachhaltigkeit und nachhaltige Entwicklung als Leitprinzip ihrer Politik, mit dem Ziel der „... Erreichung von Generationengerechtigkeit, sozialem Zusammenhalt, Lebensqualität und Wahrnehmung internationaler Verantwortung. In diesem Sinne sind wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, der Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen und soziale Verantwortung so zusammenzuführen, dass Entwicklungen dauerhaft tragfähig sind.“⁵⁹ Damit greift die Deutsche Bundesregierung die Definition der Agenda 21 auf und somit ebenfalls auf das Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit und die Definition der Brundtland-Kommission zurück.⁶⁰

Als Teilbereich der Nachhaltigkeit bedeutet die ökologische Nachhaltigkeit die Erhaltung des Naturkapitals und seiner produktiven Kapazitäten. Sie ist notwendige Bedingung zur Erreichung des ihr übergeordneten Zieles des nachhaltigen Wachstums, welches zur intra- und intergenerativ-gerechten Sicherung eines bestimmten Konsumniveaus zur Befriedigung der Grundbedürfnisse einer jeden Generation notwendig ist. Das Naturkapital wird als nicht beliebig substituierbar angenommen, da die Existenz einer Untergrenze dieses natürlichen Ressourcenbestandes vermutet wird, ab deren Unterschreiten menschliches Überleben als nicht möglich angesehen wird. Nachhaltige Entwicklung hat somit eine ökologisch tragfähige Entwicklung zum Kern. Diese Auffassung der Nachhaltigkeit greift wiederum zurück auf die Idee des Club of Rome der Existenz von Grenzen des nachhaltigen Wachstums.⁶¹ Aufgrund ihrer begrenzenden Wirkung auf eine nachhaltige Entwicklung geraten ökologische Diskontinuitäten somit zunehmend in den Fokus der Nachhaltigkeit. Die derzeit als bedeutendste identifizierte ökologische Diskontinuität ist der (anthropogene) **Klimawandel**. Dieser gilt heute als Megatrend und eine der wichtigsten und größten Herausforderungen im ökologischen Teilbereich

⁵⁹ Deutsche Bundesregierung (2012), S. 27. Die Deutsche Bundesregierung nutzt hier die Begriffe Nachhaltigkeit und nachhaltige Entwicklung wiederum synonymisch. Zur aktuellen Ausgestaltung des Begriffsverständnisses der Bundesregierung in der Deutschen Nachhaltigkeitsstrategie, vgl. Deutsche Bundesregierung (2016).

⁶⁰ Vgl. Rat für Nachhaltige Entwicklung (2012), S. 1ff.

⁶¹ Vgl. Nutzinger/Radke (1995), S. 23-46, Vornholz (1995), S. 81ff., Schäffler/Fahl (1995), S. 118-122, Meadows u.a. (1972) und Meadows u.a. (2009). Damit ergibt sich jedoch auch ein konfliktbehaftetes Spannungsfeld zwischen den sozialen, ökonomischen und ökologischen Zielen des nachhaltigen Wachstums, denn während z.B. Armut eine Ursache von Umweltzerstörung sein kann, muss der ressourcenschonende Umgang mit der Umwelt nicht notwendig zu einer Beseitigung von Armut führen. (Vgl. Nutzinger/Radke (1995), S. 36-46.)

der Nachhaltigkeit sowie aufgrund seiner möglichen, weitreichenden Wirkungen auch in der Nachhaltigkeit allgemein.⁶²

Unter Klima wird – in Abgrenzung zu Wetter als Begriff für kurzfristige physikalisch-meteorologische Bedingungen und Geschehnisse in der Atmosphäre an einem bestimmten Ort – die Statistik des Wetters für einen bestimmten Ort über eine zur Bestimmung der statistischen Eigenschaften geeignete, üblicherweise 30jährige Zeitspanne verstanden. Das Klimasystem umfasst neben der Atmosphäre auch weitere Elemente wie die Hydrosphäre, die oberflächennahe Lithos- und Pedosphäre, die Biosphäre und die Kryosphäre.⁶³

Diese verschiedenen Elemente des Klimasystems stehen in teilweise sehr komplexen Wechselwirkungen zueinander. Von zentraler Bedeutung für das Klimasystem ist der natürliche Treibhauseffekt, da dieser für die Erwärmung der Erdoberfläche und der erdnahen Atmosphäre, der Troposphäre, maßgeblich ist. Kurzwellige Sonnenstrahlen können die Atmosphäre nahezu ungehindert passieren und die Erdoberfläche erreichen und erwärmen. Die so erhitzte Erdoberfläche strahlt dann allerdings langwellige Wärmestrahlung ab. Im Gegensatz zur kurzwelligen Sonnenstrahlung kann die langwellige Wärmestrahlung die Atmosphäre jedoch nicht ungehindert passieren und wird in dieser von den klimawirksamen Treibhausgasen wie Wasserdampf (H₂O), Kohlendioxid (CO₂), Methan (CH₄), Lachgas (N₂O) und Ozon (O₃) absorbiert und wieder emittiert – und gelangt damit zum Teil auch wieder zurück zur Erdoberfläche. Der natürliche Treibhauseffekt führt so zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Erdoberflächentemperatur um 33°C von -18°C auf +15°C und ist daher notwendig für Leben auf der Erde. Die klimawirksamen Treibhausgase sind auch ohne menschlichen Einfluss in der Atmosphäre in unterschiedlicher Konzentration vorhanden. Sie weisen zudem unterschiedliche Treibhauspotenziale auf und besitzen unterschiedliche Verweildauern in der Atmosphäre. Aufgrund der unterschiedlichen Treibhauspotenziale anderer Treibhausgase werden diese teilweise im Vergleich zu CO₂ als CO₂-Äquivalente (CO₂e) gemessen.⁶⁴

⁶² Vgl. Kirchgeorg (2012), S. 113ff., Biebeler u.a. (2008), S. 32ff., World Economic Forum (2014), S. 16, de Haan u.a. (2008), S. 3f. und Hesse (2008), S. 8f. Entsprechend bedeutend ist der Klimaschutz in der Nachhaltigkeitsstrategie der Deutschen Bundesregierung verankert. (Vgl. Deutsche Bundesregierung (2012), S. 143ff.)

⁶³ Vgl. Latif (2009), S. 11-13, Lange (2005), S. 29-31 und Germanwatch (2011), S. 6.

⁶⁴ Vgl. Germanwatch (2011), S. 6f., Höppe (2011), S. 7, Rahmstorf/Schellnhuber (2012), S. 30-32 und IPCC (2013), S. 126f.

Demgegenüber wird der anthropogene Klimawandel durch einen anthropogenen Treibhauseffekt verursacht. Zusätzlich zu den in der Atmosphäre natürlich vorhandenen Treibhausgasen erhöht die Menschheit speziell seit der Industrialisierung durch Emissionen, die insbesondere bei der Verbrennung fossiler Energieträger und der Landnutzung durch Waldrodung, Viehhaltung oder Reisanbau entstehen, die Konzentration der natürlich vorhandenen Treibhausgase in der Atmosphäre oder fügt neue, synthetische Treibhausgase, wie die Fluorchlorkohlenwasserstoffe (FCKW) hinzu. Den höchsten Anteil am anthropogenen Treibhauseffekt besitzt CO₂. Durch die Zunahme der Konzentration der Treibhausgase wird der zusätzliche, anthropogene Treibhauseffekt verursacht, der den natürlichen Treibhauseffekt verstärkt und die Erdoberfläche global durchschnittlich erwärmt und damit die Elemente des Klimasystems und somit auch das Klima(system) selbst verändert.⁶⁵

Der Eingriff des Menschen in den Kohlenstoffkreislauf verursacht also eine Wirkungskette, die allerdings in ihrer Verknüpfung von Emissionen, Konzentrationen der Treibhausgase, Temperaturanstieg und Klimaänderungen äußerst komplex ist und in welcher zahlreiche – negative wie positive, teils noch unerforschte – Rückkopplungseffekte wirken. Die Reagibilität des Klimasystems auf Änderungen der anthropogenen Emissionen ist zudem träge und es können bei Überschreitung bestimmter Schwellenwerte für die Konzentration von CO₂e abrupte und/oder auch irreversible Änderungen im Klimasystem eintreten.⁶⁶

Klimaschutz bedeutet demnach also die Begrenzung der anthropogenen Emissionen von CO₂e. Um die Auswirkung auf die durchschnittliche Erwärmung des Planeten bis zum Jahr 2100 abzuschätzen, analysierte das *Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)* verschiedene Emissions- und Konzentrationsszenarien, teilweise unter Berücksichtigung von Kippelementen, die auch bei nur kurzfristiger Überschreitung einer bestimmten Konzentration von CO₂e entstehen können.⁶⁷ Das IPCC beschreibt dann auf Grundlage dieser Szenarien Risiken, die sich je nach Höhe des Temperaturanstieges im Vergleich zur Periode 1986-2005

⁶⁵ Vgl. Latif (2009), S. 57-64, Stern (2009), S. 32-47 IPCC (2014a), S. 16ff. und IPCC (2013).

⁶⁶ Vgl. Stern (2009), S. 32-47 IPCC (2014a), S. 16ff. und IPCC (2013).

⁶⁷ Vgl. IPCC (2014a), S. 8-10 und S. 23f. Beispiele für solche positiven Rückkopplungen und Kippelemente finden sich in Latif (2009), S. 32ff. und Stern (2007), S. 10ff.

in unterschiedlicher Stärke als Auswirkungen des anthropogenen Klimawandels für Gesellschaft, Wirtschaft und Ökosysteme ergeben.⁶⁸

Die Auswirkungen des anthropogenen Klimawandels zeigen, dass dieser innerhalb der ökologischen Nachhaltigkeit eine herausragende Bedeutung als eine in ihrem Mechanismus komplexe und in der zeitlichen Wirkung eventuell abrupte und ansonsten mittel- bis langfristige, global wirkende Grenze einer nachhaltigen Entwicklung darstellt.⁶⁹ Ebenso zeigt sich in den Szenarien und deren Auswirkungen, dass das Klima- und Ökosystem mit der sozio-ökonomischen Entwicklung der Menschheit in Wechselwirkung steht. Als grundsätzliche Strategien für den Umgang mit dem Klimawandel existieren die **Adaption** als Anpassungsstrategie an den Klimawandel und die **Mitigation** im Sinne der Milderung der Folgen des Klimawandels. Die Strategien der Adaption und der Mitigation ergänzen sich gegenseitig. Da das Ziel der Mitigationsstrategie in der Reduktion der Emissionen von CO₂e besteht, wird diese auch als Klimaschutz im engeren Sinne betrachtet. Die Adaptionsstrategie hingegen zielt darauf ab, die Verwundbarkeit des sozio-ökonomischen Systems durch die Folgen des Klimawandels zu reduzieren.⁷⁰

Eine bedeutende Analyse der ökonomischen Folgen des anthropogenen Klimawandels ist der „Stern Review on the economics of climate change“⁷¹. Stern stellte fest, dass der Klimawandel Folge eines Marktversagens aufgrund fehlender Preise für diese Emissionen ist. Das von Stern entwickelte Modell zur Bewertung der Risiken des Nichthandelns, der Risiken der Mitigation und der Adaption vergleicht die Kosten der jeweiligen Alternativen. Nichthandeln im Sinne eines business as usual-Szenarios verursacht demnach zum Ende des 21. Jahrhunderts jährliche Kosten in Höhe von dauerhaft 5-20% des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die jährlichen Kosten für Maßnahmen der Mitigation im Sinne einer Begrenzung der Temperaturerhöhung auf 2°C werden hingegen auf durchschnittlich

⁶⁸ Vgl. Germanwatch (2014b), S. 12 und IPCC (2014c), S. 13. Für eine vertiefende Betrachtung der Risiken und Verwundbarkeiten vgl. Füßel (2012a), S. 45ff. Füßel (2012b), S. 9ff., Füßel u.a. (2012), S. 19ff. und Lotze-Campen u.a. (2012), S. 33ff.

⁶⁹ Vgl. Meadows u.a. (2009), S. 113-120, Hesse (2008), S. 5-13 WBGU (2014b), S. 14ff. und IPCC (2014a), S. 34ff. Diese Idee findet sich auch als Teil des ökologischen Fußabdruckes in Wackernagel u.a. (1997) und Wackernagel u.a. (2002) und wird auch aufgegriffen von WWF (2014), S. 69ff.

⁷⁰ Vgl. IPCC (2014d), S. 216f., Stern (2009), S. 79-81, Stecher/Fichter (2010), S. 53f. und IPCC (2014a), S. 29ff. Für eine umfangreiche Diskussion zur Abgrenzung der Begriffe Resilienz, Verwundbarkeit und Adaption, vgl. Janssen u.a. (2006), S. 240ff. und Janssen (2007).

⁷¹ Vgl. Stern (2007).

und ebenfalls dauerhaft 1% des jährlichen, weltweiten BIP geschätzt⁷² und würden damit unter jenen Kosten des Nichthandelns liegen. Mit diesem Vergleich wurde in einem ökonomischen Kalkül für wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Internalisierung des externen Effekts der kostenlosen anthropogenen Treibhausgasemissionen und die Aufnahme weiterer Aktivitäten der Adaption und Mitigation argumentiert.⁷³

Mitigationsmaßnahmen machen also Investitionen in den Klimaschutz notwendig, d.h. einerseits direkt in das Naturkapital und andererseits in Energie- und Ressourceneffizienz. Dies wiederum erfordert neue Investitionsmuster, deren regulatorische Rahmenbedingungen vorzugeben sind.⁷⁴ Im Sinne eines „Global Deal on Climate Change“⁷⁵, wie ihn beispielsweise die *United Nation Environment Programme Finance Initiative (UNEPFI)* vorschlägt, zählen zu den wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die einen solchen Rahmen schaffen, die Förderung des Aufbaus eines globalen Emissionsrechtehandelssystems mit weltweiten Emissionszielen und die **Mobilisierung des Finanzsektors** zur Unterstützung weiterer Klimaschutzziele wie beispielsweise der Entwicklung klimaschützender Technologien.⁷⁶

Das folgende Unterkapitel beschäftigt sich daher mit den regulatorischen Rahmenbedingungen für Investitionen und insbesondere mit den in den europäischen Rahmen eingebetteten Klimaschutzzielen Deutschlands.

⁷² Für eine aktuellere Schätzung der Kosten von Mitigationsmaßnahmen zur Erreichung des 2°C-Ziels der Erwärmung und unter Berücksichtigung verschiedener Maßnahmenszenarien, vgl. Knopf u.a. (2012a), S. 140-144. Eine Studie im Auftrag des Germanwatch e.V. kommt zu dem Ergebnis, dass ein (weltweiter) Klimaschutz, der die Temperaturerhöhung auf 2°C begrenzt, ca. 5 Billionen Euro kostet, jedoch Klimaschadenskosten in Höhe von 16 Billionen Euro verhindert. (Vgl. Germanwatch (2015a), S. 2 und Germanwatch (2015c), S. 26ff.)

⁷³ Vgl. Stern (2007), S. 23ff., S. 122ff, S. 143ff. und Stern (2009), S. 22-26 und S. 116-121.

⁷⁴ Vgl. UNEP (2011) und WBGU (2014a), S. 37f., Weistroffer (2007), S. 6, Dugolecki/Lafeld (2005), S. 6 und Schwarz u.a. (2008), S. 38-45. Arbeiten, die die Bedeutung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Investitionen in den Klimaschutz detailliert darlegen und berechnen – teils unter Verwendung des Realoptionsansatzes – sind z.B. Anda u.a. (2009), Auerswald/Leuthold (2009), Blyth u.a. (2007), Bodell (2008), Botterud u.a. (2005), Fuss u.a. (2009) und Fuss u.a. (2012).

⁷⁵ UNEPFI (2009)

⁷⁶ Vgl. UNEPFI (2009) und Stern (2009), S. 178ff. Weitere Politikinstrumente sind ökonomische Anreize wie Steuern, Strafen und Subventionen, direkte regulatorische Maßnahmen wie technologische Standards, Informationsprogramme wie **Kennzeichnungen durch Labels**, öffentliche Beschaffungen und freiwillige Aktionen, die von Regierungen, Unternehmen oder Nichtregierungsorganisationen (NGOs) initiiert werden. (Vgl. WBGU (2014a), S. 38f und IPCC (2014a), S. 33f.)

2.1 Die Klimaschutzziele Deutschlands im Kontext der EU

Da der Klimawandel als globales Problem erkannt wurde, folgten der Gründung des IPCC im Jahr 1990 erste Verhandlungen der Vereinten Nationen über eine gemeinsame Rahmenkonvention zum Klimaschutz. Diese mündeten auf dem Umweltgipfel in Rio 1992 in der Gründung der *United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC)*, einem Maßnahmenkatalog mit dem Ziel, die Konzentration der Treibhausgase in der Atmosphäre auf ein solches Niveau zu begrenzen, welches gefährliche Störungen des Klimasystems verhindert. Die weitere Konkretisierung dieses Zieles wird in den seit 1995 jährlich stattfindenden Weltklimakonferenzen verhandelt.⁷⁷

Als erstes internationales ordnungspolitisches Instrument des Klimaschutzes wurde 1997 auf der dritten Weltklimakonferenz das nach dem Konferenzort benannte Kyoto-Protokoll beschlossen, in welchem sich die das Protokoll ratifizierenden Industriestaaten in Form eines völkerrechtlichen Vertrages zu verbindlichen Emissionsbegrenzungs- und Reduktionszielen verpflichteten. Die unterzeichnenden Staaten verpflichteten sich dazu, ihre Treibhausgasmissionen im Zeitraum von 2008 bis 2012 um insgesamt 5% im Vergleich zum Referenzjahr 1990 zu reduzieren. Die Reduktionsverpflichtung wurde jedoch für alle beteiligten Länder individuell festgelegt. So lag die Reduktionsquote für die EU bei 8% und für Deutschland bei 22%. Das Kyoto-Protokoll regelte zudem mit den sogenannten projektbezogenen flexiblen Mechanismen, der Joint Implementation und dem Clean Development Mechanism, wie emissionsmindernde Investition eines Staates in anderen Industrie- oder Schwellenländern auf die Reduktionsziele der investierenden Staaten angerechnet werden können. Als wesentliches, zusätzliches Instrument beinhalten die flexiblen Mechanismen in Artikel 17 zudem einen internationalen Emissionshandel.⁷⁸

⁷⁷ Vgl. Sach/Zerger (2011), S. 24f. Für einen Überblick über die Weltklimakonferenzen und deren Ergebnisse, siehe UNFCCC (2014).

⁷⁸ Vgl. United Nations (1998), Wilkens/Wimschulte (2006), S. 394f., Göcking (2006), S. 13-17 und Voss (2003), S. 7-13 und S. 31-35. Das Kyoto-Protokoll wurde 1997 beschlossen, trat jedoch erst 2005 mit der Unterzeichnung Russlands als 55. Staat in Kraft, da nach Artikel 25 des Protokolls nicht weniger als 55 Staaten, die 55% der CO₂-Emissionen im Basisjahr 1990 zu verantworten hatten, zur Wirksamkeit des Protokolls notwendig waren. (Vgl. United Nations (1998) und Zimmer (2004), S. 43-45) Für eine detailliertere Beschreibung der flexiblen Mechanismen der Joint Implementation und des Clean Development Mechanism, siehe Bakker u.a. (2007), Espenhorst/Hüwener (2011), S. 200ff. und Michaelowa (2005). Für eine detaillierte Darstellung der politischen Umset-

Vor dem Hintergrund der Sachstandsberichte des IPCC und den Ergebnissen des Stern Reports wurde 2010 auf der Weltklimakonferenz in Cancún erstmal ein Temperaturziel beschlossen, oberhalb dessen jene gefährlichen Störungen des Klimasystems erwartet werden, deren Vermeidung Ziel des Kyoto-Protokolls ist: So wurde beschlossen, den globalen Temperaturanstieg auf 2°C zu begrenzen.⁷⁹

In den folgenden UN-Klimakonferenzen wurde versucht, Nachfolgeregelungen für das 2012 ausgelaufene Kyoto-Protokoll zu finden und zu beschließen. Ein Durchbruch gelang hingegen erst auf dem Weltklimagipfel von Paris im Jahr 2015: Hier beschlossen alle 195 teilnehmenden Staaten ein erstes globales Klimaschutzabkommen, welches die Weltgemeinschaft völkerrechtlich verbindlich dazu verpflichtet, die Erderwärmung auf unter 2°C zu begrenzen. Darüber hinaus sollen die Staaten Anstrengungen unternehmen, den Temperaturanstieg auf 1,5°C zu begrenzen. In der zweiten Hälfte des 21. Jahrhunderts soll eine globale Treibhausgasneutralität erreicht werden, was nicht nur eine Dekarbonisierung, also eine Abkehr von fossilen Energien bedeutet, sondern alle Treibhausgase betrifft. Das Abkommen von Paris legt zudem fest, dass alle Staaten über ihre Treibhausgasemissionen berichten und ab 2020 alle 5 Jahre neue Klimaschutzpläne vorlegen, die jeweils ambitionierter sein müssen, als die vorausgegangenen Ziele.⁸⁰

Innerhalb der Staaten und Staatengruppen, die das Kyoto-Protokoll ratifiziert haben und sich in dessen zweiter Verpflichtungsperiode weiterhin Ziele geben und Maßnahmen zur Reduktion von Treibhausgasemissionen ergreifen, ragen besonders die Europäische Union und in dieser Deutschland heraus. Einerseits aufgrund dieser Sonderstellung, die sich, wie im Folgenden gezeigt wird, beispielsweise in der Gesetzgebung manifestiert, andererseits auch zur thematischen Abgrenzung

zung des Kyoto-Protokolls in der EU und in Deutschland, insbesondere in Bezug auf den Emissionshandel, siehe Schafhausen (2005), European Commission (2013), Ellerman/Joskow (2008), S. 15f. und Schleich u.a. (2005).

⁷⁹ Vgl. UNFCCC (2011), S. 3 und Knopf u.a. (2012b), S. 121f. Knopf u.a. (2012b) zeigt, dass das 2°C-Ziel nicht unumstritten ist. Demgegenüber stehen beispielsweise die Berichte der Weltbank, die ab einer Temperaturerhöhung von 4°C von Rückkopplungseffekten und einem irreversiblen Klimawandel ausgeht. (Vgl. The World Bank (2012), S. XVIIIf. und The World Bank (2014), S. 5-7.) Der Wissenschaftliche Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (WBGU) sieht im 2°C-Ziel gar eine planetarische Leitplanke einer nachhaltigen Entwicklung. (WBGU (2014b), S. 5 und S. 26ff.)

⁸⁰ Vgl. UNFCCC (2015), BMUB (2015a), Harmeling u.a. (2011), Harmeling u.a. (2012), S. 4f. und Kreft u.a. (2014), S. 6-9. Für eine detaillierte Darstellung der Ergebnisse des Klimagipfels von Paris, vgl. Bals u.a. (2016), S. 11-13 und S. S. 16ff.

des Themenbereiches, wird im Weiteren speziell auf die Gesetzgebung Deutschlands im europäischen Rahmen eingegangen.⁸¹

Schon im Brundtland-Bericht wurden als Maßnahmen des Klimaschutzes der Ausbau des Anteiles der erneuerbaren Energien an der Stromerzeugung und die Erhöhung der Energieeffizienz, insbesondere von Immobilien, identifiziert.⁸²

Erneuerbare Energien werden auch regenerative oder alternative Energien genannt und sind Primärenergien, „die – gemessen in menschlichen Dimensionen – als unerschöpflich angesehen werden.“⁸³ Sie schöpfen sich aus Gezeitenenergie, Geothermie und Solarenergie entweder direkt oder indirekt in Form von Biomasse, Wind, Wasserkraft, Umgebungswärme und Wellenenergie.⁸⁴ Nach § 5 Nr. 14 des „Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien“ (EEG) gehören zu den erneuerbaren Energien die Wasserkraft einschließlich der Wellen-, Gezeiten-, Salzgradienten- und Strömungsenergie, die Windenergie, die solare Strahlungsenergie, die Geothermie und die Energie aus Biomasse einschließlich Biogas, Biomethan, Deponiegas und Klärgas sowie aus dem biologisch abbaubaren Anteil von Abfällen aus Haushalten und Industrie.⁸⁵

Unter **Energieeffizienz** wird verstanden, „dass weniger Energie bei gleichbleibendem Niveau der Wirtschaftstätigkeit oder Dienstleistung eingesetzt wird.“⁸⁶

Das Kyoto-Protokoll griff diese Maßnahmenbereiche auf. So finden sie sich (neben weiteren Maßnahmen) auch dort als zu verfolgende Ziele wieder.⁸⁷ Das bedeutet, dass sich Deutschland bereits mit der Ratifizierung des Kyoto-Protokolls auf diese – allerdings noch nicht weiter konkretisierten – Maßnahmen zur Erfüllung der Treibhausgasreduktionsziele festgelegt hat.

Im Jahr 2002 veröffentlichte die 23. *Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages* ihren „Endbericht über die Nachhaltige Energieversorgung unter den Bedingungen der Globalisierung und der Liberalisierung“. Der Bericht bewertete das

⁸¹ Vgl. Zimmer (2004), S. 43-45, Wilkens/Wimschulte (2006), S. 394f. und Göcking (2006), S. 13-17.

⁸² Vgl. WCED (1987).

⁸³ Kaltschmitt (2013), S. 5

⁸⁴ Vgl. Kaltschmitt (2013), S. 5, BMWi (2014e) und BMU (2011b), S. 7. Zur Problematik des Biomasseeinsatzes als Bestandteil einer nachhaltigen Energieversorgung insbesondere im Zusammenhang eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums, vgl. Beran/Dyckhoff (2012).

⁸⁵ Vgl. EEG 2014, § 5, Nr. 14.

⁸⁶ Europäische Kommission (2011a), S. 2. Energieeinsparungen können dagegen auch durch Verbrauchssenkungen oder Verhaltensänderungen entstehen, die zu einer geringeren Wirtschaftstätigkeit führen. (Vgl. Europäische Kommission (2011a), S. 2.)

⁸⁷ Vgl. United Nations (1998), Art. 2 Abs. 1 (a) Nr. (i) und Nr. (iv).

damalige Energiesystem als nicht nachhaltig, machte jedoch deutlich, dass eine nachhaltig-zukunftsfähige Energieversorgung technisch realisierbar, wirtschaftlich vorteilhaft und damit insgesamt eine Chance für den Standort Deutschland wäre. Die Enquete-Kommission nahm zudem wiederum eine explizite Verknüpfung des Zieles der Emissionsreduktion mit konkreten Maßnahmen vor. Sie betonte hierbei insbesondere die Erhöhung des Anteiles von erneuerbaren Energien an der Stromproduktion und die Erhöhung der Energieeffizienz von Immobilien durch Sanierung und bei Neubauten und diskutierte, wie diese Instrumente und Maßnahmen konkret umgesetzt werden können.⁸⁸

Daraus entwickelte die deutsche Bundesregierung den Politikansatz eines integrierten Energie- und Klimaprogrammes, der sowohl Klima-, Energie-, als auch Wachstumspolitik betreibt und Innovationen in Effizienztechnologien, erneuerbaren Energien und weiteren Technologien zum Klimaschutz durch **Investitionen** in diese Bereiche fördern soll. Dem Programm inhärent ist die Vorstellung, dass Innovationen einen technologischen Wandel bereiten, der Leitmärkte für klimarelevante Produkte, Verfahren und Dienstleistungen mit gestaltet. Die deutsche Bundesregierung sieht Deutschland so in einer Vorreiterrolle des Klimaschutzes in Europa (und damit weltweit).⁸⁹

Deutschland hat vor diesem Hintergrund das Leitbild einer „Green Economy“ entwickelt. Hier umfasst der Begriff der GreenTech oder **Cleantech** eine Querschnittsbranche der Umwelttechnik und Ressourceneffizienz, deren „Produkte, Verfahren und Dienstleistungen ... dem Schutz der Umwelt und der Minimierung des Ressourcenverbrauchs“⁹⁰ dienen. Dass diese Branche eng mit dem Klimaschutz verbunden ist, zeigen die von der Bundesregierung identifizierten Leitmärkte der Cleantech-Branche. Zu diesen gehören die umweltfreundliche Erzeugung, Speicherung und Verteilung von Energie, die Energieeffizienz, nachhaltige Mobilität, die Kreislaufwirtschaft und die nachhaltige Wasserwirtschaft.⁹¹

⁸⁸ Vgl. Deutscher Bundestag (2002), S. 31ff.

⁸⁹ Vgl. BMU (2008a), BMBF (2009), S. 32-41, BMBF (2007), S. 1-5 und BMBF (2008), S. 6f.

⁹⁰ BMUB (2014b), S. 33.

⁹¹ Vgl. BMUB (2014b), S. 32-35. Drei der genannten Bereiche finden sich direkt in den Klimaschutzzielen Deutschlands wieder, siehe weiter unten in diesem Kapitel. Für einen alternativen, erheblich komplexeren und zu dem hier dargestellten Ansatz nicht im Widerspruch stehenden Strukturierungsansatz, vgl. BMWi (2014d), S. 5-7.

Zur Umsetzung dieses Programmes und der vom Europäischen Rat beschlossenen, integrierten europäischen Klima- und Energiepolitik auf nationaler Ebene, beschloss die Bundesregierung die auch als „Meseberger Beschlüsse“ bekannt gewordenen „Eckpunkte für ein integriertes Energie- und Klimaprogramm“. Dabei handelt es sich um ein Programm aus 29 Maßnahmen, die den Rahmen der weiteren politischen Ziele der Bundesregierung konkret festlegen.⁹² Vom sektorspezifischen Maßnahmenprogramm der Meseberger Beschlüsse geht nicht nur implizit ein erheblicher Investitionsbedarf aus. Darüber hinaus sind zur Erreichung der klimapolitischen Ziele weitere Investitionen notwendig, für welche Kapital zu allozieren ist, was der Mobilisierung teilweise neuer Finanzierungsformen bedarf.⁹³

Ein zentrales Instrument zur Umsetzung der „Meseberger Beschlüsse“ hinsichtlich der Förderung erneuerbarer Energien ist das EEG, das bereits 01.04.2000 in Kraft trat. Es bildet die rechtliche Basis für die Nutzung erneuerbarer Energien zur Stromerzeugung in Deutschland, indem es den Anschluss von Anlagen zur Stromerzeugung durch erneuerbare Energieformen an das öffentliche Netz und deren vorrangige Einspeisung regelt, wie auch Abnahme, Übertragung und Verteilung des so erzeugten Stromes.⁹⁴

Dies zeigt, dass hier Energie- und Klimapolitik eng miteinander verwoben sind und die Energiepolitik eine zentrale Rolle bei der Ausgestaltung und Umsetzung

⁹² Vgl. BMU (2007).

⁹³ Vgl. Jochem u.a. (2008), insbesondere S. 211f.

⁹⁴ Zentrale Steuerungsmechanismen des Gesetzes sind das Recht des Anlagenbetreibers auf Vergütung des von ihm eingespeisten Stromes und damit verbunden die Regelungen zur konkreten Ausgestaltung und Höhe dieser Vergütung, um Planungs- und Investitionssicherheit zu gewährleisten. Hieran setzen jedoch zahlreiche Novellen des Gesetzes an, z.B. jene des 01.08.2004, 01.01.2009, 01.01.2012 und zuletzt des 01.08.2014. Die Novellen reduzieren die Vergütungen, um die Subventionierung des Stromes aus erneuerbaren Energien zu senken und den Wettbewerbsdruck im Vergleich zu anderen Energieerzeugungsarten stetig zu verstärken. In einer Verordnung zur Einführung von Ausschreibungen der finanziellen Förderung für Freiflächenanlagen sowie zur Änderung weiterer Verordnungen zur Förderung der erneuerbaren Energien strebt die deutsche Bundesregierung weitere Novellen des EEG an, um durch den Wechsel des Förderregimes hin zu Ausschreibungen die gesetzten Ausbauziele zu geringeren Kosten zu erreichen. (Vgl. EEG 2014, EEG 2008, Deutsche Bundesregierung (2015); Goeke (2011), S. 50-52 und Schaller (2006), S. 107-119. Für einen Überblick über die Entwicklung des EEG, vgl. BMWi (2014a), S. 12f.) Ergänzend zum EEG existiert das Gesetz zur Förderung Erneuerbarer Energien im Wärmebereich (EEWärmeG), das zum 01.01.2009 in Kraft getreten ist und den Eigentümern neuer Gebäude und nach einer Novelle zum 01.05.2011 auch bestehenden öffentlichen Gebäuden vorschreibt, einen Teil des Wärmebedarfes aus erneuerbaren Energien decken zu müssen. (Vgl. EEWärmeG und Goeke (2011), S. 53.) Ebenfalls als Ergänzung des EEG ist die Weiterentwicklung des Strommarktes zu einem Strommarkt 2.0 geplant, der Versorgungssicherheit, Kosteneffizienz und Innovation sowie Nachhaltigkeit gewährleisten soll. (Vgl. BMWi (2015a), S. 4ff.)

der Klimapolitik einnimmt. Die Bundesregierung Deutschlands hat sich, wie auch die Europäische Union, dem Ziel, die globale Erderwärmung auf 2°C zu begrenzen, verschrieben und in ihrem Energiekonzept vom September 2010 (welches nach den Kernschmelzen in den japanischen Kernkraftwerken Fukushimas am 06.06.2011 insbesondere durch die verminderte Einbindung der Kernkraft in das Energiekonzept ergänzt wurde) Klimaschutzziele im europäischen Rahmen erlassen. Diese wurden durch die Novelle des EEG zum 01.08.2014 angepasst und hinsichtlich des Anteiles erneuerbarer Energien erhöht.⁹⁵

Die folgende Tabelle zeigt die **Klimaschutzziele** Deutschlands und der Europäischen Union im Vergleich. Anhand der detaillierteren und ambitionierteren Ziele wird wiederum die Vorreiterrolle Deutschlands in Bezug auf den Klimaschutz deutlich.⁹⁶

	Deutschland	Europäische Union
Treibhausgas-emissionen	Senkung bis 2020 um 40% bis 2030 um 55% bis 2040 um 70% bis 2050 um 80-95% (je gegenüber 1990)	Senkung bis 2020 um 20%, ggf. 30%* bis 2030 um 40% bis 2040 um 60% (unverbindlicher Vorschlag) bis 2050 um 80% (unverbindlicher Vorschlag) (je gegenüber 1990) (*falls sich alle Länder verbindlich diesem Ziel verschreiben)
Erneuerbare Energien	Anteil am Bruttoendenergieverbrauch bis 2020 18% bis 2030 30% bis 2040 45% bis 2050 60% Anteil am Bruttostromverbrauch bis 2020 35% bis 2025 40-45% bis 2030 50% bis 2035 55-60% bis 2040 65% bis 2050 80%	Anteil am Bruttoendenergieverbrauch bis 2020 20% (für Deutschland: 18%) bis 2030 27%
Energieeffizienz	Senkung Primärenergieverbrauch bis 2020 um 20% bis 2050 um 50% Senkung Bruttostromverbrauch bis 2020 um 10%	Senkung Primärenergieverbrauch bis 2020 um 20% bis 2030 um 27%

⁹⁵ Vgl. BMWi/BMU (2010), S. 5, BMU (2011a), EEG 2014 §1 (2), European Commission (2015), S. 1 und BMUB (2014c), S. 14-19.

⁹⁶ Derzeit befindet sich Deutschland im Klimaschutz-Index 2016 allerdings mit der Bewertung „mäßig“ auf Platz 22 von 61 bewerteten Ländern und scheint diese Vorreiterrolle also noch nicht zu erfüllen. (Vgl. Burck u.a. (2015), S. 6f.)

	bis 2050 um 25% Erhöhung Energieproduktivität um 2,1% pro Jahr Erhöhung der Sanierungsrate für Gebäude von 1% auf 2% Senkung Primärenergieverbrauch von Gebäuden bis 2050 um 80% Senkung Endenergiebedarf für Wärme von Gebäuden bis 2020 um 20% (je gegenüber 2008)	
Verkehr	Anzahl Elektrofahrzeuge bis 2020 1 Million bis 2030 6 Millionen Senkung Endenergieverbrauch bis 2020 um 10% bis 2050 um 40% (gegenüber 2005)	

Tabelle 2.1: Die Klimaschutzziele Deutschlands und der Europäischen Union

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an BMWi/BMU (2010), S. 5, BMWi (2014b), S. 11, BMUB (2014c), S. 15, Bundesrepublik Deutschland (2014), S. 11, Richtlinie 2009/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, Bundesregierung (2016), S. 121ff., Europäische Kommission (2011b), S. 4, Europäische Kommission (2014), S. 2, European Commission (2015), S. 1 und European Council (2014)⁹⁷

Die Formulierung der Klimaschutzziele offenbart eine Kausalitätsbeziehung in den Energie- und Klimaschutzziele, der die politischen Entscheidungsträger Deutschlands und der EU folgen: Hauptziel ist die Senkung der Treibhausgasemissionen. Diese soll sowohl durch eine Erhöhung des Anteiles der erneuerbaren Energien, als auch durch eine Erhöhung der Energieeffizienz erzielt werden. In den deutschen Klimaschutzziele ist im Bereich der Energieeffizienz eine besondere Bedeutung des Immobilienbereiches zu erkennen. Zudem werden gesonderte Ziele für den Verkehr gesetzt. Durch das Setzen von Zielwerten wird eine in ihrer Zielwirkung quantitativ erfass- und messbare Basis des Begriffes „Klimaschutz“

⁹⁷ Für den Zusammenhang von Primärenergie, (Brutto)Endenergie und Bruttostromverbrauch, vgl. BMU (2008b), S. 35-39. Zur hohen Bedeutung des Ausbaus der erneuerbaren Energien für die europäischen Klimaschutzziele vgl. European Commission (2012). Um eine langfristige Orientierung für die Klimaschutzziele in einem nationalen Klimaschutzplan 2050 zu entwickeln, der sich an einer 2° Obergrenze orientiert, startete die Bundesregierung einen Dialog- und Beteiligungsprozess mit Ländern, Gemeinden, Wirtschaft und Interessenvertretungen, der besonders Bürger beteiligen soll. Für einen Einblick in die Handlungsfelder und den sogenannten Maßnahmenkatalog 3.1 als Ergebnis dieses Dialogprozesses, vgl. BMUB (2015b), Germanwatch (2016) und BMUB (2016b). Für einen Überblick und eine Auflistung der zahlreichen Maßnahmen und Initiativen der Bundesregierung zum Klimaschutz und der der Klimaanpassung, vgl. BMUB (2016a). Diese Maßnahmen und Initiativen sind alle den bereits dargestellten Zielen untergeordnet.

aus politischer Sicht und – hergeleitet aus deren demokratischer Legitimation – auch aus gesellschaftlicher Sicht geschaffen. Im Folgenden können also diese aktuell geltenden politischen Ziele zur Konkretisierung des Zweckes von Klimaschutzmaßnahmen herangezogen werden.

Bei der Betrachtung des aktuellen Standes (für welchen allerdings nur Daten zum Stand 2013 existieren) auf dem Weg zur Erreichung der nächsten deutschen Klimaschutzziele für 2020 fällt allerdings eine teilweise noch sehr große Zielerreichungslücke auf, wie Tabelle 2.2 zeigt:

	Stand 2013	Ziel 2020	Ziellücke	relativer Zielerreichungsgrad
Treibhausgasemissionen (gegenüber 1990)	-22,6%	-40%	-17,4%	56,5%
Erneuerbare Energien				
Anteil am Bruttoendenergieverbrauch	12,0%	18%	6%	66,7%
Anteil am Bruttostromverbrauch	25,3%	35%	9,7%	72,3%
Energieeffizienz				
Senkung Primärenergieverbrauch	-3,8%	-20%	-16,2%	19,0%
Senkung Bruttostromverbrauch	-3,2%	-10%	-6,8%	32,0%
Senkung Endenergiebedarf für Wärme von Gebäuden (je gegenüber 2008)	+0,8%	-20%	-20,8%	-4,0%
Verkehr				
Senkung Endenergieverbrauch (gegenüber 2005)	+1%	-10%	-11%	-10,0%

Tabelle 2.2: Zielerreichung der deutschen Klimaschutzziele und Ziellücke (Stand 2013)

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an BMWi (2014e), S. 11 und BMWi (2014b), S. 11⁹⁸

Um das Treibhausgasemissionsziel für 2020 zu erreichen, müsste die Energiewirtschaft speziell im Stromerzeugungssektor Minderungen von 62-100 Millionen Tonnen CO₂e pro Jahr gegenüber 2013 leisten. Da dazu der Abbau der Kohlekraft

⁹⁸ Die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien betrug im Jahr 2013 in Deutschland 150,9 Terawattstunden. Diese setzt sich zusammen aus Windenergie (34,3%), Biomasse (31,4%), Photovoltaik (20,5%) und Wasserkraft (13,8%). (Vgl. BMWi (2014c), S. 9.) Im Jahr 2014 betrug die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien 160,6 Terawattstunden und der Anteil am Bruttostromverbrauch damit 27,8%. Die Stromerzeugung teilte sich 2014 folgendermaßen auf: 34,8% Windenergie, 30,6% Biomasse, 21,7% Photovoltaik, 12,8% Wasserkraft. Die Windenergie an Land (34,0%) ist dabei ungleich bedeutender als die Windenergie auf See (0,8%). Geothermie (0,1%) spielt weiterhin in Deutschland keine nennenswerte Rolle. (Vgl. BMWi (2015b), S. 4f. und BMWi (2015c), S. 38.) Für einen sehr detaillierten Einblick in das deutsche Treibhausgasinventar, vgl. Umweltbundesamt (2016).

als Energieversorgung notwendig erscheint, geraten hier Energie- und Klimapolitik in Konflikt. Die deutsche Bundesregierung hält derzeit in ihrem „Aktionsprogramm Klimaschutz 2020“ an ihren Klimaschutzziele fest und plant, ältere Kohlekraftwerke nach 45 Jahren Betriebszeit vom Netz zu nehmen, sowie „weitere Maßnahmen“⁹⁹ zu ergreifen.¹⁰⁰

Die Existenz der Lücke bei der Erreichung der deutschen Klimaschutzziele lässt vermuten, dass innerhalb des gesetzten Rahmens ein Finanzierungsbedarf besteht. Das folgende Kapitel untersucht dies.

2.2 Der Finanzierungsbedarf zur Erreichung der Klimaschutzziele Deutschlands

Die politischen Ziel- und gesetzlichen Rahmenseetzungen Deutschlands in Bezug auf den Klimaschutz implizieren für ihre Umsetzung einen Finanzierungsbedarf. Gleichzeitig eröffnen die regulatorischen Rahmenbedingungen sowohl Chancen, als auch Risiken für die Finanzbranche. Beides wird im Folgenden betrachtet, wobei zunächst der Finanzierungsbedarf analysiert wird.

Eine exakte Schätzung des Finanzierungsbedarfes der Energiewende oder zur Erreichung der deutschen Klimaschutzziele lässt sich jedoch nicht finden. Oftmals liegen Schätzungen nur für einen Teilbereich, z.B. den Ausbau der erneuerbaren Energien, vor, und sind komplex, da sie auf verschiedenen Szenarien basieren, die von Annahmen bezüglich der Entwicklung von Energiepreisen, den Preisen für Emissionszertifikate oder für neue Technologien abhängen. Hinzu kommt, dass Daten zur Klimafinanzierung durch den Privatsektor und öffentliche Haushalte – mit Ausnahme von Programmen des Bundesumweltministeriums und der KfW – nicht systematisch erfasst und ausgewiesen werden.¹⁰¹

In einer frühen Prognose kamen *Jochem u.a. (2008)* zu dem Ergebnis, dass für die Umsetzung der Meseberger Beschlüsse Investitionen in Höhe von 30 Mrd. Euro pro Jahr bis 2020 erforderlich wären.¹⁰² Die Bundesministerien für Wirtschaft und

⁹⁹ BMUB (2014a), S. 2. ewi (2016) untersucht die ökonomischen Effekte eines deutschen Kohleausstiegs auf den Strommarkt in Deutschland und der EU.

¹⁰⁰ Vgl. Germanwatch (2014a), S. 2ff. und BMUB (2014a), S. 4ff. Für einen Überblick über die zentralen Vorhaben der Bundesregierung im Rahmen zur Energiewende, vgl. BMWi (2012). Für den Umsetzungsstand energiepolitischer Maßnahmen, vgl. BMWi (2014e), S. 120-129.

¹⁰¹ Vgl. Juergens u.a. (2012), S. 3, Nitsch u.a. (2012), S. 207ff. und Schlesinger u.a. (2010), S. 147-156.

¹⁰² Vgl. Jochem u.a. (2008), S. 35. Bardt/Heidrich (2009) ermitteln je nach Szenario sogar Kosten in Höhe von 12,4 Mrd. Euro bis 49,7 Mrd. Euro. (Vgl. Bardt/Heidrich (2009), S. 6.)

Technologie sowie für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit gingen 2010 noch von einem Investitionsvolumen in Höhe von 20 Mrd. Euro pro Jahr bis 2050 aus.¹⁰³

Der größte Anteil der Investitionen scheint hierbei auf den Ausbau der erneuerbaren Energien zu entfallen. Der höchste Stand der Investitionen wurde 2010 mit 27,3 Mrd. Euro erreicht, zuletzt wurden im Jahr 2014 18,9 Mrd. Euro investiert. Davon entfielen 65,0% der Investitionen auf die Windenergie (36,5% auf Windenergie an Land und 28,5% auf Windenergie auf See), 12,3% auf die Photovoltaik, 6,9% auf Biomasse zur Stromerzeugung, 5,8% auf Biomasse zur Wärmeherzeugung, 5,3% auf Geothermie und Umweltwärme, 4,1% auf die Solarthermie und 0,6% auf Wasserkraft. Als Hauptgrund für den Rückgang der Investitionshöhe werden die deutlich gesunkenen Kosten von Photovoltaikanlagen gesehen.¹⁰⁴ Einer Schätzung von *Nitsch u.a. (2012)* zufolge, sind bis 2040 Investitionen in erneuerbare Energien in Deutschland in Höhe von 17-19 Mrd. Euro pro Jahr notwendig, um die gesetzten Klimaschutzziele zu erreichen.¹⁰⁵

Neben den Investitionen in erneuerbare Energien wurden 2013 zudem ca. 4 Mrd. Euro in den Netzaufbau und -ausbau, sowie den Erhalt und die Erneuerung von Stromnetzen investiert.¹⁰⁶ Für energetische Sanierungen von bestehenden Gebäuden wurden 2012 37,1 Mrd. Euro im Wohnungsbau und 15,1 Mrd. Euro im Nichtwohnungsbau investiert. Es wird geschätzt, dass bis 2020 jährlich mindestens 23 Mrd. Euro an Investitionen in die Gebäudesanierung benötigt werden, um die deutschen Klimaschutzziele zu erreichen.¹⁰⁷ Investitionen in die Energieeffizienz werden maßgeblich durch Förderungen der KfW getrieben. Bei einer Vergabe von

¹⁰³ Vgl. BMWi/BMU (2010), S. 5. Germanwatch (2015b) gibt einen Überblick über Investitionskriterien, die mit einem 2°C-Ziel kompatibel sind.

¹⁰⁴ Vgl. BMWi (2016), S. 4f. und BMWi (2015b), S. 9. Für die wirtschaftlichen Impulse in Form von Umsätzen, die von den Investitionen durch eine Nachfrage nach Personal, Hilfsenergie, Ersatzteile oder Brennstoffe ausgelöst werden, vgl. BMWi (2016), S. 5-7.) Diese werden für das Jahr 2014 auf insgesamt 14,5 Mrd. Euro bemessen. (Vgl. BMWi (2016), S. 7.)

¹⁰⁵ Vgl. Nitsch u.a. (2012), S. 207f. Nach BMWi (2014c), S. 24 wurden seit dem Jahr 2000 bis zum Jahr 2013 insgesamt 196,2 Mrd. Euro in erneuerbare Energien investiert. Damit wurde das Klimaschutzziel für 2020 zu 56,5% erreicht. (Vgl. Kapitel 2.1.) Einer sehr einfachen, linearen Schätzung zufolge, wären dann noch weitere 151 Mrd. Euro nötig, um die Klimaschutzziele für den Ausbau der erneuerbaren Energien bis 2020 zu erreichen. Dies entspräche 21,6 Mrd. Euro Investitionen pro Jahr für die Jahre 2014 bis 2020.

¹⁰⁶ Vgl. BMWi (2014e), S. 58f.

¹⁰⁷ Vgl. BMWi (2014e), S. 75f. und Fachausschuss "Nachhaltiges Energiesystem 2050" des Forschungsverbunds Erneuerbare Energien (2010), S. 46.

3,5 Mrd. Euro für solche Investitionen sind die dadurch ausgelösten privaten Investitionen schwer abzuschätzen, doch werden die induzierten zusätzlichen Investitionen auf über 12 Mrd. Euro geschätzt.¹⁰⁸

Insgesamt werden die Investitionen in den Bereich der erneuerbare Energien und der Energieeffizienz als „Dreh- und Angelpunkt der Energiewende“¹⁰⁹ angesehen. Neben den Investitionen in die Bereiche erneuerbare Energien und Energieeffizienz existiert eine Reihe weiterer Maßnahmen, die sich teilweise diesen Bereichen zuordnen lassen und dann ihrerseits zum Klimaschutz und zur Erreichung der deutschen Klimaschutzziele beitragen.

Die Umsetzung dieser Maßnahmen ist zu einem maßgeblichen Teil der Cleantech-Branche zugehörend. Bezüglich der Entwicklung von Leitmärkten, speziell im Bereich der Cleantech, besteht für Deutschland ebenfalls weiteres Entwicklungspotenzial. Deutsche Unternehmen kamen hier 2013 auf 14% Weltmarktanteil¹¹⁰ bei einem Marktvolumen von 344 Mrd. Euro. Das Volumen teilte sich auf folgende Bereiche auf:¹¹¹

- Energieeffizienz (100 Mrd. Euro, 12% Marktanteil)
- Umweltfreundliche Erzeugung, Speicherung und Verteilung von Energie (73 Mrd. Euro, 17% Marktanteil)
- Nachhaltige Mobilität (53 Mrd. Euro, 17% Marktanteil)
- Nachhaltige Wasserwirtschaft (53 Mrd. Euro, 11% Marktanteil)
- Rohstoff- und Materialeffizienz (48 Mrd. Euro, 13% Marktanteil)
- Kreislaufwirtschaft (17 Mrd. Euro, 17% Marktanteil)

Auch an den Marktvolumina zeigt sich die Bedeutung der Bereiche Energieeffizienz und erneuerbarer Energien. So wird erwartet, dass sich das Marktvolumen im Bereich Cleantech bis zum Jahr 2025 auf eine Höhe von 740 Mrd. Euro mehr als verdoppeln wird. In diesem Bereich eröffnen sich deutschen Unternehmen also Wachstumschancen von bis zu 6,6% pro Jahr auf dem Weltmarkt.¹¹²

Der Klimaschutz stimuliert also Investitionen und wirtschaftliches Wachstum in bestimmten Bereichen im In- und Ausland und eröffnet Unternehmen eine Reihe

¹⁰⁸ Vgl. BMWi (2014e), S. 113.

¹⁰⁹ BMWi (2014e), S. 113.

¹¹⁰ Im Vergleich hierzu beträgt der Anteil Deutschlands an der globalen Wertschöpfung 5%. (Vgl. BMUB (2014b), S. 8.) Eine ökonomische Analyse speziell der Instrumente zur Anpassung an den Klimawandel findet sich in Umweltbundesamt (2014).

¹¹¹ Vgl. BMUB (2014b), S. 8.

¹¹² Vgl. BMUB (2014b), S. 8 und Umweltbundesamt (UBA)/Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU) (Hrsg., 2007), S. 2.

von Chancen und Risiken, sowohl physischer Natur, d.h. direkt durch die Folgen des Klimawandels, als auch regulatorischer Natur, durch den gesetzten Rechtsrahmen.¹¹³

Am unmittelbarsten von regulatorischen Folgen des Klimawandels betroffen sind jene Unternehmen, die am Emissionshandel teilnehmen müssen. Neben der dann notwendigen Integration des Emissionshandels in die Geschäftsstrategie können Klimaschutzziele – je nach Interesse der Stakeholder – auch Teil einer nachhaltigen Geschäftsstrategie und damit der Unternehmensziele und der Berichterstattung sein.¹¹⁴ Die Klima- oder Emissionsberichterstattung setzt an der Quantifizierung des sogenannten **Carbon Footprint**, der Emissionswirkung des Unternehmens an. Werden die sich daraus ergebenden Chancen und Risiken beurteilt und darauf basierende Anpassungen der Unternehmensstrategie vorgenommen, kann dies zu Wettbewerbsvorteilen eines Unternehmens führen.¹¹⁵ Jene aus dem Klimawandel und der Energiewende induzierten Chancen und Risiken finden sich dann auch in solchen Investitionen wieder, die in die entsprechenden Unternehmen investieren.¹¹⁶

Der Finanzbranche kommt hierbei eine besondere, doppelte Rolle als Kern einer nachhaltigen Entwicklung zu. Einerseits müssen sich Unternehmen der Finanzbranche, insbesondere Versicherungen, ihrerseits auf die negativen Effekte und möglichen direkten Kosten des Klimawandels vorbereiten, die für ihre Kunden und ihr Geschäftsmodell eintreten können.¹¹⁷ Andererseits existiert für die Finanz-

¹¹³ Vgl. The Global Commission on the Economy and Climate (2014), S. 15f., Franz/Vogel (2011), S. 1037ff. und Carbon Disclosure Project (2012), S. 35-38. Dort findet sich auch eine Übersicht zu den wahrgenommenen Chancen und Risiken aus Unternehmenssicht. Stecher/Fichter (2010) und Stecher/Fichter (2011) bieten einen Überblick über Forschungsarbeiten zu Anpassungsmaßnahmen auf Unternehmensebene und die sich daraus für sie ergebenden Chancen und Risiken.

¹¹⁴ Vgl. Schwarz (2005), S. 205ff. Klimareporting.de (2014), S. 8ff. und Rosen (2014), S. 158ff. Die Klimaberichterstattung gemäß des Greenhouse Gas Protocol, eines Leitfadens für die Emissionsberechnung, umfasst hierbei drei als Scopes benannte Bereiche der Wertschöpfungskette: Die direkten Emissionen eines Unternehmens (Scope 1), die indirekten Emissionen aus dem Bezug von Energie in Form von Strom und Wärme (Scope 2) und alle weiteren indirekten Emissionen der vor- und nachgelagerten Unternehmenstätigkeit der Wertschöpfungskette (Scope 3), z.B. durch Dienstreisen und Transport. (Vgl. Rosen (2014), S. 160, UNEPFI (2013), S. 6 und Klimareporting.de (2014), S. 21f.) Für die Relevanz von Klimarisiken der Nachhaltigkeitsberichterstattung für das Kreditrating eines Unternehmens, vgl. Barthruß (2014).

¹¹⁵ Vgl. Lash/Wellington (2007), Kolk/Pinkse (2004) und DIHK (2014), S. 6-8.

¹¹⁶ Vgl. IFC (2011), S. 8 und DB Climate Change Advisors (2011), S. 21-27.

¹¹⁷ Vgl. Dailey u.a. (2009), Weis (2007), S. 118, Bals u.a. (2012), S. 6 und Umweltbundesamt (2015), S. 171-179.

branche die Chance, **neue Produkte und Dienstleistungen** zu entwickeln und anzubieten, die den Wandel zu einer klimaschützenden Gesellschaft und den Klimaschutz selbst fördern oder vorhandene Produkte, deren Renditen durch vom Klimawandel ausgelöste Risiken bedroht sind, zu modifizieren.¹¹⁸ So wirken sich die Chancen und Risiken von Unternehmen nicht nur in den Investitionen in diese aus. Als Intermediär an der Schnittstelle zwischen Investition und Finanzierung vermittelt die Finanzbranche diesen Investitionsmöglichkeiten über geeignete Produkte eine Finanzierung. Die Finanzwirtschaft kann hierbei Risiken verteilen und diversifizieren, z.B. durch die Entwicklung solcher neuen Produkte, die die Chancen und Risiken des Klimawandels aufgreifen und sie kann Impulse für Transparenz und Qualitätsstandards für Produkte und Dienstleistungen geben. Die Finanzwirtschaft mobilisiert nicht nur das notwendige Kapital, sondern kann dazu beitragen, die Finanzströme hin zum Klimaschutz zu lenken. Hierzu benötigt die Finanzbranche aber auch Einsicht in den Entscheidungsfindungsprozess und die Präferenzen von Investoren.¹¹⁹

Die Auseinandersetzung mit den Chancen und Risiken des Klimawandels findet in jedem Bereich des Bankwesens statt, d.h. sowohl in den Bereichen Corporate Banking und Project Financing, den Bereichen des Investment Banking und Asset Management, als auch dem Retail Banking. Typischerweise findet die Auseinandersetzung mit dem Thema des Klimaschutzes zuerst im Rahmen der sogenannten **Socially Responsible Investments (SRI)**, nachhaltiger Geldanlagen und dort auf der Produktebene von (Themen-)Fonds statt. Finanzanalysten und Research als Entscheidungsvorbereiter, Finanzproduktmanager sowie insbesondere Fondsmanager als Entscheider über die Anlage eines Fonds sind somit im Zentrum der Schnittstelle zwischen Finanzierung und klimaschützender, innovativer Investition.¹²⁰

¹¹⁸ Vgl. Labatt/White (2007), S. 21-25, Weis (2007), S. 116ff. und Mercer (2015), S. 11ff. Für eine detaillierte Darstellung der Chancen und Risiken des Klimawandels für Finanzinstitute, siehe Schäfer/Poetzsch (2009).

¹¹⁹ Vgl. Onischka/Orbach (2008), S. 90-94, BMU/Adelphi Consult (2012), S. 6, Schneider (2006b), S. 47-51 und Labatt/White (2007), S. 23.

¹²⁰ Vgl. Dugolecki/Lafeld (2005), S. 32-43, Weis (2007), S. 118-121, Schäfer/Poetzsch (2009), S. 359ff., Frankfurt School of Finance and Management (2012), S. 74-76, Schneider (2006b), S. 48-51, Onischka/Orbach (2008), S. 93 und DB Climate Change Advisors (2011), S. 36 und S. 38. Für einen Überblick über die Anteile verschiedener Assetklassen bei der Finanzierung der weltweiten Investitionen in erneuerbare Energien, vgl. FS-UNEP Collaborating Center for Climate & Sustainable Energy Finance (2014), S. 12ff. Einen Überblick über weitere Finanzierungsformen bietet Asplund (2008), S. 7-21.

Sind diesen die Anforderungen, Vorstellungen oder Präferenzen der potenziellen Investoren bekannt, so können auf dieser Grundlage einerseits Produktinnovationen, andererseits durch die Schaffung von Transparenz mittels einer zielgerichteten Informationsbereitstellung über die Merkmale dieser Produkte, Prozessinnovationen erzeugt werden. Durch die Erlangung von Wissen über die Präferenzen der Investoren generieren Finanzinstitute intangible Ressourcen. Falls sie die Chance nutzen, diese zu Kernkompetenzen zu bündeln, können aus den mit diesen geschaffenen Innovationen Wettbewerbsvorteile und Gewinne entstehen, die – falls der mit den Innovationen erzielte Marktanteil hoch genug ist – so weit gehen können, Standards in Bezug auf solche Finanzprodukte und Transparenzmaßnahmen zu setzen.¹²¹ Insgesamt entspricht ein solches Vorgehen einer Strategie der erhöhten Kundenorientierung in der Produktgestaltung und dem Vertrieb von Finanzprodukten.¹²²

Das führt unmittelbar zu der Notwendigkeit, die Kunden, also Kapitalgeber für klimaschützende Investitionen zu identifizieren. Die von Deutschland geschaffenen regulatorischen Rahmenbedingungen und klima- und energiepolitischen Ziele zeigen, dass Deutschland Investitionen in den Klimaschutz nicht alleine aus öffentlichen Mitteln zu finanzieren sucht. Vielmehr wird angestrebt, Kapital des privaten Sektors zu mobilisieren und den Finanzmarkt zur effizienten Ressourcenallokation zu nutzen.¹²³ Damit soll ein Wettbewerb um freie Mittel initiiert werden, der wiederum die Eigen- und Fremdkapitalkosten der Unternehmen senkt, die durch Entwicklung, Produktion, Vermarktung oder Anwendung von Innovationen den Klimaschutz selbst fördern oder die Anpassung an dessen Folgen ermöglichen. Das soll insgesamt den technologischen Fortschritt hin zu mehr Klimaschutz günstiger finanzieren. Denn gerade effiziente und ökonomisch sinnvolle Lösungen erhalten in diesem Wettbewerb einen breiteren Kapitalzufluss, was die Kosten für den Klimaschutz insgesamt reduzieren soll.¹²⁴

¹²¹ Vgl. Börner (2000), S. 66ff, S. 280-287 und S. 371-373 und Westenbaum (2003), S. 86f. Hier werden unter Information Kenntnisse zur Vorbereitung ökonomischer Handlungen verstanden (vgl. Rehäuser/Krcmar (1996), S. 4) und unter Wissen „... die zweckorientierte Vernetzung von Information“. (Rehäuser/Krcmar (1996), S. 5.)

¹²² Vgl. Scholand (2004), S. 185 und Schmidt (2006), S. 32-37. Zur Abgrenzung von Markt- und Kundenorientierung voneinander, vgl. Bruhn (2002), S. 21.

¹²³ Vgl. Edenhofer/Stern (2009), S. 6, WBGU (2003), S.227, UNEPFI (2009), S. 11, UNEP (2009), S. 2 und Jochem u.a. (2008), S. 200.

¹²⁴ Vgl. Weistroffer (2007), S. 6.

Neben institutionellen Investoren, die bereits über nachhaltige Geldanlagen auch in den Klimaschutz investieren, adressiert die beabsichtigte Mobilisierung privaten Kapitals auch die deutschen Haushalte als **Privatanleger**.¹²⁵ Die Rolle von Privatanleger im Sinne von Retailanlegern wird im Folgenden in dieser Arbeit näher analysiert. Deutsche Haushalte investieren bereits direkt in energieeffiziente Immobilien und erneuerbare Energien, meist gefördert durch die KfW.¹²⁶

Gemessen am Investitionsbedarf können die direkten Investitionen der privaten Haushalte allein nicht ausreichen, um die deutschen Klimaschutzziele zu erreichen. Daher geraten jene Finanzinstrumente ins Blickfeld, die als Vehikel Kapital der Privatanleger sammeln und in den Klimaschutz investieren bzw. in zum Klimaschutz durch ihre Investitionen und ihre Geschäftstätigkeit beitragende Unternehmen investieren.¹²⁷

Hier geraten wiederum Fonds in das Blickfeld.¹²⁸ Doch anders als Direktbeteiligungen finanzieren Investitionen in Fonds nur in den Fällen direkt Projekte oder Unternehmen mit Bezug zum Klimaschutz, in denen sie sich am Primärmarkt betätigen, typischerweise bei Investitionen in Aktien- oder Anleiheemissionen, als Private Equity oder Venture Capital Fonds oder in der Form der unternehmerischen Beteiligung über einen geschlossenen Fonds. Der Großteil dieser Vehikel investiert jedoch als Publikumsfonds in bereits emittierte Aktien und Anleihen auf dem Sekundärmarkt. Doch auch dann wirkt eine Investition in einen Fonds, da

¹²⁵ Vgl. Kaminker/Stewart (2012), S. 6ff., Degenhart/Schomerus (2013), S. 183f. und BMWi/BMU (2010), S. 6. Dies zeigt sich unter anderem auch an der politisch angestrebten, verstärkten Nutzung des Instrumentes der **Bürgerbeteiligung**. Ein Motiv hierfür ist die Stärkung der Demokratie durch lokale Mitspracherechte bei der Durchführung von Investitionen. (Vgl. BMU (2012), S. 19.) Ein hierfür genutztes Finanzierungsinstrument ist beispielsweise das Contracting. (Vgl. Ministerium für Umwelt, Klima und Energiewirtschaft Baden-Württemberg (2009), S. 4ff.)

¹²⁶ Vgl. Juergens u.a. (2012) sowie weiter oben: Der Umfang dieser Investitionen wird im Jahr 2013 auf über 12 Mrd. Euro geschätzt, vgl. BMWi (2014e), S. 113. Gemäß Juergens u.a. (2012), S. 11 wurden 2010 in Deutschland 14 Milliarden Euro zur Förderung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft durch private Haushalte investiert. Der größere Teil von 9,9 Milliarden Euro wurde in erneuerbare Energien investiert, 4,1 Milliarden in verschiedene Bereiche der Energieeffizienz. Zu den Instrumenten von Entwicklungs- und Förderbanken für die Stimulierung von privaten Investitionen in den Klimaschutz, vgl. Ohls/Moslener (2011), S. 77-83. Für einen Einblick in die Methode zur Ermittlung der Wirkung von KfW-Programmen, siehe Prognos (2013). Für einen Überblick über weitere Förderprogramme, siehe Reddig (2013), S. 215-220.

¹²⁷ Für einen Überblick über Anlagemöglichkeiten in erneuerbare Energien und den Klimaschutz für Privatanleger, vgl. Kellermann (2008), S. 128ff., Rotthaus (2001), S. 37ff., Rotthaus (2009), S. 18ff. und Thumfart (2011).

¹²⁸ Vgl. USSIF (2013), S. 3. Für die besondere Bedeutung von Fonds für Privatanleger im Bereich nachhaltiger Geldanlagen, vgl. Kapitel 2.5.

diese Geldanlagen durch den von ihnen ausgelösten Kauf und Verkauf von Wertpapieren gemäß der Anlagestrategie des Fonds Auswirkungen auf den Kurs der Wertpapiere und über diesen Anreiz- und Signalcharakter letztendlich auch auf die langfristigen Finanzierungsbedingungen der Unternehmen haben. Das drückt sich beispielsweise in der Bedeutung aus, die Unternehmen einer Listung in einem Nachhaltigkeitsfonds oder -index oder einem Nachhaltigkeitsrating beimessen. So war dies bei einer Befragung von 199 Großunternehmen 87,9% der befragten Unternehmen wichtig oder sehr wichtig.¹²⁹

Über diesen Signalcharakter von Käufen und Verkäufen können wiederum Effekte auf das Management der Unternehmen ausgehen, deren Wertpapiere von Fonds gekauft oder verkauft werden. Diese können auf operativer Ebene in der Umsetzung von Klimaschutzmaßnahmen, auf strategischer Ebene in der Beachtung von Klimaaspekten in der Unternehmensstrategie oder auf institutioneller Ebene in der Schaffung entsprechender Governance-Strukturen bestehen. Ein bedeutender Effekt ist in diesem Zusammenhang auch die Förderung von Transparenz in Bezug auf die Klimaschutz-Performance eines Unternehmens und die Initiierung eines Wettbewerbs um eine solche.¹³⁰

Die Wirksamkeit dieser Effekte setzt einerseits voraus, dass Anleger auch wissen, welche Wirkung ihre Geldanlage erzielen kann und die Kriterien der Titelauswahl des Fonds kennen. Hierfür ist also wiederum eine Transparenz des Prozesses der Titelselektion notwendig.¹³¹ Andererseits ist es für die Wirksamkeit förderlich, wenn klimaschützende oder nachhaltige Geldanlagen z.B. in Fonds einen hohen Marktanteil besitzen und im Sinne eines **Mainstreaming** den Markt durchdringen.¹³² Bisher scheint ein solches Mainstreaming – sowohl bei institutionellen wie auch privaten Anlegern – jedoch zumindest nicht abgeschlossen zu sein.¹³³ Dies

¹²⁹ Vgl. Kahlenborn u.a. (2010), S. 11, Griebler (2001), S. 141-143, Cheng u.a. (2011), Carbon Disclosure Project (2012), S. 35-39, Haßler/Häßler (2014), S. 255-258 und oekom research (2013), S. 7ff. Als Hauptmotiv gaben die Unternehmen allerdings positive Effekte für ihre Reputation an (97%) und Vorteile im Wettbewerb um hoch qualifizierte Mitarbeiter (70,8%). Der Einfluss auf den Aktienkurs wurde in der Studie nicht abgefragt. 41,1% der Unternehmen gaben an, dass der Zugang zu Fremdkapital durch eine entsprechende Listung oder ein Rating erleichtert wird. (Vgl. oekom research (2013), S. 7f. und Haßler/Häßler (2014), S. 258-260.)

¹³⁰ Vgl. Kahlenborn u.a. (2010), S. 10-27, Juravle/Lewis (2008), Strandberg (2005) und Endl (2012).

¹³¹ Vgl. Griebler (2001), S. 144f.

¹³² Vgl. Kahlenborn u.a. (2010), S. 11 und WestLB (2011), S. 2. Kahlenborn u.a. (2010) geht hierbei von einer Schwelle des Marktanteils von mindestens 20% aus.

¹³³ Vgl. The CARLO Foundation (2013), S. 2-6 und WestLB (2010), S. 20. Das Ziel eines Mainstreaming spiegelt sich auch in der Forderung des WBGUs nach neuen Investitionsmustern für den Klimaschutz wider. (Vgl. WBGU (2014a), S. 37f.)

zeigt sich auch daran, dass im Jahr 2015 lediglich 20,6 Mrd. Euro in nachhaltige Publikumsfonds investiert waren und davon wiederum nur ca. 15% von privaten Investoren. Zwar wuchs das Volumen im Vergleich zum Vorjahr um 33% und fiel damit deutlich höher aus, als das Wachstum des Volumens aller Fonds und Mandate in Deutschland im selben Jahr in Höhe von 9%.¹³⁴ Da klimaschützende Kapitalanlagen jedoch einen Teilbereich der nachhaltigen Investments bilden,¹³⁵ reicht dies zur Finanzierung der deutschen Klimaschutzziele noch nicht aus.

Als eine Voraussetzung für die Umsetzung der politischen Klimaschutzziele und der Energiewende und damit auch als eine Voraussetzung für den Willen, durch eine Finanzierung zur Erreichung dieser Ziele beizutragen, wird die gesellschaftliche Akzeptanz dieser Ziele gesehen. Diese Akzeptanz scheint aber sowohl was das Ziel des Ausbaus der erneuerbaren Energien, die Ablehnung der Kernkraft, als auch Maßnahmen zur Steigerung von Energieeffizienz betrifft, gegeben.¹³⁶ Hingegen ist die Wahrnehmung und Selbsteinschätzung des Informationsstandes zum Klimaschutz und den Möglichkeiten der Geldanlage in diesem Bereich deutlich geringer.¹³⁷

Daher lassen sich Allokationsfraktionen vermuten¹³⁸, die durch eine Erhöhung von Transparenz über und innerhalb von Kapitalanlageprodukten wie Fonds vermindert werden können. Die Schaffung von Transparenz muss allerdings zielgerichtet erfolgen und bedarf daher in einem vorgelagerten Schritt der Ermittlung der Anlegerpräferenzen.

Um die Grundlagen für eine Erforschung der Anlegerpräferenzen zu schaffen, beschäftigt sich das nächste Unterkapitel eingehender mit dem Forschungsobjekt des Klimaschutzfonds, dessen derzeit am Markt vorzufindenden Ausgestaltungsformen und den für die weitere Analyse relevanten Besonderheiten des Anlageinstruments eines solchen nachhaltigen Investmentfonds.

¹³⁴ Vgl. FNG (2016), S. 27-31.

¹³⁵ Vgl. Kapitel 2.3.

¹³⁶ Vgl. Goeke (2011), S. 58f., BMUB (2014d), S. 50f., BMU (2010), S. 42-50 und BMUB (2015c), S. 30 und S. 52-54. Zwar hat die Zustimmung zur Energiewende von 2011 bis 2013 von 63% auf 56% abgenommen, findet damit aber noch immer eine Mehrheit und ist gerade in den wohlhabenderen Bevölkerungsmilieus stark vorhanden. (Vgl. BMUB (2014d), S. 50f.)

¹³⁷ Vgl. SBI (2010), S. 9-15.

¹³⁸ Vgl. Ohls/Moslener (2011), S. 63-65 und Schneeweiß (2010), S. 22-24.

2.3 Klimaschutzfonds als Teilbereich nachhaltiger Investmentfonds

Wie in Kapitel 2.1 gezeigt wurde, handelt es sich beim Klimawandel um eine ökologische Diskontinuität, die nachhaltiges Wachstum begrenzen kann. Klimaschutzfonds als Kapitalanlagen mit Bezug zum Klimaschutz oder gegebenenfalls sogar mit Klimaschutzeffekt können also analog als dem (ethisch-)ökologischen Teilbereich nachhaltiger Kapitalanlagen zugeordnet werden.¹³⁹ Bevor im Weiteren Klimaschutzfonds tiefergehender analysiert werden, werden die begrifflichen Grundlagen gelegt, um solche Fonds im Kontext nachhaltiger Investmentfonds zu verorten.

Wie bei Nachhaltigkeit existiert auch für nachhaltige Geldanlagen eine hohe Begriffsvielfalt, die sich in der deutschen Sprache von der Bezeichnung als grünes Geld über ökologische, ethische oder ethisch-ökologische Geldanlagen bis hin zu (sozial) verantwortlichen Geldanlagen und schließlich nachhaltigen Geldanlagen entwickelt hat. In der Entwicklung des Begriffes zeigt sich eine Öffnung von einem eher ökologischen Fokus hin zu dem allgemeineren der Nachhaltigkeit. Im Englischen ist das Konzept als Social oder Ethical Investment oder Social(ly) bzw. Sustainable Responsible Investing oder Investment bekannt. Ein einheitlicher Begriffsstandard oder gar ein gesetzlich geschützter Begriff existiert derzeit nicht.¹⁴⁰ Anlageformen können grundsätzlich dann als nachhaltige Kapitalanlagen bezeichnet werden, wenn sie neben den konventionellen, rein finanziellen Anlagekriterien Rendite, Risiko und Liquidität auch zusätzlich nicht-ökonomische Kriterien berücksichtigen, die auf ethischen Werten oder moralischen Prinzipien basieren.¹⁴¹ Der Bezug zum Konzept der nachhaltigen Entwicklung ist unterschiedlich ausgeprägt, bewegt sich aber meist in dem Rahmen, der durch die drei Bereiche der nicht rein quantifizierbar ökonomischen, sondern eher qualitativen **ökologischen, sozialen und/oder Governance**¹⁴²-Kriterien aufgespannt wird (die nach den eng-

¹³⁹ Vgl. Armbruster (2000), S. 74, Gege (2008), S. 45-51 und Balz (1999), S. 55-58.

¹⁴⁰ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 5, Schäfer/Lindenmayer (2007b), S. 935, Scholand (2004), S. 66-72 und Loew (2002), S. 11. Für einen Überblick über die historische Entwicklung der nachhaltigen Geldanlage, vgl. Loew (2002), S. 13f.

¹⁴¹ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 5 und Schäfer/Lindenmayer (2007b), S. 935.

¹⁴² Für den Begriff der Governance existiert wiederum eine Vielzahl an Definitionen. Teilweise wird auch der Begriff der guten Unternehmensführung verwendet. Eng verwandt ist der Begriff der **Corporate Governance**, unter welchem „... die Rahmenbedingungen subsumiert werden, welche für Entscheidungsprozesse der Unternehmensleitungen und der Überwachung gelten. Deren Funktion beinhaltet jeweils, existierende Interessenskonflikte zwischen verschiedenen Stakeholder-Gruppen

lischen Bezeichnungen Environment, Social and Governance auch als **ESG**-Faktoren abgekürzt werden). Inwieweit hierbei die finanziellen oder die nicht-finanziellen Kriterien der Kapitalanlage im Vordergrund der Anlageentscheidung eines Anlegers stehen, hängt vom Investorentyp ab. Wird also die Rationalität des Homo Oeconomicus unterstellt, kann der Nutzen einer Geldanlage nur aus der Betrachtung der finanziellen Kriterien Rendite und Risiko und der Maximierung des durch diese Merkmale beschriebenen Einkommensstromes eines Anlegers geschöpft werden. Die Annahme, dass die Kriterien der nachhaltigen Geldanlage einen nicht-finanziellen (Zusatz-)Nutzen spenden, geht somit über die Rationalitätsannahme des Homo Oeconomicus hinaus.¹⁴³

Neben dieser Definition existiert derzeit eine Reihe weiterer Definitionen. Im Folgenden werden die Definitionen der derzeit zwei bedeutendsten Institutionen im Bereich nachhaltiger Geldanlagen kurz vorgestellt:

Auf europäischer Ebene wurde im Jahr 2001 das European Sustainable Investment Forum (Eurosif) als Non-Profit Organisation mit der Mission der Förderung von Nachhaltigkeit auf den europäischen Finanzmärkten gegründet. Es stellt ein Netzwerk institutioneller Investoren, Asset Manager, Finanzdienstleister, wissenschaftlicher Einrichtungen und Nichtregierungsorganisationen dar. Dem Dachverband Eurosif gehören 65 nationale Mitgliederverbände (sogenannte Sustainable Investment Forums (SIFs)) an. Das Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V. (FNG) ist das SIF für Deutschland, Österreich und die Schweiz.¹⁴⁴ Seit 2012 verzichtet das Eurosif auf eine übergeordnete Definition, um den jeweiligen Märkten Euro-

auszugleichen.“ (Bassen/Zöllner (2014), S. 98.) Da sich dem Management eines Unternehmens durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle opportunistische Verhaltensspielräume eröffnen, sollen jene zentralen Mechanismen der Corporate Governance wie Aufsichtsräte, Entlohnungssysteme, Gesetze, Rechtssysteme und andere interne und externe Kontrollmechanismen eine effizientere Unternehmensleitung und eine Minderung der möglichen Interessenskonflikte zwischen Management und Kapitalgebern gewährleisten. Dies soll letztendlich die ökonomische Effizienz, Wachstum und den Unternehmenswert positiv beeinflussen. (Vgl. Bassen/Zöllner (2014), S. 98 und OECD (2004), S. 11.)

¹⁴³ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 131-133 und Werner (2009), S. 31-33. Zur Unterscheidung verschiedener Anlegertypen, vgl. Kapitel 2.5.1 und Kapitel 2.5.1.

¹⁴⁴ Vgl. Eurosif (2014b), S. 71. Das Eurosif selbst ist Mitglied des Dachverbandes Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). (Vgl. GSIA (2015), S. 31.)

pas gerecht zu werden und kennzeichnet nachhaltige Geldanlagen stattdessen anhand von sieben Anlagestrategien/Anlagestilen.¹⁴⁵ Das FNG folgt diesem Vorgehen weitgehend. Es definiert zwar **Nachhaltige Geldanlage** als „... allgemeine Bezeichnung für nachhaltiges, verantwortliches, ethisches, soziales, ökologisches Investment und alle anderen Anlageprozesse, die in ihre Finanzanalyse den Einfluss von ESG (Umwelt, Soziales und Governance)-Kriterien einbeziehen. Dies beinhaltet eine explizite schriftlich formulierte Anlagepolitik zur Nutzung von ESG-Kriterien.“¹⁴⁶ Den Berichten des FNG liegt dann jedoch auch eine Unterscheidung von acht Anlagestrategien zugrunde.¹⁴⁷

2006 entstand auf Initiative der United Nations Environment Programme Finance Initiative und der United Nations Global Compact die Principles of Responsible Investments (PRI)-Initiative. Dabei handelt es sich um eine Non-Profit-Organisation, deren Aufgabe in der Implementierung der United Nations Principles for Responsible Investments (UNPRI) liegt, die am 27. April 2006 in Kraft traten. Die UNPRI sind eine Charta, in der sich die unterzeichnenden Finanzdienstleister, Investoren und Asset Manager freiwillig verpflichten, in ihren Finanzgeschäften und Investmentprozessen sechs Prinzipien im Sinne eines Best-Practice-Regelwerkes zu beachten, um soziale, ethische und ökologische Kriterien zu berücksichtigen.¹⁴⁸

Das PRI definiert **Responsible Investment** als „... an approach to investment that explicitly acknowledges the relevance to the investor of environmental, social and governance factors, and of the long-term health and stability of the market as a whole. It recognises that the generation of long-term sustainable returns is dependent on stable, well-functioning and well governed social, environmental and economic systems.“¹⁴⁹

Die Darstellung dieser Definitionen kann keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben.¹⁵⁰ Für die weiteren Ausführungen im Kontext dieser Arbeit wird auf die zu

¹⁴⁵ Vgl. Eurosif (2012), S. 9f. und Eurosif (2014b), S. 8. Siehe weiter unten in diesem Kapitel. Eurosif folgt damit dem Vorgehen seines Dachverbandes GSIA. Das GSIA kennzeichnet nachhaltige Geldanlagen dann ebenfalls durch sieben Anlagestrategien/-stile, die sich jedoch leicht von den Definitionen des Eurosifs unterscheiden. (Vgl. GSIA (2015), S. 6, Eurosif (2014b), S. 8)

¹⁴⁶ FNG (2016), S. 7.

¹⁴⁷ Vgl. FNG (2016), S. 8.

¹⁴⁸ Vgl. Schäfer/Lindenmayer (2007b), S. 935 und UNEPFI (2006), S. 9. Das PRI-Netzwerk umfasst derzeit 1.364 Mitglieder (289 Asset Owner, 887 Investment Manager und 188 Professional Service Partner), die zusammen 19 Billionen USD verwalten. (Vgl. PRI (2014), S. 10 und PRI (2015a))

¹⁴⁹ PRI (2015b), S. 1.

¹⁵⁰ So existieren beispielsweise auch Marktabgrenzungen, die als Definitionen angesehen werden können, wie jene von Vigeo, einer 2002 gegründeten, französischen Ratingagentur, die sich auf die

Beginn des Kapitels dargestellte Beschreibung zurückgegriffen, die auch eng mit den Definitionen des Eurosif und des FNG verwandt ist. Da diese maßgeblich durch die Auswahl- und Anlagekriterien als Investitionsstile und -strategien der nachhaltigen Geldanlage bestimmt wird, werden diese kurz vorgestellt.¹⁵¹

Allgemein beschreiben **Investment- bzw. Anlagestile** „... die Art und Weise ..., nach der ein Portfolio gemanagt wird.“¹⁵² Doch auch der Begriff des Investmentstils erscheint nicht eindeutig definiert.¹⁵³ Je nach Begriffsdefinition umfasst der Begriff innerhalb des Asset Allocation-Prozesses die Festlegung oder Auswahl der Asset-Klassen (die dann als Asset Allocation im engeren Sinn bezeichnet werden kann), die Festlegung von Ländern, Branchen, Währungen, Laufzeiten, Schuldnerklassen, Emittenten, ggf. die Einzeltitelauswahl und die Festlegung weiterer Anlagestrategien oder -taktiken wie einer Value- oder Growth-Strategie oder die Investition in Small-, Mid- oder Large Caps.¹⁵⁴ Diese Unterscheidungsmerkmale eines Investitionsstiles können ebenfalls bei nachhaltigen Kapitalanlagen verwendet werden, sind aber gerade nicht primär für SRI charakteristisch.

Ebenso wie bisher keine allgemeingültige, einheitliche Definition von SRI existiert, gilt dies allerdings auch für nachhaltige Anlagestrategien. Es werden, je nach **Definition**¹⁵⁵, **bis zu acht nachhaltige Anlagestrategien** unterschieden. Diese werden im Folgenden näher erläutert. Aus dem Blickwinkel der Anleger lassen sich die Kriterien dabei gemäß *Schäfer (2014b)* je nach der mit ihnen verfolgten Intention der Geldanlage den drei Kategorien fernhalten, fördern und fordern zuordnen.¹⁵⁶

In die Kategorie des Fernhaltens fällt der Anlagestil der Verwendung von **Ausschlusskriterien** bzw. des negativen Screenings, der in der Prä-Investitionsphase der Titelauswahl ansetzt. Der Ansatz dient dazu, bestimmte Investitionen oder Unternehmen, Branchen oder Länder aus dem Investment-Universum auszuschließen, falls diese gegen zuvor definierte Kriterien verstoßen, welche indizieren, dass

Bewertung von Unternehmen in Bezug auf deren ESG-Performance spezialisiert hat. (Vgl. Vigeo (2014), S. 5)

¹⁵¹ Für einen Überblick über die verschiedensten Forschungsfelder im Themenbereich Responsible Investing und einer Identifikation der einflussreichsten Forschungsarbeiten im jeweiligen Gebiet, vgl. Hoepner/McMillan (2009) und Hofmann/Klein (2013).

¹⁵² Bruns/Meyer-Bullerdiek (2013), S. 204.

¹⁵³ Vgl. Postert (2007), S. 63ff. und die dort gegebenen Übersichten und Diskussionen des Begriffs.

¹⁵⁴ Vgl. Postert (2007), S. 65-68 und Bruns/Meyer-Bullerdiek (2013), S. 204-218.

¹⁵⁵ Vgl. Eurosif (2014b), S. 8 und Scholtens (2014).

¹⁵⁶ Vgl. Schäfer (2014b), S. 9f. und Schäfer u.a. (2015), S. 7-12.

aus der Wertschöpfung oder den Produkten negative Einflüsse auf eine nachhaltige Entwicklung ausgehen. Zu diesen Kriterien gehören in der Regel als Minimumkonsens die Produktion und der Handel mit Waffen, Kernenergie, Pornografie und Tabak.¹⁵⁷ **Negatives Screening** kann in unterschiedlich strengen Ausprägungen vorgenommen werden, von welchen ein vollständiger Ausschluss eines Titels aus dem Anlageuniversum die strengste Form darstellt. Weiterhin kann ein Ausschluss vorgenommen werden, falls ein Titel lediglich ein bis zwei Ausschlusskriterien erfüllt (sog. einfaches Screening/Simple Screening), gegen drei oder mehr Negativkriterien verstößt (sog. wertbasierter Ausschluss) oder gegen eine Reihe verschiedener ESG-Kriterien verstößt (sog. ethischer Ausschluss).¹⁵⁸ Teilweise mit dem Prinzip der Ausschlusskriterien verwandt ist das **normbasierte Screening**, bei welchem Anlagetitel dahingehend geprüft werden, ob sie mit bestimmten, internationalen Nachhaltigkeitsstandards oder ESG-Normen konform sind und bei Vorliegen von Nichtkonformität ggf. ausgeschlossen werden. Alternativ zu einem Ausschluss kann allerdings auch lediglich eine vergleichende Bewertung verschiedener Anlagetitel hinsichtlich der Erfüllung bestimmter Mindeststandards erfolgen.¹⁵⁹

In der Kategorie des Förderns dienen die verwendeten Anlagestrategien der Titelauswahl in der Prä-Investitionsphase dazu, Unternehmen und Staaten in Rich-

¹⁵⁷ Für eine Top Ten der Ausschlusskriterien in Deutschland für Unternehmen, vgl. FNG (2016), S. 29 und für eine Top Five der Ausschlusskriterien in Deutschland für Staaten FNG (2016), S. 30. Für Unternehmen sind dies: Waffen (Handel und Produktion) (27,3 Mrd. Euro), Arbeitsrechtverletzungen (23,3 Mrd. Euro), Menschenrechtsverletzungen (22,0 Mrd. Euro), Umweltzerstörung (20,7 Mrd. Euro), Korruption und Bestechung (19,3 Mrd. Euro), Glücksspiel (16,9 Mrd. Euro), Pornografie (16,6 Mrd. Euro), Tabak (14,3 Mrd. Euro), Alkohol (14,2 Mrd. Euro), Kernenergie (13,8 Mrd. Euro).

¹⁵⁸ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 7, Schäfer (2014a), S. 3f., Schäfer/Mayer (2013b), S. 140f., Schäfer (2012b), S. 16, FNG (2016), S. 63, Eurosif (2014b), S. 14-17, GSIA (2015), S. 6 und PRI (2013), S. 6f. Das FNG unterscheidet zudem danach, ob die nachhaltigen Anlagekriterien, wie z.B. Ausschlusskriterien, nur für ein nachhaltiges Anlageprodukt angewendet werden oder auf weitere Teile bis hin zum gesamten Vermögen eines Asset Managers. Ist letzteres der Fall, so wird dies als **Asset Overlay** bezeichnet. Für das Asset Overlay können neben Ausschlusskriterien auch die ESG-Integration und Engagement und Stimmrechtsausübung als Anlagestrategien angewendet werden. (Vgl. FNG (2016), S. 63.) Zur Problematik der Strenge der Ausschlusskriterien, vgl. Facing Finance/urgewald (2016). Dort wird als Beispiel angeführt, dass ein Greifen von Ausschlusskriterien bei einer Hürde von 5-10% des Umsatzes eines Unternehmens in einer kritischen Branche wie z.B. der Rüstungsindustrie dazu führen kann, dass sich im Portfolio von Fonds von Kirchenbanken vereinzelt Konzerne mit Rüstungsaktivität befinden. (Vgl. Facing Finance/urgewald (2016), S. 10ff.)

¹⁵⁹ Vgl. Schäfer (2014a), S. 3, FNG (2016), S. 65, Eurosif (2014b), S. 12-14, GSIA (2015), S. 6 und PRI (2013), S. 6f.

tung mehr Nachhaltigkeit zu bewegen. Hierzu können mindestens die Anlagestrategien des positiven Screenings, des Best-in-Class-Ansatzes und das Impact Investing gezählt werden.¹⁶⁰ Im Rahmen dieser Arbeit werden der Kategorie des Förderers jedoch auch die ESG-Integration und nachhaltige Themenfonds zugeordnet, da beide Anlageansätze ebenfalls in der Prä-Investitionsphase ansetzen und das Ziel einer Förderung verfolgen. Sowohl der Best-in-Class-Ansatz, als auch nachhaltige Themenfonds basieren auf **positivem Screening**. Als Gegenstück zum negativen Screening basiert positives Screening auf Kriterien, die Rückschlüsse auf das Ausmaß der positiven Nachhaltigkeitsperformance eines Titels oder Emittenten zulassen. Innerhalb des positiven Screening existieren verschiedene Verfahren. In seiner grundlegenden Form kann positives Screening als Aufnahmekriterium von Titeln in das Anlageuniversum dienen, die bestimmte Minimum- oder Maximumkriterien hinsichtlich internationaler Nachhaltigkeitsstandards erfüllen. Ein weiteres Verfahren ist das sog. Pioneer-Screening, das jene Emittenten oder Titel als Pioniere auszeichnet, die eine außergewöhnliche ökologische und/oder soziale Innovationsstärke aufweisen. Dadurch eignet sich das Pioneer-Screening besonders gut zur Erstellung von **nachhaltigen Themenfonds**. Solche Fonds investieren in Themen oder Assets, die im Zusammenhang mit der Förderung von Nachhaltigkeit stehen, indem sie bestimmte oder mehrere Themen mit einem oder mehreren ESG-Bezügen in den Fokus stellen. Klimaschutzfonds können damit eindeutig dieser Anlagestrategie zugeordnet werden.¹⁶¹ Der **Best-in-Class-Ansatz** (BiC) schließt zunächst keine Titel bzw. Emittenten oder Unternehmen aus, sondern bewertet diese, basierend auf ESG-Kriterien, mit Scores, bildet eine Rangfolge der Titel (sogenanntes Ranking) innerhalb einer Branche, Kategorie oder Klasse und wählt unter diesen jene aus, die in ökologischer, sozialer und/oder ethischer Hinsicht zu den Besten gehören. Wird das Vorgehen über alle Branchen ausgeweitet, um die nachhaltigste(n) Branche(n) zu ermitteln, in welche dann investiert werden darf, so wird dies als **Best-of-Classes-Ansatz** (BoC) bezeichnet. In der Praxis wird der Best-in-Class-Ansatz häufig mit Ausschlusskriterien kombiniert.¹⁶²

¹⁶⁰ Vgl. Schäfer (2014b), S. 9 und Schäfer u.a. (2015), S. 7-9.

¹⁶¹ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 139f., Schäfer u.a. (2015), S. 8 und S. 33-40, Schäfer (2012b), S. 17, FNG (2016), S. 64, Eurosif (2014b), S. 11, GSIA (2015), S. 6 und PRI (2013), S. 6-8.

¹⁶² Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 8, Schäfer/Mayer (2013b), S. 139f., Schäfer (2012b), S. 17, J. Safra Sarasin (2015), Collins (2009), oekom research (2015a), oekom research (2015b), S. 15f., FNG (2016), S. 63, Eurosif (2014b), S. 11f., GSIA (2015), S. 6 und PRI (2013), S. 6-8. Was genau es bedeutet, zu den besten Unternehmen einer Branche zu gehören, ist in der Regel nicht einheitlich definiert, d.h. in den hier dargestellten, allgemeinen Definitionen des Best-in-Class-Ansatzes fehlt

Weiterhin der Kategorie des Förderns kann die **ESG-Integration** zugeordnet werden. Hierbei werden ESG-Risiken als Faktoren neben den rein finanziellen Faktoren in der traditionellen/konventionellen Mainstream-Finanzanalyse explizit mit berücksichtigt, wozu der mögliche positive wie negative Einfluss und die kausalen Wirkungszusammenhänge von ESG-Themen auf Finanzdaten von Unternehmen untersucht werden.¹⁶³

Zuletzt kann der Gruppe des Förderns das **Impact Investing** zugeordnet werden. Impact Investments verfolgen das Ziel, neben einem finanziellen Ertrag durch die Investition in Unternehmen, Organisationen oder Fonds Strukturveränderungen im Produktionsapparat, den angebotenen Produkten und Dienstleistungen oder dem gesamten Unternehmensverhalten zu erreichen und somit eine soziale oder ökologische Wirkung zu erzielen. Dabei ist es nicht Bestandteil der Definition, dass ein Impact Investment lediglich unterdurchschnittliche Renditen erzielen kann, d.h. es wird davon ausgegangen, dass auch marktübliche Renditen mit Impact Investments möglich sind.¹⁶⁴ Die hier dargestellte Definition folgt weitestgehend jener nach *O'Donohoe u.a. (2010)*, S. 7-9, doch existieren auch zum Begriff des Impact Investing zahlreiche verschiedene Definitionen. So definiert das Monitor Institute Impact Investing beispielsweise als: „Actively placing capital in

die Festlegung einer Begrenzung für die Bezeichnung der Besten, wie etwa der besten 5%, 10%, 20% oder 30%. Schäfer u.a. (2015) unterscheidet noch weitere Formen von BiC-Ansätzen. Der themenbasierte BiC-Ansatz scheint hierbei für Klimaschutzfonds besonders geeignet zu sein, was jedoch die weiteren BiC-Ansatzkombinationen nicht ausschließen muss.

¹⁶³ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 141, FNG (2016), S. 64, Eurosif (2014b), S. 22-24, GSIA (2015), S. 6 und Godeke u.a. (2009), S. 9.

¹⁶⁴ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 8f., FNG (2016), S. 64, Eurosif (2014b), S. 11, GSIA (2015), S. 6, PRI (2013), S. 6-8 und EFAMA (2012), S. 4. Neuere Quellen greifen die Bezeichnungen der im Jahr 2013 im Rahmen des G8-Gipfel gegründeten, privat-öffentlichen, unabhängigen Social Impact Investment Taskforce (SIITF) auf, die Impact Investing auch als Social Impact Investing (SII) oder Wirkungsorientiertes Investieren (WI) bezeichnet. Die SIITF sieht sowohl saubere Energien und Technologien, als auch den Klimawandel als zu den fünf geeignetsten Zielbereichen für WI für Privatpersonen in Deutschland gehörend an. (Vgl. National Advisory Board Germany (2014), S. 8. und Eckert/Schäfer (2015), S. 9ff.) Sonen Capital (2015) unterteilt Impact Investing wiederum in die Bereiche des Sustainable Investing und des Thematic Investing, in welchem der Klimawandel eine bedeutende Stellung einnimmt. (Vgl. Sonen Capital (2015), S. 24ff.) Schäfer/Bauer (2014) beschreiben Social Impact Investing (SII) als Zwischenform zwischen nachhaltigen Geldanlagen und Spenden und unterscheiden, je nach Intention des Kapitalgebers bezüglich der Quantifizierung und Quantifizierbarkeit der Wirkung der Geldanlage zwischen Core und Broad Social Impact Investing. Wird „social“ im gesellschaftlichen Sinne verstanden, fallen hierunter auch Investitionen mit ökologischer Zielsetzung, beispielsweise im Bereich des Klimaschutzes. (Vgl. Schäfer/Bauer (2014), S. 858f. und Schäfer u.a. (2015), S. 6.) Zum Begriff der Philanthropie im Sinne von Spenden und freiwilligem Engagement sowie dessen Begriffsentwicklung und Abgrenzung, vgl. Oehri u.a. (2013), S. 10-21 und Cheney u.a. (2013).

businesses and funds that generate social and/or environmental good and at least return nominal principal to the investor.”¹⁶⁵ Hierbei ist Impact definiert als „a meaningful change in economic, social, cultural, environmental and/or political conditions due to specific actions and behavioral changes by individuals, communities and/or society as a whole”.¹⁶⁶ *O'Donohoe u.a. (2010)* sieht in Impact Investing nicht nur ein zielgerichtetes Vorgehen, sondern darüber hinaus eine eigene Asset-Klasse.¹⁶⁷ Diese Ansicht ist hingegen wiederum umstritten. Die meisten Definitionen haben gemeinsam, dass Impact Investing absichtlich einen messbaren sozialen Impact verfolgt oder mit der Investition erwartet und dass dieser Impact aktiv gemessen wird.¹⁶⁸

Diesem Definitionskern folgend, können Investitionen in Klimaschutzfonds also dann eine Form des Impact Investing darstellen, wenn sie beabsichtigen, eine messbare Wirkung zu erzielen. Gerade durch die Klimaschutzziele liegen diverse Möglichkeiten der Messbarkeit vor: So kann beispielsweise die durch Investitionen installierte Leistung von erneuerbaren Energien, Energieeinsparungen durch Energieeffizienzmaßnahmen oder allgemeiner, der Carbon Footprint, d.h. der CO₂-Fußabdruck des Portfolios,¹⁶⁹ in welches investiert wird und dessen Reduktion relativ zu einer gewählten Benchmark, z.B. dem Carbon Footprint des DAX, gemessen werden. Der Impact eines Klimaschutzfonds kann bei Investitionen in Aktien- oder Anleiheausgaben oder in der Form der unternehmerischen Beteiligung über einen geschlossenen Fonds einerseits wiederum direkt wirken, denn

¹⁶⁵ Monitor Institute (2009), S. 11. Der oft und gerade unter der Bezeichnung SII starken Betonung des sozialen Aspektes folgend, stellen sogenannte Social Impact Bonds jenes Vehikel der Kapitalallokation dar, welches im Zusammenhang mit SII am häufigsten untersucht/diskutiert wird. (Vgl. Bolton u.a. (2010), Weber (2012), S. 12 und Social Impact Investment Taskforce (2014), S. 3ff.)

¹⁶⁶ Godeke u.a. (2009), S. 9.

¹⁶⁷ Vgl. *O'Donohoe u.a. (2010)*, S. 24-29.

¹⁶⁸ Vgl. *Eurosif (2014b)*, S. 24 und *Eurosif (2014c)*, S. 8f. Schäfer/Bauer (2015) legen WI insgesamt vier Charakteristika zugrunde: die Absicht, eine Wirkung zu erzielen, eine Renditeerwartung, die mindestens Kapitalerhalt beinhaltet, ein Spektrum an Renditeerwartung und Assetklassen, das unter marktüblichen Renditen liegen kann, diese aber auch erreichen kann und eine Wirkungsmessung der sozialen oder ökologischen Wirkung anhand einer Zielvorgabe, die überprüft werden kann und Folgen finanzieller Art nach sich ziehen kann. (Vgl. Schäfer/Bauer (2015), S. 3 und GIIIN (2011))

¹⁶⁹ Vgl. *Verbraucherzentrale Bremen (2015)* und *Wendler u.a. (2010)*, S. 16-19. Auf Länderebene existiert mit dem Climate Change Performance Index ein ähnliches Konzept. (Vgl. Burck u.a. (2012), Burck u.a. (2013) und Burck u.a. (2014).) Novethic (2013) schlägt hierzu vor, das Volumen von CO₂-Emissionen je investiertem Euro als Vergleichsmaß zu nutzen. (Vgl. Novethic (2013), S. 3.) So auch *Sonen Capital (2015)*, S. 25ff, welches diesen Carbon Footprint dann mit einem Index als Benchmark vergleicht.

dann gelangt das in den Fonds investierte Kapital am Primärmarkt in die Finanzierung von Projekten oder Unternehmen. Andererseits kann auch hier der Finanzierungseffekt im Sinne eines Mainstreaming indirekt wirken, wenn die Anteile des Fonds am Sekundärmarkt gehandelt werden. Eine solche Kapitalallokation kann dann Anreiz- und Signalcharakter für künftige Refinanzierungen von Unternehmen haben. Neben den bereits in Kapitel 2.2 erwähnten Wirkungen auf operativer, strategischer oder institutioneller Ebene kann auch ein Anreiz entstehen, entsprechend den von BiC- oder BoC-Ansätzen angelegten Kriterien, beispielsweise hinsichtlich des Carbon Footprints, zu den branchenbesten oder absolut besten Unternehmen zu gehören. Das kann schließlich die Transparenz in und den Wettbewerb um eine ausweisbare, messbare Klimaschutz-Performance als Klimaschutz-Impact im Sinne des Mainstreaming fördern.¹⁷⁰ Einheitliche Standards für die Messung eines Impacts existieren derzeit allerdings noch nicht.¹⁷¹

Uneinig sind sich die dargestellten Definitionen jedoch in der Bedeutung der finanziellen Performance relativ zur Erreichung des Impact-Ziels. Hieran können Differenzierungen verschiedener Investorentypen ansetzen.¹⁷²

Zur letzten Kategorie des Forderns gehören schließlich die Anlagestile der Post-Investitionsphase zu welchen insbesondere Formen des Active Ownership und Engagement und der Stimmrechtsausübung als Mitsprache- und Mitbestimmungsstrategien zählen. Die Anlagestile dieser Kategorie werden daher besonders bei Aktienanlagen, jedoch auch als Gläubigerrechte, angewendet.¹⁷³ Besitzt ein Anleger das mit einer (Stamm-)Aktie eines Unternehmens verbundene Stimmrecht, kann er ein Mitsprache- und eben dieses Stimmrecht als sogenannte Voice-Option ausüben, um direkt auf das Unternehmen im Sinne sozialer und/oder ökologischer

¹⁷⁰ Vgl. Kahlenborn u.a. (2010), S. 10-30, Fritzsche/Kahlenborn (2009), S. 154, BMU (2002), S. 5-7, Deeken (2010), S. 16-20, Juravle/Lewis (2008), Strandberg (2005), Balderston (2011) und Endl (2012).

¹⁷¹ Vgl. Eurosif (2014b), S. 28f. Dort werden u.a. als Beispiele die Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) des Global Impact Investing Networks (GIIN) als Katalog standardisierter Metriken zur Messung von Impacts und das Global Impact Investing Rating Scheme (GIIRS) als Ratingansatz genannt. (Vgl. IRIS (2012), GIIRS (2013b), GIIRS (2013a), GIIN (2015), Reeder/Collantonio (2013) und Impact Measurement Working Group (2014), dort findet sich auch eine Guideline zur Entwicklung eines Impact-Maßes. (Vgl. Impact Measurement Working Group (2014), S. 7-9.) Saltuk (2012) beschreibt einen Ansatz zur Konstruktion eines Impact-Portfolios.) Beide Ansätze kennen jedoch noch keine Messmetrik im Bereich des Klimaschutzes.

¹⁷² Vgl. Kapitel 2.5.1.

¹⁷³ Vgl. Schäfer (2014b), S. 9f., Schäfer/Mayer (2013b), S. 141f. und Schäfer u.a. (2015), S. 9.

Nachhaltigkeitsziele einzuwirken. Dieses Vorgehen wird als (Shareholder) **Engagement** bezeichnet. Je höher hierbei der Aktienanteil ist, umso größer ist der mögliche Einfluss, weshalb sich diese Anlagestrategie besonders für Großanleger und institutionelle Anleger eignet, jedoch auch von Aktionärsgruppen, die sich zusammenschließen, genutzt werden kann (sog. Pooling). Die Art der Wahrnehmung der Stimmrechtsausübung kann von der einfachen Ausübung desselben auf der Hauptversammlung, über die Suche eines aktiven, konstruktiven und anlassbezogenen Dialogs mit dem Management des Unternehmens bis hin zu einem geregelten, dauerhaften und kritischen Dialog mit dem Management (sog. Shareholder Advocacy) reichen. Solcherlei aktive Anlagestrategien, auch **Active Ownership** genannt, werden häufig in Verbindung mit den passiven Anlagestilen der Prä-Investitionsphase als sog. Twin-Track-Strategien genutzt.¹⁷⁴ Privatanlegern eines offenen Publikumsfonds steht diese Möglichkeit jedoch nicht zur Verfügung. Allerdings kann das Fondsmanagement selbst bzw. ein Vertreter desselben jene Formen des Engagements als Aggregat des Fonds ausüben.

In der – bisher nicht standardisierten und lediglich für diese Arbeit gewählten – Bezeichnung als Klimaschutzfonds wie auch im thematischen Schwerpunkt der Anlagestrategie und der Titelauswahl solcher Fonds zeigt sich bereits, dass sie sich innerhalb der Anlagestrategien des SRI den **Nachhaltigen Themenfonds** zuordnen lassen. Je nach tatsächlicher inhaltlicher Nähe, bzw. Ferne zum Klimaschutz und dem Ausdruck dieser Nähe in den Anlagezielen des Fonds kann ein Übergang von einem reinen Nachhaltigen Themenfonds hin zu einer nicht mehr eindeutig erkennbaren thematischen Schwerpunktsetzung erfolgen. Um weiterhin dem Bereich der nachhaltigen Fonds zuzugehören, könnten Klimaschutzfonds im weiteren Sinne also zusätzlich sowohl auf Best-in-Class-/Best-of-Class-Ansätze und/oder den Einsatz von über die Thematik hinausgehenden, weiteren Ausschlusskriterien zurückgreifen.¹⁷⁵ Streben die Fonds tatsächlich eine direkte oder indirekte Wirkung im Sinne eines Beitrages zur Erreichung der deutschen Klimaschutzziele an, können sie zudem zu den Impact Investments gezählt werden. Als solche lässt sich sowohl ihr CO₂-Fußabdruck messen und ausweisen, als auch anhand dieses Fußabdruckes und der quantitativen Zielsystematik der deutschen Kli-

¹⁷⁴ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 141f., Schäfer (2014b), S. 9f., Schäfer u.a. (2015), S. 9, FNG (2016), S. 63 und S. 65, Eurosif (2014b), S. 19f., GSIA (2015), S. 6 und PRI (2013), S. 9-11.

¹⁷⁵ Vgl. FNG (2016), S. 11 und Eurosif (2014b), S. 8.

maschutzziele die Wirkung bemessen. Unter den bisher existierenden Impact Investments scheinen Kapitalanlagen mit Klimaschutzeffekt hiermit eine Sonderstellung hinsichtlich der vergleichsweise einfachen Messbarkeit des Impacts einzunehmen.¹⁷⁶

Es wurde ebenfalls bereits gezeigt, dass sowohl aufgrund der politischen Zielsetzungen im Bereich des Klimaschutzes, als auch aus den Chancen und Risiken, die sich aus dem Klimawandel für Unternehmen ergeben, der Klimaschutz als ein Katalysator und wesentlicher Treiber für weitere Finanzinnovationen wirken kann.¹⁷⁷

Der Klimawandel scheint zudem in Deutschland ein Bewusstsein für den Klimaschutz geschaffen zu haben, das bis in den Bereich der SRI hineinwirkt. Dies scheint sich nicht allein in einer erhöhten Sensibilität der Anleger für die möglichen Risiken des Klimawandels zu äußern, d.h. den aus dem Klimawandel resultierenden Schäden und den damit verbundenen Kosten. Es scheint zudem ein gesteigertes Interesse der Investoren für den Impact ihrer Investition auf die Umwelt und den Klimawandel zu geben, das die Aufmerksamkeit besonders der deutschen Investoren für SRI insgesamt in den letzten Jahren steigerte. Investitionen in den Klimaschutz gelten seit dem Jahr 2010 als zugkräftige, bedeutende Triebkraft für SRI, die hauptsächlich durch private Investoren zu finanzieren sind.¹⁷⁸

Sowohl offene als auch geschlossene Publikumsfonds mit Bezug zum Klimaschutz können ein Mittel der nachhaltigen Geldanlage darstellen, um über die Investitionen von Privatanlegern den Klimaschutz im Sinne der politisch gesetzten Ziele zu finanzieren und so die Finanzierungslücke bei der Erreichung dieser Ziele zu schließen. Die Kapitalanlage durch Privatanleger in solche Fonds kann sowohl einen unmittelbaren Finanzierungseffekt aufweisen, beispielsweise durch die Kapitalbereitstellung für erneuerbare Energien oder energieeffiziente Immobilien bzw. Gebäudesanierung in Form einer unternehmerischen Beteiligung über geschlossene Fonds oder offene Fonds, die in Erstemissionen investieren. Die Kapitalanlage kann jedoch auch einen mittelbaren Finanzierungseffekt aufweisen, wenn einerseits die mit ihr verbundenen Ziele und andererseits die Produkte selbst und die von ihnen verwendeten Instrumente und Prozesse im Sinne eines

¹⁷⁶ Vgl. FNG (2016), S. 11, Kapitel 2.1 und Verbraucherzentrale Bremen (2015).

¹⁷⁷ Vgl. Kapitel 2.2, Labatt/White (2007), S. 21-25, Weis (2007), S. 116ff., Mercer (2015), S. 11ff. und von Rosen (2009), S. 91.

¹⁷⁸ Vgl. Eurosif (2010), S. 35 und Joly (2011), S. 205.

Mainstreaming in das Bewusstsein traditioneller Kapitalmarktakteure bzw. privater Investoren getragen werden. Zudem können insbesondere in Verbindung mit BiC- oder BoC-Ansätzen auch Effekte auf das Management der finanzierten Unternehmen wirken, die Impulse auf verschiedenen Unternehmensebenen auslösen, besonders die Anregung der Erstellung von Produkten oder Dienstleistungen, die der Mitigation des oder Adaption an den Klimawandel dienen oder Maßnahmen zur Reduktion des Carbon Footprints der finanzierten Unternehmen anregen.¹⁷⁹

Klimaschutzfonds können also – je nach ihrer Produktgestaltung – einen Teilbereich nachhaltiger Investmentfonds darstellen. Um zu klären, wie diese Produktgestaltung derzeit am Markt ausgeführt wird und welche Kategorien sich innerhalb der Klimaschutzfonds unterscheiden lassen, bieten die folgenden Kapitel eine Marktübersicht über Klimaschutzfonds und eine Klassifizierung verschiedener Typen.

2.3.1 Marktübersicht zu Klimaschutzfonds

Die Zielsetzung einer Marktübersicht zu Klimaschutzfonds besteht in der Aufdeckung des Marktverständnisses darüber, was einen solchen Fonds konstituiert. Die Marktübersicht kategorisiert zu diesem Zwecke die am Markt befindlichen Klimaschutzfonds und beschreibt diese Kategorien detailliert, um daraus Schlüsse für die Produktgestaltung eines Klimaschutzfonds ziehen zu können. Außerdem stellt die Marktübersicht auch die Datengrundlage dar, um die im Folgenden zu ermittelnden idealen Klimaschutzfonds jenen am Markt verfügbaren Fonds gegenüberzustellen.

Zu Beginn der Marktübersicht wird zunächst der Markt für nachhaltige Kapitalanlagen insgesamt betrachtet, da der Markt für Klimaschutzfonds einen Teilbereich dieses Marktes bildet.

Analog zu den verschiedenen Definitionen nachhaltiger Geldanlagen und der Konkretisierung bzw. Subsummierung bestimmter Anlagestile unter SRI, existieren verschiedene Marktabgrenzungen und Überblicke über den Markt für nachhaltige Kapitalanlagen. Da diese Arbeit bereits in der Definition nachhaltiger Kapitalanlagen und der zu diesen gehörenden Anlagestile eine große Nähe zu den Definitionen der GSIA, des Eurosif und des FNG gewählt hat¹⁸⁰ und da die Arbeit

¹⁷⁹ Vgl. Kahlenborn u.a. (2010), S. 10-27 und Adelphi Consult (2010), S. 8f.

¹⁸⁰ Vgl. Kapitel 2.3.

einen Fokus auf Deutschland setzt,¹⁸¹ wird im Folgenden der **Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen für Deutschland des FNG** als für die Arbeit relevante Marktübersicht gewählt und dessen Ergebnisse dargestellt.

Das FNG unterscheidet zwischen Ausschlusskriterien auf Produktebene und jenen auf Ebene des Asset Overlays. Da in letzterem Fall jedoch meist nur ein, selten zwei Ausschlusskriterien vorliegen, differenziert das FNG – im Gegensatz zum Eurosif, das diese Unterscheidung 2012 aufgab – Nachhaltige Geldanlagen (im engeren Sinne) als jene Geldanlagen, die eine Vielzahl von Ausschlusskriterien oder zusätzliche nachhaltige Anlagestrategien nutzen, von Verantwortlichem Investieren bzw. Nachhaltigen Geldanlagen im weiteren Sinne, wenn ein Asset Overlay nur ein bis zwei Ausschlusskriterien nutzt. Auch Overlays der Anlagestrategien Integration, Engagement und Stimmrechtsausübung werden den Nachhaltigen Geldanlagen im weiteren Sinne zugeordnet.¹⁸² Da diese Arbeit einen Fokus auf die Produktebene eines Klimaschutzfonds setzt, wird für die weiteren Ausführungen lediglich die Auswertung des FNG für nachhaltige Geldanlagen im engeren Sinne betrachtet.

Nach dem FNG betrug das Gesamtvolumen nachhaltiger Geldanlagen im Jahr 2015 zum Stichtag des 31.12.2015 136,6 Mrd. Euro und teilte sich folgendermaßen auf: 67,6 Mrd. Euro (49,49%) entfallen auf Kundeneinlagen und Eigenanlagen,¹⁸³ 48,4 Mrd. Euro (35,43%) auf Mandate, worunter maßgeschneiderte Investmentfonds für institutionelle Investoren oder High Net Worth Individuals (HNWI) verstanden werden, die auch als Spezialfonds bezeichnet werden und 20,6 Mrd. Euro (15,08%) auf Investmentfonds.¹⁸⁴

Das Volumen der nachhaltigen Investmentfonds betrug 2005 1,7 Mrd. Euro und ist seitdem kontinuierlich angestiegen, zuletzt von 15,5 Mrd. Euro im Jahr 2014 auf 20,6 Mrd. Euro um 33%.¹⁸⁵ Im Vergleich dazu betrug das Volumen des in Fonds deutscher Institute verwalteten Vermögens und ausländischer Investmentfonds von Gesellschaften, deren Gesellschafter ganz oder überwiegend deutsche Institute sind, am selben Stichtag 2.601 Mrd. Euro, wovon 883 Mrd. Euro auf

¹⁸¹ Vgl. Kapitel 2.1, Kapitel 2.2 und Kapitel 2.3.

¹⁸² Vgl. FNG (2016), S. 9.

¹⁸³ Zu den Nachhaltigkeitsansätzen des Eigen-/Depot-A-Geschäfts, vgl. Schäfer/Mayer (2013a). Deutsche Anleger bevorzugen traditionell Bankeinlagen vor anderen Anlageformen. Dies scheint auch für nachhaltige Kapitalanlagen zuzutreffen. (Vgl. Schneeweiß (2010), S. 18.)

¹⁸⁴ Vgl. FNG (2016), S. 27 und S. 64.

¹⁸⁵ Vgl. FNG (2016), S. 28.

8.538 Publikumsfonds entfielen. Der deutsche Gesamtmarkt für Publikumsfonds wuchs damit von 788 Mrd. Euro im Jahr 2014 lediglich um 12% an und bleibt somit deutlich hinter dem Wachstum nachhaltiger Investmentfonds zurück, wobei der Anteil nachhaltiger Investmentfonds am Gesamtmarkt für Publikumsfonds in Deutschland auch nur 2,33% beträgt.¹⁸⁶

Die weiteren Daten wurden vom FNG lediglich auf der aggregierten Ebene für Fonds und Mandate erhoben. Die folgende Tabelle gibt Aufschluss über die verwendeten, nachhaltigen **Anlagestrategien** und die Allokation über **Assetklassen** in Deutschland:

	Volumen (in Mio. Euro)
Kunden- und Eigenanlagen	71.249
Mandate	48.358
Investmentfonds	20.580
Fonds & Mandate: Nachhaltige Anlagestrategien	
Ausschlüsse	44.884
Integration	27.733
Stimmrechtsausübung	25.799
Engagement	22.234
Best-in-Class	21.088
Normbasiertes Screening	15.379
Nachhaltige Themenfonds	8.157
Impact Investment	4.763
Allokation	
Aktien	27.515
Unternehmensanleihen	12.012
Immobilien/Grundbesitz	10.625
Staatsanleihen	6.261
Venture Capital/Direktbeteiligungen	3.202
Geldmarkt/Bankeinlagen	976
Lokale oder kommunale Anleihen	712
Supranationale Anleihen	487
Hedgefonds	57
Rohstoffe	5
Investoren	
Institutionelle Investoren	54.226
Private Investoren	9.326

Tabelle 2.3: Übersicht über nachhaltige Kapitalanlagen in Deutschland

Quelle: gekürzt entnommen aus FNG (2016), S. 83 und je absteigend sortiert¹⁸⁷

¹⁸⁶ Vgl. BVI (2016), S. 1 und FNG (2016), S. 28. Eigene Berechnungen auf Grundlage der dort angegebenen Daten.

¹⁸⁷ Die Kategorie der Asset Overlays sowie die Länder Österreich und Schweiz wurden ausgelassen. Unterschiede in den Summen ergeben sich aus der Erhebung selbst und sind vermutlich auf fehlende

Ausschlusskriterien sind demnach die bedeutendste nachhaltige Anlagestrategie. Das diesen verwandte, normbasierte Screening findet am häufigsten bezüglich der Kernarbeitsnorm der International Labour Organization (ILO) (8,7 Mrd. Euro), der UN Global Compact (6,3 Mrd. Euro) und der Richtlinien für multinationale Unternehmen der Organisation für Sicherheit und Zusammenarbeit in Europa (3,8 Mrd. Euro) Anwendung. Auf dem zweiten und dritten Platz der Reihung der Anwendung der Anlagestile befinden sich die Integration und die Stimmrechtsausübung. Engagement und der Best-in-Class-Ansatz bilden zusammen mit dem normbasierten Screening das Mittelfeld. Die für Klimaschutzfonds besonders relevanten Anlagestile der nachhaltigen Themenfonds und des Impact Investments befinden sich auf den letzten Plätzen, weisen jedoch ein großes Wachstum gegenüber dem Vorjahr 2014 auf: +85% bei Impact Investments und +30% bei nachhaltigen Themenfonds. Impact Investments werden hauptsächlich in der Form von Anleihen im Bereich der Mikrofinanz getätigt. Als zentrale Motive für Impact Investments wird der Wunsch genannt, einen Beitrag zur regionalen Entwicklung zu leisten oder Impact Investments als Alternative zu Philanthropie zu tätigen.¹⁸⁸

Innerhalb der Assetklassen entfällt das größte Volumen auf Aktien, gefolgt von (der aggregierte Klasse der) Anleihen. Sowohl die Assetklassen der Immobilien, als auch des Venture Capitals/der Direktbeteiligungen könnten insbesondere im Bereich des Klimaschutzes aufgrund der bei diesen Assetklassen existierenden Möglichkeit, einen direkten, messbaren Impact zu erzielen, von großer Bedeutung sein.

Im Jahr 2015 wurden 15% der Investitionen in nachhaltige Geldanlagen von privaten Investoren getätigt. Der Anteil der privaten Investoren an nachhaltigen Geldanlagen lag in den Vorjahren zwischen 23% und 32%.¹⁸⁹ Im Vergleich hierzu waren zum Jahresende 2015 484,8 Mrd. Euro und damit ca. 9% des Geldvermögens deutscher privater Haushalte und privater Organisationen ohne Erwerbszweck in Investmentfonds allgemein investiert. Doch nur ca. 25% der deutschen

Angaben der Befragungsteilnehmer zurückzuführen. Für eine ergänzende, komprimiert-charakterisierende Hintergrundzusammenfassung der wichtigsten Daten Deutschlands, vgl. Lobe/Walkshäusl (2014), S. 210f.

¹⁸⁸ Vgl. FNG (2016), S. 29f. Unter Mikrofinanz(ierung) wird die Vergabe von Kleinkrediten an kleine, von armen Menschen in Entwicklungsländern betriebene Unternehmen verstanden. Dies soll es jenen kleinen Unternehmen ermöglichen, einfache Maschinen zu erwerben, um Produktionsgewinne zu erwirtschaften, die die Armen aus der Substanzwirtschaft befreien. Die hinter der Mikrofinanzierung stehende Idee ist also die Armutsbekämpfung. (Vgl. Dirkes/Lützenkirchen (2014), S. 484f.)

¹⁸⁹ Vgl. FNG (2016), S. 31.

Haushalte investieren direkt in Investmentfonds, 60% hingegen investieren indirekt über Lebensversicherungen und betriebliche Altersvorsorge in dieses Finanzinstrument. Bankeinlagen und Versicherungen bilden weiterhin den größten Anteil des Geldvermögens deutscher Haushalte.¹⁹⁰ Ein Anteil privater Investoren von 17% bis 25% an nachhaltigen Investitionen, wie er in den Jahren 2010, 2012, 2013 und 2014 vorlag, erscheint also typisch für das Anlageverhalten der deutschen Bevölkerung. Vor dem Hintergrund des starken Marktwachstums nachhaltiger Geldanlagen und nachhaltiger Fonds unterstreicht dieses hohe Wachstum allerdings die Bedeutung nachhaltiger Fonds für das Mainstreaming nachhaltiger Geldanlagen.¹⁹¹

Zu **geschlossenen Fonds** hat das FNG für Deutschland Daten von 44 Fonds ausgewertet, deren Summen je des Eigenkapitals 689 Mio. Euro und des Fremdkapitals 1.190 Mio. Euro betragen.¹⁹² Die folgende Abbildung zeigt das platzierte Eigenkapital dieser Fonds nach Themen sortiert:¹⁹³

¹⁹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank (2016), S. 50 und ZEW (2010).

¹⁹¹ Vgl. FNG (2016), S. 27-31. Im Jahr 2010 waren 23% privater Anleger in nachhaltige Geldanlagen investiert und zwar zu 99% in Publikumsfonds. (Vgl. FNG (2011), S. 19.) Für die Folgejahre gibt das FNG den Anteil der Privatanleger an Investitionen in nachhaltige Publikumsfonds jedoch nicht mehr an. Dieser für 2010 gemessene, im Vergleich zu konventionellen Kapitalanlagen sehr hohe Anteil von Investitionen privater Anleger in nachhaltige Publikumsfonds ist bislang nicht weiter untersucht und könnte auch auf das vergleichsweise eingeschränkte Produktangebot nachhaltiger Kapitalanlagen zurückzuführen sein. Ebenso unterscheidet das FNG nicht weiter zwischen Privatanlegern im Sinne von Retailanlegern und HNWI. Für das Jahr 2010 stellte das FNG hierzu noch fest, dass HNWIs, definiert als Personen mit einem Vermögen von mehr als einer Million US-Dollar, innerhalb der Gruppe der Privatanleger in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle spielen. Nach demselben Marktbericht von 2011 investierten 2010 Institutionelle Investoren, die in jenem Jahr 77% des Marktes für SRI in Deutschland ausmachten, nur zu 14% in Publikumsfonds. (Vgl. FNG (2011), S. 15-22.)

¹⁹² Vgl. FNG (2016), S. 30.

¹⁹³ Vgl. FNG (2016), S. 30.

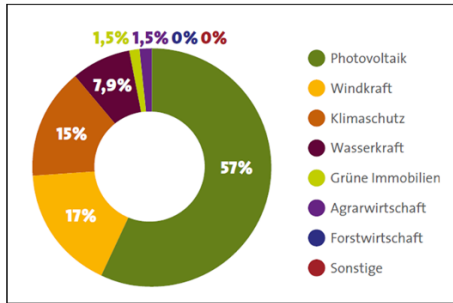


Abbildung 2.1: Platziertes Eigenkapital geschlossener, nachhaltiger Fonds nach Themen in Deutschland

Quelle: FNG (2016), S. 30

Auch wenn das FNG von den gelisteten Themen lediglich 15% mit Klimaschutz betitelt, so lassen sich doch die Themen Grüne Immobilien, Photovoltaik, Wasserkraft und Windkraft gemäß den deutschen Klimaschutzziele auch dem thematischen Bereich des Klimaschutzes zuordnen. Dieser weitere Bereich des Klimaschutzes deckt damit 98,4% des von geschlossenen, nachhaltigen Fonds platzierten Eigenkapitals ab. Geschlossene, nachhaltige Fonds können also bereits – bis auf Ausnahmen – als Klimaschutzfonds angesehen werden, die maßgeblich durch die Assetklasse der Photovoltaik geprägt sind.¹⁹⁴

Für eine Marktübersicht zu Klimaschutzfonds existiert für geschlossene Fonds jedoch keine umfassende Datenbank, auf welche zurückgegriffen werden könnte. Hierzu erhobene Daten haben daher veranschaulichenden Beispielcharakter.¹⁹⁵

Auf Produktebene sehen *Schäfer/Mayer (2013b)* gerade für **offene Publikumsfonds** die größte Marktbedeutung im Nachhaltigkeitsbereich. Zwar ermöglichen diese Instrumente keinen unmittelbaren Einfluss der Anleger auf die investierten Unternehmen, doch sie eröffnen als passive Anlageinstrumente eine Vielzahl an

¹⁹⁴ Für eine ausführliche Darstellung der Bedeutung nachhaltiger Immobilien als Assetklasse und für den Klimaschutz, vgl. Schäfer/Gromer (2014) und Schäfer u.a. (2012). Dort werden nachhaltige Immobilienanlageprodukte in offene und geschlossene Immobilienfonds unterschieden, sowie in Real Estate Investment Trusts (REITs). Für alle drei Formen wird derzeit – auch noch in der Folge der Subprime-Krise – ein geringes Volumen und eine insgesamt geringe Anzahl an nachhaltigen Immobilieninvestments festgestellt. Der größte Anteil der nachhaltigen Immobilieninvestments entfällt jedoch auf geschlossene Immobilienfonds. (Vgl. Schäfer/Gromer (2014), S. 438-440 und Gromer (2012), S. 40-50.)

¹⁹⁵ Vgl. FNG (2016), S. 30. Um Doppelzählungen zu vermeiden, beziehen sich die Prozentangaben auf das Eigenkapital der geschlossenen Fonds. Die typischen Themenbereiche geschlossener Klimaschutzfonds umfassen im Bereich der erneuerbare Energien: Windkraftfonds, Solarfonds, Biomasse/Biogas, Geothermie und Wasserkraft. Teilweise werden Holz-/Waldfonds auch zum Klimaschutzbereich gezählt. (Vgl. Faust (2014), S. 413-420.)

Gestaltungsmöglichkeiten und so wiederum die Möglichkeit, den möglicherweise heterogenen Interessen und Präferenzen der Anleger gerecht zu werden.¹⁹⁶

Die im Rahmen dieser Arbeit erstellte Marktübersicht konzentriert sich daher und aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit verstärkt auf offene Fonds. Grundlage für die Datenauswertung ist die Fondsdatenbank der Plattform Nachhaltiges Investment des Sustainable Business Instituts e.V. (SBI). Die Datenbank listet zum Stand 24.06.2015 311 in Deutschland zugelassene, nachhaltige Fonds auf und bietet Informationen allgemeinen Charakters zu Fondsname, Fondsgesellschaft, ISIN, Fondsvermögen, Wertentwicklung und Performance sowie Portfoliostruktur an, wie auch spezielle Informationen zum Anlageziel, der Anlagestrategie und dem Investitionsprozess, dem Research des Fonds und der Nutzung von Positiv- und Ausschlusskriterien, sowie darüber, ob der Fonds mit einem Label von Novethic ausgezeichnet ist (Novethic-SRI-Label oder Novethic Green Fund Label). Zudem nimmt die Datenbank eine Kategorisierung der Fonds in verschiedene Fondsarten aus nachhaltiger Perspektive vor: Die Datenbank unterscheidet zwischen:

Nachhaltigkeits- und Ethikfonds mit den Untergruppen

- Ethik-Fonds (27 Fonds),
- Ethisch-ökologische Fonds (14 Fonds) und
- Nachhaltigkeitsfonds (189 Fonds),

Nachhaltige Themenfonds mit den Untergruppen

- (Neue) Energiefonds (18 Fonds),
- Klima-/Umwelttechnologiefonds (41 Fonds) und
- Wasserfonds (12 Fonds),

Weitere Fonds mit den Untergruppen

- Börsennotierte Investmentgesellschaft (0 Fonds),
- Microfinance Fonds (2 Fonds),
- Shariah-konforme Fonds (1 Fonds),
- Sonstige (6 Fonds) und
- Spendenfonds (1 Fonds)¹⁹⁷

Aufgrund der bereits in der Datenbank vorgenommenen Vorgliederung in verschiedene Untergruppen eignet sich die Datenbank besonders für die Erstellung

¹⁹⁶ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 143, Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen (2016), S. 5 und S. 11, Deeken (2010), S. 16-20 und Moon (2007), S. 300.

¹⁹⁷ Vgl. SBI (2015), alle Daten zum Stand des 24.06.2015.

der Marktübersicht. Hierzu wurden die Kategorien (Neue) Energiefonds, Klima-/Umwelttechnologiefonds und Ethisch-ökologische Fonds genutzt, sowie ohne Wahl einer Fondsart die Filterung nach dem Fondstyp der Immobilienfonds. Insgesamt standen dadurch – und unter Hinzunahme von vier durch die in Kapitel 4.1.2 dargestellten, Umfrage bedingte Ausnahmen – 79 offene, in Deutschland für Retailanleger zugänglich Publikumsfonds für die Marktübersicht zur Verfügung. Das FNG bietet mit den FNG-Nachhaltigkeitsprofilen ebenfalls eine Datenbank über 123 nachhaltige, offene Publikumsfonds. Die Datenbank des FNG enthält wiederum allgemeine Informationen zum jeweiligen Fonds, jedoch vertiefte Informationen über die Nachhaltigkeitsansätze der Fonds im jeweiligen Fondsprofil, insbesondere zu den Bereichen der Ausschlusskriterien und der Anwendung des Best-in-Class/Best-of-Classes-Ansatzes und gibt Auskunft darüber, ob der Fonds mit dem Eurosif-Transparenzlogo ausgestattet ist.¹⁹⁸

Da beide Datenbanken hinsichtlich der in ihnen jeweils gelisteten Fonds nicht deckungsgleich sind, ohnehin miteinander im Sinne des Datenaustausches kooperieren, gegenseitig auf sich verweisen und die FNG-Nachhaltigkeitsprofile keine Möglichkeit der thematischen Filterung zulassen, wurde primär die Fondsdatenbank der Plattform Nachhaltiges Investment des Sustainable Business Instituts e.V. genutzt und um Informationen aus den FNG-Nachhaltigkeitsprofilen ergänzt. Allgemeine Informationen zu den Fonds wurden primär dem am 24.06.2015 vom jeweiligen Fonds erhältlichen Key Investor Information Documents (KIID)¹⁹⁹ entnommen und um frei verfügbare Informationen der Investmentfonds-Datenbank von Morningstar ergänzt.²⁰⁰

Die folgende Tabelle zeigt, welche Daten aus welcher Informationsquelle, je zum Stand des 24.06.2015 übernommen wurden:

Datenkategorie	Informationsquelle
Fondsname, ISIN, Fondsgesellschaft	KIID
Fondskategorie nach nachhaltiges-investment.org	Plattform Nachhaltiges Investment
aktiv/passiv gemanagt, Assetklasse ²⁰¹	KIID
Fondsvolumen in Mio. €	Morningstar
Research	Plattform Nachhaltiges Investment
Risiko und Rendite nach KIID	KIID

¹⁹⁸ Vgl. FNG (2015c), alle Daten zum Stand des 24.06.2015.

¹⁹⁹ Vgl. Kapitel 2.4.

²⁰⁰ Vgl. Morningstar (2015b), alle Daten zum Stand des 24.06.2015.

²⁰¹ Vgl. Kapitel 2.4.

Risiko und Rendite nach Morningstar und Benchmark	Morningstar (Gesamt-) Rating
Regionaler Anlageschwerpunkt	KIID
Regionaler Anlageschwerpunkt Zuordnung	kategorisierte Zuordnung aufgrund der Angaben der KIID
Thematischer Anlageschwerpunkt	KIID
Kosten in %: einmalige Kosten: Ausgabeaufschlag, Rücknahmeabschlag jährliche Kosten: Verwaltungsgebühren ²⁰² , laufende Kosten	KIID und Morningstar
Wirkung	Keine Daten verfügbar, mit Ausnahme von geschlossenen Fonds und weniger in Verbraucherzentrale Bremen (2015) gelisteter, offener Fonds
Best-in-Class/Best-of-Classes (BiC/BoC)	FNG-Nachhaltigkeitsprofil
Zusätzliche Ausschlusskriterien: Umwelt, Soziales, Governance	FNG-Nachhaltigkeitsprofil (primär) und Plattform Nachhaltiges Investment (sekundär)
Auszeichnung durch Label: FNG-Profil, Euro-sif Transparenzlogo	FNG-Nachhaltigkeitsprofil
Auszeichnung durch Label: Novethic SRI Label, Novethic Green Fund Label ²⁰³	Plattform Nachhaltiges Investment

Tabelle 2.4: Datenkategorien und Informationsquellen des Marktüberblickes über Klimaschutzfonds
Quelle: eigene Darstellung

Zur Datenkategorie **Risiko und Rendite** werden zwei verschiedene Datensätze erhoben, da sich deren Systematik der Berechnung und das Datenformat voneinander unterscheiden:

Form und Inhalt der Daten des **KIID**, auch wesentliche (Anleger-)Informationen genannt, werden in *EU-Verordnung Nr. 583/2010* vorgegeben. Das im KIID dargestellte **Risiko- und Ertragsprofil** muss demnach einen synthetischen Indikator enthalten, der den Fonds aufgrund seiner aus Vergangenheitsdaten berechneten Volatilität auf einer Skala von 1 bis 7 einstuft, wobei die Kategorien von links nach rechts aufgetragen werden und ein aufsteigendes Risiko- und Ertragsniveau vom niedrigsten Wert 1 bis zum höchsten Wert 7 darstellen.²⁰⁴ Die Skala muss

²⁰² Nach Committee of European Securities Regulators (2010a), S. 5 sind die Verwaltungsgebühren Teil der laufenden Kosten. Morningstar weist die maximal jährlichen Verwaltungsgebühren gesondert aus, die KIID jedoch nicht. Auch im Rahmen dieser Arbeit werden die Verwaltungsgebühren gesondert ausgewiesen, fließen aber nicht in eine weitere Berechnung ein, wenn dort bereits die laufenden Kosten genutzt werden.

²⁰³ Das FNG-Siegel existierte zum Zeitpunkt der empirischen Erhebung noch nicht und floss daher hier nicht als Informationsquelle ein.

²⁰⁴ Vgl. Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission, §8 und Anhang I.

zudem klarstellen, „... dass niedrige Risiken potenziell zu niedrigen Erträgen und hohe Risiken potenziell zu höheren Erträgen führen.“²⁰⁵

Anders als der KIID-Indikator basiert das **Morningstar (Gesamt-) Rating** nicht ausschließlich auf der vergangenheitsbezogenen Volatilität, sondern es berücksichtigt innerhalb der von Morningstar aufgestellten Kategorien nach Regionen und Assetklassen sowohl Kosten, als auch risikoangepasste Renditen. Anschließend werden die Fonds je Kategorie mit Sternen geratet: die untersten 10% erhalten einen Stern, die folgenden 22,5% zwei Sterne, die mittleren 35% drei Sterne, die auf diese folgenden 22,5% vier Sterne und die obersten 10% fünf Sterne. Anders als das obligatorisch auszuweisende Risiko- und Ertragsprofil des KIID erhalten nicht alle Fonds ein Morningstar-Rating, bspw. wenn die Vergleichskategorie zu klein ist oder der Fonds weniger als drei Jahre existiert.²⁰⁶

Die beiden Risiko- und Renditemaße wurden gewählt, da die Angabe innerhalb des KIID für jeden Fonds Pflicht ist und somit eine allgemein verfügbare Information darstellt, und die Angaben nach Morningstar neben der Angabe des KIID frei verfügbar sind. Die Information des KIID dient als Primärinformation, da nicht für jeden Fonds ein Morningstar-Rating vorliegt. Beide Einstufungen können aufgrund der unterschiedlichen Skalen nicht zum gleichen Ergebnis führen und müssen auch aufgrund der unterschiedlichen verwendeten Berechnungsmethode nicht zur gleichen tendenziellen Einschätzung des Fonds führen.

Auf Basis der Angaben des KIID zum thematischen Anlageschwerpunkt wurden die Fonds anschließend den im folgenden Kapitel vorgestellten Kategorien zugeordnet.²⁰⁷ Die ausführliche Darstellung der Longlists aller analysierten Fonds findet sich im Anhang in den Tabellen Tabelle A.1 bis Tabelle A.7.

Das folgende Kapitel beschreibt nun das Ergebnis der Kategorisierung der Fonds und charakterisiert die Fondskategorien näher.

²⁰⁵ Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission, Anhang I, Nr. 3. Die genaue Methodologie der von der Art des Fonds jeweils abhängigen Berechnungsmethode, die zur Einstufung eines Fonds in eine der Stufen des Risiko- und Ertragsprofils führt, ist geregelt in Committee of European Securities Regulators (2010b).

²⁰⁶ Vgl. Morningstar (2006), S. 2-4. Das Gesamt-Rating basiert auf einer Gewichtung der Wertentwicklung über verschiedene Zeiträume. Detaillierte Informationen hierzu finden sich unter Morningstar (2006), S. 3f.

²⁰⁷ Das bedeutet, dass die Kategorisierung der Plattform Nachhaltiges Investment für die vorgenommene Kategorisierung dieser Arbeit lediglich einen Hinweis darstellt, jedoch nicht deckungsgleich mit dieser ist, wie den Longlists entnommen werden kann.

2.3.2 Vorstudie: Klassifizierung verschiedener Typen von Klimaschutzfonds

Basis für die Klassifizierung verschiedener Typen von Klimaschutzfonds sind die Vorarbeiten einer Kategorisierung, die in einer Vorveröffentlichung dieser Arbeit bereits in *Steiauf (2013)*, S. 26-30 und *Steiauf/Schäfer (2014)*, S. 45f. und S. 57-62 vorgenommen wurden und deren Wahl der Kategorien wiederum angelehnt ist an *Schäfer (2009)*, S. 69-73 und *Schäfer/Lindenmayer (2007a)*, S. 9-11.²⁰⁸ In den Vorarbeiten nach *Steiauf (2013)* und *Steiauf/Schäfer (2014)* wurden die folgenden Typen von Klimaschutzfonds unterschieden:²⁰⁹

- **Carbon Funds**, die auf Initiative von Staaten von Entwicklungsbanken oder Privatbanken aufgelegt wurden, um Projekte zur Verminderung von Treibhausgasemissionen zu finanzieren. Meist entstanden diese Fonds, um vor der Errichtung von Emissionshandelssystemen Erfahrung beim Aufbau solcher Systeme zu sammeln.
- **Anlagefonds auf CO₂-Zertifikate**, die in CO₂-Zertifikate als Rohstoffklasse und daraus abgeleitete Anlagemöglichkeiten investieren.
- **Beteiligungsfonds erneuerbare Energien**, die als geschlossene Fonds in eine oder mehrere erneuerbare Energien Anlagen investieren.
- **Branchenfonds erneuerbare Energien**, die als offene Fonds in Unternehmen investieren, die im Bereich erneuerbare Energien tätig sind. Investitionen finden dabei entlang der gesamten Wertschöpfungskette statt, d.h. von der Erzeugung und Speicherung bis hin zu Transport, Versorgung und Vertrieb von Energie. Die Fonds konzentrieren sich häufig nicht auf eine Energieform wie die Beteiligungsfonds und mischen Windkraft, Sonnenkraft (Photovoltaik und Solarenergie), Biomasse und Geothermie, können aber innerhalb der Energieerzeugungsarten Schwerpunkte setzen.
- **Klima- und Umwelttechnologiefonds**, die in Unternehmen investieren, die Technologien zur Erzeugung und Nutzung sauberer Energien, Erhöhung der Energieeffizienz oder zur Verminderung/Vermeidung von CO₂-Emissionen entwickeln oder herstellen.
- **Ökoeffizienzfonds und Energie-Effizienz-Fonds**, die einen ähnlichen Anlagehorizont aufweisen, wie die Klima- und Umwelttechnologiefonds, diesen

²⁰⁸ Für einen Überblick über das thematisch breite Anlageuniversum innerhalb des Klimaschutzes, vgl. DB Climate Change Advisors (2011), S. 127.

²⁰⁹ Vgl. *Steiauf (2013)*, S. 29-32.

aber noch um Schadstoffeffizienz, Recycling und Wasseraufbereitung erweitern.

- **Klimawandelfonds**, die in Unternehmen investieren, die in Geschäftsbereichen tätig sind, die sich dazu eignen, den Klimawandel zu vermindern, zu verzögern oder dessen Auswirkungen zu begrenzen und abzumildern. Durch die Herstellung von Produkten und Dienstleistungen, die der Mitigation des Klimawandels, jedoch auch der Adaption an den Klimawandel dienen, können solche Unternehmen vom Klimawandel und dessen Folgen profitieren.
- **Ethisch-Ökologische Fonds**, die nach ESG-Kriterien nachhaltig investieren, hierbei jedoch einen Schwerpunkt im ökologischen Teilbereich der Nachhaltigkeit setzen.
- **Nachhaltigkeitsfonds**, die nach ESG-Kriterien nachhaltig investieren, ohne dabei einen Schwerpunkt zu setzen.

Sowohl die Kategorien der Carbon Funds, als auch der Anlagefonds auf CO₂-Zertifikate sind mittlerweile von äußerst geringer Bedeutung, da entsprechende Fonds inzwischen in der überwiegenden Mehrzahl geschlossen wurden. Für eine Kategorisierung im Rahmen dieser Arbeit werden sie daher nicht weiter berücksichtigt.²¹⁰

Wie bereits im vorausgegangenen Kapitel erläutert, existiert für geschlossene Fonds keine einheitliche Datenbasis oder Datenbank, weshalb diese Kategorie von Fonds in dieser Arbeit nur beispielhaft untersucht wurde. Die Unterscheidung von geschlossenen und offenen Fonds im Bereich der erneuerbaren Energien wurde als Kategorisierung beibehalten.

Beide Fondskategorien weisen noch einen sehr engen Bezug zu den deutschen Klimaschutzzielen auf. Die ab den Klima- und Umwelttechnologiefonds stattfindende, weitere Kategorisierung zeichnet sich dadurch aus, dass der Bezug des Anlagehorizontes zu den deutschen Klimaschutzzielen immer weiter und mittelbarer wird, also graduell abnimmt. Diese Abstufung soll sich auch in der für diese Arbeit entwickelten Kategorisierung widerspiegeln, allerdings in einer überarbeiteten Version. Zu diesem Zwecke wird mit der Berücksichtigung einer Kategorie für

²¹⁰ Beispiele für solche Fonds sind der Global Environmental Facility Fonds der Weltbank, die Climate Investment Funds, ebenfalls der Weltbank und der Adaptation Fund. (Vgl. Bardt/Heidrich (2009), S. 3-5.)

nachhaltige Immobilienfonds eine neue Kategorie vor den Klima- und Umwelttechnologiefonds eingeschoben, die der gesonderten Zielberücksichtigung der energieeffizienten Gebäudesanierung innerhalb der Energieeffizienzziele der deutschen Klimaschutzziele Rechnung tragen soll.

Sowohl aufgrund des sehr ähnlichen Anlagehorizontes der Klima- und Umwelttechnologiefonds und der Ökoeffizienz und Energie-Effizienz-Fonds, als auch aufgrund der Subsummierung beider Anlagebereiche unter dem Begriff des Cleantech,²¹¹ werden für diese Arbeit analog *Steiauf/Schäfer (2014)* beide Fondskategorien in der Kategorie der **Cleantech-Fonds** zusammengefasst.

Die weite Öffnung der Kategorie der Klimawandelfonds wird beibehalten. Um eine Verwechslung des Begriffes Klimawandelfonds und Klimaschutzfonds zu vermeiden, wird die Kategorie jedoch in **Fonds im Bereich Produkte oder Dienstleistungen zur Mitigation oder Adaption** umbenannt.

Schließlich wird die Unterscheidung in die dem Klimaschutz fernsten Bereiche der Ethisch-Ökologischen Fonds und der Nachhaltigkeitsfonds beibehalten. Nachhaltigkeitsfonds ohne Schwerpunktsetzung werden im Rahmen dieser Arbeit nicht gesondert analysiert, da hier in der Regel kein Bezug mehr zum Klimaschutz besteht. Die Kategorie wird dennoch beibehalten, um jene untersuchten, nachhaltigen Fonds, die den thematischen Anforderungen der anderen Kategorien nicht genügen, zu sammeln.

Die folgenden Tabellen stellen die so auf Grundlage der Longlists erstellten Shortlists der Kategorien von Klimaschutzfonds dar. Die Shortlists sind dabei nach dem Bezug zu den deutschen Klimaschutzzielen von eng bis weit zusammengefasst. Für die Darstellung in den Shortlists wurden exemplarische Fonds ausgewählt und Datenkategorien der Longlists ausgeblendet, die für die Kategorisierung und auch Charakterisierung der Kategorien nicht ausschlaggebend sind. Hierzu zählen insbesondere die Datenkategorie der Kosten, die Kategorie Risiko und Rendite nach Morningstar, da diese Kategorie lediglich ergänzenden Charakter zur Kategorie der Risiko und Rendite gemäß KIID besitzt und die Kategorie des Researchs. Das Research unterscheidet sich zwischen den Kategorien kaum. Es wird mehrheitlich intern als InHouse Research vorgenommen, jedoch häufig auch von externen Dienstleistern unterstützt, wie z.B. EIRIS, Asset4 Ethix SRI Advisors, Impax Asset Management, Oekom Research AG, Bank Sarasin & Cie AG, SAM Group,

²¹¹ Vgl. Kapitel 2.1.

Inrate AG, Sustainalytics und anderen CSR- bzw. ESG-Ratingagenturen²¹², die teils den Principles of Responsible Investment folgen.

Die Kategorien der zusätzlichen Ausschlusskriterien und der Auszeichnung mit einem Logo oder Label werden in den Shortlists zusammengefasst dargestellt.

²¹² CSR steht für Corporate Social Responsibility.

Geschlossene Fonds im Bereich einzelner erneuerbarer Energien										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemischt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KMID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung	BIC/BaC BIC BaC	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label
Interne/interne, langfristige Beteiligungen an einzelnen Wind- oder Solarparks, Wasserkraft- und Biogasanlagen										
<i>Beispiele:</i>										
Aquila WindpowerINVEST II	-	Aquila Capital Structured Assets GmbH	-	-	-	Europa	Ausbauziele erneuerbare Energien	-	-	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien kein Label
reconcept RE04 Wasserkraft Kanada	-	reconcept GmbH	-	-	-	außer-europäische Länder mit Klimaschutz-zielen	Ausbauziele erneuerbare Energien	-	-	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien kein Label
Soliparc Deutschland I	-	VCD Service GmbH	-	-	-	Deutschland	Ausbauziele erneuerbare Energien	-	-	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien kein Label
Geschlossene Fonds im Bereich mehrerer erneuerbarer Energien										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemischt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KMID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung	BIC/BaC BIC BaC	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label
Interne/interne, langfristige Beteiligungen an mehreren erneuerbare Energien-Anlagen als Dachfonds										
<i>Beispiele:</i>										
Steiner + Company - Map gren	-	Steiner + Company GmbH & Co. KG	-	-	-	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	-	-	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien kein Label

Tabelle 2.5: Formen von Klimaschutzfonds - Teil 1: Geschlossene Fonds im Bereich erneuerbare Energien
Quelle: eigene Darstellung

Die im Rahmen der Arbeit analysierten **geschlossenen Fonds im Bereich erneuerbare Energien** bieten aufgrund der mangelnden Datenbankverfügbarkeit nur einen sehr eingeschränkten Blick auf diese Art der Fonds. Die geschlossenen Fonds stellen in der Mehrzahl unternehmerische, langfristige Beteiligungen an einzelnen Wind- oder Solarparks, Wasserkraft oder Biogasanlagen dar. Das Volumen der analysierten Fonds dieses Bereichs beträgt in der Summe 663,42 Mio. Euro. Die Fonds investieren meist an sehr spezifischen Standorten in Deutschland oder Europa in Anlagen, deren Errichtung durch die Geldanlage ermöglicht wird. Da sie die zu installierende Leistung angeben, kann ihre Wirkung als Zielbeitrag für das Ausbauziel für erneuerbare Energien direkt gemessen werden. Als geschlossene Fonds nutzen sie keine weiteren Anlagekriterien und sind nicht mit einem Logo oder Label ausgezeichnet.

Als Ausnahme können jene geschlossenen Fonds angesehen werden, die als **Dachfonds** weltweit in mehrere erneuerbare Energien-Anlagen in der Form einer unternehmerischen Beteiligung investieren.

Offene Fonds im Bereich erneuerbare Energien										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemeinagt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung BIC/Boc	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label	
Branchenfonds mit thematischem Fokus auf erneuerbare Energien										
			mehrheitlich aktiv; selten auch passiv als ETF	mehrheitlich Aktien; Garantie-fonds als Ausnahme	niedrig bis hoch, eher hoch	mehrheitlich weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	mehrheitlich nicht genutzt teilweise genutzt	mehrheitlich kein Logo/Label, gelegentlich Eurosf-Logo	
Beispiele:										
PowerShares Global Clean Energy Fund	IE00B21D9133	Invesco PowerShares Capital	passiv	Aktienfonds/ETF	6	weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	keine Angabe	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	kein Label
JSS Sustainable Equity – New Power, Anteilklasse P EUR acc	LU0288930869	J. Straßmann Fund Management (Luxembourg) S.A.	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	ja	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	Eurosf-Logo
Unionantipias: Erneuerbare Energien (2018)	LU0661713296	Union Investment Luxembourg S.A.	aktiv	Garantie-fonds	3	weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	nein	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	kein Label
Offene Immobilienfonds im Bereich Nachhaltigkeit										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemeinagt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung BIC/Boc	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label	
Nachhaltige, energieeffiziente Immobilienfonds										
			aktiv	Immobilien	mittel bis hoch	mehrheitlich weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	teilweise genutzt mehrheitlich nicht genutzt	keine oder ohne Schwerpunkt	kein Logo/Label oder Eurosf-Logo
Beispiele:										
JSS Sustainable Equity - Real Estate Global B (former Stratus)	LU0288928376	JSS Investmentfonds SICAV	aktiv	Immobilien-fonds	6	weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	ja	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	Eurosf-Logo
Ve-RI Listed Real Estate	DE0009763276	Veritas Investment GmbH	aktiv	Immobilien-fonds	5	weltweit	kein CO2-Fußdruck; keine Wirkung	keine Angabe	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	kein Label

Tabelle 2.6: Formen von Klimaschutzfonds - Teil 2: Offene Fonds mit engem Bezug zu den Klimaschutzzielen Deutschlands
Quelle: eigene Darstellung

Offene Fonds im Bereich erneuerbare Energien sind Branchenfonds mit thematischem Fokus auf erneuerbare Energien. In dieser Kategorie werden 16 Fonds identifiziert, die zusammen über ein Volumen von 3.616,15 Mio. Euro verfügen. Es handelt sich mehrheitlich um aktiv gemanagte Aktienfonds, jedoch existieren Ausnahmen in Form von passiv gemanagten Fonds, wobei diese wiederum alle die Form von Exchange Traded Funds (ETF) annehmen und aktiv gemanagten Garantiefonds. Die Risiko- und Rendite-Einstufung reicht von niedrig bei den Garantiefonds und den ETFs über hoch bis sehr hoch und nimmt nach dem Maß des KIID einen Durchschnittswert von 5,88 an. Die Mehrheit der Fonds legt weltweit an. Zu einer möglichen Wirkung der Fonds werden keine Angaben gemacht. Zwar wird der Best-in-Class-Ansatz mehrheitlich nicht genutzt, der Best-of-Classes-Ansatz jedoch teilweise. Die Fonds nutzen in der Regel zusätzliche Ausschlusskriterien, allerdings ohne weiteren Schwerpunkt. Sie sind mehrheitlich nicht mit Logos oder Labels ausgestattet, einzelne Fonds besitzen jedoch das Eurosif-Transparenzlogo.

Einen ähnlich engen Bezug zu den Klimaschutzzielen Deutschlands weisen auch die **offenen, nachhaltigen Immobilienfonds** auf. Da jedoch nur zwei Fonds analysiert wurden, die in nachhaltige, energieeffiziente Immobilien investieren, gestaltet sich eine tiefergehende Charakterisierung schwierig. Beide Fonds sind aktiv gemanagt und haben ein Risiko- und Renditeprofil von 5 bzw. 6. Beide investieren zudem weltweit und weisen keine Klimaschutz-Wirkung aus. Der Best-in-Class-Ansatz wird von einem der beiden Fonds eingesetzt, der zudem weitere Ausschlusskriterien ohne Schwerpunktsetzung nutzt und mit dem Eurosif-Transparenzlogo ausgezeichnet ist.

Offene Fonds im Bereich Cleantech										
Fondsdname	ISIN	Fondgesellschaft	aktiv/passiv gemischt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage- schwerpunkt	Wirkung	BIC/BöC BIC BöC	zusätzliche Ausschluss- kriterien	Logo/Label
Fonds, die in Cleantech investieren: CO ₂ -effiziente Technologien zur Erzeugung oder Nutzung von Energie, der Steigerung der Energieeffizienz oder der energieeffizienten Mobilität										
Beispiele:			mehrheitlich aktiv; seihen auch passiv als ETF	mehrheitlich Aktien; Garantie- fonds als Ausnahme	niedrig bis hoch, eher hoch	mehrheitlich weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	nicht genutzt	mehrheitlich keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	mehrheitlich kein Logo/Label
DKB Ökofonds	LU0355139220	BayerInvest	aktiv	Aktienfonds	6	Europa	CO ₂ -Fußabdruck, kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	nein nein	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label
Deka-Umweltinvest CF	DE000DKECFCS	Deka Investment GmbH	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	keine Angabe	keine Ausschlusskriterien	kein Label
UnionInvest Klimawandel	LU0315365378	Union Investment Luxembourg S.A.	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	keine Angabe	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label
Offene Fonds im Bereich Produkte oder Dienstleistungen zur Mitigation oder Adaption										
Fondsdname	ISIN	Fondgesellschaft	aktiv/passiv gemischt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage- schwerpunkt	Wirkung	BIC/BöC BIC BöC	zusätzliche Ausschluss- kriterien	Logo/Label
Fonds, die in Unternehmen investieren, welche Produkte oder Dienstleistungen herstellen, die den Klimawandel mildern, verzögern oder helfen, dessen Folgen zu bewältigen										
Beispiele:			aktiv	mehrheitlich Aktien; Rentenfonds als Ausnahme	niedrig bis hoch	mehrheitlich weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	mehrheitlich nicht genutzt	keine oder ohne Ausschlusskriterien	mehrheitlich kein Logo/Label, gelegentlich Euonif-Logo
Erste WWF Stock Umwelt A	AT0000705660	Erste Sparinvest	aktiv	Aktienfonds	5	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	nein	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	Euonif-Logo
PRIMA-Globel Challenges	LU0254565053	PRIMA Fonds Service GmbH	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	ja nein	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label
Swisscamo (LU) Equity Fund Climate Invest	LU0275317336	Swisscamo Fondservung AG	aktiv	Aktienfonds	4	weltweit	kein CO ₂ -Fußabdruck, keine Wirkung	keine Angabe	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label

Tabelle 2.7: Formen von Klimaschutzfonds - Teil 3: Offene Fonds mit mittlerem Bezug zu den Klimaschutzzielen Deutschlands
Quelle: eigene Darstellung

Einen mittleren Bezug zu den Klimaschutzzielen besitzen die **Cleantech-Fonds**, die in CO₂-effiziente Technologien zur Erzeugung oder Nutzung von Energie, zur Steigerung von Energieeffizienz oder in die energieeffiziente Mobilität investieren. 12 Fonds gehören dieser Kategorie an und ihr gemeinsames Volumen beträgt 924,85 Mio. Euro. Auch hier handelt es sich mehrheitlich um aktiv gemanagte Aktienfonds, wobei auch wieder Ausnahmen in Form von passiv gemanagten Fonds als ETFs existieren. Das Risiko- und Rendite-Profil erstreckt sich damit von niedrig bei den ETFs bis hoch mit einem Durchschnittswert von 5,82. Die Mehrheit der Fonds legt auch hier weltweit an. Für wenige Fonds dieser Kategorie existiert ein CO₂-Fußabdruck ohne Ausweis eines Reduktionsziels und auch sonst werden keine Angaben zur Wirkung der Fonds gemacht. Best-in-Class- und Best-of-Classes-Ansatz werden nicht genutzt, wie auch mehrheitlich keine zusätzlichen Ausschlusskriterien Anwendung finden. Zudem verfügen die Fonds mehrheitlich nicht über ein Logo oder Label.

Bei offenen Fonds, die in Unternehmen investieren, welche **Produkte oder Dienstleistungen herstellen, die den Klimawandel mindern, verzögern oder helfen dessen Folgen zu bewältigen**, ist der Bezug zum Klimawandel noch weiter, als in der zuvor dargestellten Kategorie. Die 15 Fonds dieser Kategorie verwalten ein Vermögen von insgesamt 712,98 Mio. Euro. Es handelt sich in der Mehrheit wiederum um aktiv gemanagte Aktienfonds, wobei Ausnahmen diesmal in Form von aktiv gemanagten Rentenfonds bestehen. Damit reichen Risiko- und Rendite von niedrig bei den Rentenfonds bis hoch bei den Aktienfonds. Der Durchschnittswert beträgt 5,43. Die Anlage erfolgt in der Regel weltweit, eine Wirkung der Fonds wird nicht ausgewiesen. Der Best-in-Class-Ansatz wird selten genutzt, der Best-of-Classes-Ansatz hingegen nicht. Zusätzliche Ausschlusskriterien werden entweder nicht genutzt oder ohne weiteren Schwerpunkt. Zwar ist die Mehrzahl der Fonds dieser Kategorie nicht mit einem Logo oder Label ausgezeichnet, einzelne Fonds besitzen jedoch das Eurosif-Transparenzlogo.

Offene Fonds im Bereich Nachhaltigkeit mit ökologischem Schwerpunkt										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemäßigt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung	BIC/BaC	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label
Fonds im Bereich Nachhaltigkeit, die einen thematischen Schwerpunkt im ökologischen Bereich setzen										
			aktiv	Aktien	mittel bis hoch, eher hoch	mehrheitlich weltweit	mehrheitlich kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	mehrheitlich nicht genutzt	mehrheitlich zusätzliche Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	mehrheitlich kein Logo/Label, gelegentlich Eurost-Logo oder Novethis Green Fund Label
Beispiele:										
Parvest Global Environment	LU0347711466	BNP Paribas Asset Management	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	keine Angabe	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	Novethis Green Fund Label
INVECO Umwelt- und Nachhaltigkeits-Fonds	DE0008470477	Invesco KAG	aktiv	Aktienfonds	5	weltweit	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	keine Angabe	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label
Okoworld OkoVision Classic	LU0061928585	Okoworld Lux. S.A.	aktiv	Aktienfonds	5	weltweit	CO ₂ -Fußdruck, keine Reduktion	ja	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	Eurost-Logo
Offene Fonds im Bereich Nachhaltigkeit ohne Schwerpunkt										
Fondsname	ISIN	Fondsgesellschaft	aktiv/passiv gemäßigt	Assetklasse	Risiko und Rendite (KIID)	Regionaler Anlage-schwerpunkt	Wirkung	BIC/BaC	zusätzliche Ausschluss-kriterien	Logo/Label
Fonds im Bereich Nachhaltigkeit, ohne weiteren thematischen Schwerpunkt										
			aktiv	mehrheitlich Aktien; auch Renten- und Mischfonds	niedrig bis hoch	europaweit bis weltweit	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	nicht genutzt	mehrheitlich zusätzliche Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	mehrheitlich kein Logo/Label, gelegentlich Eurost-Logo
Beispiele:										
DWS ESG Global Gov Bonds	DE0008474081	DWS Investment GmbH	aktiv	Rentenfonds Staaten	4	weltweit	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	keine Angabe	keine zusätzlichen Ausschlusskriterien	kein Label
LGT Sustainable Equity Fund Europe (EUR) B	LU0015327906	LGT Capital Management AG	aktiv	Aktienfonds	6	Europa	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	keine Angabe	Ausschlusskriterien ohne Schwerpunkt	kein Label
UBS (Lux) Equity Fund-Global Innovators	LU0130799603	UBS Equity Fund Management Company S.A.	aktiv	Aktienfonds	6	weltweit	kein CO ₂ -Fußdruck, keine Wirkung	keine Angabe	Ausschlusskriterien mit Schwerpunkt Umwelt	kein Label

Tabelle 2.8: Formen von Klimaschutzfonds - Teil 4: Offene Fonds mit weitem Bezug zu den Klimaschutzzielen Deutschlands
Quelle: eigene Darstellung

Die beiden Fondskategorien der letzten Gruppe besitzen nur noch einen sehr weiten bzw. geringen Bezug zu den Klimaschutzzielen. Bei den **Fonds im Bereich Nachhaltigkeit, die einen thematischen Schwerpunkt im ökologischen Bereich setzen**, ist dieser noch stärker vorhanden als bei den Fonds im Bereich Nachhaltigkeit ohne weiteren thematischen Schwerpunkt. Der erstgenannten Kategorie gehören 15 Fonds an, deren gemeinsames Volumen 222,14 Mio. Euro beträgt. Bei allen Fonds dieser Kategorie handelt es sich um aktiv gemanagte Aktienfonds, deren Risiko- und Rendite-Profil sich von mittel bis hoch erstreckt, bei einem durchschnittlichen Wert von 5,79. Die Fonds investieren weltweit. Für wenige Fonds dieser Kategorie existiert ein CO₂-Fußabdruck ohne Ausweis eines Reduktionsziels und auch sonst werden keine Angaben zur Wirkung der Fonds gemacht. Der Best-in-Class-Ansatz wird selten genutzt, der Best-of-Classes-Ansatz nicht. Mehrheitlich werden zusätzliche Ausschlusskriterien genutzt, allerdings ohne weiteren Schwerpunkt. Zwar ist die Mehrzahl der Fonds nicht mit einem Logo oder Label ausgezeichnet, einzelne Fonds verfügen jedoch über das Eurosif-Transparenzlogo oder das Novethic Green Fund Label.

Als letzte Fondskategorie umfassen **Fonds im Bereich Nachhaltigkeit ohne weiteren thematischen Schwerpunkt** all jene analysierten Fonds, die zwar nachhaltig sind, aber keiner der anderen Kategorien zugeordnet werden konnten und deren Bezug zum Klimaschutz somit am geringsten, bzw. kaum oder gar nicht vorhanden ist. Dass diese Kategorie dennoch 19 Fonds enthält, deutet darauf hin, dass die hier vorgenommene Kategorisierung strengere inhaltliche Kriterien anzuwenden scheint, als die Plattform Nachhaltiges Investment. Die Fonds dieser Kategorie verwalten ein Vermögen von insgesamt 2.119,82 Mio. Euro. Auch hier besteht die Mehrheit in aktiv gemanagte Aktienfonds, Ausnahmen bilden wiederum aktiv gemanagte Rentenfonds. Das Risiko- und Rendite-Profil reicht von niedrig bei den Rentenfonds bis hoch bei den Aktienfonds. Der Durchschnittswert beträgt 5,12. Die Anlage erfolgt europaweit bis weltweit, eine Wirkung der Fonds wird nicht ausgewiesen. Der Best-in-Class-Ansatz wird nicht genutzt, der Best-of-Classes-Ansatz selten. Zusätzliche Ausschlusskriterien werden mehrheitlich ohne Schwerpunkt genutzt. Die Mehrzahl der Fonds dieser Kategorie ist nicht mit einem Logo oder Label ausgezeichnet, einzelne Fonds besitzen jedoch das Eurosif-Transparenzlogo.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die vorgefundenen Kategorien hinsichtlich ihrer Nähe zu den Klimaschutzzielen Deutschlands und ihres thematischen Anlageschwerpunktes heterogen sind, es jedoch auch graduelle Übergänge zwischen den Kategorien gibt. Das größte Fondsvolumen nehmen die offenen Fonds im Bereich erneuerbarer Energien ein. Hier ist jedoch auch der Durchschnittswert des Risiko- und Renditeprofils am höchsten. Das kleinste Fondsvolumen – von den nachhaltigen Immobilienfonds abgesehen – weisen jene Fonds des Bereiches Produkte oder Dienstleistungen zur Mitigation oder Adaption auf. In dieser Gruppe ist der Durchschnittswert des Risiko- und Renditeprofils auch am geringsten.

Gemeinsam haben die Kategorien, dass es sich bei der deutlichen Mehrzahl der Fonds um **aktiv gemanagte Aktienfonds** handelt. Das Potenzial, als Klimaschutzfonds am Markt aufzutreten, scheint nicht ausgeschöpft zu werden, da über eine mögliche Wirkung der Fonds in der Regel nicht informiert wird. Eventuell handelt es sich bei der Möglichkeit des Ausweises eines CO₂-Fußabdruckes für einen Fonds, der an sich noch keine Wirkungsabsicht impliziert, noch um eine auch vom Fondsmanagement wenig beachtete Innovation. Damit einher geht auch die Auszeichnung der Fonds mit Logos oder Labels. Hier scheint sich **noch kein Label durchgesetzt** zu haben, lediglich das Eurosif-Transparenzlogo ist in seltenen Fällen vorzufinden.

Je mehr sich die Fonds von einer engen thematischen Ausrichtung entfernen, umso eher wäre der Einsatz von zusätzlichen Ausschlusskriterien zu erwarten gewesen, damit der Fonds als nachhaltiger Fonds angesehen werden kann. Doch sowohl die Kategorien mit engem, als auch mit weitem Bezug zum Klimaschutz nutzen zusätzliche Ausschlusskriterien, wenn auch **ohne weitere Schwerpunktsetzung** im sozialen, ökologischen oder Governance-Bereich. Gerade Fonds mit thematisch engem Bezug zu den Klimaschutzzielen bedürften dieser nicht. Möglicherweise werden die Kriterien dennoch angewendet, damit der Fonds auch definitiv als nachhaltig deklariert werden kann. Umso mehr überrascht es, dass Fonds der Kategorien mit mittlerem Bezug zu den Klimaschutzzielen **eher keine zusätzlichen Ausschlusskriterien** nutzen. Auch hier lässt sich über die Ursache nur vermuten, dass das Fondsmanagement jene Fonds aus Sicht der Anleger thematisch eventuell als eindeutiger dem Klimaschutz zugeordnet einschätzt, sodass es keiner weiteren Kriterien bedarf, die den Fonds zu einem nachhaltigen Fonds machen würden.

Zuletzt lässt die Nutzung bzw. Nicht-Nutzung von Best-in-Class oder Best-of-Class-Ansätzen kein klares Muster über die Kategorien erkennen. Gerade im Klimaschutzbereich, in welchem CO₂-Emissionen messbar und damit Rangfolgen über diese vergleichsweise leicht gebildet werden können, überrascht es wiederum, dass diese Investitionsstile nicht (einzeln oder in Kombination) verstärkt Anwendung finden oder ihr Einsatz gar die Bildung einer eigenen Klimaschutzfondskategorie rechtfertigt.

Mit dieser Marktschau als Vorstudie wurde nun das Forschungsobjekt klarer umrissen und der zu analysierende, in Bezug auf die Präferenzen von Retailanlegern ideale Klimaschutzfonds kann im Spektrum der hier dargestellten und kategorisierten Klimaschutzfonds verortet werden.

In den nächsten Unterkapiteln dieses Kapitels wird nun noch auf weitere Spezifika des Forschungsobjektes eines Klimaschutzfonds eingegangen, die für die Analyse der Arbeit relevant sind. Dazu werden zunächst die rechtlichen Grundlagen und weitere Merkmale des Instrumentes eines Investmentfonds kurz umrissen und Begriffe verortet, die bereits als Merkmale bei der Kategorisierung von Klimaschutzfonds aufgetreten sind, bevor auf Besonderheiten im Investment- und Wertschöpfungsprozess nachhaltiger Fonds eingegangen wird, die für die Untersuchung bedeutend sind.

2.4 Rechtliche Grundlagen und weitere Merkmale von Investmentfonds

Nachdem in den vorangegangenen Kapiteln die Grundlagen der nachhaltigen Kapitalanlagen dargestellt wurden und innerhalb der Marktübersicht über diese bereits die bedeutende Stellung nachhaltiger Fonds in den nachhaltigen Geldanlagen ausgeführt und Klimaschutzfonds in diesen verortet wurden, konkretisiert dieses Kapitel nun das Produkt eines Investmentfonds aus rechtlicher Sicht und in weiteren Merkmalen näher. Dies dient dazu, weitere Produktmerkmale zu identifizieren und analysieren, die über den thematischen Anlageschwerpunkt hinaus für eine Produktanalyse wesentlich sind.

Bei Investmentfonds bzw. Investmentvermögen handelt es sich um ein in seinen grundlegenden Charakteristika im **Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)** definiertes Produkt. Um diese Produktkategorie näher zu beschreiben, stellt daher dieses Kapitel die bedeutendsten konstituierenden Produktmerkmale und rechtliche Rahmenbedingungen vor.

Gemäß §1 Abs. 1 des KAGB sind Investmentfonds bzw. Investmentvermögen „... jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.“²¹³ Das KAGB unterscheidet Investmentvermögen in Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) als all jene Investmentvermögen, die die Anforderungen der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.07.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Union L 302 vom 17.11.2009, S. 32-96) erfüllen und in Alternative Investmentfonds (AIF), wenn sie kein OGAW sind.²¹⁴ OGAW bezeichnet wiederum Organismen, „deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren und oder anderen ... genannten liquiden Finanzanlagen zu investieren und deren Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden.“²¹⁵ Als Wertpapiere gelten insbesondere Aktien und Aktien gleichwertige Wertpapiere, Schuldverschreibungen und sonstige verbriefte Schuldtitel und alle anderen marktfähigen Wertpapiere, die zum Erwerb von Wertpapieren im Sinne der OGAW-Richtlinie durch Zeichnung oder Austausch berechtigen.²¹⁶ Neben der Definition zentraler Begriffe regelt die OGAW-Richtlinie weiterhin die Verpflichtungen der Verwaltungsgesellschaft, der Verwahrstelle und der Investmentgesell-

²¹³ KAGB, § 1 (1) S. 1. Die Anzahl der Anleger muss hierbei einen übersteigen. (Vgl. Kapitalanlagegesetzbuch, § 1 (1) S. 2.)

²¹⁴ Vgl. KAGB, § 1 (2) und OGAW. OGAW wird in der englischen Version der Richtlinie als Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) bezeichnet. Die OGAW ist umgangssprachlich auch als UCITS IV bekannt, wobei die römische Ziffer die Anzahl der Veränderungen seit der ersten OGAW-Richtlinie des Jahres 1985 ausdrückt. (Vgl. Braus (2011), S. 75-81.) Als UCITS V bekannt ist die neueste Änderung der OGAW, die insbesondere Zulassung, Tätigkeit und Haftung der Verwahrstelle regelt und eine Harmonisierung mit Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates erreichen soll, einer parallelen Regulierung für Hedgefonds und alternative Investmentfonds. (Vgl. Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates.)

²¹⁵ OGAW, § 1(2) a) und b) S. 1. Die „genannten liquiden Finanzanlagen“ werden in OGAW, § 50 aufgelistet. Hierunter fallen insbesondere Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an anderen OGAW, Sichteinlagen, Derivate, jedoch explizit keine Edelmetalle oder Zertifikate.

²¹⁶ Vgl. OGAW, § 2 (1) n).

schaft, die Verschmelzung von OGAW, die Verpflichtungen in Bezug auf die Anlagepolitik der OGAW und die Verpflichtungen, die die Information der Anleger betreffen.²¹⁷

Das KAGB unterscheidet weiterhin zwischen offenen Investmentvermögen, zu denen alle OGAW und bestimmte AIF²¹⁸ gehören, und geschlossenen AIF, zu denen alle weiteren AIF gehören.²¹⁹ Offene Investmentvermögen bzw. Fonds können jederzeit neue Anteile ausgeben, die von den Anlegern auch jederzeit wieder zurückgeben werden können. Solche Fonds sind in der Regel zeitlich unbegrenzt. Geschlossene AIF (bzw. auch alternativ geschlossene Fonds genannt) begeben hingegen nur einmalig eine festgelegte Anzahl von Anteilen, bevor sie geschlossen werden. Eine vorzeitige Rückgabe der Anteile ist dann nicht möglich, bzw. daran geknüpft, dass ein anderer Anleger diese Anteile übernimmt.²²⁰

Eine weitere, bedeutende Unterscheidung ist jene zwischen Spezial-AIF, deren Anteile nur von professionellen oder semiprofessionellen Anlegern erworben werden dürfen und allen übrigen Investmentvermögen, die als Publikumsinvestmentvermögen oder Publikumsfonds bezeichnet werden.²²¹

²¹⁷ Vgl. OGAW. Da dieses Kapitel lediglich eine überblickhafte Charakterisierung bieten soll, werden nicht alle Definitionen im Einzelnen wiedergegeben. Besonders relevant für die weiteren Ausführungen sind die erwähnten Verpflichtungen betreffend die Informationen der Anleger, welche die Verwaltungsgesellschaft und die Investmentgesellschaft verpflichten, einen Prospekt, einen Jahresbericht und einen Halbjahresbericht zu veröffentlichen, wie auch ein kurzes Dokument mit wesentlichen Informationen für den Anleger, in der englischen Version der Richtlinie auch als Key Investor Information (Document) (KIID) bezeichnet. Die OGAW-Richtlinie definiert jeweils die Inhalte der geforderten Unterlagen näher. (Vgl. OGAW, §§ 68-82.) Form und Inhalt der Daten des KIID werden in Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission detaillierter vorgegeben. Eine Verordnung zu sogenannten Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIP), verpackten Anlageprodukten für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukten, wurde bereits vom Europäischen Parlament erlassen, tritt jedoch erst am 31.12.2016 in Kraft und soll die Vergleichbarkeit der Kosten über verschiedene Anlageprodukte und damit auch von Fonds verbessern. Sie bestimmt damit die zukünftige Ausgestaltung der Inhalte der wesentlichen Anlegerinformationen. (Vgl. PRIIP.) Für einen Überblick über weitere Regularien, die die weite Thematik von Fonds berühren, wie z.B. die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), European Long-Term Investment Funds (ELTIFs), die Markets in Financial Instruments Directive/Regulation (MiFID/MiFIR) und steuerliche Hintergründe, vgl. EFAMA (2013).

²¹⁸ Zur Unterscheidung offener und geschlossener AIF, vgl. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission, § 1 (2) und (3).

²¹⁹ Vgl. KAGB, § 1 (4) und (5).

²²⁰ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 308f. und Braus (2011), S. 64f.

²²¹ Vgl. KAGB, § 1 (6). Die Begriffe des professionellen und semiprofessionellen Anlegers werden in § 1 (19) Nr. 32 und Nr. 33 weiter präzisiert. Semiprofessionelle Anleger sind u.a. jene Anleger, die sich verpflichten, mindestens 200.000 Euro zu investieren, die ihren Sachverstand, Erfahrung und ihre Kenntnisse als ausreichend bewerten lassen und eine Reihe weiterer Anforderungen erfüllen. § 1 (19) verweist wiederum auf Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments

Die folgende Abbildung zeigt die bisher beschriebenen, definitorischen Zusammenhänge im Überblick:

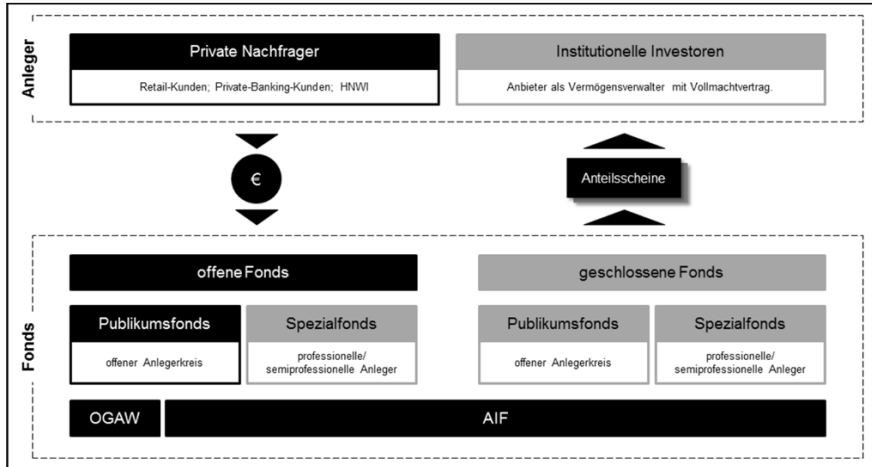


Abbildung 2.2: Unterscheidung des KAGs in OGAW, AIF, offene und geschlossene Fonds, Publikums- und Spezialfonds sowie private und institutionelle Investoren

Quelle: Schäfer u.a. (2015), S. 16

Retailanleger werden den privaten Nachfragern zugeordnet, die in der Regel sowohl in offene Fonds als Publikumsfonds (OGAW), als auch in geschlossene Publikumsfonds (AIF) investieren. Bei Retailanlegern ist im Allgemeinen und im Rahmen dieser Arbeit nicht davon auszugehen, dass sie dem Kreis der semiprofessionellen Anleger angehören, d.h. sie können daher nicht in Spezialfonds investieren.

Da für nachhaltige Investmentfonds keine gesonderten gesetzlichen Regelungen vorliegen, unterliegen sie den gleichen rechtlichen Rahmenbedingungen, Definitionen und Einteilungen sowie Pflichten wie alle anderen Fonds.²²²

und des Rates, die professionelle Anleger definiert, zu welchen insbesondere institutionelle Anleger zählen. Zu diesen gehören u.a. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, OGAW selbst, (öffentliche sowie genossenschaftliche und betriebliche) Pensionsfonds und im Bereich der nachhaltigen Fonds besonders kirchliche Institutionen und Wohlfahrtsinstitutionen, die öffentliche Hand und Stiftungen. (Vgl. Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, Anhang II, FNG (2016), S. 31f. und Schäfer/Weber (2014).) Zum Begriff und der Bedeutung von Stiftungen für SRI, vgl. Wiener (2014), für Versicherungen, vgl. Wilhelm (2014) und zu Pensionsfonds, vgl. Woods/Urwin (2012), Stremlau (2014) und Sievänen (2013).

²²² Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 15 und Schürmann (2014), S. 171.

Ein Investmentfonds stellt ein Sondervermögen dar, dessen Anteile in Anteilscheinen verbrieft werden, welche im Austausch für die Einlage des Anlegers an diesen ausgegeben werden. Dieses Sondervermögen wird durch die sogenannte Kapitalverwaltungsgesellschaft, auch Fondsgesellschaft genannt, verwaltet und deshalb Sondervermögen genannt, da es nicht für deren Verbindlichkeiten haftet.²²³

Es ist festzuhalten, dass Anleger Geld in einen Fonds einzahlen und dafür Anteile am Investmentvermögen erhalten. Die Fondsgesellschaft bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Anleger schließen vor Ausgabe der Anteile einen Vertrag, in dessen Vertragsbedingungen sich die Fondsgesellschaft zu einer festgelegten Anlagestrategie verpflichtet. D.h., hier kann sich die Fondsgesellschaft also auch bestimmten nachhaltigen Themen der Kapitalanlage, wie z.B. dem Klimaschutz verpflichten. Damit kann ein einzelner Anleger also, abgesehen von der Auswahl des Fonds selbst, nicht seine individuellen, speziellen Vorstellungen des Fonds selbst oder seine Vorstellung von Nachhaltigkeit der Fondsgesellschaft als Fondsproduzent vorgeben, sondern lediglich auf jene vom Produzenten angebotene Typen und deren Definition von Nachhaltigkeit oder Klimaschutz zurückgreifen. Die Fondsgesellschaft wird bei der Produktgestaltung jedoch einen höchstmöglichen Fondsabsatz und eine Maximierung der daraus erzielbaren Rückflüsse (insbesondere aus (Anteilen an) der Verwaltungsvergütung) anstreben, weshalb sie im Sinne des Absatzerfolges mit der thematischen Ausrichtung des Fonds möglichst genau die Vorstellungen und Präferenzen der angepeilten Zielgruppe zu erreichen sucht.²²⁴

²²³ Vgl. KAGB, § 17 (1) und § 93 (2). „Verwaltung eines Investmentvermögens liegt vor, wenn mindestens das Portfoliomanagement oder das Risikomanagement für ein oder mehrere Investmentvermögen erbracht wird.“ (KAGB, § 17 (1) S. 2) Die Kapitalverwaltungsgesellschaft verwahrt allerdings das Sondervermögen nicht selbst, sondern muss hierzu eine Verwahrstelle beauftragen, die unabhängig von der Kapitalverwaltungsgesellschaft und ausschließlich im Interesse der Anleger handelt, die Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine durchführt und die Kapitalverwaltungsgesellschaft (trotz ihrer Beauftragung durch diese) überwacht. Die Kontrollfunktion beruht auf Gegenseitigkeit. (Vgl. KAGB, §§ 70, 71, 72 und 76.) Die Beurteilung, ob eine kritische und unabhängige Überwachung gegeben ist, wenn Fondsgesellschaft und Verwahrstelle dem gleichen Bankkonzern angehören, obliegt dem Wirtschaftsprüfer des Jahresabschlusses des Sondervermögens. (Vgl. Braus (2011), S. 75.)

²²⁴ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 10f., Seip (2011), S. 19, Griebler (2001), S. 148f. und Tolkmitt (2007), S. 309. Ein Privatanleger kann sich jedoch gelegentlich an der Gestaltung eines (nachhaltigen) Fonds oder Klimaschutzfonds während dessen Entwicklung beteiligen, beispielsweise wenn eine Fondsgesellschaft die Teilnahme an Marktforschungsstudien anbietet.

Neben diesen rechtlichen Unterscheidungskriterien von Fonds gibt es eine Reihe weiterer Kriterien, anhand derer Fonds charakterisiert werden. Die gebräuchlichste Typisierung ist dabei jene nach Fondsarten, die auf den vorherrschenden Vermögensgegenständen beruht, in die der Fonds investiert.²²⁵ Tabelle 2.9 gibt einen Überblick über mögliche Differenzierungskriterien eines Fonds und übliche Fondsarten für Publikumsfonds, in welche Retailanleger investieren können:

Fondstyp
OGAW
AIF
Beteiligungsart
offen
geschlossen
Managementstil
aktiv gemanagt
passiv gemanagt
Portfoliomanagementstrategien/Investmentstile
Handel von Fondsanteilen an einer Börse
börslich gehandelt (Exchange Traded Fund (ETF))
nicht börslich gehandelt
Ertragsverwendung
ausschüttend
thesaurierend
vorherrschende Vermögensgegenstände
Aktienfonds
Rentenfonds (mit Schwerpunkt Unternehmensanleihen, Staatsanleihen oder gemischt)
Immobilienfonds
Mischfonds
Geldmarktfonds
Garantiefonds
Indexfonds
Branche/Thema
Länderfokus
Fondsgesellschaft
Fondswährung
zeitlicher Anlagehorizont

Tabelle 2.9: Übersicht über Differenzierungsmöglichkeiten von Fondsarten für Publikumsfonds
Quelle: eigene Darstellung

²²⁵ Vgl. Postert (2007), S. 15-20 und BVI (2014), S. 11f.

Die Unterscheidungskategorien des Fondstyps und der Beteiligungsart²²⁶ wurden bereits erklärt. Die weiteren Unterscheidungskriterien werden im Folgenden kurz erläutert.

Der Managementstil unterscheidet zwischen **aktiv und passiv gemanagten Fonds**. Bei aktiv gemanagten Fonds gehen die Fondsmanager davon aus, dass der Kapitalmarkt nicht (halbstreng bis streng Informations-)effizient²²⁷ und damit ein unvollkommener Kapitalmarkt ist und sie durch das Sammeln von Informationen und die Auswertung dieser in einem Research-Prozess überdurchschnittliche Renditen erzielen können. Hieran knüpfen Strategien der Titelauswahl/Stock-Selection, der Wahl der Marktsegmente/Asset Allocation und des Market-Timing an und damit können weitere **Portfoliomanagementstrategien/Investment-Stile** unterschieden werden, wie z.B. Investitionen in Growth-, Blend- oder Value-Werte, Unterscheidungen nach der Größe/Marktkapitalisierung der Unternehmen, in welche investiert wird sowie Bonität und/oder Zinssensibilität von Anleihen, in die investiert wird. Passiv gemanagte Fonds gehen hingegen von der Effizienz des Kapitalmarktes aus, betreiben daher kein Research und investieren möglichst breit gestreut, indem sie beispielsweise als Index Tracker mit dem Portfolio des Fonds einen Aktienindex möglichst genau nachbilden. Eingriffe im Sinne von Umschichtungen sind nur dann nötig, wenn sich die Zusammensetzung des Index ändert, was in der Regel einmal jährlich vorkommt.²²⁸

²²⁶ Zu den Vor- und Nachteilen speziell geschlossener Fonds, vgl. Faust (2014), S. 408-412 und Pelikan (2007), S. 31-36. Die Vorteile entsprechen dabei allerdings weitgehend jenen von Fonds im allgemeinen (vgl. Seip (2011), S. 17f., Gay/Bauermeister (2011), S. 161f., Faust (2014), S. 408-410, Armbruster (2000) und Deeken (2010)), die Risiken sind jedoch spezifische für geschlossene Fonds: So stellt ein geschlossener Fonds eine Form der unternehmerischen Beteiligung (meist am Betrieb eines Sachwertes) dar, was zu Haftungsrisiken führen kann, die, in Abhängigkeit von der Rechtsform der Beteiligung, bis hin zum Totalausfall des eingesetzten Kapitals reichen können. Die Anschlussfinanzierung des zu finanzierenden Objektes ist ebenfalls sicherzustellen. Geschlossene Fondsanteile sind der Natur der Sache nach schlecht handelbar. Je nach Investitionsobjekt oder Investitionsprojekt können sehr individuelle Risiken, beispielsweise technischer Art oder des Standortes existieren. (Vgl. Faust (2014), S. 410-412 und Pelikan (2007), S. 33-36)

²²⁷ Schwache Informationseffizienz liegt vor, wenn in Wertpapierpreisen alle Informationen über vergangene Kursentwicklungen vollständig berücksichtigt sind. Halbstarke Informationseffizienz dehnt diese Anforderung auf alle öffentlich verfügbaren Informationen aus. Um die strenge Form der Informationseffizienz zu erfüllen, müssen alle Informationen, auch nicht-öffentliche, in den Wertpapierkursen enthalten sein. (Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 39.)

²²⁸ Vgl. Ernst/Schurer (2015), S. 36-61, Höbl (2009), S. 29-50, Balk (2006), S. 151-155, Postert (2007), S. 63-74, Schopf (2009), S. 10-12, und Morningstar (2015a). Für einen Überblick über weitere Investmentstile, vgl. Bruns/Meyer-Bullerdiek (2013), S. 204ff.

Ein häufiges Argument für die Kapitalanlage in einen passiv gemanagten Fonds findet sich auf Ebene der **Kosten**. Typische Kosten, die bei der Investition in einen Fonds anfallen, sind der Ausgabeaufschlag als Differenz zwischen dem Ausgabepreis und dem Anteilwert und Kosten auf Fondsebene selbst. Da den Ausgabeaufschlag nicht die Fondsgesellschaft sondern der Berater oder Vermittler erhält, ist dieser abhängig vom Fondstyp und dem Vertriebsweg. Auf Fondsebene fallen Verwaltungsvergütungen für die Fondsgesellschaft und für die Verwahrung der Fondsanteile bei der Verwahrstelle an. Auch diese Kosten variieren je nach Fondstyp. Manche Fonds erheben auch eine erfolgsabhängige Gebühr, falls der Fonds eine vorgegebene Wertentwicklung übertroffen hat. Die Kosten auf Fondsebene sind bei passiv gemanagten Fonds in der Regel geringer als bei aktiv gemanagten Fonds, da Research und Management größtenteils entfallen. Um die Gesamtkosten eines Fonds zu vergleichen, existiert als Orientierung die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio (TER)), die die laufenden Kosten in einer Kennziffer zusammenfasst, jedoch weder die erfolgsabhängige Vergütung, noch den Ausgabeaufschlag und weitere mögliche Transaktionskosten enthält.²²⁹

Ebenfalls eng mit den Kosten verbunden ist die Unterscheidung in **börslich oder nicht an der Börse gehandelte Fonds**. Werden Fonds an der Börse gehandelt, so werden diese Art Fonds auch Exchange Traded Funds (ETFs) genannt. ETFs werden fortlaufend bewertet und können besonders schnell, auch spekulativ gehandelt werden. Der Ausgabeaufschlag entfällt in der Regel und auch die laufenden Gebühren sind meist besonders niedrig. Es handelt sich bei ETFs nahezu ausschließlich um passiv gemanagte Indexfonds.²³⁰

Die **Ertragsverwendung** unterscheidet, ob der Fonds die von ihm erwirtschafteten Erträge an die Investoren ausschüttet oder reinvestiert. Die überwiegende Mehrheit der Fonds nutzt die meist steuerlich vorteilhafte Thesaurierung zur Wiederanlage der Erträge.²³¹

Die gängigste Unterscheidung von Fonds ist jene nach der Art der hauptsächlich investierten **Vermögensgegenstände**. Neben den Aktien- Renten- und Immobilienfonds werden häufig noch Mischfonds unterschieden, die sowohl in Aktien, An-

²²⁹ Vgl. BVI (2014), S. 10.

²³⁰ Vgl. Balk (2006), S. 152, Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen (2015a), S. 11f. und Götte (2010), S. 129ff.

²³¹ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 310f. und Armbruster (2000), S. 64f.

leihen, als auch Immobilien investieren, Geldmarktfonds, die in kurzlaufende, verzinsliche Wertpapiere und Bankguthaben investieren und Garantiefonds, die eine Garantie geben, dass das eingezahlte Kapital – ohne Ausgabeaufschlag – am Ende eines definierten Anlagezeitraums mindestens erhalten bleibt, im Zuge dieser Wertsicherung allerdings in der Regel auch nur eine geringere Rendite erzielen.²³² Nachgelagert lassen sich Fonds noch nach weiteren Kriterien differenzieren, etwa der Branche, in die sie investieren oder ihrem **thematischen Schwerpunkt**, nach einem möglicherweise vom Fonds gesetzten **Länderschwerpunkt**, nach der Fondsgesellschaft, die den Fonds verwaltet oder der Fondswährung (und gelegentlich – zumindest bei geschlossenen Fonds – dem zeitlichen Anlagehorizont).²³³ Auch im Bereich der nachhaltigen Kapitalanlagen und speziell als Klimaschutzfonds weisen Fonds vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten ihrer Produktcharakteristika gemäß den Anlegerbedarfen auf und ermöglichen gleichzeitig die Diversifikation innerhalb des gewählten (z.B. thematischen) Anlageuniversums. Durch sein Investitionsvolumen und Mittelzuflüsse bzw. -abflüsse in die von ihm investierten Unternehmen kann ein Fonds zudem eine Wirksamkeit hinsichtlich der von ihm verfolgten Ziele auf diese Unternehmen entfalten. In der Summe all dieser Besonderheiten und Vorteile der Produktkategorie der Fonds können die Gründe für die bedeutende Stellung von Investmentfonds auch innerhalb der SRI liegen.²³⁴ Nachhaltige Kapitalanlagen wirken dann wiederum als Innovationstreiber auf den Finanzmärkten, wenn deren Innovationen in Folge eines Mainstreaming über die Akteure – Anleger wie Anbieter – auch im konventionellen Kapitalanlagesektor vorgenommen werden. Als Einfallstor für solche Innovationen haben sich im SRI-Bereich gerade besonders Investmentfonds erwiesen.²³⁵

²³² Vgl. BVI (2014), S. 11f. Für einen tiefergehenden Vergleich von Indexfonds und ETFs, vgl. Müller/Schöne (2011). Dachfonds, die als Fonds in andere Fonds investieren, Private Equity- Venture Capital- und Hedgefonds werden üblicherweise nicht als typische Fondsarten für Retailanleger angeboten. Aufgrund ihres Beteiligungsziels sind Private Equity- und Venture Capital Fonds eher als geschlossene Fonds ausgestaltet. Da Hedgefonds gemäß KAGB, § 283 (1) als allgemeine offene inländische Spezial-AIF eingestuft werden, können Retailanleger, die keine semiprofessionellen Anleger sind, im Allgemeinen nicht in diese Art Fonds anlegen. Zur weiteren Abgrenzung von Hedgefonds, Private Equity- und Venture Capital Fonds und anderen Formen Alternativer Investments, vgl. Dornseifer (2012).

²³³ Vgl. Armbruster (2000), S. 63-66.

²³⁴ Vgl. Griebel (2001), S. 138-149 und KPMG (2015), S. 4f., S. 23, S. 27 und S. 35.

²³⁵ Vgl. von Rosen (2009), S. 89 und Abländer/Schenkel (2009), S. 48. Nachfrageseitig geförderte Produktinnovationen wurden hier zunächst von Fondsgesellschaften basierend auf speziellen SRI-Indizes entwickelt. Die für SRI notwendige Informationsversorgung von Fondsgesellschaften, In-

Ausgehend von dieser Darstellung der grundlegenden Charakteristika von Investmentfonds wird im nächsten Kapitel der Investment- und Wertschöpfungsprozess speziell nachhaltiger Investmentfonds kurz vorgestellt.

2.5 Der Investment- und Wertschöpfungsprozess von nachhaltigen Investmentfonds

In diesem Kapitel werden der Investment- und Wertschöpfungsprozess nachhaltiger Investmentfonds näher beschrieben und die maßgeblichen Akteure und ihre Interaktionen identifiziert. Auch dies dient, wie das vorangegangene Kapitel, der Identifikation weiterer für eine Produktanalyse wesentlicher Charakteristika eines Klimaschutzfonds.

Um neben den Kriterien der Rendite, Sicherheit und Liquidität auch die Nachhaltigkeit in den Titelauswahlprozess und die Investitionsentscheidung einbeziehen zu können, benötigt das Fondsmanagement Informationen zur Nachhaltigkeit. Die Informationsbeschaffung kann auf mehrere Arten erfolgen:

Eine Möglichkeit besteht in der Konsultation von Nachhaltigkeitsratings, die von Nachhaltigkeitsratingagenturen²³⁶ bereitgestellt werden. Sie sammeln dazu Informationen über Unternehmen und Länder und verarbeiten diese in einer teilweise

dexanbietern und Anlegern, die über jene Informationen für konventionelle Kapitalanlagen hinausgeht und Transparenz erfordert, führte so beispielsweise zur Entstehung entsprechend spezialisierter Ratingverfahren und -agenturen. (Vgl. von Rosen (2009), S. 89.)

²³⁶ CSR- bzw. ESG-Ratingagenturen oder auch Nachhaltigkeitsratingagenturen sind Finanzintermediäre, die – im Gegensatz zum Kreditrating – Ratings basierend auf nicht-finanziellen ESG-Daten aus dem Nachhaltigkeitsreporting der untersuchten Unternehmen vornehmen. Dabei wird jedoch keine Bewertung des finanziellen Ausfallrisikos vorgenommen. Die Nachhaltigkeitsberichte vieler Unternehmen basieren auf dem Rahmenwerk der Global Reporting Initiative. (Vgl. GRI (2011)). Zu den bedeutendsten internationalen Nachhaltigkeitsratingagenturen im europäischen Raum gehören Covalence, ECODES, ECPI, EIRIS, Ethical Screening, Forética, GMI Ratings, imug, Inrate, MSCI, Novaster, oekom research, RFU, RobecoSAM, Sarasin, Solaron, Standard Ethics, Sustainalytics, UBS, Vigeo und das Rating der Zürcher Kantonalbank. Ratingagenturen, die sich auf einen bestimmten Nachhaltigkeitsbereich spezialisiert haben, sind u.a. Camradata Analytical Services, Carbon Disclosure Project, Ethic SRI Adviros, Ethifinance, Ethos Services, Global Engagement Services, Maplecroft, RepRisk, South Pole Carbon und Trucost. (Vgl. Barthruff (2014), S. 50, Deutsche Börse AG (2013), S. 32-34 und Novethic (2014a).) Für einen ausführlichen Überblick sowohl über die Ratingansätze vieler Nachhaltigkeitsratingagenturen, als auch des InHouse-Research einiger Häuser, vgl. Schäfer/Preller (2003). Nachhaltigkeitsindizes sind meistens Aktienindizes, die eine repräsentative Auswahl und Gewichtung der Aktien einer Branche, Marktkapitalisierung o.ä. enthalten und somit als Benchmark dienen können. (Vgl. Schäfer (2012a), S. 651f., Barkawi (2008), S. 541-543.) Zu den bedeutendsten Nachhaltigkeitsindizes gehören u.a.: Domini 400 Social Index, die Dow Jones Sustainability Index Family, die Dow Jones Sustainability Diversified Index Family, ECPI Emerging Markets Ethical Index, die FTSE4Good Index Family, die MSCI ESG Index Family, die MSCI SRI Index Family, die STOXX Sustainability Index Family und die STOXX ESG

komplexen Systematik, die Nachhaltigkeitskriterien in der Regel in Kriterienblöcke sammelt und nach Themen gewichtet. Auf Grundlage der Bewertung der gesammelten Daten generiert die Systematik dann ein Rating oder, beim ordnenden Vergleich mehrerer Titel, ein Ranking, welches dann für den Best-in-Class oder Best-of-Classes-Ansatz genutzt werden kann. Die Systematik kann hinsichtlich der Anwendung weiterer nachhaltiger Anlagestile, insbesondere hinsichtlich der Anwendung von Ausschlusskriterien, angepasst werden, d.h. der Prozess der Filterung des Anlageuniversums in Bezug auf Nachhaltigkeit kann mehrstufig ausgestaltet werden. Als Ergebnis erhält das Portfoliomanagement von der Ratingagentur eine Liste mit für die Investition gemäß den Anlagerichtlinien des Fonds zulässigen Titeln, die also das Nachhaltigkeitskriterienkonforme Investitionsuniversum des Fonds darstellen.²³⁷

Manche Fondsgesellschaften verfügen über eine eigene, sog. InHouse-Nachhaltigkeits-Researchabteilung, die entweder völlig eigenständig oder in Kooperation mit einer Nachhaltigkeitsratingagentur operiert.²³⁸

In jenen Fällen, in denen sehr weitreichende Nachhaltigkeitskriterien bestehen oder die rein quantitative Bewertung von Informationen, sei es im InHouse-Research oder durch eine Nachhaltigkeitsratingagentur, aufgrund des starken Wertcharakters der Titelauswahlentscheidung als problematisch angesehen wird, existiert zusätzlich ein Expertenkomitee als Nachhaltigkeitsbeirat, das über die Titelauswahl entscheidet.²³⁹

Der Nachhaltigkeitsanalyse nachgelagert ist dann die klassische Finanzanalyse der Titel als Asset Allocation durch das Portfoliomanagement.²⁴⁰

Leaders Indices. (Vgl. Barkawi (2008), S. 546, Giese (2014), S. 536 und Sinclair (2012), S. 373-378.) Speziell für Fonds wurde im Frühjahr 2016 das Morningstar Sustainability Rating neu eingeführt. Es erfolgt Peergroup-bezogen und misst das Management von Chancen und Risiken im ESG-Bereich durch die im Fondsportfolio enthaltenen Unternehmen. Für einen Einblick in die Berechnungsmethode des Ratings, vgl. Morningstar (2016).

²³⁷ Vgl. Schneeweiß (2010), S. 15f., Schäfer u.a. (2015), S. 11f., Koellner u.a. (2005) und Schäfer (2012b), S. 24-26.

²³⁸ Vgl. Schneeweiß (2010), S. 15f. und Schärer (2014), S. 569-584.

²³⁹ Vgl. Grosenick (2014), S. 682f. und Schneeweiß (2010), S. 15f.

²⁴⁰ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 11f. Schickentanz (2014) stellt den hier zweistufigen Prozess ((mehrstufige) Nachhaltigkeitsanalyse gefolgt von klassischer Finanzanalyse) dreistufig dar. Demnach findet in der ersten Stufe, der ersten Nachhaltigkeitsanalyse, lediglich die Prüfung auf Einhaltung von Mindeststandards statt, die all jene Titel aus dem Anlageuniversum ausschließt, die diese Mindestkriterien nicht einhalten. Es folgt die klassische Finanzanalyse, der wiederum eine weitere Nachhaltigkeitsprüfung nachgestellt wird, meist in Form eines Best-in-Class-Ansatzes. (Vgl. Schickentanz (2014), S. 647-651.)

SRI-Produkte im Allgemeinen und nachhaltige Fonds im Speziellen werden somit in einem arbeitsteiligen Wertschöpfungsprozess erstellt. Dieser geht aus von den Anlagemotiven der institutionellen oder privaten Anleger, die, im Fall von nachhaltigen Fonds, in der Erwirtschaftung einer Rendite bei gleichzeitiger Erfüllung mindestens eines zusätzlichen Anlageziels mit Bezug zur Nachhaltigkeit besteht. Finanzdienstleister in Form von Fondsgesellschaften, Banken, Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Spezialbanken, Direktbanken, etc. sammeln als Intermediäre zwischen Anlegern und Kapitalnehmern Kapital ein und vermarkten nachhaltige Anlageprodukte/Fonds. Sie nutzen hierzu die Dienstleistungen von Research-Anbietern, Ratingagenturen und Index-Providern. Von Research-Anbietern werden nachhaltigkeitsbezogene Daten erhoben und zu Informationen verdichtet, die dann von Nachhaltigkeitsratingagenturen bewertet und in eine Rangliste geordnet werden. Index-Provider bilden mit diesen Ranglisten nachhaltige Titeluniversen, die wiederum die Grundlage für weitere Investmentprodukte oder Benchmarks darstellen. Als weiteres Glied des Wertschöpfungsprozesses entwickeln und produzieren Fondsmanager nachhaltige Anlageprodukte/Fonds nach den in Kapitel 2.3 vorgestellten Investitionsstilen und Anlagestrategien. Im letzten Schritt erreicht das Kapital Unternehmen und Staaten (bzw. wird am Sekundärmarkt investiert) und entfaltet dort, neben der Finanzierungsfunktion, eine Nachhaltigkeitswirkung. Sowohl das ggf. vorhandene InHouse-Research, ein evtl. extern beauftragter Research-Anbieter, als auch die externen Nachhaltigkeitsratingagenturen nehmen durch die Identifikation geeigneter Investitionsobjekte aus Kapitalnehmerseite also eine zentrale Rolle in der Wertschöpfung ein.²⁴¹ Damit ergeben sich für den Kapitalgeber zwei wesentliche Definitionspunkte der Nachhaltigkeitsvorstellung des Produktes: Einerseits aus dem hinter der Nachhaltigkeitsanalyse des Research/Ratings stehenden Konzept der Nachhaltigkeit, das auch die Qualität der Nachhaltigkeitsattribution des Finanzproduktes bestimmt und andererseits in der Vermittlung der Informationen hierüber im Vertrieb des Fonds. Um ein nachhaltiges Anlageprodukt transparent zu gestalten, muss diese Transparenz demnach über das Research/Rating bestehen und im Vertrieb vermittelt werden.²⁴²

²⁴¹ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 17-19. Zum Einfluss von Nachhaltigkeitsratings auf die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital, vgl. Haßler/Häßler (2014), S. 258-260, Löbber (2014), S. 264-270 und Humphrey u.a. (2012).

²⁴² Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 17-19, Schäfer/Lindenmayer (2007b), S. 938f. und Schmidt (2006), S. 39-42. Zur Relevanz des konventionellen Fondsratings als Gütesiegel und wesentlichem Erfolgsfaktor im Fondsvertrieb, vgl. Kummer/Bär (2006), S. 255-257.

Der Vertrieb von Investmentfonds in der Kundengruppe der deutschen Privatanleger wird von Banken und Sparkassen dominiert. Annähernd 70% der Fonds werden dort an Anleger verkauft, 13% der Anleger kaufen selbst bei den Fondsgesellschaften, 11% nutzen Direktbanken und weitere 11% investieren über Makler, Vermittler oder Vermögensberater.²⁴³

Die größten Publikumsfondsanbieter in Deutschland (allgemein, ohne Fokus auf nachhaltige Fonds) sind nach Bestand/Assets under Management zum Stichtag des 31.12.2015 die DWS/DeAWM Gruppe mit einem Marktanteil von 27,2%, die Allianz Asset Management Gruppe (14,6%), die Union Investment Gruppe (14,5%) und die DekaBank-Gruppe (14,4%).²⁴⁴

Im Fondsvertrieb lassen sich drei wesentliche Akteursgruppen unterscheiden: die Anleger als Nachfrager von Fonds, die Fondsgesellschaften als Produzenten und die Vertriebsorganisationen. Fondsgesellschaften greifen für die Distribution, also Marketing und Vertrieb, auf verschiedene Wege zurück. Traditionell sind dies die Filialbanken, in welchen Kundenberater/Advisors (bzw. besonders bei HNWIs, je nach Ausmaß der an die Berater von den Kunden delegierten Selbständigkeit in der Anlageentscheidung innerhalb der Vermögensverwaltung auch Asset Manager genannt) eine wesentliche Rolle bei der Vermittlung von Fonds und der Vermittlung von Informationen über Fonds spielen. Banken und Sparkassen sind zwar der noch vorherrschende, jedoch nicht mehr exklusive Vertriebskanal der hauseigenen oder angeschlossenen Fondsgesellschaften. Unter der Bezeichnung open architecture hat die Aufnahme von sogenannten Drittfonds, d.h. Fonds, die nicht von der bankeigenen/angeschlossenen Fondsgesellschaft aufgelegt wurden, in die Angebotspalette der Fondsanbieter aufgenommen und wird auch beim Vertriebskanal über Direktbanken oder unabhängige Berater genutzt.²⁴⁵ Aufgrund der weiterhin hohen Bedeutung der Banken und Sparkassen für den Vertrieb von Fonds besetzen deren Berater eine Schlüsselrolle für die Verbreitung der Produkte und im Bereich

²⁴³ Vgl. BVI (2009), S. 1. Aktuellere Zahlen liegen nicht vor.

²⁴⁴ Vgl. BVI (2016), S. 3f. gemessen in in Deutschland abgesetzten Fonds und je ohne Offene Immobilienpublikumsfonds. Der nächstgrößere Anbieter, BlackRock Asset Management Deutschland AG (iShares), weist einen Anteil von 5,1% auf. Die größten Anbieter im Bereich Offener Immobilien(publikums)fonds sind die Union Investment Gruppe (32,5%), die DekaBank Gruppe (29,4%) und die Commerz Real Investmentgesellschaft mbH (12,5%) (gefolgt von der DeAWM Gruppe (9,0%)). (Vgl. BVI (2016), S. 5.)

²⁴⁵ Vgl. Schmidt (2006), S. 39-45, Reid/Rea (2003), S. 3f. und Pohl/Zaby (2007), S. 24-34. Auch der börsliche Handel von ETFs selbst stellt einen vergleichsweise neueren Vertriebsweg dar. (Vgl. Thiel (2011), S. 252-259.)

nachhaltiger Fonds, deren Mainstreaming. Daher ist wiederum der Schulung der Berater für den Vertrieb nachhaltiger Fonds eine hohe Bedeutung beizumessen.²⁴⁶ Fondsgesellschaften sehen in der Regel das Portfoliomangement und die Distribution der Fonds, das sogenannte Front Office, als ihre Kernkompetenzen der Wertschöpfungskette von Fonds an. Die operative Abwicklung, d.h. Fondsadministration und Depotverwaltung, das sogenannte Back Office, stellen jedoch Bereiche dar, die sich aufgrund ihrer möglichen Standardisierungen leicht für Outsourcing eignen. Dies führte seit 2002 zur Bildung von Fondsplattformen zur Übernahme und Optimierung der Depotverwaltung. Die Fondsplattformen treten als depotführende Verwahrstelle auf, wodurch eine direkte Vertragsbeziehung zwischen ihnen und den Endkunden besteht. Des Weiteren führte die Modularisierung der Fonds-Wertschöpfungskette zur Entstehung von Investment-Boutiquen, die zwar, gemessen an den Assets unter Management vergleichsweise klein, dafür aber teilweise in Bezug auf Assetklassen, Branchenausrichtung, etc. sehr spezialisiert sind.²⁴⁷ Speziell im Nachhaltigkeitsbereich existiert zudem eine Reihe von Spezialbanken mit Nachhaltigkeitsfokus, die nachhaltige Fonds externer Fondsgesellschaften anbieten.²⁴⁸ Fondsanleger sehen sich also einem eher breiten und eher unübersichtlichen Angebot gegenüber, was erhöhte Anforderungen an die Informationsversorgung und/oder Beratung impliziert. Vor dem Hintergrund einer kurzfristig ertragsorientierten und provisionsbasierten Beratung können in diesem Zusammenhang Defizite in der Kundenorientierung des Fondsvertriebes entstehen, im Sinne eines Konfliktes zwischen Verkaufs- und Kundenorientierung. Die Kundenorientierung

²⁴⁶ Vgl. Schickentanz (2014), S. 651f. und Balz/Grieble (2001), S. 75-79. Besonders Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken bieten aufgrund ihrer hohen regionalen Verankerung und Verflechtung mit kommunalen Landeseinrichtungen das Potenzial, nachhaltige Investmentfonds mit Fokus auf einen regionalen Impact zu vertreiben. (Vgl. Schäfer/Bauer (2015), S. 8.) Zur hohen Bedeutung der Beratung und ihrem Einfluss auf die Finanzentscheidung durch Framing, aber auch deren Hilfe bei der Überwindung von Mental Accounting, vgl. Borgsen (2010), S. 7-12 und Oehler/Kohlert (2008), S. 68ff. Zur Agency-Problematik der Anlageberatung, den Ursachen und Ausprägungen suboptimaler Anlageberatung und den Vorteilen der Anlageberatung für Kunden, vgl. Dorfleitner u.a. (2010), S. 10-13. Ggf. kann auch die Honorarberatung ein Weg zu einer besseren Kundenorientierung darstellen, so diese denn Verbreitung finden kann. (Vgl. Böhne (2015).)

²⁴⁷ Vgl. Geyer (2011), S. 235-238, Huwer (2006), S. 117-122, Ünal/Herring (2006), S. 5-17 und Steitz/Seethaler (2006), S. 101f. Zur Markenrelevanz bei Fonds und der Thematik des Branding, vgl. Kurr (2006).

²⁴⁸ Zu den Spezialbanken mit Nachhaltigkeitsfokus in Deutschland gehören die Bank für Kirche und Caritas eG, die Bank für Kirche und Diakonie, die Bank für Orden und Mission, die Bank im Bistum Essen eG, die DKM Darlehnskasse Münster eG, die EthikBank, die Evangelische Bank eG, die GLS Bank, die Pax-Bank eG, die ProCredit Bank AG, die Steyler Bank GmbH, die Triodos Bank N.V. Deutschland und die UmweltBank AG. (Vgl. FNG (2016), S. 33.)

kann jedoch durch die Berücksichtigung kundenindividueller Interessen verbessert werden, doch sind diese Interessen auf Produktebene allgemein und im Besonderen im Bereich der Nachhaltigkeit und des Klimaschutzes noch wenig erschlossen. Damit bleiben Potenziale der Kundengewinnung, der Kundenbindung einerseits und solche zur Erzielung höherer Erträge andererseits, ungenutzt. Hieran setzen die gezielte Erhebung der produktbezogenen Präferenzen der Retailinvestoren und die Idee dieser Arbeit an.²⁴⁹

Für das empirische Vorgehen dieser Arbeit impliziert das Spannungsfeld, welches sich zwischen den Polen der tatsächlichen Präferenzen der Retailanleger und der Wahrnehmung dieser Präferenzen durch die Fondsanbieter auftut, dass als Gegenpol zu den Anlegern und deren Präferenzen in Bezug auf die Gestaltung von Klimaschutzfonds eben jene Produktgestalter der Fondsgesellschaften und hier insbesondere das die Anlagekriterien determinierende Fondsmanagement²⁵⁰ zu befragen ist. Die Untersuchung liefert dann Erkenntnisse hinsichtlich der Einschätzung der Kundenpräferenzen durch die Produktgestalter und generiert daraus wiederum Erkenntnisse für die Informationsversorgung der Kunden im Fondsvertrieb, sei es für Schulungszwecke der Berater oder ein mögliches Labeling der Klimaschutzfonds.²⁵¹

Um die Potenziale der Kundenorientierung im Vertrieb von Klimaschutzfonds zu heben, sind also die Anlegerpräferenzen der Retailanleger zu erforschen. Das erfordert jedoch zunächst eine genauere Auseinandersetzung mit den Retailanlegern. Wie bereits im Literatur Review des Kapitels 1.2 festgestellt wurde, erscheint die Gruppe der Retailanleger eher heterogen als homogen. Daher widmen sich die folgenden Unterkapitel der Untersuchung ausgewählter, relevanter Aspekte innerhalb des Anlageprozesses und dessen Akteurskonstellation. Hierzu werden zunächst verschiedene Anlegertypen der Geldanlage in nachhaltige Fonds im Segment der Retailanleger unterschieden. Diese Differenzierung ist eng mit der Frage nach der Bedeutung der finanziellen Performance für die Anleger verbun-

²⁴⁹ Vgl. Schmidt (2006), S. 43-46 und Breisig u.a. (2010), S. 109-111. Zu den möglichen Ausprägungen von Vergütungssystemen der Vertriebssteuerung, vgl. Kohlhaas u.a. (2008), S. 512-516, Maszynski/Kurr (2006), S. 143-145 und Zeller (2011).

²⁵⁰ Bzw. je nach Ausgestaltung der Wertschöpfungskette der befragten Kapitalanlagegesellschaften und organisationaler Benennung die Verantwortlichen der Research-/Produktentwicklungsabteilung und/oder des Portfoliomanagements. (Vgl. Steitz/Seethaler (2006), S. 101ff.)

²⁵¹ Vgl. Kapitel 2.5.3.

den, die daraufhin thematisiert wird. Die Darstellung des Wertschöpfungsprozesses deutet bereits die Existenz von Informationsasymmetrien und **Agency-Konflikten** bei der Kapitalanlage in nachhaltige Investmentfonds von Retailanlegern an, was im darauf folgenden Unterkapitel näher untersucht wird. Den Abschluss des Kapitels bildet eine Öffnung des Themas über die Annahme der Rationalität des Verhaltens der Anleger hinaus in den Bereich der **Behavioral Finance** und gibt einen Überblick über die bedeutendsten, verhaltenswissenschaftlichen Biases und Heuristiken von Retailanlegern, die bei einer Geldanlage in nachhaltige Fonds auftreten können.

Die in den Unterkapiteln dargestellten Punkte dienen der Vorbereitung der Empirie, in welcher diese Aspekte aufgegriffen werden.

2.5.1 Investorentypen von Retailanlegern in der finanzwirtschaftlichen Literatur

Sandberg u.a. (2009) beschreiben drei Ursachen der Heterogenität des Marktes für SRI: kulturelle und ideologische Unterschiede zwischen verschiedenen Regionen, unterschiedliche Werte, Normen und Ideologien der SRI Stakeholder und die Wettbewerbssituation der Produkthanbieter, die Anreize dafür bietet, Produkte, insbesondere Fondsprodukte, zu entwickeln, die in ihren Anlagestrategien und -kriterien leicht von denen der Konkurrenz abweichen. Die Heterogenität der SRI-Investoren zeigt sich dann auch in ihrer Entscheidungsfindung und der Wahl der von ihnen präferierten Anlageinstrumente.²⁵² Es ist daher zu vermuten, dass sich diese Heterogenität der Investorentypen auch innerhalb der Retailanleger und bei der Äußerung von Produktpräferenzen bezüglich Klimaschutzfonds wiederfindet. Diese Heterogenität könnte sich möglicherweise bereits in der Entscheidung eines Anlegers für den Vertriebsweg, auf welchem er in den von ihm gewählten Fonds investiert, andeuten.²⁵³

In der finanzwirtschaftlichen Literatur finden sich zahlreiche, verschiedene Ansätze, zwischen Investorentypen zu unterscheiden. Die folgende Tabelle stellt, insbesondere – aber nicht ausschließlich – unter Rückgriff auf die Studien des Literaturüberblickes aus Kapitel 1.2 die verschiedenen Ansätze im Bereich der

²⁵² Vgl. Sandberg u.a. (2009), S. 529f., Bauer/Smeets (2010a) und Bauer/Smeets (2010b).

²⁵³ Vgl. Westenbaum (2003), S. 207-212, Riedel (2008), S. 168-174, Rabenstein (2008), S. 534 und Stettner (2008), S. 242-248.

Retailanleger im Überblick dar und ordnet die untersuchten Studien nach den in ihnen zur Anwendung kommenden Ansätzen.²⁵⁴

Soziodemografische Merkmale
Rosen u.a. (1991)
Tippet/Leung (2001)
Williams (2007)
Frijns u.a. (2008)
Nilsson (2008)
Junkus/Berry (2010)
Müller/Weber (2010)
Cheah u.a. (2011)
Chen/Tsai (2011)
Diouf u.a. (2013) und Diouf u.a. (2013)
Dorfleitner/Utz (2014)
Informationszugang, Kenntnisse und Interesse
Alexander u.a. (1998)
Kaas/Schneider (2002)
Schmidt (2006)
Riedel (2008)
Dirks u.a. (2010)
Barreda-Tarrazona u.a. (2011)
Zerfaß u.a. (2012)
Diouf u.a. (2013) und Diouf u.a. (2013)
Pellens/Schmidt (2014)
Deutsches Aktieninstitut (2015)
Einstellungen und Werte
Lücker (2001)
McLachlan/Gardner (2004)
Williams (2007)
Menichetti (2010)
Brimble u.a. (2013)
Wins/Zwergel (2013a) und Klein u.a. (2014)
BMUB (2015c)
Bedeutung klassischer Anlageziele, insbes. der finanziellen Performance und Risikoneigung und Bedeutung des Impacts der Geldanlage
Schlegelmilch (1997)
Klaffke u.a. (2001)
Kaas/Schneider (2002)
Beal u.a. (2005)
Vyvyan u.a. (2007)
Godeke u.a. (2009)
Nilsson (2009)

²⁵⁴ Hierbei kann es auch zu mehrfachen Zuordnungen einer Studie kommen, wenn mehrere Ansätze zur Unterscheidung von Investorentypen in einer Studie etwa gleichbedeutend angewendet oder überlagert werden.

Chen/Tsai (2011)
Berry/Yeung (2013)

Tabelle 2.10: Übersicht über Ansätze zur Differenzierung von Investorentypen im Retailbereich

Quelle: eigene Darstellung

Zu den typischen **soziodemografischen Faktoren**, die untersucht werden und die anschließend für eine Charakterisierung der Anlegertypen genutzt werden, gehören:²⁵⁵

- Geschlecht
- Alter(sgruppen)
- Familienstand
- Größe des Haushaltes
- Einkommen
- Vermögen
- Ausbildungsstand, speziell auch unterschieden nach finanzwirtschaftlichem Hintergrund
- Beruf, speziell auch unterschieden nach finanzwirtschaftlichem Hintergrund
- Beschäftigungsverhältnis
- Wohnort und dessen Größe/Einwohnerzahl

Teilweise wird in diesem Zusammenhang auch die Erfahrung mit der untersuchten Art der Geldanlage anhand der Anzahl der bereits getätigten Investitionen in diese und deren Volumen erhoben.²⁵⁶

Der Nutzen soziodemografischer Merkmale für die Unterscheidung von Investorentypen ist allerdings umstritten. So stellt *Dorflleitner/Utz (2014)* nicht die größte Relevanz dieser Merkmale für eine solche Typisierung fest und sieht dafür eher klassische Fondsmerkmale als geeignet.²⁵⁷

Auf Grundlage der Überlagerung soziodemografischen Merkmale werden teilweise auch komplexe Typologien erstellt. *Heilmann u.a. (2014)* unterscheidet hier

²⁵⁵ Vgl. Rosen u.a. (1991), S. 227, Tippet/Leung (2001), S. 50, Junkus/Berry (2010), S. 476f., Williams (2007), S. 49f., Cheah u.a. (2011), S. 309-311, Diouf u.a. (2013), S. 19, Diouf u.a. (2013), Frijs u.a. (2008), S. 383, Chen/Tsai (2011), S. 6-10, Dorflleitner/Utz (2014), Müller/Weber (2010), S. 134-136 und Nilsson (2008), S. 309.

²⁵⁶ Vgl. Tippet/Leung (2001), S. 50 und Williams (2007), S. 47.

²⁵⁷ Vgl. Dorflleitner/Utz (2014), S. 134f. Die unterschiedliche Einschätzung des Nutzens soziodemografischer Merkmale für die Erklärung eines Zusammenhanges dieser mit dem Umweltbewusstsein zeigt Diamantopoulos u.a. (2003) in einer Metastudie. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass solche Zusammenhänge zwar vorhanden, jedoch komplex sind und sehen zumindest für britische Konsumenten den Erklärungsgehalt soziodemografischer Merkmale als gering an. (Vgl. Diamantopoulos u.a. (2003), S. 477f.)

beispielsweise zehn verschiedene Sinus-Milieus ausgehend von sozialer Lage eines Milieus und deren Grund(werte)orientierung. Ähnlich geht *Otte (2005)* vor, der nach den Ausstattungsniveaus und der Modernität und biografischen Perspektive insgesamt neun Lebensführungstypen unterscheidet.²⁵⁸ Studien des *Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit* zum Natur- und Umweltbewusstsein der deutschen Bevölkerung wenden ähnliche Typologien an.²⁵⁹ Dennoch erscheint die Erhebung einer solchen, eher komplexen Typologie für die Zwecke dieser Arbeit als im empirischen Aufwand zu hoch und der gegebenenfalls resultierende Nutzen der Aussage zu gering. Die Entwicklung oder Bestätigung einer Typologie steht also nicht im Vordergrund dieser Arbeit, gleichwohl aber die Charakterisierung von auf Basis einer Clusteranalyse entdeckten Gruppen. Die hier dargestellten Differenzierungsansätze sollen letztlich diesem Zwecke dienen.

Ein weiteres, ergiebiges Feld zur Unterscheidung von Investorentypen setzt an der Bedeutung von Informationen über das untersuchte Anlageprodukt an. Hier steht nicht nur die Menge der konsumierten Informationen im Vordergrund, sondern auch deren Verfügbarkeit und der Zugangskanal zu diesen. Von besonderer Relevanz für die Unterscheidung von Investorentypen ist zudem, welche Bedeutung die finanzielle Beratung in der Informationsvermittlung für die Anleger einnimmt. Eng verwandt hiermit ist die Differenzierung nach den Kenntnissen/dem Vorwissen der Anleger bezüglich des untersuchten Produktes und ihrem Interesse an dem Produkt. Beides wird häufig in einer Selbsteinschätzung abgefragt.²⁶⁰ Hinsichtlich der Informationskanäle unterscheidet *Pellens/Schmidt (2014)* bei Aktienanlagen zwischen der Einschätzung der Aktualität, Verständlichkeit und Vertrauenswürdigkeit der folgenden Quellen:²⁶¹

- Zeitung, Zeitschrift und Wirtschaftssendungen im Fernsehen und Internet
- Geschäftsbericht (einschließlich Jahresabschluss)

²⁵⁸ Vgl. Heilmann u.a. (2014), S. 51 und Otte (2005), S. 452. Allgemein zum Begriff der Typologie, vgl. Wolfgang/Jekel (2008). Eine in den Medien bisweilen weit verbreitete, jedoch in der wissenschaftlichen Literatur kaum vorgenommene Einstufung ist jene des LOHAS (Lifestyle of Health and Sustainability) als Bezeichnung für Menschen, die einen Lifestyle of Health and Sustainability leben. Zu verschiedenen Definitionsansätzen dieser Gruppe, vgl. Wenzel u.a. (2007).

²⁵⁹ Vgl. BMUB (2015c), S. 17 und BMUB (2014d), S. 16

²⁶⁰ Vgl. Barreda-Tarrazona u.a. (2011), Kaas/Schneider (2002), S. 41-43, Schmidt (2006), S. 107ff., Diouf u.a. (2013), S. 10-12 und S. 19, Alexander u.a. (1998), S. 306-308, Riedel (2008), S. 161-168, Dirks u.a. (2010), S. 34-39 und Deutsches Aktieninstitut (2015), S. 16f.

²⁶¹ Vgl. Pellens/Schmidt (2014), S. 33-38. Ähnlich aber nicht identisch ist die Einteilung der Quellen nach Zerfuß u.a. (2012), S. 26ff.

- Zwischenbericht
- Beratung durch Bank, Sparkasse, Broker
- Internetseiten des Unternehmens
- Nachhaltigkeitsbericht/CSR-Report
- Familie, Freunde, Bekannte
- Social Media (z.B. Facebook, Twitter, Blogs)

Die Untersuchung des Einflusses von **Einstellungen und Werten** auf eine Investitionsentscheidung beschäftigt eine Reihe von Quellen. Je nach Ausprägung der Einstellungen zu einer Thematik, beispielsweise der des Klimaschutzes, aber auch einer Einstellung zu Technologien, z.B. Cleantech, die das Anlageprodukt fördert oder der Einstellung zum Anlageprodukt selbst, im Kontext dieser Arbeit: eines Klimaschutzfonds, können Investorentypen weiter differenziert werden. Ähnlich verhält es sich mit Werten, die jedoch in der Regel keinen direkten Bezug zum untersuchten Anlageobjekt selbst aufweisen. Neben den ethischen Werten bei der nachhaltigen Geldanlage werden gelegentlich auch die Präferenz für eine politische Partei und häufiger auch der Glaube/die Konfession der Anleger und deren Einfluss auf die Investitionsentscheidung analysiert. Der Begriff der Werte wird dabei nicht streng angewendet und auch mit Überzeugungen gleichgesetzt. Die praktische Umsetzbarkeit in einer empirischen Frageform steht meist vor der begrifflichen Genauigkeit im Vordergrund.²⁶²

Sehr gebräuchlich für die Differenzierung von Anlegertypen ist die Bedeutung, die Anleger den klassischen Anlagezielen, allen voran der finanziellen Performance, also risikoadjustierten Rendite, beimessen. Eng damit verwandt ist die Risikoneigung, die allerdings in der Regel schwieriger abzufragen bzw. zu messen ist. Im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen wird die Frage nach der Bedeutung der klassischen Anlageziele meist ergänzt um die Frage nach der Bedeutung der nachhaltigen oder thematischen Ausrichtung des Anlageobjektes. Wird dieses Konzept auch auf die Bedeutung des Impacts ausgeweitet, lassen sich bestimmte

²⁶² Vgl. McLachlan/Gardner (2004), Williams (2007), S. 49, Wins/Zwergel (2013a), Klein u.a. (2014), Menichetti (2010), S. 79ff., Brimble u.a. (2013), Lückert (2001) und BMUB (2015c), S. 22ff. Die Bildung von Einstellungen und damit deren Prüfung/Abfrage im Rahmen einer Empirie ist komplexer, da sich eine Einstellung aus mehreren einzeln abzufragenden kognitiven und emotionalen Elementen, sowie aus der Erfahrung und äußeren Einflüssen bildet. D.h. eine Einstellung kann nicht direkt, wie z.B. soziodemografische Merkmale oder Informationskanäle abgefragt werden, sondern benötigt zumindest ein Bündel von Items. Im Rahmen dieser Arbeit wird hierauf in Kapitel 4.4.5 näher eingegangen.

Anlegertypen nach der relativen Bedeutung von rein finanzieller Performance und Impact zueinander unterscheiden.²⁶³

So unterscheiden *Beal u.a. (2005)* in der nachhaltigen Kapitalanlage den **Rational Investor** von den beiden weiteren Investorentypen des Consumption Investors und des Investment Investors. Der rationale Investor sucht in dieser Abgrenzung in seinem Investitionskalkül die Maximierung der risikoadjustierten Rendite, entscheidet also nur anhand der monetären Größen Risiko und Rendite (unter der Nebenbedingung der Liquidität). Nicht-monetäre Eigenschaften fließen nicht in sein Kalkül ein. Es ist zu erwarten, dass er die mit der nachhaltigen Geldanlage einhergehenden, thematisch begründeten Einschränkungen seines Investitionshorizontes aufgrund der damit verbundenen Beschränkung der Diversifikationsmöglichkeiten und der daraus möglicherweise resultierenden Verminderung der Ertrags- und Risikoeffizienz unterhalb der Effizienzlinie der klassischen Portfoliotheorie, ablehnt. Eine Kapitalanlage in Klimaschutzfonds käme für jene Anlegergruppe nur dann in Frage, wenn eine Überrendite oder eine Risikoreduktion aus dieser Anlageform zu erwarten wäre. Dagegen ziehen **Consumption Investoren** nicht nur einen Nutzen aus dem monetären Ergebnis einer Geldanlage, sondern, im Sinne einer doppelten Dividende, auch aus der nachhaltigen Geldanlage selbst. Dieser Nutzen resultiert aus dem Wunsch des Befolgens einer Mode oder der sozialen Erwünschtheit innerhalb ihrer Peer-Group bzw. entspringt aus der Imitation derselben. Der **Investment Investor** gewinnt seinen Nutzen schließlich aus dem Beitrag zum gesellschaftlichen Wandel, den seine Investition gemäß seiner Nachhaltigkeitsvorstellung bewirkt.²⁶⁴ Je nachdem, welche Gewichtung der Investment Investor der Bedeutung den monetären Zielen der Kapitalanlage im Vergleich zu den Impact-Zielen beimisst, kann er als **Financial First Investor** oder **Impact First Investor** bezeichnet werden. Der Financial First Impact Investor ordnet die Impact-Ziele dem Ziel der finanziellen Outperformance unter, der Impact First Impact Investor ist hingegen bereit, für die Erreichung seiner Impact-Ziele eine Rendite unter der Marktrendite zu akzeptieren. Abzugrenzen sind diese Gruppen vom **Impact Only Investor**, der als Philanthrop einzig zur Erreichung des von

²⁶³ Vgl. *Beal u.a. (2005)*, *Godeke u.a. (2009)*, S. 11ff., *Nilsson (2009)*, *Schlegelmilch (1997)*, *Vyvyan u.a. (2007)*, *Klaffke u.a. (2001)*, S. 22ff., *Chen/Tsai (2011)*, S. 5f., *Kaas/Schneider (2002)*, S. 34ff., *Berry/Yeung (2013)* und *Weber (2008)*, S. 256-258.

²⁶⁴ Vgl. *Beal u.a. (2005)*, S. 66-76 und *Godeke u.a. (2009)*, S. 11f.

ihm angestrebten Impacts agiert und damit bereit wäre, seine Investition als Spende zu betrachten.²⁶⁵

Die beschriebene Einteilung der Investorentypen nach *Beal u.a. (2005)* nimmt also Anlegertypen an, die zwar nicht streng rational im Sinne des Homo Oeconomicus, d.h. im Sinne der Maximierung ihres Einkommensstromes handeln, aber dennoch **nutzenmaximierend**. Doch der Nutzen setzt sich hierbei aus mehreren Bestandteilen zusammen: Jene, gestiftet durch die finanziell bestimmte Anlageentscheidung und jene, die durch die nicht finanziellen Bestandteile der Anlageentscheidung bestimmt werden.²⁶⁶ Dieser Gedanke der nicht notwendigerweise vorliegenden Rationalität der Anleger bei dennoch nutzenmaximierendem Verhalten (oder anders ausgedrückt: des nutzenmaximierenden Verhaltens bei Existenz von Rationalitätsanomalien) ist zentral für das Vorgehen von Arbeiten an der Schnittstelle der Behavioral Finance und der Präferenzforschung anhand von unterstellten Nutzenfunktionen – und somit auch für diese Arbeit.²⁶⁷

Zuletzt wenden eine Reihe von Studien sowohl hier vorgestellte Kriterien, als auch weitere, themenspezifische Ansätze an, um auf deren Grundlage eine eigene Clusterung von Investorentypen und damit auch eine eigens entwickelte Unterscheidung solcher Typen zu erstellen. D.h. sie folgen dabei nicht einer vorgegebenen Typologisierung oder vorgegebenen Einteilung in Investorentypen, sondern erschaffen selbst eine solche.²⁶⁸

Dies ist auch Ziel der vorliegenden Arbeit, weshalb in diesem Kapitel die verschiedenen Ansätze zur Differenzierung von Investorentypen dargestellt wurden. Sie sollen (teilweise) zur Charakterisierung von Anlegerclustern verwendet werden und können daher parallel zur Anwendung kommen, wobei zur Bildung der Investorentypen-Cluster die Produktmerkmale eines Klimaschutzfonds genutzt

²⁶⁵ Vgl. Eurosif (2014b), S. 24-27, OECD (2015), S. 13f. Wilson (2014), S. 7f. und Kapitel 2.3. Zur Abgrenzung von Impact Investing von Philanthropie einerseits und SRI andererseits, vgl. Schäfer/Höchstötter (2015), S. 6-8.

²⁶⁶ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 131-133, Frijns u.a. (2008), S. 375, Derwall u.a. (2011) und Deeken (2010), S. 10-12. Nach Deeken (2010) unterstellt das Menschenbild der Behavioral Finance, dass Menschen nicht grundsätzlich (rational) nutzenmaximierend handeln. (Vgl. Deeken (2010), S. 11.)

²⁶⁷ Vgl. Scholand (2004), Schmidt (2006), Frijns u.a. (2008), Chen/Tsai (2011) und Menichetti (2010).
²⁶⁸ Vgl. Rietjens (2011), Ramasamy/Yeung (2003), Wilcox (2003), Kraus (2004), Gözbaşı/Çıtak (2010), Schmidt (2006) und Clark-Murphy/Soutar (2005).

werden und die weiteren Differenzierungsmerkmale auf Basis soziodemografischer Daten, etc. zur Beschreibung der dann gefundenen Cluster, also Investorentypen dienen.²⁶⁹

2.5.2 *Die Bedeutung der finanziellen Performance der Kapitalanlage*

Die Betrachtung der Differenzierungsmöglichkeiten von Retailanlegern im Bereich nachhaltiger Geldanlagen im vorangegangenen Abschnitt hat gezeigt, dass die relative Bedeutung der rein finanziellen Performance und der Wirkung der nachhaltigen Geldanlage zueinander ein wesentliches Unterscheidungskriterium zur Charakterisierung von Anlegertypen darstellt. Grundsätzlich ist auch bei Kapitalanlagen in Klimaschutzfonds für deutsche Retailanleger mit einer hohen Bedeutung der rein finanziellen Performance zu rechnen.²⁷⁰ Das führt zu der Frage nach der finanziellen Performance von Klimaschutzfonds.

Einerseits schränken nachhaltige Kapitalanlagen den Investitionshorizont gegenüber konventionellen Kapitalanlagen und damit die Möglichkeit zur Diversifizierung ein. Dies gilt für das thematisch im Vergleich zum Feld der Nachhaltigkeit noch stärker eingeschränkte Feld des Klimaschutzes nur umso stärker und impliziert das Fehlen der Möglichkeit, eine mit konventionellen Kapitalanlagen vergleichbare finanzielle Performance zu erzielen. Zudem verursacht die Nachhaltigkeitsanalyse zusätzliche Kosten im Vergleich zu konventionellen Fonds ohne eine derartige Analyse. Häufig liegt auch eine Branchen- und/oder Stilverzerrung vor.²⁷¹

Andererseits weisen nachhaltige Investments durch ihre langfristige Ausrichtung eine besondere, vorausschauende Sensibilität in Bezug auf mögliche Chancen und Risiken auf, bei Klimaschutzfonds insbesondere Chancen und Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel. Sie könnten somit die Möglichkeit bieten, eine langfristig bessere finanzielle Performance als konventionelle Kapitalanlagen zu erzielen. Von diesen Thesen ausgehend, wurde die (relative) finanzielle Performance nachhaltiger und konventioneller Kapitalanlagen in der finanzwirtschaftlichen Literatur bereits sehr breit untersucht.²⁷²

²⁶⁹ Vgl. Kapitel 5.3.2. Das geschilderte Vorgehen ist nicht untypisch. (Vgl. Decker/Bornemeyer (2009), Clark-Murphy/Soutar (2005) und Baier/Brusch (2008), S. 772ff.)

²⁷⁰ Vgl. SBI (2010), S. 14.

²⁷¹ Vgl. Schäfer/Mayer (2013b), S. 148f. und Springer (2003), S. 85-127.

²⁷² Vgl. Moskowitz (1972), S. 71f., Blume (1977b), Blume (1977a), Schneider (2006a), S. 175ff. Schäfer (2012b), S. 33f. und Schröder (2008), S. 522.

Hierzu wurden eine Reihe von Performancestudien durchgeführt, die sich allerdings sowohl in ihrer regionalen Abgrenzung, als auch in ihrem Untersuchungsgegenstand, der von ihnen für die Analyse gewählten Zeiträume und in ihrer Methode unterscheiden. Ältere Studien wenden Performancemaße wie die Sharpe- oder Treynor-Ratio oder das Jensen Alpha an. Sie greifen zudem auf ein einfaches Marktmodell zurück, das für die Erklärung der Rendite eines nachhaltigen Fonds die Rendite eines adäquaten Marktportfolios oder Indexes verwendet. Die Mehrzahl dieser Studien konnte keinen Unterschied zwischen der Performance nachhaltiger und konventioneller Kapitalanlagen feststellen.²⁷³

Neuere Analysen sind meist methodisch fortgeschrittener und nutzen entweder synthetische Portfolios oder einen Matching-Ansatz, der nachhaltige Fonds mit solchen konventionellen Fonds vergleicht, die ähnliche Eigenschaften in Bezug auf das Anlageuniversum, die Größe und das Alter des Fonds besitzen. Kombiniert wird diese Methode meist mit Multifaktorenmodellen, die neben dem Marktportfolio in Form von Drei- oder Vierfaktorenmodellen noch weitere Portfolios enthalten: ein zweites Portfolio, das einen Größeneffekt aus den Renditeunterschieden zwischen Unternehmen mit hoher und geringer Marktkapitalisierung abbildet, ein drittes Portfolio, das einen Marktwert-zu-Buchwerteffekt berücksichtigt und ggf. ein viertes Portfolio, das den Momenteffekt einbezieht. Im Ergebnis können auch diese Analysen insgesamt keine signifikante Underperformance von nachhaltigen Fonds feststellen.²⁷⁴

In den beschriebenen empirischen Untersuchungen wurden zwar SRI-Fonds untersucht, jedoch nicht explizit Klimaschutzfonds. Daher können die Ergebnisse

²⁷³ Vgl. Peylo (2008), S. 55, Schröder (2008), S. 522, Moskowitz (1972), S. 71 ff. und Grossman/Sharpe (1986), S. 15 ff.

²⁷⁴ Vgl. Schröder (2008), S. 522 f., Fama/French (1992), S. 427 ff., Fama/French (1993), S. 3 ff., Carhart (1997), S. 57 ff., Weber u. a. (2011), S. 75 ff., Zagst u. a. (2011), S. 199-214, Busack/Rohwedder (2014), S. 369-374, Mollet u. a. (2013), S. 577 ff. und Schröder (2014b), S. 511 ff. Für Metastudien, die einen Überblick über mehrere empirische Performancestudien geben, vgl. u. a. Friede u. a. (2015), S. 210 ff., Chegut u. a. (2011), S. 77 ff., Orlitzky u. a. (2003), S. 403 ff., Orlitzky (2005), S. 48-51, Armbruster (2000), S. 114-146, Kalev/Wallace (2012), Rathner (2013), Revelli/Viviani (2013), Revelli/Viviani (2015), UNEPFI/Mercer (2007), S. 12 ff., Kalev/Wallace (2012), S. 43 ff., Schröder (2014a), S. 337 ff. und Kleine u. a. (2013). Capelle-Blancard/Monjon (2012) kritisieren die zu starke Fokussierung der finanzwirtschaftlichen Literatur im Bereich der SRI auf die Untersuchung der finanziellen Performance. Für weitere Metastudien, die sich mit den Forschungsbereichen innerhalb der finanzwirtschaftlichen Forschung zu SRI beschäftigen (und einen Schwerpunkt in der Erforschung der Performance feststellen und damit auch hierzu eine Metastudie darstellen), vgl. u. a. Hofmann/Klein (2013), Wallis/Klein (2014) und Hoepner/McMillan (2009).

nicht unbedingt auf Klimaschutzfonds als Teilbereich nachhaltiger Fonds übertragen werden. Hierzu wären eigene Performanceanalysen notwendig. Doch dazu ist zuerst zu klären, was von Anlegern – oder Clustern verschiedener Anlegertypen – unter einem Klimaschutzfonds verstanden wird, da dies beispielsweise die Wahl einer geeigneten Benchmark bedingt. Der Fokus dieser Arbeit richtet sich daher einerseits auf die Frage, welche Bedeutung die finanzielle Performance als Produktmerkmal für Anleger/Anlegertypen relativ zur Bedeutung anderer Fondsmerkmale im Rahmen ihrer Investitionsentscheidung in das Produkt eines Klimaschutzfonds besitzt. Andererseits steht die Frage im Vordergrund, ob, und falls ja, in welchem Ausmaß die Retailanleger bereit sind, für eine Wirkung des Klimaschutzfonds auf finanzielle Performance zu verzichten.²⁷⁵ Letztere Fragestellung ermöglicht es, herauszufinden, ob es sich bei manchen der Anleger um Impact Investoren handelt und ob diese der Gruppe der Financial First oder Impact First Investoren zugehören. Eine zusätzliche Performanceanalyse des bzw. der dann gefundenen idealen Klimaschutzfonds aus Sicht der Anleger/Anlegertypen ist nicht Bestandteil dieser Arbeit (kann jedoch von möglichen Folgearbeiten aufgegriffen werden). Mit diesem mehr produktanalyseorientierten als performanceanalyseorientierten Vorgehen – und auch der Abgrenzung dieses Vorgehens – befindet sich die Arbeit im Einklang mit jenen conjointanalytischen Bearbeitungen von Fonds, die sich beispielsweise bei *Schmidt (2006)*, *Berry/Yeung (2013)*, *Brimble u.a. (2013)*, *Kraus (2004)*, *Wilcox (2003)*, *Ramasamy/Yeung (2003)* und *Kaas/Schneider (2002)* finden.

2.5.3 Informationsasymmetrien bei der Kapitalanlage in nachhaltige Investmentfonds

Kapitel 2.5 identifizierte bereits im Wertschöpfungsprozess von nachhaltigen Fonds und dem Zusammenspiel der daran beteiligten Akteure wesentliche Definitionspunkte der qualitativen Nachhaltigkeitsattribution solcher Produkte und betonte die Notwendigkeit von Transparenz über diese. Nachhaltige Investmentfonds und mit ihnen auch Klimaschutzfonds, weisen noch eine Reihe weiterer Produkt- und Kontraktcharakteristika auf, aus welchen bedeutende Implikationen aus neo-institutionenökonomischer und informationsökonomischer Sicht entspringen.

²⁷⁵ Vgl. Eckert/Schäfer (2015), S. 67f.

Im Folgenden werden diese Charakteristika kurz vorgestellt, bevor speziell Informationsasymmetrien in Prinzipal-Agent-Beziehungen der Geldanlage in nachhaltige Fonds und Mittel zu deren Überwindung thematisiert werden.

Aus Sicht der Dienstleistungsökonomik ist das Produkt eines nachhaltigen Fonds das Ergebnis eines Wertschöpfungsprozesses wie bereits in Kapitel 2.5 dargestellt. Die Leistungspotenziale, aber auch die Finanzdienstleistung selbst (sowie deren Wirkung), sind hierbei größtenteils immaterieller Art, weshalb die Produktionsressource der Information eine große Bedeutung besitzt. Allerdings stellen nachhaltige Investmentfonds eine überwiegend industrialisiert-vorgefertigte Finanzdienstleistung dar, in welche Anleger gerade nicht ihre individuellen Vorstellungen von Nachhaltigkeit oder Klimaschutz einbringen können. Fondsgesellschaften als Produktanbieter können nur Erwartungen über die Präferenzen der Anleger in Bezug sowohl auf allgemeine Produktmerkmale, als auch auf solche mit Bezug zu Nachhaltigkeit/Klimaschutz bilden und verpflichten sich in den entsprechenden Verkaufsprospekten und Anlegerinformationen selbst zur Einhaltung der dort publizierten Anlagekriterien. Da Anleger nur aus den vorgefertigten Produkten auswählen können, bedingt dies, dass sie sich für einen Selbstwahlprozess informieren und hierzu ein Screening²⁷⁶ der am Markt vorhandenen Produkte durchführen müssten oder dieses Screening z.B. an Berater delegieren. Dies betont einmal mehr die hohe Bedeutung der von den Anlegern genutzten Informationskanäle.²⁷⁷

Aus kontrakttheoretischer Sicht weisen nachhaltige Investmentfonds aufgrund der höheren Anzahl der sie konstituierenden Elemente auch eine höhere Komplexität als konventionelle Fonds auf. Da der Kern der Elemente auf qualitative Nachhaltigkeitsattribute zurückzuführen ist, die häufig nicht in jedem Detail abschließend im Fondsprospekt geregelt werden (können), beinhalten nachhaltige Fonds implizite Kontraktelemente. Die Geldanlage in einen nachhaltigen Fonds trägt zudem das Charakteristikum eines unvollständigen Wertpapier- und Dienstleistungsvertrages, da nicht alle eventuellen, zukünftigen Entwicklungen vertraglich berück-

²⁷⁶ Konsequenter müsste der Anleger zudem ein Monitoring der Anlage des von ihm ausgewählten Fonds betreiben. Dies ist für ihn allerdings nur anhand der halbjährlich erscheinenden Berichte möglich. (Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 21.)

²⁷⁷ Vgl. Lang/Schäfer (2013), S. 10ff., Homburg (2012), S. 949-952 und Schäfer u.a. (2015), S. 19-21.

sichtigt und vereinbart werden können. In diesem Sinne handelt es sich bei nachhaltigen Fonds um einen Finanzvertrag, der ein Leistungsversprechen hinsichtlich der nachhaltigen Veranlagung des investierten Geldes beinhaltet.²⁷⁸

Bereits in der Häufigkeit der Berichterstattung von Fonds zeigt sich, dass Informationen zwischen dem Anleger eines Fonds und der Fondsgesellschaft **asymmetrisch verteilt** sind. Die Beziehung des Anlegers als Auftraggeber (Prinzipal) der Fondsgesellschaft (Agent) das dieser anvertraute Geld im Sinne der in den Key Investor Information Documents (KIID) beschriebenen Anlagekriterien zu verwalten, erfüllt die Kriterien an eine solche Prinzipal-Agent-Beziehung, die nach *Jensen/Meckling (1976)* definiert ist als „... contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.“²⁷⁹ Die hier thematisierte Entscheidungsbefugnis betrifft bei nachhaltigen Investmentfonds insbesondere die Auswahl nachhaltiger Anlagetitel, die maßgeblich die Qualität der Nachhaltigkeit bestimmt.

Handeln sowohl der Prinzipal, als auch der Agent nutzenmaximierend (ihres jeweils eigenen Nutzens), so kann dies zu opportunistischem Verhalten führen, wenn der Agent nicht im Interesse des Prinzipals handelt.²⁸⁰ Die für nachhaltige Fonds bzw. Klimaschutzfonds spezifische Informationsasymmetrie begründet sich also hauptsächlich aus einer Qualitätsunsicherheit darüber, was Nachhaltigkeit, bzw. im Fall von Klimaschutzfonds Klimaschutz bedeutet, woraus jene unvollständigen Verträge resultieren. Die möglicherweise dem Anleger verborgenen Hidden Characteristics können so im ungünstigsten Fall zu einer adversen Selektion innerhalb der nachhaltigen/klimaschützenden Fonds führen. Da keine gesonderte Berichtspflicht hinsichtlich der nachhaltigen Anlagestrategien existiert, eröffnet dies dem Fondsmanagement Handlungsspielräume, die als Hidden Action dem Anleger verborgen sein können oder die von den Anlegern zwar beispielsweise in den halbjährlichen Berichten beobachtet, jedoch aufgrund mangelnder Expertise im Sinne von Hidden Information nicht beurteilt werden können. Der Extremfall der bereits vor der Geldanlage des Anlegers verborgenen Absicht des Fondsmanagements, d.h. Hidden Intention, tritt beim sogenannten **Greenwashing**

²⁷⁸ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 22 und Schäfer/Mayer (2013b), S. 150.

²⁷⁹ Jensen/Meckling (1976), S. 308.

²⁸⁰ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308. Juravle/Lewis (2008) identifiziert die Agency-Problematik bei SRI als eines der bedeutenden Forschungsfelder innerhalb der SRI-Forschung. (Vgl. Juravle/Lewis (2008), S. 287.)

auf. Hierunter wird die bewusste Irreführung von Kunden hinsichtlich der Umweltschutzpraktiken eines Unternehmens (unternehmensbezogenes Greenwashing) oder der umweltschonenden Eigenschaften eines Produkts (produktbezogenes Greenwashing) verstanden. Eine Ursache von Greenwashing im Produktbereich kann eine vage, ungenau Kommunikation über Produktmerkmale sein. Dies scheint grundsätzlich auch bei Klimaschutzfonds möglich, wenn etwa der Name eines Fonds einen engeren Anlagehorizont erwarten lässt, als dies tatsächlich der Fall ist oder ein Fondsanbieter unter einem bestimmten Namen andere Kriterien anwendet und Geschäftsfelder abgrenzt, als dieser Name dem Kunden impliziert. Ein Einfallstor für Greenwashing und Qualitätsunsicherheiten eröffnet sich zudem in der Weite der angewendeten nachhaltigen Anlagestrategien, wenn etwa BiC-/BoC-Ansätze oder Ausschlusskriterien nicht auf alle Titel des Portfolios angewendet werden, sondern nur auf einen bestimmten prozentualen Anteil, die Bezeichnung des Fonds dies jedoch aus Kundensicht anders erwarten ließe. Konsequenzen der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Anlegern und Anbietern von Fonds können wiederum in der bereits erwähnten adversen Selektion, aber auch in Moral Hazard bestehen, wenn das Fondsmanagement die nachhaltigen Anlagestrategien, wie etwa Screening, nicht sorgfältig umsetzt. Insgesamt besteht also die Gefahr für Anleger, eine aus ihrer Sicht falsche Anlageentscheidung zu treffen, die nicht ihren Präferenzen genügt.²⁸¹

Die bisherigen Darstellungen gehen implizit von einer einfachen, einstufigen Prinzipal-Agenten-Konstellation aus, in welcher der Anleger die Rolle des Prinzipals und das Fondsmanagement/die Fondsgesellschaft die des Agenten der Geldanlage

²⁸¹ Vgl. Akerlof (1970), S. 488ff., Schneeweiß (2010), S. 19-24, Aulibauer/Thießen (2012a), S. 54-56, Dorfleitner u.a. (2010), S. 10f. und S. 12f., SBI (2010), S. 22-25, Jensen/Meckling (1976), S. 308-310, Nelson (1970), S. 311f., Chevalier/Ellison (1997), S. 1168, Ferris/Yan (2009), S. 619ff., Westenbaum (2003), S. 66, Weistroffer (2007), S. 8, Renneboog u.a. (2010), S. 409, Alchian/Woodward (1988), S. 66f., Delmas/Burbano (2011), S. 66-68, Bettzieche (2012), S. 13ff., Schäfer (1995b), S. 532-538 und Schäfer u.a. (2015), S. 25-27. Die hohe Relevanz von Transparenz für die Geldanlage in nachhaltige Fonds und zugleich die Diskussion über fehlende, einheitliche Mindeststandards bzw. deren Toleranzgrenzen in der nachhaltigen Geldanlage wurde besonders durch die Studie von Bettzieche (2012) (und der Reaktion des FNG auf diese; vgl. FNG (2012)) deutlich, die darauf aufmerksam macht, dass Fonds – entgegen der möglichen Erwartungen von Anlegern – Anlagetitel, beispielsweise der Rüstungs- und Atomindustrie, enthalten, die der vom Fondsmanagement propagierten Anlagestrategie zu widersprechen scheinen. Die Studie kritisiert hierbei insbesondere die Qualität der Arbeit von Nachhaltigkeitsratingagenturen. Das FNG merkt hierzu an, dass die untersuchten Fonds zwar nicht gegen ihre veröffentlichten Anlagevorgaben verstoßen würden, die Transparenz dieser Vorgaben jedoch zu gering sei. (Vgl. FNG (2012), S. 1.)

innehat. Doch falls die Fondsgesellschaft nicht ausschließlich selbst durch ein In-House Nachhaltigkeitsresearch die Titelauswahl vornimmt, sondern, wie in Kapitel 2.5 beschrieben, hierzu auf eine Nachhaltigkeitsratingagentur zurückgreift, tritt eine weitere Transaktions- und Beziehungskomponente hinzu. Vergibt die Fondsgesellschaft also im Sinne eines sogenannten Delegated Screening & Monitoring den Titel(vor)auswahlprozess nach Nachhaltigkeitskriterien, d.h. die Bestimmung des zulässigen Anlageuniversums aus nachhaltiger Sicht, an eine Nachhaltigkeitsratingagentur, so tritt die Fondsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft als Prinzipal und die Nachhaltigkeitsratingagentur als Agent dieser delegierten Leistungserstellung auf. Die Prinzipal-Agenten-Beziehung wird hierdurch zweistufig. Das allerdings vergrößert die Informationsasymmetrie aus Sicht des Anlegers um all jene Qualitätsunsicherheiten und Ineffizienzen, die zusätzlich in der Agency-Beziehung zwischen Fondsgesellschaft und Ratingagentur auftreten.²⁸² Eine weitere Stufe der Prinzipal-Agenten-Beziehung(en) der Geldanlage in nachhaltige Fonds kann durch die Art des Fondsvertriebes entstehen. Falls Anleger Berater oder Vermögensverwalter nutzen, agieren Anleger zunächst als Prinzipal dieser Agenten. Doch von der Art der Vergütung der Berater hängt entscheidend deren (Un)Abhängigkeit von der Fondsgesellschaft ab. Im Falle einer Honorarberatung ist ein Berater wiederum als Prinzipal anzusehen, der als Informationsvermittler die Geldanlageentscheidung des Anlegers vorbereitet. Er beauftragt dann nicht (bzw. nur falls es sich um einen Vermögensverwalter mit weitreichenden Kompetenzen handelt) direkt als Prinzipal eine Fondsgesellschaft als Agenten, besitzt jedoch eine **Schlüsselfunktion der Informationsvermittlung**. Anders gestaltet sich der Fall bei einer Provisionsvergütung von Bankberatern durch die Fondsgesellschaft. Bietet und vermittelt dieser ausschließlich Fonds einer Fondsgesellschaft, so ist seine Rolle die des Agenten der Fondsgesellschaft, welche dann als Prinzipal auftritt. Sollte der Bankberater sogar Fonds mehrerer Fondsgesellschaften provisionsbasiert vermitteln, handelt er in der Rolle eines doppelten Agenten, nämlich eines (Auswahl-)Agenten des Anlegers einerseits und andererseits eines (Vermittlungs-)Agenten der Fondsgesellschaft (die dann als doppelter Prinzipal auftritt: als Auftraggeber der Nachhaltigkeitsratingagentur und als Auftraggeber des Beraters als Teil des Fondsvertriebes). Die Komplexität dieser Konstellation wird durch verschiedene Varianten des Fondsvertriebes (vgl. Kapitel 2.5) noch

²⁸² Vgl. Lindenmayer (2008), S. 206-211 und Schäfer u.a. (2015), S. 28-30.

erhöht.²⁸³ Die folgende Abbildung stellt die beschriebenen, mehrstufigen Prinzipal-Agent-Beziehungen bei der Geldanlage in nachhaltige Fonds im Überblick dar:

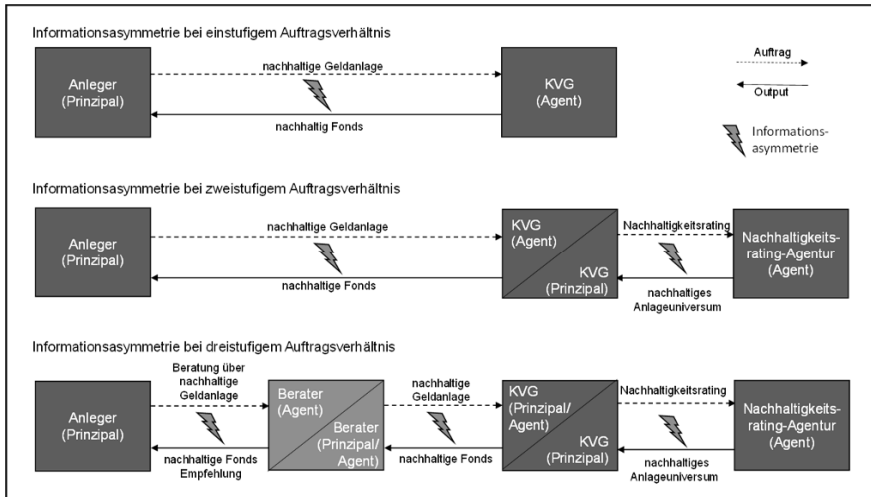


Abbildung 2.3: Die Prinzipal-Agent Beziehung zwischen Anleger, Berater, Fondsgesellschaft und Nachhaltigkeitsratingagentur als mehrstufige Transaktions- und Beziehungsstruktur²⁸⁴

Quelle: veränderte und erweiterte Darstellung nach Schäfer u.a. (2015), S. 29 und Lindenmayer (2008), S. 207

Sowohl Berater, als auch Fondsgesellschaften agieren also teilweise auch als Informationsintermediäre. Als solche befinden sie sich in einer **Schlüsselposition** für den Ausbau und die weitere Verbreitung von nachhaltigen und klimaschützenden Kapitalanlagen. So scheint es sich zwar bei Kapitalanlagen in den Klimaschutz um ein durch die breite Medienwirksamkeit des Themas nachfragegetriebenes Marktsegment zu handeln. Dennoch liegt die Möglichkeit, diese Nachfrage auch zu den entsprechenden (Fonds-)Produkten zu kanalisieren, im Verantwortungsbereich der Finanzdienstleister, da solche Fonds ansonsten in der breiten Bevölkerung nicht wahrgenommen zu werden scheinen, wenn jenen weiten Investo-

²⁸³ Vgl. Schneeweiß (2010), S. 22-24, Schmidt (2006), S. 41f. Westenbaum (2003), S. 59, Kohlhaas u.a. (2008), S. 512-516, Maszynski/Kurr (2006), S. 143-145, Zeller (2011), Böhne (2015), S. 96f. und Mahoney (2004), S. 161-176. Mit der Beratung der Verbraucherzentralen existiert eine von den Interessen der Fondsgesellschaften/Kapitalverwaltungsgesellschaften unabhängige Möglichkeit der Beratung. (Vgl. Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen (2015a), S. 13.)

²⁸⁴ Diese Abbildung finden Sie auch unter dem auf Seite IV angegebenen Link als Download.

renkreisen der Retailanleger die notwendigen Informationen über die Existenz solcher Produkte und deren Funktionsweise und Wirkung möglicherweise fehlt.²⁸⁵ Zusätzlich kann es potenziellen Anlegern am notwendigen Wissen für diese Form der Geldanlage mangeln. Der Vertrieb kann dann durch Beratung solche Informations- und Wissenshemmnisse der nachhaltigen Geldanlage abbauen. Allerdings setzt eine Beratung auch den **Beratungswillen** der Kunden voraus.²⁸⁶

Diese Arbeit versucht daher zu klären, welche Bedeutung eine Finanzberatung in Bezug auf Klimaschutzfonds für Retailanleger besitzt und welche Stellung die Beratung damit im Prozess der Geldanlage in solche Fonds sowie in der Prinzipal-Agenten-Struktur einnimmt. Ergänzend hierzu dient die Analyse der Nutzung von Nachhaltigkeitsratingagenturen für das Klimaschutzfonds zugrundeliegende Research.²⁸⁷

Zur Vermeidung und Überwindung möglicher Agency-Konflikte bieten sich grundsätzlich anreizkompatible Vertragsgestaltungen, beispielsweise der Beratungsvergütung, Vertrauensaufbau durch Reputation, z.B. durch die Fondsgesell-

²⁸⁵ Vgl. SBI (2010), S. 9-16, Hamilton (2007), S. 11-13, Schneeweiß (2010), S. 23f. und Fritzsche/Kahlenborn (2009), S. 155f.

²⁸⁶ Vgl. Balz/Grieble (2001), S. 76-79, Reitinger/Fabianke (2008), S. 663-677, Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2011), S. 5-7, Borgsen (2010), S. 7-11 und SBI (2010), S. 24. Eine derartige Beratung sollte allerdings an den individuellen Wissensstand der Kunden angepasst sein. (Vgl. Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2011), S. 6, Balz/Grieble (2001), S. 78f. und Reitinger/Fabianke (2008), S. 673-677.) Das für eine Beratung notwendige Wissen könnte jedoch aufgrund der vergleichsweise höheren Komplexität des Themas Nachhaltigkeit/Klimaschutz auch bei den Beratern selbst nicht vorhanden sein. Dann müsste zunächst durch Schulung des Vertriebs- bzw. Beratungspersonals durch die Fondsgesellschaften eine entsprechende Kompetenz aufgebaut werden. (Vgl. Schünemann/Ploetze (2008), S. 685f., Fritzsche/Kahlenborn (2009), S. 153f. und Reitinger/Fabianke (2008), S. 666-672.) Schneeweiß (2010) sieht auch gerade in dem höheren zeitlichen Beratungsaufwand nachhaltiger Fonds aufgrund der zusätzlichen Dimension der Nachhaltigkeit eine Hürde für das Mainstreaming solcher Fonds. (Vgl. Schneeweiß (2010), S. 23 und Renneboog u.a. (2010), S. 9.)

²⁸⁷ Vgl. Kapitel 2.3.2. Sørensen/Pfeifer (2011), S. 76f. sehen im Wissen der Investoren um Chancen und Risiken von Portfolios/Fonds, die im Zusammenhang mit dem Klimawandel stehen und der mangelnden Berücksichtigung der Informationsbedürfnisse der Investoren in Veröffentlichungen über den Klimawandel Hindernisse für Investitionsentscheidungen in Geldanlagen, die im Zusammenhang mit dem Klimaschutz stehen. Barreda-Tarrazona u.a. (2011), Kaas/Schneider (2002), Schmidt (2006) und Bauer/Smeets (2010a) lassen eine hohe Bedeutung der Beratung im Anlageprozess – jedoch nicht unbedingt pro einer nachhaltigen Geldanlage – erwarten. Um die Bedeutung der Beratung für den Anlageprozess zu ermitteln, ist nach Schmidt (2006), S. 223ff. der Einfluss der Beratung auf die Finanzentscheidung bzw. die Bereitschaft zur Abgabe der Entscheidung an den Berater zu differenzieren, wie auch die Zeit, die ein Anleger für die Anlageentscheidung und Beratung sich zu nehmen bereit ist.

schaft selbst oder gar der Abbau von Informationsasymmetrien durch die zur Verfügung Stellung von Informationen als Formen des Interessenausgleiches an.²⁸⁸ Ein besonderer Fokus dieser Arbeit liegt auf dem letzten Punkt, der Informationsbereitstellung. Um auch bei solchen Anlegern, die wenig oder nicht beratungswillig sind, Informationsasymmetrien abzubauen, existiert die Möglichkeit, eine erhöhte Transparenz²⁸⁹ des Anlageprozesses durch Siegel bzw. Labels auszuweisen, die Auskunft über die Einhaltung von Standards in Bezug auf den nachhaltigen Anlageprozess eines Fonds selbst oder dessen Nachhaltigkeits- bzw. Klimaschutz-impact geben.²⁹⁰

Labels, Siegel oder Logos können einen sehr unterschiedlichen Informationsgehalt aufweisen. Im Bereich von nachhaltigen Investmentfonds existiert bereits eine Reihe von Labels. Hierzu gehört z.B. das **Eurosif-Transparenz Logo**, das darüber Auskunft gibt, ob eine Fondsgesellschaft den Eurosif Transparenz Kodex unterzeichnet hat, in welchem sie sich dazu verpflichtet, genaue, angemessene und zeitnahe Informationen über ihre Nachhaltigkeitsstrategie, das zugrunde liegende Researchverfahren und die Qualitätssicherung der Nachhaltigkeitsstrategie offen zu legen. Es handelt sich also um ein Logo, das Auskunft über die Einhaltung von

²⁸⁸ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 27, Schäfer (1995b), S. 541f., Schäfer (1999), S. 10-15, Aulibauer/Thießen (2012a), S. 56-60 und Hoffmann (2009), S. 232ff. Um die Einhaltung von Nachhaltigkeitskriterien im Fondsmanagement eines Fonds sicherzustellen, könnte z.B. die Vergütung des Fondsmanagements an die Einhaltung entsprechend gestalteter Nachhaltigkeits-Indikatoren gekoppelt sein. (Vgl. Staub-Bisang (2011), S. 78f.) Die Reputation der Fondsgesellschaft selbst kann ergänzt werden durch die Reputation der Vertriebsstellen der Fonds, wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken oder im besonderen Maße: Spezialbanken mit Nachhaltigkeitsfokus. (Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 27.) Die Bereitstellung von Informationen sollte, um einen Kundenmehrwert zu generieren, in Informationstiefe und -verständlichkeit an den Bedürfnissen und Anlagezielen der Kundenzielgruppe(n) ausgerichtet sein, also bedarfsgerecht aufbereitet werden. (Vgl. Gay/Bauermeister (2011), S. 177f.)

²⁸⁹ Abländer/Schenkel (2009) unterscheidet Transparenz in drei Teilbereiche: die Begründung der zugrunde gelegten Auswahlkriterien, die eindeutige Abgrenzung der jeweiligen Unternehmen und die Überwachung der Einhaltung der benannten Kriterien. (Vgl. Abländer/Schenkel (2009), S. 51-58.)

²⁹⁰ Vgl. Watanatada/Mak (2011), S. 12, Birch (2010), S. 318-320 Fritzsche/Kahlenborn (2009), S. 154, Faust/Scholz (2008), S. 140f. Kahlenborn (1999), S. 74-77 und Koellner u.a. (2005), S. 54ff. Zum Unterschied zwischen Standards, Zertifizierung und Labels, vgl. Watanatada/Mak (2011), S. 13: Demnach kodifizieren **Standards** auf Basis eines Konsenses Prozesse oder Maße. Zertifikate bauen dann auf diesen Standards auf und stellen meist durch eine dritte, unabhängige Partei, wie z.B. Ratingagenturen, Informationen über die Einhaltung von Standards zur Verfügung. Labels oder Siegel gehen noch darüber hinaus, indem sie auf die Nachfrage Einfluss zu nehmen versuchen durch die Berücksichtigung der Präferenzen und Bedürfnisse der Käufer/Anleger. Ein Label, welches von einer Fondsgesellschaft eingesetzt wird, stellt eine Form des Signallings dar. In den Fällen, in denen ein Label nicht von einer Fondsgesellschaft selbst, sondern von unabhängigen Dritten, wie dem Staat, Verbraucherzentralen oder (unabhängigen) Verbänden vergeben wird, kann es das Screening der Anleger vereinfachen. (Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 27.)

Transparenzstandards gibt, nicht aber über die Einhaltung von Mindeststandards der nachhaltigen Geldanlage selbst.²⁹¹ Auf nationaler Ebene bietet das FNG mit den FNG-Nachhaltigkeitsprofilen einen Kurzüberblick über vom FNG hinsichtlich der Transparenz ihrer ESG-Anlagekriterien und nachhaltigen Anlagestrategie analysierte, nachhaltige Fonds an. Grundlage der Analyse des FNG stellt die FNG-Matrix dar, die derzeit 129 nachhaltige Fonds umfasst.²⁹² Von Novethic, einer unabhängigen, französischen Research-Agentur werden sowohl ein SRI-Label, als auch ein Green Fund Label vergeben: das **Novethic SRI Label** zeichnet Fonds aus, deren ESG-Analyse der Titelauswahl mindestens 90% des Portfolios umfasst, wobei der SRI-Auswahlprozess transparent sein muss und eine regelmäßige Berichterstattung über die Nachhaltigkeitskriterien stattfinden muss. Es handelt sich – nach Angabe von Novethic – um ein Qualitätslabel für Fonds, welches diese als nachhaltige Fonds auszeichnet. Das **Novethic Green Fund Label** setzt innerhalb der nachhaltigen Fonds einen Schwerpunkt auf jene Fonds, die thematisch im Umweltbereich angesiedelt sind. Um das Label zu erhalten, muss die Anlagestrategie des nachhaltigen Fonds ein klares, umweltbezogenes Ziel aufweisen und der Fonds muss mindestens 20% seiner Mittelzuflüsse aus dem Umweltbereich generieren. Die weiteren Anforderungen an den Erhalt des Green Fund Labels entsprechend weitestgehend jenen des SRI Labels.²⁹³ Das Novethic Green Fund Label ist

²⁹¹ Vgl. Eurosif (2014b), S. 35, Eurosif (2009a), Schürmann (2014), S. 176f. und Weber (2008), S. 259f. Mit ARISTA 3.0 (ehemals CSRR-QS) existiert ein weiterer, dem Eurosif Transparenz Kodex ähnlicher, freiwilliger Standard der Association für Responsible Investment Services (ARISE), der speziell als Qualitätsstandard für die Transparenz des Researchs und der Analysen von Nachhaltigkeitsratingagenturen entwickelt wurde. ARISTA selbst stellt jedoch kein Logo, Label oder Siegel dar. (Vgl. ARISE (2012) und ARISE (2015).)

²⁹² Vgl. FNG (2015c) und FNG (2015b). Ein FNG-Nachhaltigkeitsprofil selbst ist kein Logo, Label oder Siegel, die Existenz eines FG-Nachhaltigkeitsprofils deutet jedoch auf eine gewisse Transparenz des Fonds hin. Das FNG hat zum 08.07.2015 ein FNG-Siegel eingeführt, das erstmals zum Jahresende 2015 vergeben wurde. Das Siegel wird für nachhaltige Publikumsfonds vergeben und von Novethic auditiert. Das FNG sieht den Nutzen des Siegels u.a. in der Transparenz über die Einhaltung von Mindestanforderungen der Nachhaltigkeitskriterien der mit dem Siegel ausgezeichneten Fonds nach international anerkannten Normen. Dadurch soll eine höhere Qualität nachhaltiger Geldanlagen erreicht werden. (Vgl. FNG (2015a).) Zu den Kriterien des FNG-Siegels, vgl. Gesellschaft für Qualitätssicherung Nachhaltiger Geldanlagen mbH (2016).

²⁹³ Vgl. Novethic (2014c) und Novethic (2014b). Für das Österreichische Umweltzeichen existiert eine Richtlinie zu nachhaltigen Finanzprodukten. Erfüllt ein Fonds diese Richtlinie, kann er das Österreichische Umweltzeichen als Logo tragen. (Vgl. Österreichisches Umweltzeichen (2012) und Prantner/Tröger (2014), S. 13.) Das Österreichische Umweltzeichen scheint derzeit für den deutschen Markt wenig Relevanz zu besitzen. Ähnlich verhält es sich mit den Labels, die von der Luxembourg Fund Labeling Agency (LuxFLAG) vergeben werden. Wie Novethic vergibt auch LuxFLAG ein ESG Label und ein Environment Label, jedoch zusätzlich auch ein Microfinance

damit die derzeit speziellste Auszeichnung per Label, die ein Klimaschutzfonds als thematisch im Umweltbereich angesiedelter Fonds erreichen kann. *Fritz-sche/Kahlenborn (2009)* schlägt zusätzlich die Entwicklung eines Klimaschutz-Logos für Anlageprodukte vor.²⁹⁴

Besonders die von Novethic vorgenommene Unterscheidung der Labels deutet unterschiedliche Abstufungsmöglichkeiten von Labels für nachhaltige Fonds an. So sind beispielsweise ausgehend von Labels für die Erfüllung von Mindeststandards weitere Labels oder Labelabstufungen mit strengeren Kriterien denkbar. Ebenso erscheinen spezielle Labels für den thematischen Bereich der Klimaschutzfonds möglich. Letztlich erscheinen Labels auch besonders geeignet, um in verdichteter Form über den Impact bzw. das Impact-Ziel eines nachhaltigen Fonds aufzuklären, beispielsweise ausgehend vom CO₂-Fußbadruck eines Fonds und gemessen an einem Vergleichsindex.²⁹⁵ Solche Labels scheinen derzeit – zumindest im deutschsprachigen Raum – nicht zu existieren. Die Entwicklung eines Siegels durch das FNG rückt die Diskussion von Labels zur Erhöhung der Transparenz nachhaltiger Geldanlagen in den Fokus. Daher untersucht diese Arbeit den Nutzenbeitrag von Labels in unterschiedlicher Ausprägung aus Sicht der Retailanleger.²⁹⁶

Je komplexer, d.h. mehrstufiger sich die Transaktions- und Prinzipal-Agenten-Beziehungsstrukturen der Geldanlage in nachhaltige Fonds gestalten, umso höhere Bedeutung erfährt die Transparenz über die Qualität des nachhaltigen Anlageprozesses in der Vorleistungsstufe, d.h. der Vorab-Informationssuche des Anlegers oder der zur Verfügung Stellung von Informationen für den Anleger. Gestaltet sich diese Informationssuche beispielsweise als zu komplex und/oder erscheint die Komplexität der Transaktionsstruktur aus Anlegersicht bereits als undurchschau-

Label. (Vgl. LuxFLAG (2015b), LuxFLAG (2015a), LuxFLAG (2015c) und Schürmann (2014), S. 127.) Für einen Überblick über weitere Labels, vgl. yourSRI (2015).

²⁹⁴ Vgl. Fritzsche/Kahlenborn (2009), S. 155.

²⁹⁵ Vgl. Verbraucherzentrale Bremen (2015) und South Pole Group (2015).

²⁹⁶ Neben der Klärung der Bedeutung eines Labels für Anleger gehört hierzu jedoch auch die Klärung der Frage der Glaubwürdigkeit des Labels, je nachdem, durch welche Institution (im Sinne von Fondsgesellschaft, Nachhaltigkeitsratingagentur, unabhängige Institution oder Staat) das Label vergeben wird. Frankreich hat bereits beschlossen, dass Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und institutionelle Investoren jährlich darüber berichten müssen, wie sie Klimarisiken managen. Dies beinhaltet auch das Ausweisen des Beitrages zu den internationalen Klimaschutzzielen und könnte bedeuten, dass ein Carbon Footprint auszuweisen ist. (Vgl. 2° Investing Initiative (2015).) Das PRI initiierte 2014 in Montréal den sogenannten Montréal (Carbon) Pledge, das die freiwilligen Unterzeichner dazu verpflichtet, jährlich den Carbon Footprint ihres Portfolios zu messen und auszuweisen. (Vgl. PRI (2016). Dort findet sich auch eine Liste der Unterzeichner.)

bar, so besteht die Gefahr, dass Anleger eine solche Informationssuche als Vorleistung der Geldanlage aufgrund (implizit) zu hoch erscheinender Transaktionskosten (im Sinne von Suchkosten durch Zeitaufwand) unterlassen. Dies widerspricht aber dem Vorhaben des Mainstreaming nachhaltiger und klimaschützender Fonds. Eine ähnliche Problematik tritt auf, wenn Anleger aufgrund Unwissens über die Möglichkeit einer Geldanlage in nachhaltige Fonds/Klimaschutzfonds ebenfalls gar nicht mit einer Informationssuche beginnen.²⁹⁷ Aus diesen Gründen sieht die vorliegende Arbeit eine möglicherweise hohe Bedeutung von Labels für Klimaschutzfonds, da diese im Idealfall durch die Erhöhung von Transparenz dazu beitragen könnten, den Charakter von Klimaschutzfonds von Erfahrungs- und Vertrauensgütern in Richtung zu Suchgütern zu verschieben.²⁹⁸

An die Verfügbarkeit von Informationen durch Transparenz schließt die rationale Verwendung dieser Informationen des Anlegers an. An diesem Punkt knüpft das nächste Kapitel an, welches sich den Verhaltensanomalien bei der Geldanlage in Fonds von Retailanlegern widmet.

2.5.4 *Verhaltenswissenschaftliche Aspekte der privaten Kapitalanlage*

Bereits mit der Betrachtung von Informationsasymmetrien im Rahmen der Informationsökonomik der Neo-Institutionenökonomik im vorangegangenen Kapitel wurde das strenge Annahmenset des neo-klassischen Paradigmas verlassen. Dieses Kapitel greift nun den Argumentationsstrang des Kapitels 2.5.1 wieder auf, nach welchem Anleger nicht streng rational im Sinne des Homo Oeconomicus lediglich ihren Einkommensstrom maximieren, sondern generell auch hinsichtlich

²⁹⁷ Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 29f. und Lee/Cho (2005), S. 95ff. Ein weiterer Aspekt der Informationsverfügbarkeit und -vermittlung betrifft die Wirkung von Informationen auf Einstellungen. Werden Einstellungen als gespeichertes Wissen verstanden, so können einstellungsrelevante Informationen die für Entscheidungen herangezogene Wissensbasis verhaltensrelevanten Wissens und damit auch Einstellungen verändern (wobei Einstellungen selbst wieder die Selektion und Verarbeitung von Informationen beeinflussen). (Vgl. Henninger (1996), S. 46-64.)

²⁹⁸ Vgl. Werner (2009), S. 39f. Die Bedeutung der Transparenz ist allerdings hinfällig, wenn Retailanleger nicht über das notwendige Wissen verfügen, um die transparenten Informationen für eine Anlageentscheidung zu nutzen. (Vgl. Schäfer u.a. (2015), S. 30 und Breisig u.a. (2010), S. 54f.) Für Ansatzpunkte, Nachhaltigkeit in das Aus- und Weiterbildungsprogramm des Finanzvertriebs von Sparkassen aufzunehmen, vgl. Schäfer (2013). Als Vorteile dieser Maßnahmen werden Reputationssteigerungen, höhere Vermarktungserfolge, Effizienzsteigerungen, Innovationsschübe, ein politischer Schutzschild gegen Regulierungen und eine erhöhte Marktattraktivität der angebotenen Produkte aufgeführt. (Vgl. Schäfer (2013), S. 472f.)

nicht rein finanzieller Bestandteile einer Investitionsentscheidung nutzenmaximierend handeln. Es wird angenommen, dass hierbei Rationalitätsanomalien im Verhalten der Anleger vorliegen.²⁹⁹

Treffen Anleger ihre Investitionsentscheidung jedoch nicht rein nach dem Kriterium der finanziellen Performance, dann sind Modellierung und empirische Untersuchung von Informationsaufnahme und -verarbeitung im Forschungszweig der in der Psychologie verwurzelten **Behavioral Finance** einzuordnen. Diese untersucht das Entscheidungsverhalten der Anleger näher und kommt dadurch zu der Erkenntnis, dass die Rationalität von Individuen zwar durch psychische, mentale und neuronale Beschränkungen in ihren perzeptiven und kognitiven Fähigkeiten begrenzt ist (sogenannte Bounded Rationality), Individuen sich aber dennoch zielgerichtet und satisfizierend verhalten.³⁰⁰ Bedeutend ist hier insbesondere die Annahme der Behavioral Finance über die Verwendung der einem Individuum zur Verfügung stehenden Informationen. Nimmt das Ideal des Homo Oeconomicus an, dass ein Individuum Informationen vollständig aufnimmt und verarbeitet, um mit diesen eine optimale Entscheidung zu treffen, so geht die Behavioral Finance davon aus, dass Entscheider **Heuristiken** nutzen. Dabei handelt es sich um einfache Entscheidungsmuster zur schnelleren Entscheidungsfindung und zur Komplexitätsreduktion, um in einer begrenzten Zeitspanne eine Vielzahl an zur Verfügung stehenden Informationen zu beurteilen. Heuristiken treten systematisch auf und sind empirisch überprüfbar.³⁰¹ Neben den Heuristiken wurden noch weitere Verhaltensanomalien als Verzerrungen (sogenannte **Biases**) identifiziert, die auf unterschiedliche Einflussfaktoren zurückzuführen sind. So kann beispielsweise der Einfluss von Zeit und Ort in Entscheidungssituationen zu Bewertungsverzerrungen führen. Weitere Beispiele sind eine verzerrte Beurteilung von Unsicherheiten und das Streben nach Kontrolle in Entscheidungen sowie nach der Dissonanzfreiheit des wahrgenommenen, eigenen Handelns.³⁰²

²⁹⁹ Vgl. Deeken (2010), S. 10-12, Frijns u.a. (2008), S. 375, Daxhammer/Facsar (2012), S. 77-81, und Schmidt (2006). Zur Diskussion, ob die Zielfunktion des Homo Oeconomicus auch Altruismus oder nur Eigeninteresse beinhalten kann und Ansätzen zur Integration von moralischen Normen und Nachhaltigkeit in die Nutzenfunktion des Homo Oeconomicus, vgl. Holstein (2003), S. 146ff. und S. 260ff.

³⁰⁰ Vgl. Oehler (2000), S. 978-987, Schmidt (2004), S. 37f., Blechschmidt (2007), S. 11-15, Beal u.a. (2005), S. 66ff., De Bondt/Thaler (1995), S. 385ff. und Baker/Nofsinger (2011), S. 3-8.

³⁰¹ Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 263ff., Blechschmidt (2007), S. 16-44, Scholand (2004), S. 156-165 und Kiehling (2001), S. 15f. Für einen Überblick über diese Heuristiken, vgl. Schmidt (2004), S. 23-29, Schwartz (2011), S. 60-68 und Shefrin (2002), S. 13-22.

³⁰² Vgl. Scholand (2004), S. 166-180 und Blechschmidt (2007), S. 45-57.

Es existiert eine Vielzahl unterschiedlichster Heuristiken und Biases, die meist im Rahmen je eines eigenen Experiments entdeckt wurden und nachgewiesen werden können.³⁰³ Einige ausgewählte Heuristiken und Biases sind in der folgenden Tabelle mit einer kurzen Erklärung dargestellt und geben somit einen charakterisierenden Einblick in die Verhaltens- und Rationalitätsanomalien der Behavioral Finance. Doch auch diese Liste bildet nur einen Ausschnitt der Vielzahl an entdeckten Heuristiken und Biases ab:³⁰⁴

³⁰³ Vgl. Kahneman (2012), Tversky/Kahneman (1974), Scholand (2004), S. 181, Schmidt (2004), S. 24-30, Aulibauer/Thießen (2012b), S. 197-202, Baddeley (2013), S. 102-127 Baron (2008), S. 56f., Burton/Shah (2013), S. 101-142, Godeke u.a. (2009), S. 47-51, Dowling/Lucey (2011), S. 315-325, Kiehling (2001), S. 29ff., Mazanek (2006), S. 70ff., Nofsinger (2011), S. 24ff. und Daxhammer/Facsar (2012), S. 177-250.

³⁰⁴ Scholand (2004), S. 181.

Heuristik / Bias	Kurzbeschreibung
Affektive Kongruenz / Affect Heuristic	Stimmungslagen von Entscheidern begünstigen eine Übergewichtung von diesbezüglich gelagerten Informationen.
Certainty Effect	Hohe Eintrittswahrscheinlichkeiten werden relativ übergewichtet. Sie werden mit dem sicheren Eintritt von Ereignissen verglichen.
Conjunction Fallacy	Die Wahrscheinlichkeit konjunktiv verknüpfter Ereignisse wird übergewichtet.
Conservatism	Unfähigkeit auf neu auftkommende Informationen oder Ereignisse zu reagieren bzw. nur langsame Reaktion auf diese.
Dispositionseffekt	Aufgrund unterschiedlicher Informationsbeurteilung werden Gewinne zu früh realisiert und Verluste nicht begrenzt.
Domestic Bias / Home Bias	Aktien ausländischer Unternehmungen werden weniger nachgefragt, weil Anleger aufgrund fehlender Informationen ein höheres Kontrollbedürfnis besitzen und sich risikoavers verhalten.
Framing Effect	Das Ergebnis einer Entscheidungssituation wird ceteris paribus durch die Form der Darstellung von Informationen bestimmt.
Gambler's Fallacy	Erwartungen an das Eintreten eines zufälligen Ereignisses werden durch vorherige Ereignisse verzerrt.
Kontrasteffekt	Informationen, die sich von der durchschnittlichen Informationslage abheben, werden mit besonderer Deutlichkeit wahrgenommen.
Kontrollillusion	Individuen empfinden, z.B. aufgrund vermeintlicher Kompetenz, Entscheidungssituationen unzutreffender Weise als kontrollierbar.
Mental Accounting	Interdependenzen von Entscheidungssituationen werden nicht berücksichtigt und deren Resultate isoliert für sich betrachtet.
Overconfidence	Kontrollillusion, welche die eigene Prognosefähigkeit überschätzt.
Overoptimism	Zu hohe Einschätzung der Wahrscheinlichkeit für ein günstiges Ereignis und zu niedrige Einschätzung der Wahrscheinlichkeit für ein ungünstiges Ereignis.
Primateffekt / Priming	Zuerst wahrgenommene Informationen haben einen überdurchschnittlichen Einfluss auf die Entscheidungsfindung.
Referenzpunkt	Die Bewertung von Informationen geht von einem Bezugspunkt (neutralem Punkt) aus.
Reflection Effect	Die Risikoeinstellung eines Entscheiders kehrt sich im Referenzpunkt um.
Repräsentativität	Investoren treffen Entscheidungen anhand der Ähnlichkeit eines Entscheidungsobjekts mit einer Kategorie basierend auf Stereotypen und Meinungsbildern.
Selektive Wahrnehmung und Confirmation Bias	Selektive Wahrnehmung: Es werden vor allem solche Informationen betrachtet, welche einer persönlichen Erwartungshypothese entgegenkommen. Confirmation Bias: Tendenz, solche Informationen zu finden, die die eigene Ansicht bestärken und andere Informationen abzulehnen.
Size Effect	Aktien kleinerer Unternehmungen werden weniger nachgefragt, weil Anleger aufgrund fehlender Informationen ein höheres Kontrollbedürfnis besitzen und sich risikoavers verhalten.
Social Desirability Bias / Soziale Erwünschtheit	Tendenz, sozial unerwünschtes Verhalten zu leugnen bzw. die Wahrscheinlichkeit eigenes sozial unerwünschtes Verhalten zu unterschätzen und die Wahrscheinlichkeit eigenes sozial erwünschtes Verhalten zu überschätzen.

Sunk Cost Effect	Anleger neigen dazu, bei Entscheidungen vergangene Aufwendungen oder Kosten zu berücksichtigen.
Verankerungsheuristik / Anchoring	Entscheidungen knüpfen an individuelle Bezugspunkte an, die durch ergänzende Informationen fortlaufend adjustiert werden.
Verfügbarkeitsheuristik	Informationen mit einer hohen Verfügbarkeit, vor allem solche, die neu sind, werden bei der Entscheidungsfindung übergewichtet.
Verlustaversion	Entscheider bewerten Verluste subjektiv stärker als gleich hohe Gewinne.
Vernachlässigung	Starke Form der Vereinfachung, bei der vollständige Informationsbestandteile unberücksichtigt bleiben.

Tabelle 2.11: Überblick über bedeutende Heuristiken und Biases

Quelle: mit leichten Änderungen und Erweiterungen³⁰⁵ entnommen aus Scholand (2004), S. 181³⁰⁶

Da der Fokus dieser Arbeit auf der Conjoint-Analyse der Präferenzen von Retailanlegern für Klimaschutzfonds liegt und die dazu notwendige Empirie nicht überladen werden kann, ist es nicht zentrales Anliegen der Arbeit, das Vorliegen einer möglichst hohen Anzahl an Heuristiken und Biases oder gar die Existenz neuer Heuristiken und Biases bei der Geldanlage in Klimaschutzfonds experimentell zu beweisen. Vielmehr nimmt die Arbeit die Erkenntnisse der Behavioral Finance zur Kenntnis und stellt die Conjoint-Analyse in einen behavioralistischen Kontext. Sie versucht hierzu, die Existenz und Ausprägung weniger, ausgewählter Anomalien im Rahmen der Umfrage festzustellen. Die folgenden Ausführungen dienen dazu, die Auswahl der untersuchten Anomalien zu begründen und diese näher zu beschreiben.

Tabelle 2.12 gibt einen Überblick über jene Heuristiken und Biases, die im Rahmen von Studien zur Ermittlung von Anlegerpräferenzen bisher untersucht wurden:³⁰⁷

³⁰⁵ Für die Erweiterungen, vgl. Beal u.a. (2005), S. 67, Chung/Monroe (2003), S. 291, Slovic u.a. (2002), S. 397 und Godeke u.a. (2009), S. 49.

³⁰⁶ Für vertiefende Darstellungen zu den Heuristiken und Biases und für weitere hier nicht aufgezählte Verhaltensanomalien und Verzerrungen, vgl. Armor/Taylor (2002), Buehler u.a. (2002), Chapman/Johnson (2002), Diacon/Hasseldine (2007), Glaser/Weber (2011), Hsee/Zhang (2006), Kahneman u.a. (2000), Kahneman/Tversky (1972), Kahneman/Tversky (2000), Kaustia (2011), Khan/Dhar (2006), Laschke/Weber (1999), Miller/Taylor (2002), Taffler (2011), Slovic u.a. (2006), Tversky/Kahneman (2000) und Tversky/Kahneman (2002).

³⁰⁷ Die ausgewählten Studien entstammen dem Literaturüberblick aus Kapitel 1.2. Fischhoff (2002), S. 730-748 und Hens/Bachmann (2008), S. 135f. und S. 149f. geben Beispiele für die Nutzung der Kenntnisse über das Vorliegen von Heuristiken und Biases für Produkt- und Prozessverbesserungen im finanzwirtschaftlichen Bereich.

Autoren	untersuchte Heuristiken und Biases
Scholand (2004)	Behavioral Finance als Bezugsrahmen ohne weitere, vertiefende Analyse bestimmter Heuristiken oder Biases in der Empirie.
Beal u.a. (2005)	keine empirische Analyse; Identifikation der Verlustaversion, Confirmation Bias, Conservatism, Anchoring und Framing als relevante Heuristiken/Biases
Clark-Murphy/Soutar (2005)	Home Bias
Diacon/Hasseldine (2007)	Framing der Informationsdarstellung von vergangenheitsbezogenen Performanceanalysen
Vyvyan u.a. (2007)	Verzerrung der geäußerten Präferenzen aufgrund Handels nach vermuteter sozialer Erwünschtheit
Clark-Murphy/Soutar (2008)	Home Bias
Frijns u.a. (2008)	Verlustaversion, Overconfidence
Aguilar (2009)	Home Bias
Glac (2009)	Framing von SRI-relevanten Informationen
Menichetti (2010)	Behavioral Finance als Bezugsrahmen ohne weitere, vertiefende Analyse bestimmter Heuristiken oder Biases in der Empirie.
Chen/Tsai (2011)	Home Bias
Monti u.a. (2012)	eigenes Heuristik-Modell der simplifizierten/komplexitätsreduzierenden Entscheidungsfindung
Eckert/Schäfer (2015)	Home Bias

Tabelle 2.12: Überblick über untersuchte Heuristiken und Biases in ausgewählten Studien zu Anlegerpräferenzen

Quelle: eigene Darstellung

Falls Investitionen in Klimaschutzfonds eine Form des Impact Investing darstellen, so sind nach *Godeke u.a. (2009)* besonders Overconfidence, Overoptimism, Repräsentativität, Konservatismus, die Verfügbarkeitsheuristik, der Framing- und Verankerungseffekt, Mental Accounting, Verlustaversion und der Home Bias bedeutend.³⁰⁸

Für die effiziente Umsetzung in einer Empirie eher ungeeignet erscheinen dabei all jene Heuristiken und Biases, die für ihre Aufdeckung eines Experimentes oder eines erheblichen Erhebungsaufwandes im Rahmen der empirischen Befragung bedürfen, sei es durch umfangreiche Fragebatterien oder durch eine sehr stark interaktionsbedürftige Fragebogengestaltung. Daher erscheint eine empirische Untersuchung per Fragebogen auf den Confirmation Bias, Conservatism, Overconfidence, Overoptimism, Repräsentativität, die Verfügbarkeitsheuristik sowie Framing- und Verankerungseffekte eher ungeeignet.³⁰⁹

³⁰⁸ Vgl. *Godeke u.a. (2009)*, S. 16f. und S. 47-51.

³⁰⁹ Vgl. bspw. *Jordan (2004)*, S. 106ff., *Diacon/Hasseldine (2007)*, S. 36ff., *Kahneman u.a. (2000)*, S. 159ff., *Kahneman/Tversky (1972)*, S. 430ff. und *Kahneman (2012)*.

Umsetzbar erscheint hingegen eine Prüfung per Fragenbatterie auf das Vorliegen von Mental Accounting, den Home Bias, soziale Erwünschtheit und eine abgewandelte Form der Verlustaversion in Bezug auf die möglicherweise unterschiedliche Ausprägung der Bereitschaft, einen Teil der erwirtschafteten Rendite eines Impact-Investments von vornherein bewusst zu spenden (und somit (wieder) abzugeben, also zu verlieren) oder der Bereitschaft, eine um den gleichen Betrag der Spende verminderte Rendite (im Vergleich zu einer konventionellen Investition) in Kauf zu nehmen (also das Gewinnpotenzial einzuschränken).³¹⁰

Im Rahmen von **Mental Accounting** führen Entscheider verschiedene geistige Konten separat voneinander und bewerten Alternativen innerhalb des jeweiligen geistigen Kontos, ohne Korrelationen zwischen den Konten oder Kontenübertragungen/-verrechnungen durchzuführen. Mental Accounting ist besonders in Bezug auf nachhaltige Geldanlagen oder gar Impact Investments im Vergleich zu konventionellen, rein performanceorientierten und nicht-nachhaltigen Geldanlagen interessant, da für nachhaltige Investments oder Impact Investments ein eigenes mentales Konto existieren könnte. Falls diese Heuristik bei Retailanlegern vorliegt, könnte sich ihre Ausprägung auf die Bedeutung niederschlagen, die sie der finanziellen Performance nachhaltiger Geldanlagen/Impact Investments im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen beimessen.³¹¹

Beim Home Bias handelt es sich um eine relativ häufig festgestellte und vergleichsweise einfach nachzuweisende Verzerrung. Obgleich es aufgrund des globalen Charakters des Klimawandels irrelevant ist, wo auf der Welt Klimaschutz betrieben wird, könnte bei der Förderung nationaler Klimaschutzziele, z.B. durch den Ausbau erneuerbarer Energien dem **Home Bias** eine besondere Bedeutung zukommen. Gemäß diesem Bias bevorzugen Anleger inländische Anlagetitel in ihrem Portfolio gegenüber ausländischen, auch wenn diese Bevorzugung im Sinne eines Tradeoffs von Risiko und Rendite nicht effizient ist. Dieser Effekt kann sich innerhalb des Heimatmarktes durch regionale oder gar lokale Präferenzen sogar fortsetzen. Ursächlich ist ein empfundener Informationsnachteil der inländischen Anleger bei Investitionen in ausländische Titel in Verbindung mit der Überschätzung der eigenen (Kontroll-)Fähigkeiten (was als eine spezielle Ausprägung des

³¹⁰ Vgl. Venkatachalam (2004), S. 92-95, Kahneman/Tversky (1979), S. 263ff. und Thaler (1980), S. 43-47. Thaler (1980) bezeichnet die Verzerrung dort als **Endowment Effect**. (Vgl. Thaler (1980), S. 43-47 und Knetsch (2000), S. 171ff.)

³¹¹ Vgl. Thaler (1991), S. 25-47, Thaler (2000), S. 241ff., Schmidt (2004), S. 28, Godeke u.a. (2009), S. 51, Kivetz (1999), S. 249ff. und Goldberg/von Nitzsch (2000), S. 54-56.

Overconfidence-Bias interpretiert werden kann).³¹² Für die Förderung der deutschen Klimaschutzziele sind auch gerade jene Portfolios besonders relevant, die verstärkt deutschlandweit investieren, da diese der Erreichung der deutschen Klimaschutzziele direkter dienen, als vergleichbare, international investierende Fonds. Allerdings ist zu erwarten, dass – bis auf geschlossene Beteiligungsfonds an Anlagen zur Energieerzeugung aus erneuerbaren Energien – ein solcher nationaler Fokus eine Ausnahme bei offenen Investmentfonds darstellt. Bei der Untersuchung der Investorenpräferenzen im Rahmen der Conjoint-Analyse ist also jener Home Bias zu erwarten; hinsichtlich der Förderung der nationalen Klimaschutzziele und einer Messbarkeit der Wirkung eines Impactfonds diesbezüglich ist ein solcher Bias aber möglicherweise auch erwünscht.³¹³

Eine empirische Befragung im Rahmen einer Fragestellung zu einem nachhaltigen Themenbereich, wie dies bei Klimaschutzfonds und SRI der Fall ist, steht in der Gefahr des Auftretens der **sozialen Erwünschtheits-Verzerrung**. Menschen fühlen demnach das Bedürfnis, altruistischer zu erscheinen, als sie es tatsächlich sind und sich entsprechend zu äußern, indem sie sozial unerwünschtes Verhalten eher leugnen und sich verstärkt zu sozial erwünschtem Verhalten bekennen. In der Tendenz unterschätzen sie somit die Wahrscheinlichkeit dafür, dass sie sich sozial unerwünscht verhalten und überschätzen die Wahrscheinlichkeit dafür, dass sie sich sozial erwünscht verhalten. Je stärker die Themenstellung ethische Komponenten aufweist, umso stärker tritt auch die Verzerrung zu Tage und führt dazu, dass Individuen sich tendenziell in ihrem Verhalten moralischer einschätzen, als die peer

³¹² Vgl. French/Poterba (1991), S. 222-226, Coval/Moskowitz (1999), S. 2045ff., Oehler (2000), S. 986f., Foad (2011), S. 279, Singal (2004), S. 232-258, Magi (2009), S. 501ff. und Blechschmidt (2007), S. 54f.

³¹³ Eine besonders starke, regionale und lokale Ausprägung dürfte der Home Bias bei **Bürgerbeteiligungsmodellen** aufweisen. Zielgruppen der finanziellen Bürgerbeteiligung sind meist Gruppen innerhalb einer kommunalen oder regionalen Bevölkerung, die ihren lokalen Sozialraum oder die sozialräumliche Entwicklung beeinflussen wollen. (Vgl. Tefen (2011), S. 24 und Flieger (2011a), S. 315. Unter dem Begriff der finanziellen Bürgerbeteiligung existieren mit Bürger(beteiligungs)fonds, Bürgerenergieanlagen oder (Bürger-)Energiegenossenschaften vielfältige Ausprägungsformen, die häufig dem Bereich der erneuerbaren Energien eng verbunden sind. (Vgl. Biesacker (2011), S. 61-63, Flieger (2011a), S. 322-327 und Flieger (2011b), S. 50) Dies zeigt, welches Potenzial in Klimaschutzfonds zur Finanzierung der deutschen Klimaschutzziele auf regionaler/lokaler Ebene auch durch Nutzung des Home Bias besteht. Wie stark der Bürgerbeteiligungsgedanke bei Retailanlegern ausgeprägt ist und ob sich dieses Potenzial in Bezug auf Fonds auch über den Ausbau erneuerbarer Energien hinaus auf die Bereiche der weiteren Klimaschutzziele erstreckt, wie es beispielsweise in der Form von Bürger-Contracting bei der energetischen Sanierung von öffentlichen Gebäuden schon ansatzweise der Fall ist, kann sich gegebenenfalls im Rahmen der Empirie dieser Arbeit zeigen. (Vgl. EnergieAgentur.NRW (2011), S. 19f.)

group, zu der sie sich zählen. Die Verzerrung ist bei Männern und religiösen Frauen in der Regel stärker ausgeprägt als bei anderen Menschen.³¹⁴ Die empirische Befragung steht damit in der Gefahr, im Aussagegehalt ihrer deskriptiven Analyse generell unter dieser Verzerrung zu leiden. Daher ist die soziale Erwünschtheit als eine Art Gütemaß der Antworten der Umfrageteilnehmer zu ermitteln und zu berücksichtigen.

Mit der Darstellung der zu untersuchenden Heuristiken und Verzerrungen endet die Betrachtung spezifischer Charakteristika der Geldanlage von Retailanlegern in Klimaschutzfonds. Die geschilderten Themenbereiche gehen im Folgenden in die Empirie und deren Auswertung ein. Zuvor bildet jedoch ein Zwischenfazit den Abschluss des Kapitels.

2.6 Zusammenfassung und Zwischenfazit

Das vorangegangene Kapitel hat einen weiten Bogen gespannt, um Bezugsrahmen und Forschungsobjekt der vorliegenden Arbeit zu konkretisieren. Dies begann mit der Darstellung des regulatorischen Rahmens, welcher konkrete Klimaschutzziele vorgibt. Hier setzte die Arbeit einen ersten Fokus speziell auf Deutschland und die deutschen Klimaschutzziele innerhalb des europäischen Rahmens. Die deutschen Klimaschutzziele konkretisieren sich in der Energiewende, wodurch der Ausbau der erneuerbaren Energien und die Erhöhung der Energieeffizienz sowie die Entwicklung der Cleantech-Märkte eine zentrale Stellung innerhalb der Ziele einnehmen.

Zur Erreichung dieser Ziele sind hohe, jährliche Investitionen notwendig, die einer Finanzierung bedürfen. Dies bietet der Finanzbranche Chancen, insbesondere für Produktinnovationen. Die Formulierung der deutschen Klimaschutzziele zeigt, dass dem privaten Sektor hier eine besondere Rolle zukommt. Innerhalb dieses Sektors setzte die Arbeit einen zweiten Fokus auf die Rolle der privaten Haushalte im Sinne von Privatanlegern. Im Segment der Privatanleger sind nicht nur deren direkte Investitionen in den Klimaschutz bedeutend, sondern auch die indirekte Wirkung der Kapitalanlage, die sich als Anreiz- und Signalcharakter besonders durch das Finanzinstrument eines Fonds entfalten kann.

Hier erscheint jedoch ein Mainstreaming noch nicht erreicht, obwohl die Mehrheit der Deutschen die Klimaschutzziele und die Energiewende befürwortet. Daher

³¹⁴ Vgl. Chung/Monroe (2003), S. 291ff.

werden Allokationsfraktionen vermutet, die sich einerseits in der Transparenz der verfügbaren Finanzprodukte begründen und andererseits aus einer mangelnden Kenntnis der Anlegerpräferenzen herrühren könnten.

Um dies näher zu untersuchen, wurden Klimaschutzfonds als Forschungsobjekt in ihren Grundlagen dargestellt. Diese dienen als Basis der Untersuchung weiterer möglicher Ausgestaltungsformen solcher Fonds. An diesen Grundlagen und der Marktübersicht über derzeit verfügbare Formen solcher Fonds kann dann direkt die Forschungsmethode ansetzen, um die erste Frage nach der präferenzadäquaten Produktgestaltung von Klimaschutzfonds zu beantworten. Der Abgleich der so gefundenen Produkte mit den am Markt verfügbaren gibt dann Implikationen für die Möglichkeit einer erhöhten Kapitalallokation in Klimaschutzfonds, dient also zur Beantwortung des zweiten Forschungsteiles. In Formen des Impact Investings werden schließlich jene Ansätze gesehen, die zur Beantwortung des dritten Gliedes der Forschungsfrage beitragen können.

Die in diesem Kapitel dargestellten und eingenommenen Forschungsperspektiven der agencytheoretischen und behavioralistischen Sicht konkretisieren den Bezugsrahmen weiter und finden im vierten Kapitel Einfluss in die Fragebogengestaltung, sind jedoch auch für das Ziehen von Schlüssen für die Gestaltung von Labels bedeutsam. Auch die Darstellung verschiedener Möglichkeiten zur Differenzierung von Investorentypen und die besondere Rolle der Bedeutung der rein finanziellen Performance für diese Unterscheidung wird in der Bildung von Investorenclustern in Kapitel 5 wieder aufgegriffen.

Die Vielzahl der im vorausgegangenen Abschnitt dargestellten und abgegrenzten Fondskategorien zeigt deutlich die Breite der Produktpalette von klimaschützenden Publikumsfonds auf. Hieraus lässt sich die Vermutung ableiten, dass bisher hinsichtlich der thematischen Abgrenzung der Anlagekriterien kein einheitlicher Typus, Standard oder ein Ideal eines Klimaschutzfonds zu existieren scheint. Zudem erweist sich die Verbindung der Anlageziele der einzelnen Fondskategorien zu den politischen Klimaschutzziele zwar als teilweise durchaus ersichtlich, die Fondskategorien zueinander aber auch recht heterogen und damit unter dem thematischen Dach des Klimaschutzes eher weniger transparent.³¹⁵

³¹⁵ Diese Heterogenität scheint typisch für SRI-Produkte zu sein und durch kulturelle und ideologische (regionale) Unterschiede der SRI-Stakeholder verursacht zu werden, die die jeweilige Auffassung von Nachhaltigkeit und damit auch nachhaltigen Anlageprodukten prägen. (Vgl. Sandberg u.a. (2009), S. 529.) Zugleich scheint bei nachhaltigen Geldanlagen eine weiterhin eher unbefriedigte

Um einerseits eine möglichst breite Masse an Retailanlegern als Investoren in Klimaschutzfonds anzusprechen und zu gewinnen und um andererseits mit dieser Form der Geldanlage möglichst viel Kapital in klimaschutznahe Investitionen zu lenken oder gar einen möglichst hohen Impact zu erzielen, ist ein Klimaschutzfonds den **Präferenzen** potenzieller Investoren adäquat zu gestalten. Zusätzlich bedarf es jedoch auch einer angemessenen Informationsbereitstellung zu und über diese Produkte, z.B. in Form eines Labels. Die Informationsbereitstellung kann dann auch dazu dienen, im Sinne eines Mainstreaming weitere Investoren anzusprechen und deren Einstellungen in Bezug auf eine Geldanlage in nachhaltige Fonds positiv zu beeinflussen.³¹⁶

Mit der Beschreibung eines nachhaltigen Fonds ausgehend von dessen Eigenschaften und dem Ansetzen der Forschungsmethode an dem Nutzen, den diese Eigenschaften den Anlegern stiften, wird darüber hinaus die Perspektive des Produktmanagements eingenommen. *Homburg (2012)* definiert ein Produkt als „... ein Bündel von Eigenschaften, das auf die Schaffung von Kundennutzen (jedweder Art) abzielt.“³¹⁷ Das Produktmanagement umfasst dann nach *Herrmann/Huber (2013)* „... alle Überlegungen, Entscheidungen und Handlungen eines Anbieters, die im Zusammenhang mit der Kombination und Variation der Eigenschaften einer Leistung stehen.“³¹⁸ Für die Wahlentscheidung zwischen verschiedenen Produkten oder Produktvarianten sind die Präferenzen des Kunden bzw. Anlegers entscheidend. Zur Ermittlung dieser und zur Vorbereitung weiterer, produktpolitischer Entscheidungen, dient eine Marktanalyse, wie sie in diesem Kapitel vorgenommen wurde, als Ausgangspunkt. Das weitere Vorgehen der Arbeit, die explorativ-deskriptive Empirie und deren Auswertung mit strukturprüfenden und strukturentdeckenden Verfahren, entspricht dann dem typischen Ablauf einer Marktforschungsstudie. Hierbei stellt die Conjoint-Analyse ein typisches und populäres Instrument zur Ermittlung, Strukturierung und Gewichtung von Produkthanforde-

Nachfrage von komplexen, ebenso heterogenen Kunden/Anlegern auszugehen. (Vgl. nef (2007), S. 10-12.)

³¹⁶ Vgl. Henninger (1996), S. 52-64 und S. 125-127, Korell (2007), S. 127-148, Sparkes/Cowton (2004), S. 54f., Belz (2001), S. 66f. und Teoh/Shiu (1990), S. 71ff.

³¹⁷ Homburg (2012), S. 545.

³¹⁸ Herrmann/Huber (2013), S. 1.

rungen dar und somit insgesamt ein Verfahren zur Konzeption eines neuen Produktes basierend auf den Präferenzen der Kunden/Anleger.³¹⁹ Die vorliegende Arbeit kann daher als diesem Teil des Produktmanagements zugehörend eingeordnet werden.

Die Erforschung der Präferenzen von Kunden bzw. Anlegern ist Bestandteil einer markt- und kundenorientierten Unternehmensführung. Als solche fungiert die Kundenorientierung als Wettbewerbsstrategie und Erfolgsfaktor, der zum Unternehmenserfolg beitragen kann. Ein produktbezogener Wettbewerbsvorteil kann dann entstehen, wenn sich dieser auf ein für den Kunden wesentliches Leistungsmerkmal bezieht, welches auch vom Kunden wahrgenommen werden kann und nicht schnell oder leicht von Wettbewerbern imitiert oder eingeholt werden kann.³²⁰ Zentral für die Kundenorientierung ist die Herstellung von Kundenzufriedenheit und möglichst ebenso von Kundenbindung. Kundenzufriedenheit entsteht dabei aus dem Vergleich, den ein Kunde zwischen seinen Erwartung an ein Produkt und der tatsächlichen Leistung des Produktes zieht.³²¹ Die Berücksichtigung und explizite Erfassung der Kunden-/Anlegerpräferenzen kann als eine Form der Kundenintegration bei der Leistungsspezifizierung im Leistungserstellungsprozess angesehen werden.³²²

Wird unter einer Produktinnovation „... jedes Produkt (bzw. jede Produktidee), das (die) von den Kunden als neu wahrgenommen wird“³²³ verstanden, so dient

³¹⁹ Vgl. Herrmann/Huber (2013), S. 21-23, S. 35-38, S. 46f. und S. 175-181 und Trommsdorff (2008), S. 893-895.

³²⁰ Vgl. Böcker (1986), S. 543-552, Schaschke (2007), S. 49-72, Schmidt (2006), S. 32-36 und Wegner (2009), S. 3f. Für einen Überblick über Studien zum Zusammenhang von Kundenorientierung und Unternehmenserfolg, vgl. Schmidt (2006), S. 37. Für Schaschke (2007) ist das Kundenwissensmanagement Bestandteil einer Kundenorientierungsstrategie. (Vgl. Schaschke (2007), S. 72-75.) Zur Unterscheidung von Markt- und Kundenorientierung, vgl. Bruhn (2002), S. 20-22: Die Marktorientierung ist demnach umfassender als die Kundenorientierung und berücksichtigt auch weitere Marktteilnehmer, wie z.B. Konkurrenten. Nach Börner (2000), S. 54f. entspricht die hier dargestellte Form der Kundenorientierung durch Offerieren von Nutzenvorteilen bei einer oder mehreren für die Kunden wichtigen Eigenschaften einer Strategie der Differenzierung.

³²¹ Vgl. Beutin (2008), S. 813f., Demiri (2004), S. 29ff. und Hungenberg (2012), S. 246-250. Zum Zusammenhang von Kundenzufriedenheit, Kundenbindung und Kundenwert, vgl. Eberling (2002), S. 53-61, Schäfer (1995a), S. 121ff., Schäfer (1999), S. 9-16 und Oehler/Wilhelm-Oehler (2008), S. 291ff.

³²² Vgl. Büttgen (2008), S. 244.

³²³ Homburg (2012), S. 550. Peters (2011), S. 19 unterscheidet Produktinnovationen weiter in Produktdifferenzierungen, falls die Einführung neuer Produkte nicht zu einer Ausweitung der angebotenen Produktgruppe führt, Produktdiversifikation, wenn durch die Aufnahme neuer Produktgruppen, die eine Ergänzungsfunktion besitzen, die Angebotspalette erweitert wird, Bündelangebote als

die Analyse der vorliegenden Arbeit dem Ziel der kundenorientierten Untersuchung auf Produktinnovationspotenziale bei Klimaschutzfonds. Im Bereich nachhaltiger Fonds sind solche Produktinnovationen für Anbieter besonders interessant, da hier weiterhin hohe Wachstumsaussichten bestehen und die Existenz oder Aufnahme nachhaltiger Produkte in das Produktangebot eines Anbieters dessen Glaubwürdigkeit erhöht. Zudem wirken nachhaltige Investments selbst wiederum als Innovationstreiber für den Finanzmarkt.³²⁴

Die Schaffung solcher Fondsprodukte, die eine möglichst breite Masse an Retailanlegern ansprechen, scheint also im Bereich der Klimaschutzfonds einen Produktinnovationscharakter zu besitzen, die Informationsbereitstellung und Transparenz über solche Produkte hingegen den Charakter einer Prozessinnovation.³²⁵ In diese beiden Innovationen sind die potenziellen Innovationsanwender, d.h. sowohl die Anleger, als auch die Anbieter solcher Produkte zur Erlangung eines besseren Marktverständnisses und zur Stärkung der Wettbewerbsposition des innovierenden Unternehmens durch die Erlangung von Wissen einzubinden.³²⁶

Aufgrund der Möglichkeit der Conjoint-Analyse zur nutzenorientierten Produktentwicklung und Produktgestaltung ist diese auch im Kontext der Kundenorientierung und für die Ermittlung eines innovativen Anlageproduktes, welche die Kundenzufriedenheit der Retailanleger erhöht, ein geeignetes Instrument.³²⁷ Sie eröffnet zudem die Möglichkeit, auf Basis individueller Nutzenmessungen eine Marktsegmentierung und -clustering von Anlegertypen vorzunehmen.³²⁸ Die besondere Eignung der Methode der Conjoint-Analyse konnte bereits im Literatur-

Kombination bereits eingeführter Produkte und Produktvariation durch Veränderung von Produkteigenschaften. Der Charakter der Produktinnovation hängt damit also vom bereits bestehenden Produktangebot des innovierenden Anbieters ab.

³²⁴ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2012), S. 2ff., Weis (2007), S. 119f., Bakshi (2007), S. 523ff. und von Rosen (2009), S. 89ff.

³²⁵ Thakor (2013), S. 97 fasst diese beiden Innovationsformen als financial innovation zusammen und betont die Beseitigung von Agency-Konflikten als einen wesentlichen Treiber dieser Innovationen. (Vgl. Thakor (2013), S. 99f.)

³²⁶ Vgl. Börner (2000), S. 66ff, S. 280-287 und S. 372f., Gopalakrishnan u.a. (1999), S. 147ff., Storey/Easingwood (1993), S. 46ff., Gay/Bauermeister (2011), S. 178 und Westenbaum (2003), S. 86f.

³²⁷ Vgl. Bauer/Huber (2008), S. 963ff., Moskowitz/Krieger (2001), S. 343ff., Neibecker/Kohler (2009), S. 215ff. und Baier/Brusch (2009c), S. 233ff.

³²⁸ Vgl. Decker/Bornemeyer (2009), S. 199ff.

Review des Kapitels 1.2 aufgezeigt werden. Sie wird daher im Rahmen dieser Arbeit als Instrument der **Forschungsmethode** eingesetzt. Das folgende Kapitel dient der näheren Beschreibung der Conjoint-Analyse.

Die Produktgestaltung von Klimaschutzfonds als
nachhaltiges Anlageprodukt für Privatanleger
Eine empirische Analyse der Präferenzen und
Produktanforderungen deutscher Retailanleger
Steiauf, Th.

2017, XLI, 584 S. 13 Abb. in Farbe., Softcover
ISBN: 978-3-658-18987-7