



# DVFA Orientierungs-Leitfaden für eine ganzheitliche Beurteilung verantwortungsvoller Geldanlagen (DVFA PRISC - Policy for Responsible Investment Scoring)

DVFA Kommission Sustainable Investing

Januar 2020

## DVFA Orientierungs-Leitfaden für eine ganzheitliche Beurteilung verantwortungsvoller Geldanlagen (DVFA PRISC - Policy for Responsible Investment Scoring)

DVFA Kommission Sustainable Investing  
Autor: Prof. Dr. Dirk Söhnholz

### Ausgangslage

Der EU-Aktionsplan versucht derzeit über die „Taxonomie“ eine einheitliche Definition ausgewählter nachhaltiger Aktivitäten herzustellen. Voraussichtlich 2021 soll das neue EU Fund Label eingeführt werden. Einige Begriffe mit Bezug auf verantwortungsvolle Investments sind möglicherweise aber weiterhin unklar. Wir befürchten, dass der Verantwortlichkeits- bzw. Nachhaltigkeitsbegriff möglicherweise für sogenanntes Greenwashing genutzt werden könnte, also um Produkte zu vermarkten, die nur in einem geringen Umfang nachhaltig bzw. verantwortungsvoll sind.

Mit unseren Aktivitäten wollen wir zur Klarheit beitragen und ermöglichen, verschiedene Ausprägungen verantwortungsvoller Investments zu unterscheiden. Außerdem wollen wir Anlegern und Anbietern helfen, eine eigene ganzheitliche verantwortungsvolle Geldanlagepolitik zu entwickeln.

### Überblick über das DVFA Verantwortlichkeitsmessungstool

Der DVFA hat deshalb ein einfaches Instrument zur ganzheitlichen Entwicklung und Messung von verantwortungsvollen Geldanlagepolitik von Investoren und Investmentportfolios entwickelt.

Dabei will der DVFA bewusst keine Verantwortlichkeitsstufen vorgeben, sondern Nachfragen und Anbietern von Geldanlagen die Möglichkeit geben, diese selbst zu bestimmen.

Das Tool wird Interessenten daher als veränderbares Berechnungsmodell zur Verfügung gestellt. Zusätzlich wird Anlegern dieser Leitfaden und das Klassifikationsdokument (siehe <https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Verband/DVFA-Verantwortungsvolle-Geldanlagen-2018-09-25.pdf>) als veränderbare Texte zur Verfügung gestellt.

Das Tool umfasst 8 Beurteilungsdimensionen mit je drei Ausprägungen und ermöglicht deren Aggregation zu einem umfassenden Urteil.

- 1) Ausschlüsse („Schlechtes“ vermeiden, Exclusions bzw. Negativscreening)
- 2) Impact-/SDG-Score („Gute“ Investments bzw. Positivscreening)
- 3) ESG-Score Definition (Aggregierter versus differenzierter ESG-Score)
- 4) ESG-Score Anwendung (Best-in-Universe versus Best-in-Class)
- 5) ESG-Score Cut-off (ESG Mindestanforderungen)
- 6) ESG-Score Messungshäufigkeit (Incidents)
- 7) Stimmrechtsausübung (Voting)
- 8) Aktive Einflussnahmeversuche (Engagement)

Das Tool gewichtet in der Standardversion die Kategorien gleich. **Nutzer des Tools können die Gewichtung ändern, Kategorien hinzufügen und weitere Änderungen vornehmen.**

Bei dem Tool wird davon ausgegangen, dass Fonds normalerweise nicht auf alle Kategorien ausgerichtet sind. So führen die u.g. strengen Anforderungen z.B. dazu, dass nur sehr wenige Unternehmen den Impact-Kriterien genügen. Deshalb haben wir einen Adjustierungsfaktor eingeführt, der standardmäßig davon ausgeht, dass Fonds 4 von 8 Kategorien erfüllen. Dieser Adjustierungsfaktor beträgt in der Standardeinstellung 8/4.

Nutzer können aber auch die Gewichte von Kategorien verändern, so dass 4 Kategorien aggregiert 100% Gewichtung erhalten statt 8, wie in der Standardeinstellung.

Als zusätzliche Kategorie könnte z.B. der CO-Fußabdruck genutzt werden. Wir haben das nicht gemacht, weil dieser typischerweise in ESG-Scores enthalten ist und wir keine doppelte Berücksichtigung haben wollten.

Wir versuchen, die Reportinganforderungen für Geldanlageanbieter gering zu halten, weil diese sowieso schon sehr viele Reportingaufgaben haben. Investoren bleibt aber natürlich vorhalten, detaillierte Informationen zu nutzen bzw. anzufordern.

Es ist möglich, dass Geldanlageanbieter die entsprechenden Daten noch nicht liefern. Wir werden uns dafür einsetzen, dass Anbieter die entsprechenden Daten künftig bereitstellen.

**Das bedeutet insgesamt auch, dass Portfolios je nach Ausgestaltung des Tools und der genutzten Daten, sehr unterschiedlich bewertet werden können.**

## Basis für die Bestimmung von verantwortungsvoller Geldanlagepolitik

Das Klassifikationsdokument macht einige Vorschläge zur Gestaltung einer verantwortungsvollen Geldanlagepolitik. Diese stellen wir im Folgenden noch einmal kurz dar und konkretisieren sie bei Bedarf.

Die entscheidende Frage lautet jeweils: Wem möchte ich durch Kauf von Aktien etc. „belohnen“ und wen nicht? Dabei ist es unseres Erachtens unerheblich, ob man anderen Anlegern Aktien abkauft oder an Kapitalerhöhungen partizipiert, weil alle Käufe positive Signale für Aktienkurse setzen.

## Ausschlüsse: Mehr sind besser

Bei der Kategorie „Ausschlüsse“ gehen wir davon aus, dass mehr Ausschlüsse „verantwortlichere“ Investments ermöglichen. Mehr Ausschlüsse bedeuten aber auch, dass man sich stärker von Investitionen in den breiten Markt entfernt. Wenn nur noch sehr wenige Wertpapiere zugelassen würden, kann die Diversifikation eines Portfolios erheblich reduziert sein.

Dabei ist zu entscheiden, wie ein Ausschluss definiert wird. In SRI-ETFs (Socially Responsible Exchange Traded Fonds) beispielsweise bzw. den ihnen zugrunde liegenden Indizes findet man im Kleingedruckten oft den Hinweis, dass bestimmte Umsatzanteile auch für „ausgeschlossene“ Segmente zulässig sind. Wir gehen davon aus, dass ein Ausschluss eindeutig sein sollte. Wenn Tabak ausgeschlossen ist, sollten z.B. auch keine 5% Umsatzanteil mit der Produktion von Tabak erlaubt sein.

Dabei beziehen wir uns aber nur auf die Produktion und spezialisierte Lieferanten bzw. Abnehmer/Händler. So sollte ein spezialisierter Tabakhändler ausgeschlossen werden, nicht jedoch ein klassischer Lebensmittelhändler, der auch Tabak anbietet.

Ein Produzent, der selbst keinen Tabak produziert, darf jedoch Lieferanten und Abnehmer haben, die im Tabakgeschäft tätig sind, ohne aus dem Portfolio ausgeschlossen zu werden.

In Bezug auf die Anzahl von Ausschlüssen orientieren wir uns an gängigen bzw. populären Listen (siehe Klassifikationsdokument). Dabei ist darauf zu achten, dass eine überzeugende Liste genutzt wird. So kann man Waffen ausschließen oder separat Streubomben, ABC-Waffen, Atomwaffen, Militärwaffen, etc. als einzelne Ausschlusskategorien zählen. Wir zählen Waffen als eine einzige Ausschlusskategorie.

**Generell gilt: Ein solches Verantwortlichkeitsscoring muss um eine professionelle Portfolioanalyse ergänzt werden, mit der Renditen, Risiken etc. beurteilt werden.**

## Positivauswahl: Nettobetrachtung

Neben dem sogenannten negativen Screening kann man auch explizit in „positive“ Unternehmen investieren. Dabei ist zu bedenken, dass börsengelistete Unternehmen in erster Linie eigene Gewinnziele im Sinne der Aktionäre verfolgen und nicht primär nicht-kommerziellen positiven Impact.

Bei der Bestimmung von „Impact“ orientieren wir uns an den Sustainable Development Goals der United Nations. Aber auch diese sind nicht eindeutig. So findet man in manchen sogenannten Impact Indizes bzw. ETFs Unternehmen wie Danone, „nur“ weil Danone Nahrungsmittel produziert. Außerdem findet man teilweise traditionelle Produktions- oder Energieunternehmen, nur weil sie einen kleinen Umsatzanteil im Sinne der SDG-Ziele haben.

Wir erwarten, dass zumindest nur Netto-Umsätze im Sinne der SDG-Ziele gezählt werden. Das heißt, dass ein Unternehmen erst aufgenommen werden sollte, wenn es mindestens 50% des Umsatzes in SDG-Segmenten macht. Solange noch keine Messungsstandards festliegen, muss man sich dabei auf die Unternehmen selbst bzw. unabhängige Datenanbieter verlassen.

Hierbei ist zu beachten, dass nur sehr wenige börsennotierte Unternehmen mehr als 50% des Umsatzes in SDG-Segmenten machen. Wenn dieser Punkt für einen Anleger sehr wichtig ist, kann das zu einem Ausschluss des allergrößten Teils von börsennotierten Anlagen führen.

Ein Portfolio gilt danach umso verantwortungsvoller, je mehr Netto-Umsatz die Unternehmen im Portfolio aggregiert im Sinne der SDG-Ziele machen. Das kann bei einem reinen Portfolio von Erzeugern erneuerbarer Energien z.B. bis zu 100% reichen.

Anmerkung zum Zusammenhang der Kategorien 1) und 2): Ein Portfolio mit harten Ausschlüssen kann trotzdem ohne „SDG-Umsätze“ sein. Ein SDG-fokussiertes Portfolio dagegen nutzt typischerweise (implizit) sehr viele Ausschlüsse.

## ESG-Score Definition: Granularer ist besser

SRI-Indizes bzw. ETFs nutzen typischerweise zahlreiche Ausschlüsse, haben aber keine zusätzlichen Anforderungen an Environment, Social oder Governance (Unternehmensführungs-, insgesamt ESG) -Kriterien. ESG-Indizes bzw. ESG-ETFs selektieren und/oder gewichten Wertpapiere dafür nach ESG-Beurteilungen und nutzen nicht unbedingt Ausschlüsse.

ESG-Indizes arbeiten meist mit aggregierten ESG-Scores. Eine gute Unternehmensführung kann so einen schlechten Umweltscore ausgleichen. Wir meinen, dass eine separate Bewertung der Kriterien zur Bildung verantwortungsvollerer Portfolios beitragen kann. D.h. ein Portfolio, das einen ESG-Mindestscore von 50% nutzt, ist in der Regel weniger „verantwortungsvoll“ als ein Portfolio, das für E, S und G jeweils einen Mindestscore von 50% verlangt, bevor ein Wertpapier ins Portfolio aufgenommen werden darf.

Ein ESG-Score kann sich aus über 100 Einzelscores zusammensetzen. Mindestscores für alle Kriterien einzeln voraussetzen ist wenig praktikabel, daher fordern wir das nur für E, S und G.

Hinweis: Im Klassifikationsdokument nennen wir unsere Mindestanforderungen an ESG-Ratings.

## Best-in-Universe (BiU) ist besser als Best-in-Class (BiC)

Dabei ist wichtig, ob ein sogenanntes BiU oder BiC Verfahren genutzt wird. Angenommen, nur die 25% besten Unternehmen in Bezug auf einen ESG-Score dürfen in ein Portfolio aufgenommen werden (BiU). Das würde wohl dazu führen, dass z.B. Ölfunktionen nicht in ein Portfolio kommen würden. Da viele Anleger aber keine zu starken Abweichungen von breiten Indizes haben wollen (sogenannter Tracking Error), lassen sie zusätzlich die nach ESG-Score besten Ölfunktionen für ein Portfolio zu (BiC). Ähnliches gilt bei Anleihen für Länderabdeckungen.

Exkurs: Anleger, die insgesamt streng nachhaltig orientiert sind, können überlegen, nachhaltigere als ihre offiziellen Benchmarks zu nutzen. Dann reduziert sich das Problem der Abweichung verantwortungsvoller Portfolios von ihren offiziellen Benchmarks. Genau umgekehrt zu Abweichungen von traditionellen Indizes müsste dann aktiv begründet werden, warum nicht so verantwortungsvolle Aktien oder Anleihen ins Portfolio kommen sollen. Man könnte „Nutzung verantwortungsvoller als offizieller Benchmarks“ als weitere Dimension des Tools aufnehmen. Wir haben uns zunächst dagegen entschieden, da gängige verantwortungsvolle Indizes heute, wenn sie nach den anderen 8 Dimensionen bewertet werden, nur wenig nachhaltig sind.

## Mindestanforderungen an ESG-Scores

Mindestscoring heißt dabei, dass z.B. die schlechtesten x% nach ESG-Score oder separaten Kriterien nicht für ein Portfolio zulässig sind.

Manche „verantwortungsvolle“ Indizes wenden keine Mindestscores an, sondern gewichten Unternehmen mit niedrigen Scores geringer als solche mit hohen Scores, behalten sie aber weiter im Portfolio.

Wenn ein aggregierter ESG-Score genutzt wird, kann man folgende Übersichtsrechnung machen: Anzahl der vom ESG-Datenanbieter gerateten Unternehmen: z.B. 6.000. Nur die Top 50% werden zugelassen: 3.000 Aktien verbleiben als zulässige Investments.

Bei separater Messung reduziert sich das Universum unter Umständen sehr viel stärker: Es gibt viel weniger 3.000 Unternehmen, die beim E, S und G Score gleichzeitig zu den 50% besten gehören.

Je granularer gemessen wird, desto weniger streng dürfen die Mindestanforderungen sein, um diversifizierte Portfolios zu erreichen.

Ähnliches gilt für Investmentuniversen. So kann es sein, dass man eine Branche bzw. ein Land abdecken möchte aber nur sehr wenige Unternehmen zu den 50% besten aller weltweit beurteilten Unternehmen des Datenanbieters gehören. In diesem Fall bietet sich eher ein Best-in-Class Ansatz an, um ein diversifiziertes Portfolio zu ermöglichen.

## ESG-Messfrequenz: Häufiger ist besser

Mit der Häufigkeitsdimension wird abgefragt, wie oft „verantwortlichkeitsrelevante“ Daten aktualisiert werden. Viele ESG-Ratingagenturen bzw. ESG-ETFs machen das einmal pro Jahr. Mithilfe automatisierter Textanalysen ist es technisch dagegen möglich, sogenannte Incidents (Ereignisse) sehr zeitnah in Erfahrung zu bringen. Änderungen im Portfolio können sofort erfolgen und es muss nicht abgewartet werden, bis die jährlichen Updates der ESG-Ratings vorliegen.

Bei häufigen Änderungen sind Tradingkosten für die Umsetzung im Portfolio zu berücksichtigen. Häufigere Anpassungen werden hier jedoch grundsätzlich als „verantwortungsvoller“ angesehen.



## Stimmrechtsausübung ist positiv

Von verantwortungsvollen Anlegern kann erwartet werden, dass sie ihre Stimmrechte ausüben. Das ist umso einfacher, je weniger Titel im Portfolio sind. Außerdem sind Teilnahmen an Hauptversammlungen und Stimmrechtsausübungen einfacher, wenn man der jeweiligen Sprache mächtig ist, d.h. für ein rein deutsches Portfolio ist das für deutsche Anleger am einfachsten und günstigsten.

Anleger mit kleinem Anlagevolumen haben oft nur sehr wenige Anteile und damit Stimmrechte bei Hauptversammlungen. Auch professionelle Portfoliomanager müssen nicht alle Stimmen selbst ausüben, sondern können Serviceanbieter dafür beauftragen.

Alle Beschlüsse aller Unternehmen im Portfolio zu überwachen, ist jedoch aufwändig. Statistiken zeigen, dass auch professionelle Anleger immer noch relativ selten gegen Unternehmensvorschläge votieren.

## Aktives Engagement ist grundsätzlich gut

Engagement geht über die passive Abstimmung über vom Unternehmen vorgelegte Entscheidungsoptionen hinaus. Mit Engagement soll aktiver Einfluss im Hinblick auf verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln erfolgen.

Anleger, die sehr breit diversifiziert anlegen wollen, haben immer auch Anteile von Unternehmen im Portfolio, die (noch) nicht durchgehend verantwortungsvoll aufgestellt sind und bei denen Engagement grundsätzlich zu Verbesserungen führen kann.

Anleger, die nicht so breit diversifizieren müssen, können sich auf die verantwortlichsten Unternehmen konzentrieren. Aber auch solche Unternehmen können durch Engagement normalerweise noch verbessert werden.

Es gibt manche Anleger, die zwar nicht breit diversifizieren müssen, die aber trotzdem in nach Verantwortlichkeitskriterien relativ schlechte Unternehmen investieren. Mit erfolgreichem Engagement können sie so möglicherweise die stärksten Verbesserungen aus ESG-Sicht erreichen.

Wir nehmen aber an, dass es besser ist, in die bereits „verantwortlichsten“ Unternehmen zu investieren. Wenn andere Unternehmen sehen, wo das Anlegergeld hinfließt, werden sie sich möglicherweise auch ohne direktes Engagement in ihrem Unternehmen verbessern.

## Kalibrierung

Wir haben unser Standardschema mit 8 Kategorien und deren Gleichgewichtung auf einige große unterschiedliche „nachhaltige“ Fonds angewendet. Aktuell kommt bei diesem Vorgehen kaum ein „verantwortungsvoller“ Fonds über 40% der Gesamtpunktzahl hinaus. Wir haben daher für 2019 eine Zielerreichung von 40% und mehr als „bestes Quantil“ festgelegt. Deshalb nutzen wir einen Adjustierungsfaktor von zunächst 200% als Standard 2020, d.h. ein Fonds der 40% erreichen würde, wird auf 80% Score kalibriert.

Der DVFA plant, diese Kalibrierung mindestens einmal pro Jahr zu überprüfen und ggf. zu aktualisieren.

## Nächste Schritte

Wir sind für jeden Kommentar zum Tool dankbar, um es zu verbessern und künftig weiter zu entwickeln. Wir werden unter anderem prüfen, ob das Tool auch für weitere Anlagesegmente nutzbar ist, also vor allem semi- und illiquide Fonds und strukturierte Produkte.

Außerdem sind wir an Partnerschaften vor allem mit Fondsselektoren und Fondsbewertern interessiert, die das Tool nutzen möchten.

## Die Mitglieder der DVFA Kommission Sustainable Investing

Dr. Gunnar Friede, CIIA, CEFA, Leiter | DWS Investment GmbH  
Dr. Henrik Pontzen, Leiter | Union Investment Institutional GmbH  
Dr. Julia Backmann | Allianz Global Investors GmbH  
Andreas Feiner | Arabesque Asset Management  
Carlo Funk | BlackRock  
Christoph Klein, CEFA, CFA, CSIP | ESG Portfolio Management GmbH  
Imke Mahlmann | imug Beratungsgesellschaft für sozial-ökologische Innovationen m.b.H.  
Marianne Ullrich | Deka Investment GmbH  
Dr. Rupini Deepa Rajagopalan | Berenberg Bank  
Michael Schmidt, CFA | Lloyd Fonds AG  
Prof. Dr. Dirk Söhnholz | Diversifikator GmbH  
Claudia Volk, CEFA | Sustainalytics  
Berenike Wiener | Evangelische Bank eG

## DVFA e.V. – Der Verband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Standesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere über 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Wir bündeln die Meinung unserer Mitglieder und bringen uns über die DVFA Gremien in die regulatorische und politische Diskussion ein. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

## Kontakt DVFA Mitgliedschaft

Mirka Kučerová  
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/50 00 42 31 55  
mku@dvfa.org  
www.dvfa.de

## Impressum

Herausgeber: DVFA e.V.  
V.i.S.d.P.: Mirka Kučerová

Amtsgericht Frankfurt am Main  
VR 8158

© 2020 DVFA e.V.

Der DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen.

Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden.

Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.