



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

Andreas Gintschel und Christian Wiehenkamp

Abstract

Für die Entwicklung der nachhaltigen Anlagestrategie hat das Family Office Perpetual einen umfassenden Rahmen und objektives Maß für Nachhaltigkeit geschaffen. Die Basis ist das ökonomische Konzept der Externalitäten, die unkompenzierten Kosten und Nutzen für Umwelt und Gesellschaft. Für die Umsetzung und Verbreitung wurde ein eigenes Unternehmen gegründet. Die Wertentwicklung der umgesetzten Strategien zeigt, dass eine ökonomisch und wissenschaftlich fundierte Vorgehensweise zu Portfolios führt, die nachhaltig und wirtschaftlich attraktiv sind – wegen ihrer Ausrichtung auf langfristige Wertschöpfung.

1. Einführung

Wie lässt sich Nachhaltigkeit objektiv messen? Diese Kernfrage stellte sich dem Family Office Perpetual, als es von der Eigentümerfamilie beauftragt wurde, ihr Vermögen nachhaltig anzulegen. Die Frage bewegt aber auch die Gemeinschaft nachhaltiger Investoren und vor allem die großen institutionellen Anleger.

Die Antwort lautet: »Externalitäten«, die Kosten und Nutzen für Umwelt und Gesellschaft, die durch privatwirtschaftliches Handeln entstehen. Durch Einbetten dieses Standardkonzepts der Volkswirtschaftslehre in die traditionelle Portfoliotheorie hat Perpetual einen objektiven und umfassenden Rahmen für nachhaltiges Investieren geschaffen, der sukzessive auf das gesamte Portfolio angewandt wird.

Die positive Resonanz von anderen großen Investoren hat die Eigentümerfamilie bewogen, den Investmentansatz für Dritte zu öffnen und ein eigenes Tochterunternehmen – Effectual – für die weitere Entwicklung und Verbrei-

tung des Ansatzes zu gründen. Damit erzielt die Familie eine doppelte Wirkung: einerseits investierte sie das eigene Vermögen nachhaltig, andererseits bewegte sie die für die Transformation kritischen großen Anleger zu mehr nachhaltigen Investitionen.

Im Folgenden beschreiben wir näher die Entstehung und Details von externalitätenbasiertem, nachhaltigem Investieren.

2. Der Auftrag

Künftigen Generationen verpflichtet – gemäß diesem Leitgedanken verwaltet Perpetual das Vermögen der Nachfahren eines bedeutenden deutsch-schweizerischen Unternehmers. Neben dem realen Vermögenserhalt und der Einkommensgenerierung ist dabei ein wesentlicher Aspekt, künftigen Generationen ein lebenswertes Umfeld zu hinterlassen.

Die Verpflichtung gegenüber Familie und Gesellschaft leitet sich auch aus der Person des Unternehmensgründers ab. Früh verwaist und finanziert durch sein und seiner Geschwister bescheidenes Erbe, schuf er mit Weitsicht und Mut zur Transformation binnen dreier Jahrzehnte eine Marke und ein Unternehmen von Weltrang.

Sein Lebenswerk brachte er früh in Stiftungen ein mit der Maßgabe des Unternehmenserhalts, philanthropischen Engagements und der Versorgung seiner Familie. Diese umfasst heute in der dritten bis sechsten Generation mehrere Dutzend Personen.

Im Zuge einer Umstrukturierung der Stiftungen beauftragte die Familie eine Neuausrichtung der Anlagestrategie, auch hin zu einer stringenteren Umsetzung des Nachhaltigkeitsgedankens. Bei den anfänglichen Diskussionen unter den Mitgliedern des Familienrates und den Verantwortlichen für die Kapitalanlage zeigte sich rasch das Kernproblem: Was ist »nachhaltig«, und wie kann man Nachhaltigkeit messen?

Die folgenden intensiven Diskussionen zu dem Themenkomplex und einzelnen Teilbereichen machten deutlich, dass sehr unterschiedliche Auffassungen und Präferenzen innerhalb der Familie existierten, die sich nur schwer unmittelbar vereinbaren lassen würden. Daraus ergab sich die Frage nach einer objektiven Definition bzw. einem Maß von Nachhaltigkeit, das als Grundlage für eine nachhaltige Anlagestrategie verwendet werden kann.

Eine systematische Analyse von existierenden Ansätzen der Finanzindustrie zu nachhaltigem Investieren führte allerdings zu dem ernüchternden Eindruck,

dass diese eher ad hoc, subjektiv und oft widersprüchlich sind und daher nicht den Anforderungen entsprechen.¹

Das war der Ausgangspunkt der Suche nach einer objektiven Definition von Nachhaltigkeit und der Entwicklung eines eigenen, umfassenden Rahmens für nachhaltiges Investieren, der auf wissenschaftlichen Erkenntnissen gründet und für das gesamte Portfolio anwendbar ist.

3. Wissenschaftliche Grundlagen

Das wissenschaftliche Fundament sind Umweltökonomie und Finanzwissenschaft (Public Economics), beides bedeutende und etablierte Disziplinen der Volkswirtschaftslehre. Einer deren Grundpfeiler ist die Theorie der externen Effekte, wie beispielsweise in Laffont (1994) und Henley et al. (2013) beschrieben.

Externe Effekte sind Schäden bzw. Nutzen für Gesellschaft und Umwelt, die dem verursachenden Wirtschaftssubjekt nicht oder nur teilweise unmittelbar angelastet werden bzw. zugutekommen.² Die Schäden oder Nutzen lassen sich in Geldeinheiten messen bzw. werten und werden dann als externe Kosten bzw. externe Nutzen oder allgemein als Externalitäten bezeichnet.

Ein prominentes Beispiel für negative Externalitäten ist Umweltverschmutzung: Unter Umweltschäden leiden viele, das verursachende Wirtschaftssubjekt meist nur wenig oder gar nicht.³ Ein Beispiel für positive Externalitäten ist Wissen aus Bildung und Forschung, das ebenfalls oft vielen zugutekommt, das generierende Wirtschaftssubjekt aber für die Bereitstellung keine oder nur geringe Kompensation erhält.⁴

Die Theorie der externen Effekte führt zu zwei wesentlichen Erkenntnissen, wie beispielsweise in Pigou (1920) oder Mas-Collé et al. (1995) beschrieben:

1 Die stark divergierenden ESG-Scores bzw. Ratings von Apple illustrieren dies eindrücklich: Sustainalytics ESG Risk Rating von 16,8 (aus 0 = vernachlässigbar bis 40+ = schwer), S&P Global ESG Score 46 (von 0 = schlechtester Wert bis 100 = bester Wert), MSCI ESG Rating BBB (von CCC = schlechtester Wert bis AAA = bester Wert) und LSEG ESG Score 77 (von 0 = schlechtester bis 100 = bester Wert); alle Daten von den jeweiligen Webseiten der Anbieter per 30. 09. 2024. Berg et al. (2022) zeigen, dass dies kein Einzelfall ist, sondern systematisch: Die Korrelation zwischen den Bewertungen der ESG-Rating-Anbieter ist nur mild positiv bei 0,3.

2 Die historische Definition und initiale Analyse ist in Pigou (1920). Eine moderne Lehrbuchabhandlung ist z. B. in Kapitel 11 von Mas-Collé et al. (1995).

3 Siehe z. B. die Studie von Greenpeace (2015) zu den gesellschaftlichen Kosten der Braunkohle.

4 Siehe z. B. Moretti (2004) zu den sozialen Gewinnen von Bildung oder Dietzenbacher und Los (2002) zu den positiven externen Effekten von Forschung und Entwicklung.

- 1) Ohne Korrektur führen externe Effekte zu ineffizientem Verhalten, da die Kosten-Nutzen-Rechnung des verursachenden Wirtschaftssubjekts ebendie externen Effekte nicht berücksichtigt. So führen z. B. negative Umweltexternalitäten (also vernachlässigte soziale Umweltkosten) zu Überproduktion und exzessiver Umweltverschmutzung im Vergleich zu einer aus gesamtgesellschaftlicher Sicht optimalen Nutzung von Umweltressourcen. Im Gegensatz führen z. B. positive Bildungsexternalitäten (aufgrund vernachlässigten sozialen Nutzens) zu einer Unterproduktion von Wissen im Vergleich zum Optimum.
- 2) Die Lösung des Problems der externen Effekte ist deren Internalisierung. D. h., dass Kosten bzw. Nutzen dem verursachenden Wirtschaftssubjekt zugeordnet und aufgebürdet werden bzw. zugutekommen. Damit verändert sich die Kosten-Nutzen-Rechnung des verursachenden Wirtschaftssubjektes, sodass das soziale Optimum und damit die effiziente Nutzung aller Ressourcen erreicht wird. Ein probates Mittel sind verursachungsgerechte Steuern in geeigneter Höhe, z. B. CO₂-Steuern.

Eine unmittelbare Folgerung aus diesen beiden Ergebnissen ist, dass das natürliche Maß für Nachhaltigkeit die verursachten Externalitäten sind. Sie messen, ausgedrückt in Geldeinheiten, die Konsequenzen, Schäden und Nutzen für Umwelt und Gesellschaft. Und sie sind auch die geeignete Zielgröße für die Steuerung, da sie die Grundlage für die Internalisierung sind.

Die Theorie liefert ebenfalls die Grundlage für verschiedene Methoden zur Bestimmung der Schadens- bzw. Nutzenbewertungen, wie z. B. Schadensbeseitigungskosten, Schattenpreisverfahren usw. Ein prominentes Beispiel für ein Bewertungsverfahren sind die »gesellschaftlichen Kosten von CO₂« (»Social Cost of Carbon«), für dessen Entwicklung William Nordhaus, Professor für Ökonomie an der Yale University, 2018 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt. Im Kern entwickelte er ein komplexes Modell aus einem dynamischen ökonomischen Gleichgewichtsmodell (mit Klimaeinflüssen), ergänzt um ein naturwissenschaftliches Klimamodell.⁵

⁵ Eine Einführung und nähere Beschreibung solcher integrierten Bewertungsmodelle ist Nordhaus und Boyer (2003).

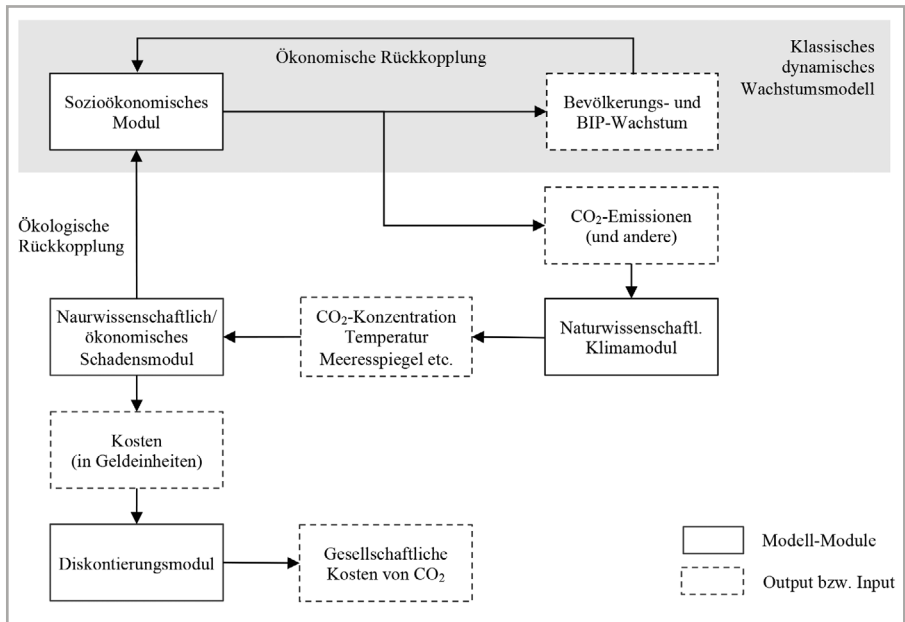


Abbildung 1: Schematische Darstellung eines integrierten Bewertungsmodells.

Quelle: *Effectual*

Praktische Anwendung finden Externalitäten seit Jahrzehnten in der Kosten-Nutzen-Analyse. Diese ist ein Standardwerkzeug von Behörden, anderen staatlichen Einrichtungen und sogar Nichtregierungsorganisationen in einer Vielzahl von Fällen, z. B. bei der Beurteilung von öffentlichen Infrastrukturprojekten, Gesetzesvorhaben, Umweltregulierungen und auch in der Entwicklungshilfe. Neben der Anwendung in konkreten Fällen treiben die staatlichen Stellen auch die Entwicklung und Vereinheitlichung von Methoden sowie Bewertungen voran. So veröffentlicht beispielsweise das Umweltbundesamt regelmäßig Empfehlungen für die Höhe von Umweltkosten und deren Verwendung.⁶

⁶ Umweltbundesamt (2018) oder auch <https://www.umweltbundesamt.de/daten/umwelt-wirtschaft/gesellschaftliche-kosten-von-umweltbelastungen>

4. Nachhaltigkeit messen

Externalitäten als Maß für Nachhaltigkeit sind konzeptionell einfach und robust: Externalitäten sind (mathematisch) das Produkt aus physischen Mengen, z. B. Tonnen an emittiertem CO₂, und einer Bewertung pro physischer Mengeneinheit, z. B. Schadenswert einer Tonne CO₂.

Für eine konkrete, praktische Anwendung braucht es also Daten für physische Mengen und Bewertungen. Einer der ersten Schritte nach der ursprünglichen Konzeptionierung war die Durchführung einer Machbarkeitsstudie im Hinblick auf Datenverfügbarkeit. Mit Unterstützung der KPMG als externem Berater haben wir für eine Auswahl von 50 großen, börsennotierten, europäischen Unternehmen die physischen Daten für einen Zeitraum von zehn Jahren und Bewertungen für eine Auswahl von relevanten externen Effekten gesammelt, analysiert und für die Verwendung als Grundlage für die Portfoliokonstruktion aufbereitet. Das positive Ergebnis dieser Machbarkeitsstudie war eine wesentliche Grundlage für die Entscheidung, das Projekt weiterzuführen.

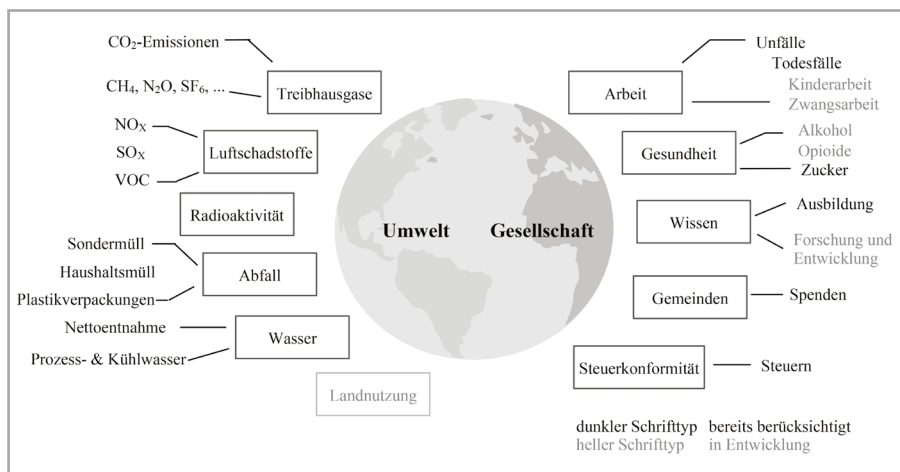


Abbildung 2: Externe Effekte im Effectual Modell. Quelle: Effectual

Die Daten zu physischen Mengen stammen im Wesentlichen aus den regelmäßigen Veröffentlichungen der Unternehmen, wie z. B. Nachhaltigkeitsberichten, integrierten Berichten usw.⁷ Naturgemäß, wie alle Datensammlungen, sind

⁷ In Zukunft wird eine zusätzliche wichtige Datenquelle die durch die im Zuge der EU-Richtlinie zur unternehmerischen Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD) zu schaffende Datenbank sein.

diese mit Fehlern behaftet und teilweise unvollständig. Teil des Aufbaus einer brauchbaren Datenbasis sind die Fehlererkennung und -korrektur sowie die Ergänzung der fehlenden Daten mithilfe anerkannter statistischer Verfahren. Im Laufe der Zeit haben wir hier eine globale und konsistente Datenbank zu mehr als zehntausend Unternehmen, die öffentlich Wertpapiere begeben haben, und Zeitreihen bis zu 15 Jahren aufgebaut.

Die Bewertungen für die einzelnen externen Effekte entstammen jeweils veröffentlichten bzw. öffentlich zugänglichen wissenschaftlichen Untersuchungen. Viele der Schätzungen stammen auch direkt von Behörden oder aus von diesen beauftragten wissenschaftlichen Gutachten. Beispiele sind die vom Umweltbundesamt (2020) veröffentlichten Umweltkosten oder die von der US-Umweltschutzbehörde EPA (2023).

Entgegen unserer ursprünglichen Befürchtung gibt es zu allen relevanten externen Effekten hinreichend Quellen, stets mehrere, oft sogar mehrere Dutzend. Diese kommen oft zu unterschiedlichen Bewertungen, da sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgten, unterschiedliche Annahmen treffen, unterschiedliche Modelle verwenden und oftmals auch zur Methodenentwicklung konzipiert sind. Unsere Hauptaufgabe war und ist, die Vielzahl der Studien zu sammeln, in einer ersten Analyse zu sichten, sicherzustellen, dass die verwendeten Ergebnisse untereinander vergleichbar sind, Ausreißer zu identifizieren und zu eliminieren und die zentralen Werte der jeweiligen Studie zu identifizieren. Der nächste Schritt ist dann die Aggregation der Ergebnisse der verschiedenen Studien zu einem einzigen, zentralen Schätzer. Dieser Schätzer repräsentiert den Stand der Forschung.

Die folgende Grafik zeigt als Beispiel die Bewertung der Externalitäten von Iberdrola, einem spanischen Energieversorgungsunternehmen. Die gesamten Externalitäten betragen netto ca. –2,9 Mrd. USD, d.h., das Unternehmen verursacht jährlich einen unkompensierten Nettoschaden für Umwelt und Gesellschaft von fast drei Mrd. USD. Die gesamten Externalitäten sind die Summe der einzelnen externen Effekte, wie z. B. der Schaden durch Treibhausgase von 1,7 Mrd. USD. Die einzelnen Externalitäten errechnen sich jeweils als physische Menge, wie z. B. 11,9 Mio. Tonnen emittiertes CO₂, und dem Bewertungsfaktor, also dem unkompensierten verursachten Schaden von 141 USD durch den Ausstoß einer Tonne. Die Bewertungsfaktoren berücksichtigen dabei bereits etwaige (Pigou-)Steuern, wie z. B. CO₂-Steuern oder den Bezug von Emissionsrechten – daher »unkompensiert«.

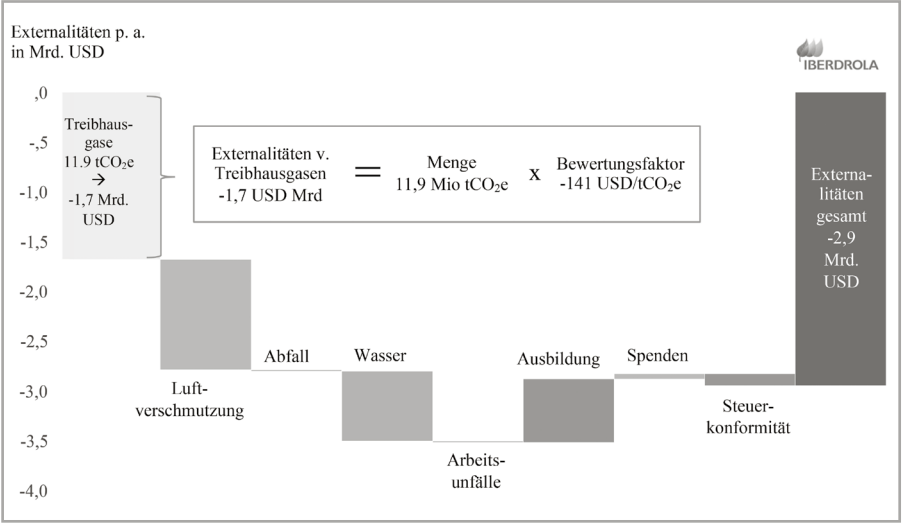


Abbildung 3: Beispiel für die Berechnung von Externalitäten. *Quelle: verschiedene Unternehmensberichte von Iberdrola für das Jahr 2022, Berechnungen von Effectual*

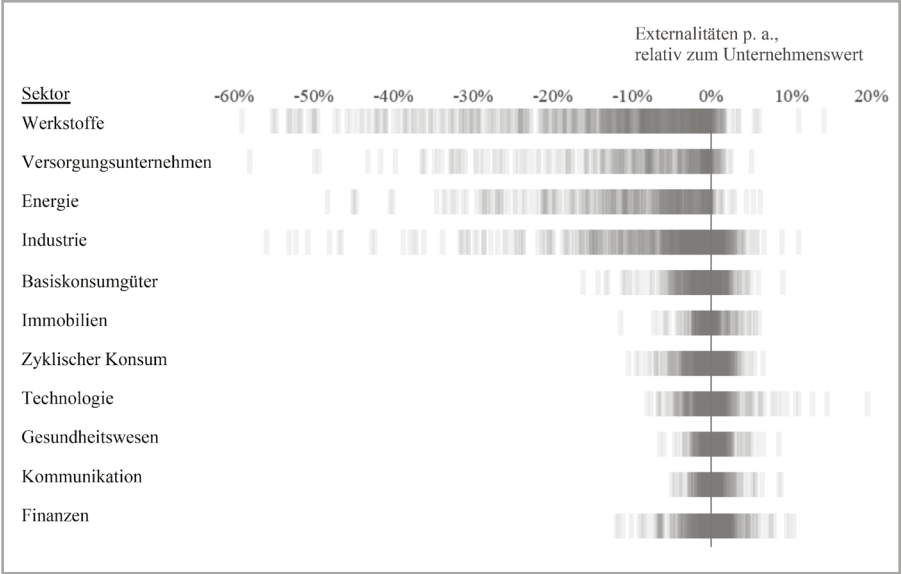


Abbildung 4: Externalitäten nach Sektoren. Jeder hellgraue vertikale Strich repräsentiert ein Unternehmen. *Quelle: Effectual*

Heute verfügen wir über eine Datenbank mit Externalitäten für über 10.000 börsennotierte Unternehmen. Die Abbildung 4 zeigt eine Übersicht der Externalitäten pro Jahr in Prozent des Marktwertes der Unternehmen nach Sektorzugehörigkeit. Eines der Unternehmen in der Abbildung im Sektor Versorgungsunternehmen ist Iberdrola aus dem Beispiel oben. Bei Externalitäten von -2,9 Mrd. und einem Unternehmenswert von ca. 162 Mrd. USD zum Beobachtungszeitpunkt sind die relativen Externalitäten damit ca. -1,7 Prozent. Dies findet dann in der weiteren Analyse, wie unten noch im Detail beschrieben wird, direkten Eingang in die Bewertung der Unternehmen und die Konstruktion von nachhaltigen Portfolios.

Die Datenbasis und Methoden entwickeln wir kontinuierlich weiter. So haben wir bisher pro Jahr ca. 2.000 weitere Unternehmen aufgenommen, bilden weitere externe Effekte ab (jüngst als weitere Abfallkategorie die Plastikverpackungen und die externen Effekte von Nuklearenergie), verfeinern die Methoden zur Prognose zukünftiger Externalitäten und die Abbildung von Externalitäten in der Wertschöpfungskette.

5. Nachhaltiges Investieren

Mit Externalitäten verfügen wir über ein wissenschaftlich fundiertes Maß für Nachhaltigkeit, die erste von zwei wesentlichen Komponenten für einen objektiven Rahmen für nachhaltiges Investieren. Um den Rahmen zu vervollständigen, haben wir dieses Maß in die Investitions- und Portfoliotheorie eingebettet.

Deren klassische Variante, z. B. in Meucci (2005), verwendet die erwartete (traditionelle) Rendite und Risiko als die wesentlichen Kennzahlen für die Investitionsentscheidung. Optimale Portfolios werden so konstruiert, dass das Verhältnis von (traditioneller) Rendite zu Risiko möglichst hoch ist, unter etwaigen Nebenbedingungen zu wünschenswerten Portfoliocharakteristiken.

»Nachhaltiges Investieren« ist innerhalb dieses Rahmens durch die Berücksichtigung von Externalitäten stringent definiert.⁸ Die (traditionelle) Rendite wird

⁸ Damit ist »nachhaltiges Investieren« hier zunächst normativer Theorie folgend definiert: »Der »nachhaltige Investor« bzw. das »nachhaltige Unternehmen« beurteilt Investitionen unter Berücksichtigung aller Kosten und Nutzen, insbesondere auch von Externalitäten (Kosten und Nutzen für Umwelt und Gesellschaft) und eben nicht nur rein einzelwirtschaftlicher Betrachtung. Es gibt aber auch die entsprechende positive Theorie: Wenn Externalitäten im Laufe der Zeit durch z. B. staatliche Eingriffe oder Konsumentenverhalten internalisiert werden, also Auswirkungen auf zukünftige Zahlungsströme haben, dann schafft die Berücksichtigung von Externalitäten Wert aus rein einzelwirtschaftlicher Sicht! Die tatsächlich zukünftig realisierte Rendite einer Investition wird dann nämlich der »nachhaltigen Rendite« entsprechen, nicht der traditionellen Rendite, welche Externalitäten gerade nicht berücksichtigt.

um die Kosten bzw. für Umwelt und Gesellschaft korrigiert – diese neue Kennzahl ist die »nachhaltige Rendite«. Diese ersetzt die traditionelle Renditekennzahl in der Portfoliokonstruktion, sodass optimale nachhaltige Portfolios durch die Maximierung des Verhältnisses von nachhaltiger Rendite zu Risiko bestimmt werden. Es lässt sich zeigen, dass Investieren gemäß nachhaltiger Rendite durch hinreichend viele Investoren zur Internalisierung der externen Effekte im Zuge der Kapitalallokation und deren Auswirkungen auf die Kapitalkosten führt, wie z. B. in Papoutsis et al. (2022) oder Oehmke und Opp (2024).

Ein wesentlicher Vorteil dieses Rahmens, der Externalitäten mit klassischer Investitions- und Portfoliotheorie verbindet, ist, dass die bestehenden, sehr mächtigen Analyse- und Optimierungsmethoden unmittelbar anwendbar sind.

Bei der Portfoliokonstruktion stehen für uns neben der Nachhaltigkeit auch immer die finanziellen Aspekte im Fokus. Nachhaltige Portfolios sollten zumindest auskömmliche (traditionelle) Renditen und akzeptable Risiken aufweisen. Ideal sind nachhaltige Portfolios mit Rendite-Risiko-Profilen, die denen traditioneller Portfolios sehr nahekommen. Dies ist aus Sicht des Investors wünschenswert und ist insbesondere für die Akzeptanz nachhaltigen Investierens bei Anlegern erheblich. Anwenden der Methoden der Portfoliotheorie bei einem hinreichend großen Anlageuniversum kann nachhaltige Portfolios konstruieren, die unter rein finanziellen Aspekten den traditionellen Portfolios praktisch gleichwertig sind – aber eben deutlich nachhaltiger.

Dies zeigten unsere Tests zur Portfoliokonstruktion, die wir nach der oben beschriebenen Pilotstudie zur Datenverfügbarkeit durchführten. Zunächst testeten wir ein hypothetisches Portfolio auf Basis echter Daten in einer historischen Simulation. Hierzu haben wir für jedes Jahr seit 2010 Portfolios für die 50 Aktien der Unternehmen aus der Pilotstudie durch Optimierung der nachhaltigen Rendite zu Portfoliovolatilität gebildet. Die entsprechenden Portfolios waren durch deutlich geringere negative Externalitäten geprägt als ein traditionelles Portfolio, basierend auf den Marktwertgewichten der gleichen 50 Unternehmen. Die historische Wertentwicklung des nachhaltigen Portfolios übertraf die Wertentwicklung des traditionellen Portfolios sogar erheblich bei in etwa gleicher Volatilität.

Nach erfolgreichem Test des hypothetischen Portfolios haben wir die Methodik für ein Jahr mit einem realen Portfolio aus ca. 200 Aktien im MSCI EMU getestet. Die Ergebnisse waren vergleichbar: Die Externalitäten des nachhaltigen Portfolios waren deutlich besser als der Index, die Wertentwicklung signifikant besser bei nahezu gleichem Risiko.

Als weiteren Schritt im Rahmen der Validierung haben wir die Methodik und die Ergebnisse mit Sachkundigen aus den Bereichen Kapitalanlage, Nachhaltigkeit und Wissenschaft diskutiert. Die positive Resonanz hat uns weiter bestärkt, die Methodik für einen ersten, größeren Teil des Portfolios, globale nachhaltige Aktien von Unternehmen in OECD-Ländern, umzusetzen. Die entsprechende Strategie wird seit Mai 2023 von unserem Partner Quoniam, einem Spezialisten für quantitative Vermögensverwaltung aus der DZ-Bank-Gruppe, umgesetzt. Die bisherigen Ergebnisse bestätigen die Testergebnisse eindrucksvoll: deutliche Verbesserung der Externalitäten mit gleichzeitig besserer Wertentwicklung als der Vergleichsindex bei sogar leicht geringerem Risiko.⁹

Seit April 2024 wenden wir die Methodik ebenfalls auf ein größeres Portfolio von globalen Unternehmensanleihen erfolgreich an. Erweiterungen auf weitere Anlageklassen wie Staatsanleihen, Wertpapiere aus Entwicklungsländern usw. sind in Arbeit, sodass auf absehbare Zeit das gesamte Wertpapierportfolio gemäß der Methodik nachhaltig investiert werden kann.

Neben der unmittelbaren Anwendung für die Portfoliokonstruktion und -verwaltung kann die Methodik auch in verwandten Bereichen des nachhaltigen Investierens angewandt werden. So können zum Beispiel die gesamte Kapitalanlagestrategie »nachhaltig« definiert (Sustainable Asset Allocation), nachhaltige Indizes konstruiert werden oder ein Berichtswesen für nachhaltiges Investieren auf der Methodik gründen.

6. Rezeption & Ausblick

Im Rahmen unserer Gespräche mit Dritten zur Validierung der Methodik haben sich insbesondere Verantwortliche aus Finanzinstitutionen angetan gezeigt. Als wesentlich werden die Vorteile wahrgenommen, dass nachhaltiges Investieren

- 1) objektiv und messbar ist im Gegensatz zur Subjektivität und Intransparenz der anderen Ansätze;
- 2) nachvollziehbar und insbesondere gut und einfach kommunizierbar ist innerhalb der Organisation, insbesondere zu Vorständen und Aufsichtsgremien;
- 3) im Rahmen diversifizierter Portfolios möglich ist und damit für die großen Kernbereiche der institutionellen Portfolios geeignet.

⁹ Siehe www.effctual.fund

Damit sind wesentliche Anforderungen für die institutionelle Kapitalanlage erfüllt, was für die meisten anderen Ansätze nachhaltigen Investierens nur eingeschränkt oder gar nicht gilt. Entsprechend gab es in vielen Gesprächen die Anregung, die Umsetzung so zu gestalten, dass auch externe Gelder verwaltet werden können. Dies hat zur Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft, Effectual Capital, und einer eigenen Plattform für Publikumsfonds, dem Effectual Capital Fund SICAV, in Luxemburg geführt. Damit stehen die nach der Methodik verwalteten nachhaltigen Anlageprodukte einer breiten Anleger-schaft offen in einem Format, das auch höchsten Ansprüchen an Anlegerschutz genügt.

Inzwischen führen wir intensive Dialoge zu nachhaltigem Investieren und insbesondere der Umsetzung durch Externalitäten mit immer mehr Finanzin-stitutionen und anderen professionellen Anlegern. Dies reicht von deutschen Pensionseinrichtungen über Banken und globale Unternehmen hin zu großen Staatsfonds und supranationalen Einrichtungen. Aus diesen Gesprächen gewin-nen wir drei wesentliche Eindrücke:

- 1) Ernüchterung und Skepsis hinsichtlich traditioneller Ansätze zu ESG und nachhaltigem Investieren;
- 2) in den meisten Fällen die ehrliche Überzeugung, dass Nachhaltigkeit sehr relevant und wichtig ist, und
- 3) große Offenheit bis Begeisterung für den Ansatz über Externalitäten.

Viele dieser Institutionen bzw. die Verantwortlichen dort sehen in der externa-litätenbasierten Methodik eine neue, bessere Chance, nachhaltiges Investieren sinnvoll und stringent in ihren Anlageprozess zu integrieren.

Auch an anderen Stellen entwickeln sich Externalitäten zum Standard für die Definition und Messung von Nachhaltigkeit. Große internationale Unter-nehmen, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Standardsetter wie IFRS und EFRAG nehmen hier eine zentrale Rolle ein. In der Value Balancing Alliance, gegründet unter anderem von BASF, Bosch und SAP, arbeiten große Unter-nehmen an den Standards für das Berichtswesen für Nachhaltigkeit auf der Basis von »Impact Valuation«, dem auch Externalitäten zugrunde liegen. Die Adap-tion und Verbreitung des Ansatzes in diesem Zusammenhang tragen wesentlich zur Glaubwürdigkeit auch im Bereich nachhaltigen Investierens bei.

Als Family Office haben wir den Willen und die Fähigkeit, Neues zu wagen, wenn Bestehendes unzureichend ist. Der Status quo des nachhaltigen Inves-tierens ließ uns das für unser eigenes Portfolio dringend notwendig erschei-

nen. Der Widerhall, den die Methodik bei den großen institutionellen Anlegern weltweit findet, bestärkt uns, diesen Weg weiterzugehen und so unseren Beitrag zu der notwendigen und unvermeidlichen Transformation hin zur nachhaltigen Wirtschaft zu leisten.

Literaturverzeichnis

- Berg, F., Kölbel, J. F., Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26 (6), S. 1315–1344.
- Dietzenbacher, E., Los, B. (2002). The externalities of R&D expenditure. *Economic Systems Research*, 15 (4), S. 407–425.
- Greenpeace (2015). Gesellschaftliche Kosten der Braunkohle. <https://www.greenpeace.de/publikationen/gesellschaftliche-kosten-braunkohle>.
- Henley, N., Shogren, J., White, B. (2013). *Introduction to environmental economics*. Oxford University Press.
- Laffont, J.-J. (1994). *Fundamentals of public economics*. MIT Press.
- Mas-Colell, A., Whinston, M. D., Green, J. R. (1995). *Microeconomic theory*. Oxford University Press.
- Meucci, A. (2005). *Risk and Asset Allocation*. Springer.
- Moretti, E. (2004). Estimating the social return to higher education: evidence from longitudinal and repeated cross-sectional data. *Journal of Econometrics*, 121, S. 75–212.
- Nordhaus, W. D., Boyer, J. (2003). *Warming the world – economic models of global warming*. MIT Press.
- Oehmke, M., Opp, M. M. (2024). A theory of socially responsible investment. *Review of Economic Studies*. Accepted papers.
- Papoutsis, M., Piazzesi, M., Schneider, M. (2022). How unconventional is green monetary policy? *Stanford Working Paper*.
- Pigou, A. C. (1920). *The economics of welfare*. Macmillan.
- Umweltbundesamt (2018). *Methodenkonvention 3.0 zur Ermittlung von Umweltkosten – Methodische Grundlagen*.
- Umweltbundesamt (2020). *Methodenkonvention 3.1 zur Ermittlung von Umweltkosten – Kostensätze*.
- U. S. EPA (2023). *Report on the social cost of greenhouse gases: Estimates incorporating recent scientific advances*.

cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: www.cric-ethik.finance