



# (Nachhaltig) Sein oder nicht sein... das ist hier die Frage

Optionen zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitszielen  
in Eignungstest für Kleinanleger



*This project has  
received funding from  
the European Union's  
Life NGO Programme  
under Grant No  
LIFE19/NGO/SGA/DE/0  
00040*

Gefördert durch:



Bundesministerium  
für Umwelt, Naturschutz  
und nukleare Sicherheit

aufgrund eines Beschlusses  
des Deutschen Bundestages



# Inhalt



Hintergrund zu diesem Bericht	4
<b>I. Einführung</b>	<b>5</b>
<b>II Erkenntnisse über nicht-finanzielle Präferenzen</b>	<b>7</b>
A Ergebnisse aus der Forschung	7
B Ergebnisse aus der Online-Umfrage	10
C Ergebnisse aus der Fokusgruppe	16
<b>III. Derzeitiger rechtlicher Rahmen und Verfahren in der Praxis</b>	<b>17</b>
A MiFID II	17
B Verfahren	18
C Zusammenfassung der rechtlichen Analysen	19
<b>IV. Ein Muster für einen umfassenden Eignungsfragebogen - Das Konzept</b>	<b>22</b>
A Ziele	23
B Umfang der Themen	26
C Strategie	28
D Das Berichtsmandat	30
E Kosten und Rendite	31
<b>V. Herausforderungen bei der Umsetzung des Eignungsfragebogens</b>	<b>33</b>
A Nur nach Präferenzen fragen, die erfüllt werden können	33
B Wie viel soll investiert werden?	34
C Wie geht man mit Ausschlüssen/Desinvestments um?	35
D ESG-Fondsdaten	36
E Kosten & Rendite	38
<b>VI. Ein Fragebogen in der Praxis</b>	<b>40</b>
<b>VII. Fazit</b>	<b>44</b>
Anhang I	45
Anhang II	46

# Impressum



03.02.2020

**Herausgeber:**

2° Investing Initiative Deutschland e.V.  
Schönhauser Allee 188  
10119 Berlin  
Telefon: +49 30 44318588

**Autoren:**

Jakob Thomä  
Anuschka Hilke  
Constanze Bayer  
Nicola Stefan Koch

**Disclaimer**

Dieser Bericht ist im Rahmen einer in Deutschland durchgeführten Arbeitsgruppe mit Vertretern aus Politik, Wissenschaft, Zivilgesellschaft und Finanzwirtschaft entstanden. Ihre Teilnahme an der Arbeitsgruppe und die Nennung hier gelten nicht als Zustimmung zu den präsentierten Ergebnissen.

**Working Group:**

BMU, Commerzbank, BW Bank, Deutsche Börse, Arabesque, Frankfurt School of Finance, University of Augsburg, University of Kassel, Urgewald, WWF, Germanwatch

**Haftungsausschluss:**

Dieser Bericht spiegelt nicht die offizielle Position aller Organisationen der Arbeitsgruppe wider. Vielmehr zielt der Bericht darauf ab, den Stand der Diskussion in Bezug auf die Integration von nicht-finanziellen Zielen in Eignungsfragebögen zwischen verschiedenen deutschen Interessengruppen sowie innerhalb der Forschung darzustellen.

Dieses Projekt wurde von dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU) und der Nationalen Klimainitiative (NKI) finanziert.

## Hintergrund zu diesem Bericht

Dieser Bericht enthält die zusammengefassten Ergebnisse und Analysen der „Arbeitsgruppe zu nicht-finanziellen Eignungsfragebögen“ für Privatanleger, die von September 2018 bis August 2019 in Deutschland zusammengetreten ist.

*Die Arbeitsgruppe<sup>1</sup> wurde von der 2<sup>o</sup> Investing Initiative moderiert und bestand aus Vertretern von Finanzinstituten, Universitäten, der Zivilgesellschaft sowie des Bundesumweltministeriums.*

*Die hier zusammengefassten Ergebnisse spiegeln die Diskussionen der Arbeitsgruppe sowie das technische Material wider, das zur Unterstützung dieser Diskussionen entwickelt wurde, insbesondere Umfragen, Fokusgruppen, rechtliche Analysen und Dokumentenrecherchen.*

Die Ergebnisse spiegeln keinen Konsens der Arbeitsgruppe selbst wider, sondern sollen die wichtigsten Herausforderungen und Schlussfolgerungen objektiv darstellen, wobei sowohl die Forschung zur Unterstützung der Arbeitsgruppendifkussionen als auch die Diskussionen innerhalb der Arbeitsgruppe berücksichtigt werden.

*Die Mitglieder der Arbeitsgruppe erhielten vor der Veröffentlichung Gelegenheit, das Dokument zu überprüfen und schriftliche Kommentare abzugeben, wenn sie nicht einverstanden waren. Nichtsdestotrotz spiegeln die Ergebnisse in diesem Dokument nicht die offizielle Position sämtlicher Organisationen der Arbeitsgruppe wider. Vielmehr zielt der Bericht darauf ab, den Stand in Forschung und Praxis darzustellen; was wir wissen, was wir nicht wissen, wo wir uns einig und uneinig sind, sowie welche zentralen Herausforderungen bestehen, die weitere Arbeit und Analysen erfordern.*

Eine große Herausforderung, die von der Arbeitsgruppe festgestellt wurde, ist die mangelnde Rechtssicherheit im Umgang mit Fragen zum Thema nicht-finanzieller Präferenzen.

*Die Veröffentlichung dieses Berichts fällt in einen Zeitraum, in dem auf europäischer Ebene die regulatorischen Leitlinien insbesondere im Hinblick darauf überarbeitet werden, wie Nachhaltigkeitsaspekte in Eignungsfragebögen berücksichtigt werden sollten<sup>2</sup>. Die Arbeit der Arbeitsgruppe deckt eine Reihe grundsätzlicher Herausforderungen auf, die einer effektiven Integration dieser nicht-finanzieller Präferenzen in die Anlageentscheidungen von Privatanlegern im Weg stehen. Diese sind insbesondere:*

- Ein möglicher Mangel an Produkten, die die „echten“ Ziele von Privatanlegern erfüllen, kann Anlageberater daran hindern, Fragen zu stellen, für die es keine Produkte gibt. Dieser Konflikt führte dazu, dass sich ein Finanzinstitut vollständig aus der Arbeitsgruppe zurückzog;
- Das Risiko, die Kosten für die Verbraucher zu erhöhen, indem potenziell teurere ESG<sup>3</sup>-Fonds oder Fonds mit Nachhaltigkeitsaspekten ohne echte Auswirkungen auf die Realwirtschaft verkauft werden;
- Die mangelnde Infrastruktur zur Verfolgung der Auswirkungen von nachhaltigen Investments auf die Realwirtschaft, was von der Arbeitsgruppe als vorrangiges und eigentliches Ziel für die Integration nicht-finanzieller Präferenzen festgelegt wurde,
- Das Management der ‚Arbitrage‘ zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Zielen im Allgemeinen.

<sup>1</sup> Die vollständige Liste der Mitgliedsorganisationen der Arbeitsgruppe finden Sie in Anhang I

<sup>2</sup> Die Arbeiten der „European Securities and Markets Authority“ (ESMA) dazu ruhen derzeit.

<sup>3</sup> Environmental, Social, Governance = ESG



## Kapitel I

# Einführung

Die jüngsten Entwicklungen im europäischen Finanzmarkt und in der politischen Agenda der Europäischen Kommission deuten darauf hin, dass die nachhaltige Finanzwirtschaft von der "Nische" zum Mainstream vorgedrungen ist. Während das mit Ausschlussstrategien verwaltete Vermögen in Europa im Jahr 2018 über 9 Billionen Euro erreicht und sich seit 2008 im Durchschnitt jährlich fast verdoppelt hat, blicken auch andere Nachhaltigkeitsstrategien auf sehr steile Wachstumskurven zurück (Eurosif 2018, 2008). Nachdem das Thema „Nachhaltigkeit“ zudem in den letzten Jahren bereits über mehrere Mitgliedsstaaten Eingang in die Adern der europäischen Finanzregulierung gefunden hat, ist es nun mit dem "Aktionsplan der EU-Kommission zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums" im Herzen angekommen (EU 2019).

**Im Rahmen ihres Aktionsplans hat die Kommission einen Gesetzesvorschlag zur Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) vorgelegt. Unter anderem sollen sie eine Bewertung der Präferenzen der Anleger in Bezug auf Umwelt, Soziales und Governance (ESG) als Teil der**

**bestehenden Anforderungen zur Beurteilung der Eignung von Anlagen vor der Beratung vorschreiben.**

Unsere Analysen zeigen, dass der bestehende Rechtsrahmen zur Einbeziehung nicht-finanzieller Ziele in Anlagegesprächen bislang nicht eindeutig ausgelegt wird. Finanzinstitute und Berater weisen daher darauf hin, dass der vorherrschende Mangel an Rechtsklarheit sie daran hindert, die erforderliche Infrastruktur aufzubauen. Neue europäische Rechtsvorschriften (z.B. ESMA-Leitlinien) schaffen hierfür Klarheit und werden Anlageberater in Zukunft dazu verpflichten, ihre Kunden standardmäßig nach ihren nicht-finanziellen Präferenzen zu fragen. Eine Schlüsselkomponente in dieser Infrastruktur ist dabei die standardisierte Integration von nicht-finanziellen Präferenzen in bestehende Eignungsfragebögen, die von Aufsichtsbehörden, Finanzinstituten, Wissenschaft und Zivilgesellschaft akzeptiert werden.

Bevor die endgültige EU-Gesetzgebung zur Integration nicht-finanzieller Präferenzen in Eignungsfragebögen in Kraft tritt, hat die „2<sup>o</sup> Investing Initiative“ umfassende Recherchen zu

diesem Thema durchgeführt und eine deutsche Multi-Stakeholder-Arbeitsgruppe zur Überprüfung der bestehenden Barrieren initiiert.

**Der vorliegende Bericht stellt die Ergebnisse und Analysen der Arbeitsgruppe dar und untersucht verschiedene Ansätze zur Integration nicht-finanzieller Präferenzen in Geeignetheitsprüfungen. Er fasst unser derzeit bestes verfügbares Verständnis für deren Funktionsweise zusammen und enthält einen Musterfragebogen, der von Finanzinstituten und Beratern angewendet werden kann.**

Wir sind uns bewusst, dass dies kein perfektes Ergebnis ist und eine Reihe von Fragen unbeantwortet bleiben, aber dieser Bericht ist ein Anfang und zeigt den möglichen Weg in die Zukunft auf. Abschnitt 2 des Berichts beginnt mit einer Diskussion über das derzeitige Verständnis von nicht-finanziellen Präferenzen. In Abschnitt 3 wird eine rechtliche und regulatorische Analyse des derzeitigen EU-Rahmens vorgenommen bevor in Abschnitt 4 die wichtigsten Grundsätze des Musterfragebogens beschrieben werden. In Abschnitt 5 werden dann einige abschließende Bemerkungen zu seiner Anwendung gemacht.

# Erkenntnisse über nicht-finanzielle Präferenzen

## A Ergebnisse aus der Forschung

**Nicht-finanzielle Ziele sind ein wichtiger Faktor bei der Anlageentscheidung von Privatkunden.**

Die durchgeführte Literaturrecherche<sup>4</sup> zeigt, dass zwischen der Hälfte und zwei Drittel aller Privatanleger daran interessiert sind, ihr Kapital in Produkte mit ökologischen und/ oder sozialen Auswirkungen zu investieren (siehe Abbildung 1). Laut der Natixis-Studie „Mind Shift“, bei der über 7000 Menschen in 22 Ländern befragt wurden, ist dieser Trend bei jungen Menschen besonders ausgeprägt (Natixis, 2017). Das legt nahe, dass diese Zahlen in Zukunft steigen werden.

Zunächst basieren diese Zahlen jedoch größtenteils auf unverbindlichen Präferenzen und müssen mit Vorsicht interpretiert werden. Ein Experiment der Universität Maastricht, das in

Zusammenarbeit mit einer niederländischen Pensionskasse durchgeführt wurde (Bauer et al., 2018), hat dabei interessante Ergebnisse in Bezug auf die Verbindlichkeit von nicht-finanziellen Präferenzen hervorgebracht. Sie findet keine signifikanten Unterschiede zwischen Experimenten mit ‚echten Implikationen‘ für Anleger und den ‚hypothetischen‘ Umfragen.

Dies ist zwar die einzige Studie dieser Art, sie gibt jedoch Anlass zur Annahme, dass die angegebenen Präferenzen in der Praxis möglicherweise näher an den realen Präferenzen liegen als in anderen Bereichen (z.B. beim Tierwohl in der Fleischindustrie (vgl. Klink/Langen, 2015)). Wir gehen davon aus, dass die Anzahl und Tiefe von ähnlichen Projekten aus der Verbraucherforschung und

<sup>4</sup> Tabelle 1 enthält eine Zusammenfassung der Literatur zu nicht-finanziellen Präferenzen.

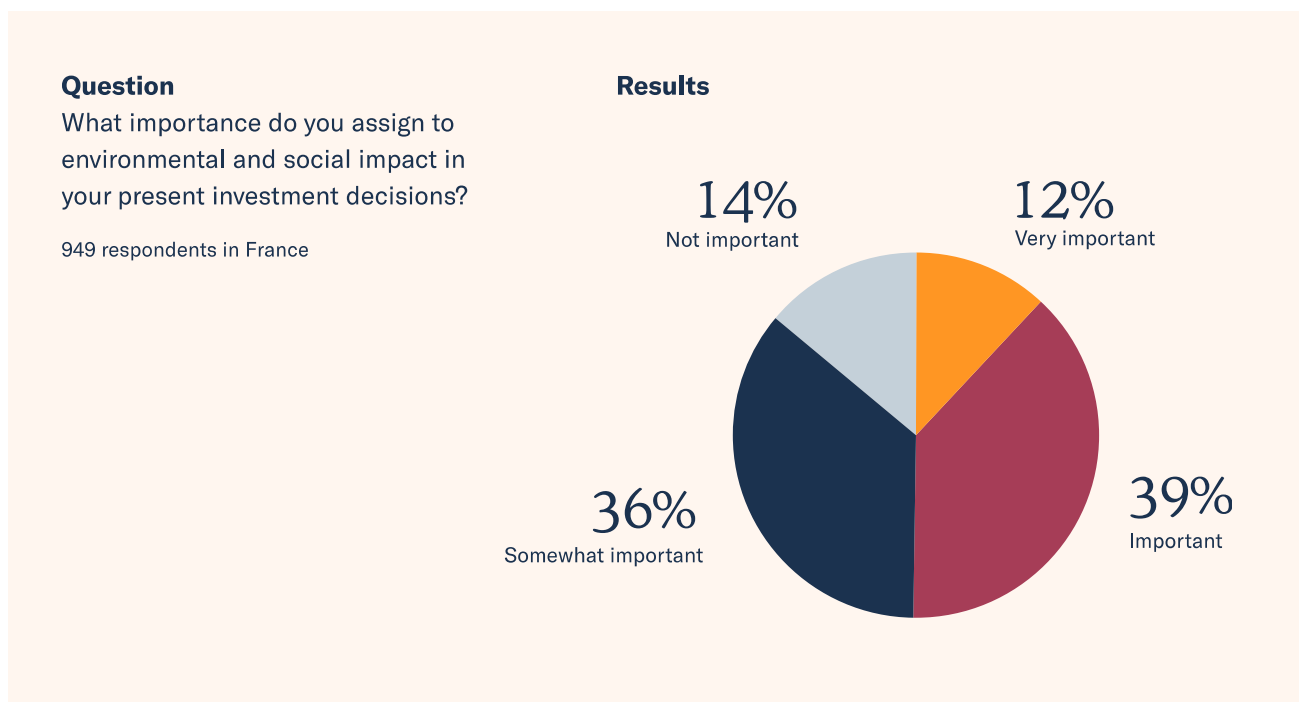
verhaltenswissenschaftlichen Experimenten in den nächsten Jahren rasant zunehmen wird, was zu einem noch besseren Verständnis des Themas führen wird.

**Privatanleger interessieren sich laut eigener Präferenzangaben für die Auswirkungen ihrer Investitionen auf die Realwirtschaft.**

Nur wenige der Umfragen untersuchen bisher genauer, wonach genau Kleinanleger suchen. Aus diesen Studien geht nichtsdestotrotz eindeutig hervor, dass viele Privatanleger daran interessiert sind, mit ihrem Geld einen Unterschied in der

Realwirtschaft zu bewirken. Sie wollen nach eigenen Angaben eine Wirkung auf die Realwirtschaft ausüben, die zur Erreichung umweltbezogener und/ oder sozialer Ziele beiträgt (französischer SIF/ Vigeo Eiris 2016 und 2018). Ein gemeinsames Konsultationspapier der drei europäischen Aufsichtsbehörden zu Finanzprodukten zum Thema ökologische und/ oder sozialen Ziele bestätigte diese Erkenntnisse. Zudem wurde betont, dass Privatanleger „ihre Investition an ihren ‚Werten‘ ausrichten“ und „einen Einfluss auf die Gesellschaft haben“ wollen (JC ESA, 2017).

**Abbildung 1:** 50% der französischen Privatanleger halten die ökologischen und sozialen Auswirkungen für „wichtig“ für ihre Investitionen (französischer SIF/Vigeo Eiris, 2016)



Trotz der Bereitschaft, nicht-finanzielle Präferenzen zu berücksichtigen, sind Privatanleger immer noch mit einigen Hürden konfrontiert.

Eine vom britischen Ministerium für internationale Entwicklung (DFID, 2019) durchgeführte Umfrage ergab, dass über die Hälfte der befragten Privatanleger (n=2.000)

mehr Informationen über die tatsächliche Wirkung auf die Realwirtschaft und die Auswirkungen auf die Rendite benötigen, um nachhaltig zu investieren. Interessanterweise gaben fast 40% der Menschen mit Ersparnissen von über 25.000 GBP an, dass sie eine geringere Rendite akzeptieren würden, wenn dies einen Unterschied auf Nachhaltigkeitsthemen bewirken würde, die ihnen wirklich am Herzen liegen.



**Tabelle 1:** Überblick über die Literatur zu nichtfinanziellen Präferenzen (Quelle: Autoren)

(1)	Gutsche et al, 2017	Characterizing German (Sustainable) Investors	1001 repräsentative deutsche Befragte	<a href="#">Link 1</a>
(2)	Bauer et al, 2018	Get real! Individuals prefer more sustainable investments	3256 Befragte (Feldversuch)	<a href="#">Link 2</a>
(3)	Natixis, 2016	Mind shift: getting past the screens of responsible investing	7100 Befragte, 22 Länder	<a href="#">Link 3</a>
(4)	MorganStanley, 2017	Sustainable Signals: new data from the individual investor	1000 Befragte USA	<a href="#">Link 4</a>
(5)	Schroeders, 2017	Global Perspectives on sustainable investing	22000 Befragte 30 Länder	<a href="#">Link 5</a>
(6)	Wisdom Council, 2017	Insights: responsible investing	1000 Befragte	<a href="#">Link 6</a>
(7)	Arabesque, 2017	The investing Enlightenment	600 institutionelle Anleger 759 Einzelinvestoren	<a href="#">Link 7</a>
(8)	Wisdom Council/ UKSIF, 2017	Attitudes to Ethical and Sustainable Investment and Finance in the UK	1000 Befragte UK	<a href="#">Link 8</a>
(9)	HLEG, 2018	Financing a Sustainable European Economy	-	<a href="#">Link 9</a>
(10)	EU, 2018	Distribution systems of retail investment products across the European Union	-	<a href="#">Link 10</a>
(11)	DFID UK, 2019	Investing in a better world	2000 Befragte, 40 Experteninterviews UK	<a href="#">Link 11</a>
(12)	Zwergel/Wins /Klein, 2019	On the heterogeneity of sustainable and responsible investors	1014 representative German respondents	<a href="#">Link 12</a>

## **B Ergebnisse aus der Online-Umfrage**

**Im Markt genutzte Fragebögen fragen nach der Bedeutung von Nachhaltigkeit für Privatanleger, nicht jedoch nach den konkreten Zielen, die den Nachhaltigkeitspräferenzen zugrunde liegen.**

Die zugrundeliegenden Umfragen bestehender Studien sind nicht präzise genug, um die tatsächlichen Anlageziele von Privatkunden zu identifizieren. Aus diesem Grund hat die 2<sup>o</sup> Investing Initiative eine eigene Umfrage erstellt, um die Motivationen von Privatanlegern und die allgemeine Relevanz dieser Themen, z.B. die ausgedrückliche Bereitschaft finanzielle Kompromisse einzugehen, genauer zu untersuchen.

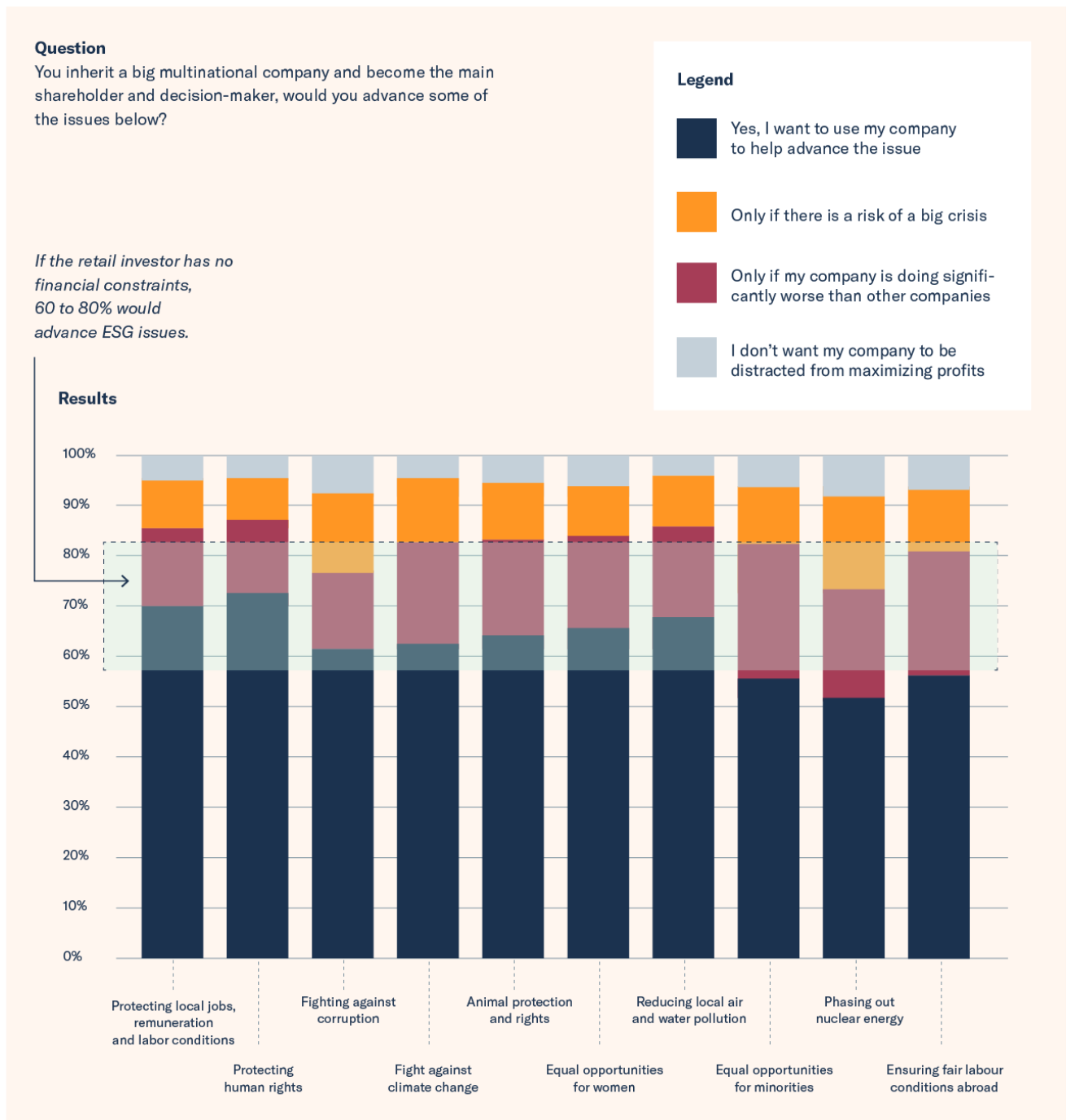
Da implizite normative Erwartungen die Antworten beeinflussen können, wurde die Umfrage in zwei Kontrollgruppen unterteilt. Eine Gruppe erhielt die Umfrage in einer Form, die die Befragten absichtlich eher dazu drängte, Präferenzen für ein stärkeres Handeln anzugeben (z. B. konkrete Beispiele für Nachhaltigkeitsskandale). Die zweite Gruppe erhielt wiederum die Umfrage in einer eher vorsichtigen Form (z. B. mit allgemeinen Beschreibungen und Empfehlung des Finanzberaters, nicht zu reagieren).

Die Umfrage wurde im November 2018 in Deutschland getestet und lieferte einen ersten Einblick in die Anlagepräferenzen deutscher Privatanleger. Diese erste Runde umfasste rund 1.000 Befragte, die in etwa repräsentativ für die deutsche Bevölkerung standen, mit einer geringen Tendenz zu niedrigeren Einkommen und Bildung.

Die Ergebnisse zeigten dabei überraschenderweise keine signifikante Unterschiede zwischen den Antworten der beiden Kontrollgruppen. Eine mögliche Interpretation ist, dass die impliziten moralischen Erwartungen, die entstehen, wenn Fragen zur Nachhaltigkeit gestellt werden, stärker wiegen als die Formulierung der Fragen.

**Im Allgemeinen steht die Umfrage im Einklang mit Ergebnissen anderer Studien, sowohl in Hinblick auf die Relevanz nicht-finanzieller Ziele als auch auf die Vielfalt der Themen, die von Privatanlegern als relevant erachtet werden.**

Abbildung 2: Nicht-finanzielle Präferenzen von Privatanlegern (Online-Umfrage der 2° Investing Initiative, 2018)



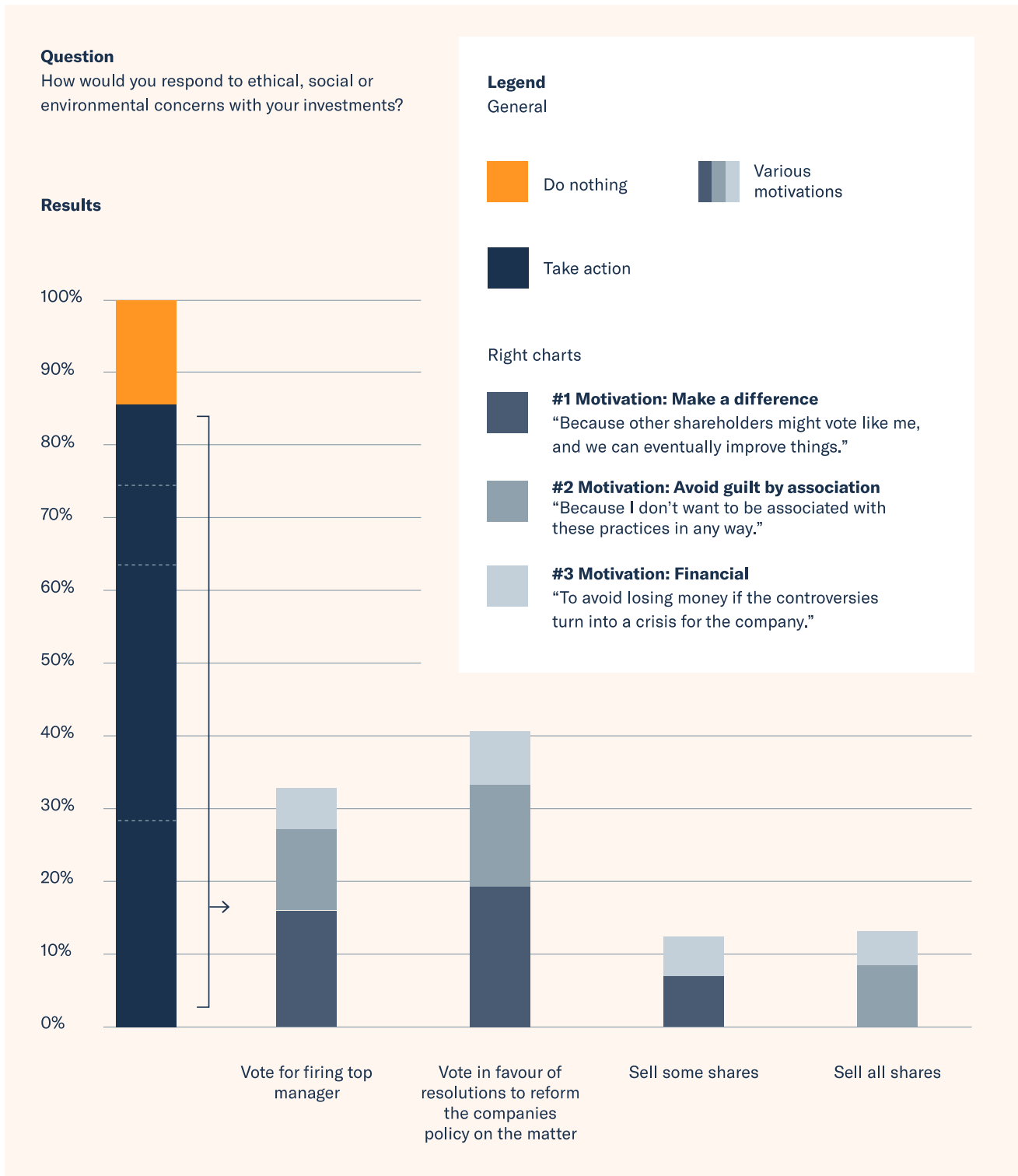
Darüber hinaus bestätigte die Umfrage die Annahme, dass Privatanleger vorwiegend motiviert sind, mit ihrem Geld eine nachweisbare Wirkung zu erzielen.

Den Befragten wurden zwei verschiedene Strategien zur Beeinflussung vorgeschlagen: (1) Aktives Aktionärstum und (2) Investition in „Impact“-Fonds. Beide Strategien schienen ansprechend zu sein, allerdings wurden

Bedenken geäußert, ob solche Anlagestrategien tatsächlich eine Wirkung, also einen „Impact“ haben. Nach den Gründen für bestimmte Handlungen gefragt, gab die Mehrheit an, „einen Unterschied machen zu wollen“, außer in dem Fall, dass „alle Aktien verkaufen“ als Maßnahme gewählt wurde. Diese Ergebnisse legen nahe, dass Konsumenten ein intuitives Verständnis für die Rolle von Divestments haben – also ein

Vermeiden von „Schuld durch Mittäterschaft“  
 (z.B. in klimaschädigende Aktivitäten oder  
 Unternehmen investiert zu sein).

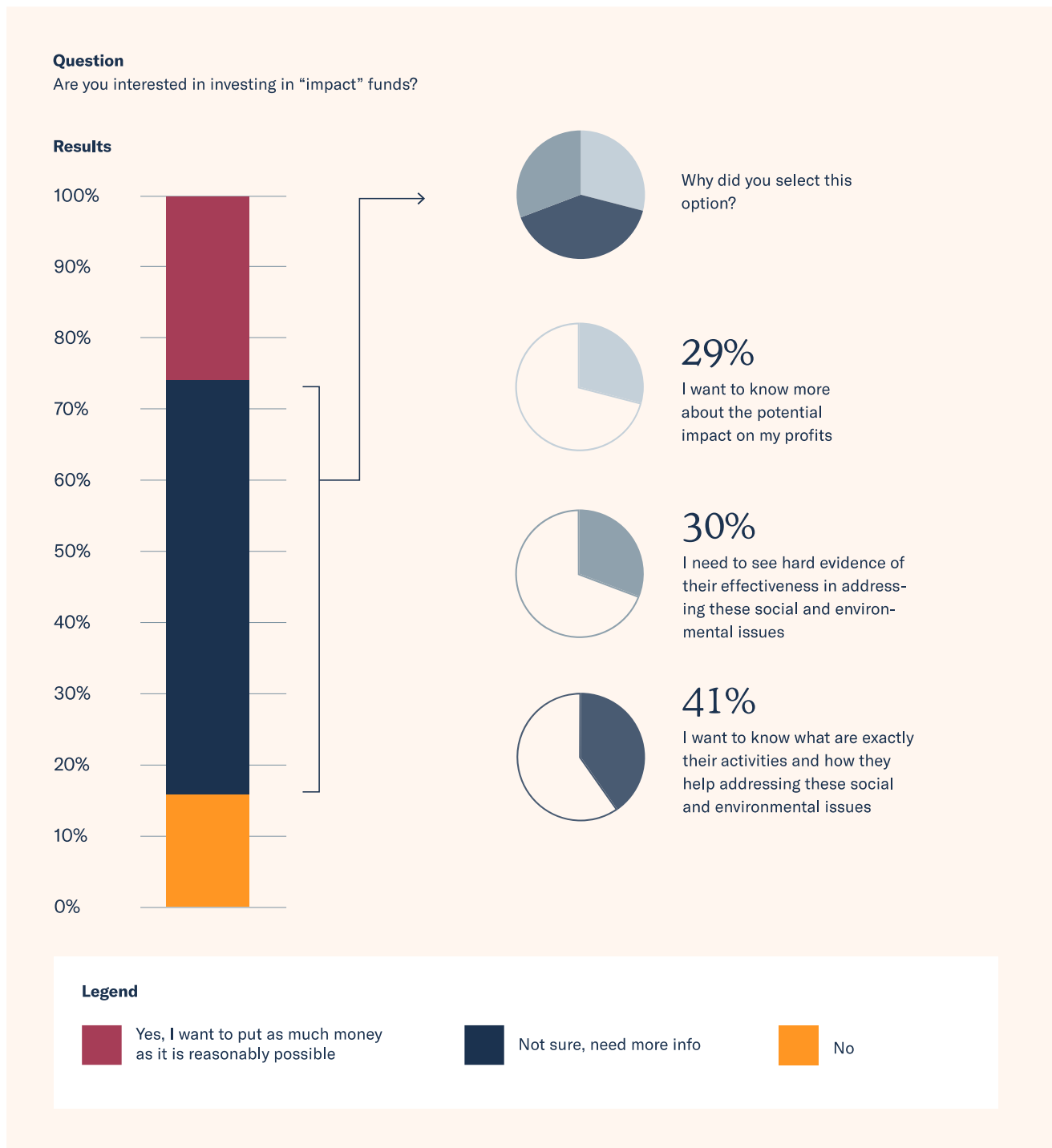
Abbildung 3: Motivationen hinter nicht-finanziellen Präferenzen (Online-Umfrage der 2° Investing Initiative, 2018)



Bei der Frage, ob die Teilnehmer in so genannte ‚Impact Funds‘ investieren würden, gibt etwa ein Viertel der Befragten an, zunächst einen Nachweis für die Wirkung und/ oder mehr über die genauen Aktivitäten des Fonds zu erfahren,

bevor sie sich für ein solches Investment entscheiden.

Abbildung 4: Interesse und Barrieren für „Impact“-Fonds (Online-Umfrage der 2° Investing Initiative, 2018)



**Im Einklang mit anderen Studien deckte unsere Umfrage ebenfalls eine hohe Bereitschaft auf, finanzielle Kompromisse im Allgemeinen einzugehen sowie eine hohe Tendenz, die in der Umfrage vorgeschlagenen Verwaltungsgebühr für das Fondsmanagement zu akzeptieren.**

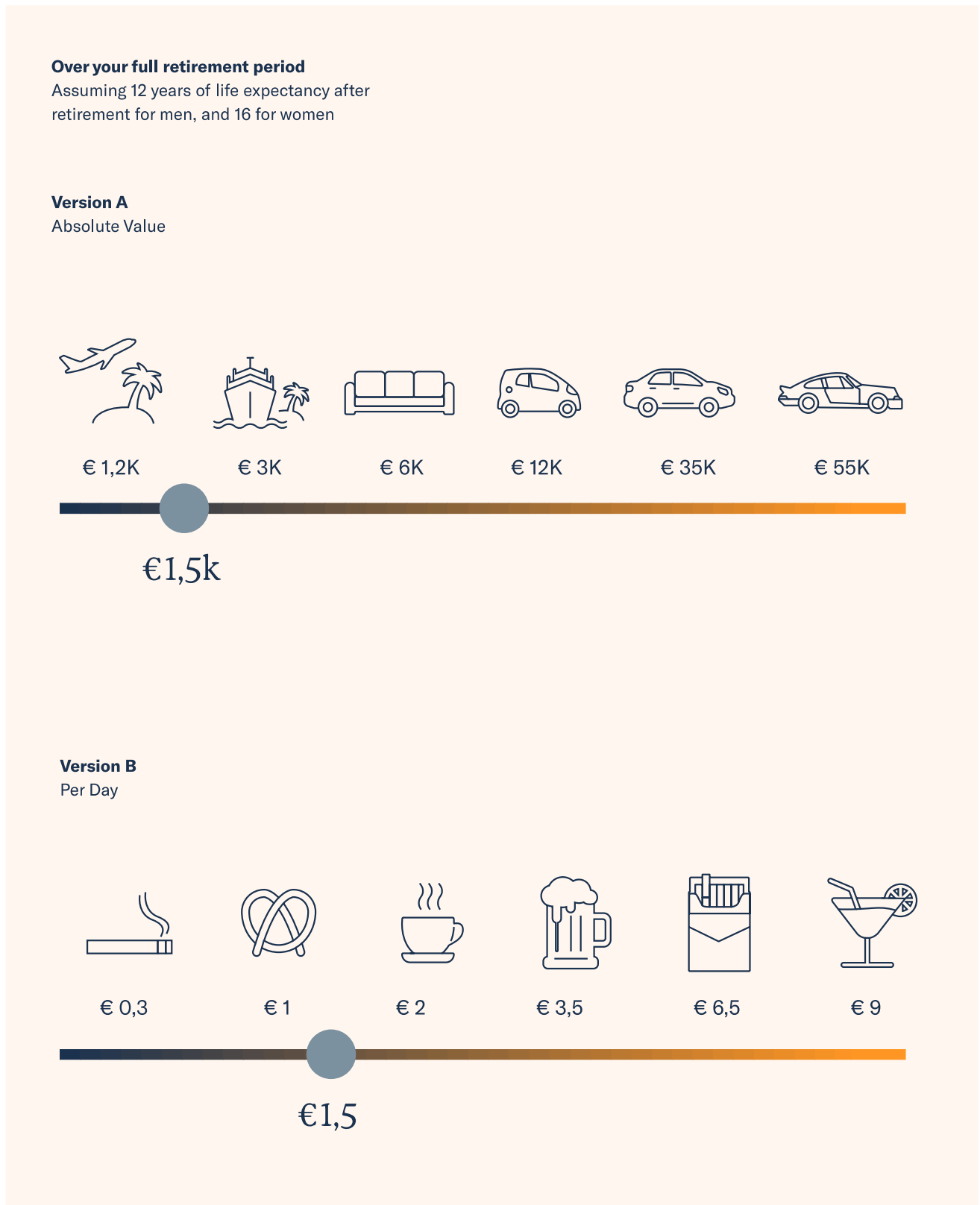
63% der Befragten akzeptierten eine Reduktion ihres erwarteten Gewinns um 5%. Nur 14% der Befragten lehnen Kosten/ finanzielle Kompromisse ab, um ihre nicht-finanziellen Ziele umsetzen zu können. 15% der Befragten lehnten den ursprünglichen Vorschlag von 5% Renditeverlust ab, akzeptierten jedoch niedrigere zusätzliche Verwaltungsgebühren. Die restlichen 6% lehnten die vorgeschlagenen 5% Renditeverlust ab, akzeptierten jedoch noch höhere Verwaltungsgebühren. Der Grund hierfür ist unklar.

**Wie weiter unten in Abschnitt IV und V erläutert wird, stellt dies ein Risiko für Verbraucher dar, da Produktentwickler die Kosten künstlich erhöhen und/ oder Anleger zu Fonds mit Nachhaltigkeitsaspekten lenken können, um ihre eigenen Margen zu erhöhen.**

Eine weitere Unbekannte ist das Problem des Umgangs mit langfristigen Auszahlungen. Es scheint, dass Verbraucher oder Investoren bereit sind, langfristige Auszahlungen im Wesentlichen um 100% abzuzinsen, also zu diskontieren. Dieses Phänomen, das als "hyperbolisches Diskontieren" oder "zeitinkonsistente Präferenzen" bezeichnet wird, beschreibt die Tendenz von Menschen eine frühzeitige geringere Belohnung gegenüber einer längerfristigen höheren Belohnung zu wählen, da die Verzögerung der Belohnung geringer ist (vgl. Thomä/Chenet 2017). Es stellt sich daher die Frage, ob die Art und Weise wie die Fragetypen in unserem Fragebogen dargestellt wurden – oder ähnliche Fragen, die in zukünftigen Fragebögen dargestellt werden könnten – tatsächlich „rationale“ Diskontierungen von Verbrauchern oder „hyperbolische Diskontierungsfunktionen/ zeitinkonsistente Präferenzen“ widerspiegeln. Wir haben versucht, dieses Problem in unserer Umfrage zu lösen, indem wir jeder Kontrollgruppe eine andere Visualisierung der potenziellen finanziellen Kompromisse zur Verfügung gestellt

haben (siehe Abbildung 5). Eine Darstellung bezieht sich auf kurzfristige und kleinere tägliche finanzielle Kompromisse, die über das Rentenalter hinweg eingegangen würden. Die andere Darstellung stellt einmalige und größere finanzielle Kompromisse über die Rentendauer hinweg dar. Absolut gesehen, zeigten dennoch beide Kontrollgruppen eine ähnliche Bereitschaft, finanzielle Kompromisse einzugehen.

Abbildung 5: Visualisierung der finanziellen Kompromisse für jede Kontrollgruppe (Online-Umfrage der 2° Investing Initiative, 2018)



## C Ergebnisse aus der Fokusgruppe

Um die Umfrage vorzubereiten und die Ergebnisse besser zu verstehen, wurden zwischen August 2018 und Januar 2019 fünf Fokusgruppen geschaffen, drei in Berlin und zwei in Paris.

Diese Fokusgruppen versammelten jeweils 7 bis 10 Teilnehmer mit unterschiedlichen Hintergründen. In allen Fokusgruppen bestand eine Tendenz zu höheren Bildungsniveaus. Die von den Teilnehmern hervorgehobenen Hauptthemen lassen sich wie folgt zusammenfassen.

- **Allgemein geringes Vertrauen in Banken und Finanzberater:** In allen Gruppen war das Vertrauen in Banken und Finanzberater sehr gering. Der Eindruck, dass Bankberater lediglich ein Produkt um ihrer Provision Willen verkaufen wollen, war sehr stark. Zudem wurde ein allgemein niedriges Kompetenzniveau genannt. Eine Gruppe nannte ausdrücklich den Eindruck, nicht wirklich eine aktive Produktauswahl treffen zu können.
- **Mangelnde Transparenz:** Die Besorgnis über mangelnde Transparenz bei konventionellen und nachhaltigen Produkten wurde von der Mehrheit der Teilnehmer geteilt. In Verbindung mit dem geringen Vertrauen in Banken bestand der allgemeine Eindruck, dass diese geringe Transparenz von Banken und Finanzberatern sogar beabsichtigt ist. Einige Teilnehmer gaben jedoch zu, dass sie diese Informationen auch gar nicht angefordert oder herausgesucht haben, obwohl diese eventuell zur Verfügung

sündeten. Standards für nachhaltige Geldanlagen wurden entweder nicht erkannt oder ihnen wurde nicht vertraut. Die Notwendigkeit einer erhöhten Transparenz wurde daher von allen Fokusgruppen als Kernthema herausgestellt.

- **Nachhaltigkeit:** Umweltbezogene (im engl.: Environment/E) Themen wurden als die sichtbarsten und wichtigsten ESG-Themen identifiziert. Im Allgemeinen war das Wissen über soziale (im engl.: Social/S) Themen und Themen guter Unternehmensführung (im engl.: Governance/G) erheblich geringer. Das Fehlen einer gemeinsamen Definition von Nachhaltigkeit in Verbindung mit dem geringen Vertrauen in die Banken führte auch zu einer Angst vor Greenwashing. Erhöhte Transparenz, Überprüfung durch Dritte und Schulungen für Finanzberater wurden als Möglichkeiten zur Verbesserung der Situation genannt.
- **Kompromisse in Bezug auf Nachhaltigkeit:** Die Bereitschaft, finanzielle Kompromisse einzugehen, war anfangs recht unterschiedlich. Überzeugende Strategien zur Erzielung von echter Wirkung und vertrauenswürdige Akteure (Transparenz und Verifikation) schienen zu einer hohen Akzeptanz von finanziellen Kompromissen zu führen. Die Darstellung des zu erwartenden Kompromisses war ausschlaggebend. Eine Herausforderung besteht nämlich darin, dies für jeden leicht verständlich zu machen. Einige Teilnehmer wiesen darauf hin, dass finanzielle Kompromisse für Investoren nur über einer bestimmten Renditeschwelle akzeptabel seien.

Abbildung 6: Teilnehmer einer Fokusgruppe (Quelle: 2<sup>o</sup> Investing Initiative, 2019)





# Derzeitiger rechtlicher Rahmen und Verfahren in der Praxis

## A MiFID II

Die überarbeitete Finanzmarktrichtlinie (Updated Markets in Financial Instruments Directive MiFID II) und die Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) sind die wichtigsten Vorschriften für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und für die Anlageberatung in der Europäischen Union.

Die ursprüngliche Finanzmarktrichtlinie von 2004 (bekannt als MiFID I) wurde im Jahr 2014 als Resultat der Finanzkrise von 2008 neu gefasst. Seit Januar 2018 löst MiFID II die ursprüngliche Richtlinie ab. Zu den zahlreichen bedeutenden Änderungen, die den Finanzmärkten und Marktteilnehmern durch MiFID II auferlegt wurden, gehören Regeln für verbesserte Unternehmensführung und für verbesserte sogenannte Wohlverhaltenspflichten. MiFID II hat zudem die Regeln zur Durchführung von Eignungsprüfungen verschärft, indem es unter bestimmten Umständen regelmäßige

Eignungsprüfungen und die Erstellung von regelmäßigen Eignungsberichten vorschreibt.

Unabhängig davon veröffentlichte die Europäische Kommission (die Kommission) im März 2018 ihren „Action Plan: Financing Sustainable Growth“ (den Aktionsplan) und brachte ihre Absicht zum Ausdruck, die rechtlichen Pflichten der Investmentbranche zu verschärfen.

Die Vorschläge der Kommission sind im Kontext von MiFID II wichtig, da sie die Gründe der Finanzkrise adressieren und diese zum Anlass der neuen Regulierung nehmen: Verbesserung des Anlegerschutzes und Gewährleistung der Integrität und Widerstandsfähigkeit der europäischen Finanzmärkte. Im Rahmen ihres Aktionsplans schlug die Kommission Rechtsvorschriften zur Änderung von MiFID II vor. Unter anderem sollte hierbei eine zusätzliche Bewertung der ESG-Präferenzen von Anlegern als Teil der bestehenden Anforderungen der

sogenannten Geeignetheitsprüfung vor der Anlageberatung Eingang finden. Am 24. Mai 2018 veröffentlichte die Kommission den Gesetzesentwurf über Änderungen der Delegierten Verordnung 2017/565 der Kommission (der Delegierten Verordnung) und bestätigte nach Konsultation der Stakeholder ihre Absicht, die Änderungen anzunehmen.

**Die Kommission veröffentlichte am 4. Januar 2019 eine überarbeitete Fassung der geänderten Delegierten Verordnung, die das Feedback der Stakeholder widerspiegelte und einige relativ kleine, aber bedeutende Änderungen vorschlug.**

Dazu gehörte der Vorschlag, die geänderte Delegierten Verordnung gleichzeitig mit der entworfenen Verordnung zur Sorgfaltspflicht von Investoren sowie zur Grünen Taxonomie in Kraft zu setzen, da sich die Delegierten Verordnung auf diese bezieht. Dies schafft jedoch Unsicherheit darüber, wann die geänderten Regeln in Kraft treten werden und kann zu erheblichen Verzögerungen gegenüber dem ursprünglichen Zeitplan führen. Im Rahmen des Vorschlags wurde zudem neu hinzugefügt, dass Anlageziele und ESG-Präferenzen unterschieden werden sollen. Es wird vorgeschlagen, dass Anlageberater zunächst die finanziellen Anlageziele, den Zeithorizont und die individuellen Umstände eines

Anlegers bewerten, bevor sie nach seinen oder ihren potenziellen ESG-Präferenzen fragen. Diese Unterscheidung könnte zu Unklarheiten hinsichtlich der Beziehung zwischen Anlageziele und ESG-Präferenzen führen und damit die Absicht der Kommission untergraben, die Rechtsunsicherheit in diesem Bereich zu beseitigen.

Wie oben dargelegt, regelt MiFID II unter anderem die Erbringung von Anlageberatungen für Privatanleger. MiFID II gilt für alle Unternehmen, mit einigen begrenzten Ausnahmen, die Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen innerhalb der EU erbringen. Dieses Regulierungssystem sieht eine EU-weite Harmonisierung entsprechender Vorschriften vor und stellt sicher, dass Kunden bei einer Anlageberatung denselben Rechtsschutz genießen, unabhängig davon, in welchem Mitgliedstaat die Anlageberatung angeboten wird.

Laut MiFID II haben Anlageberater die übergeordnete Pflicht, im besten Interesse ihrer Kunden zu handeln. Anforderungen zur Beurteilung der Eignung und Angemessenheit von Investitionen sowie Anforderungen an organisatorische Systeme und Prozesse sind Mittel zur Erfüllung dieser Kernaufgabe.

## **B Verfahren**

**Die Anlageberatung ist heute ein stark regulierter und weitgehend standardisierter Prozess, bei dem die Finanzberater nur die Details innerhalb der vorgegebenen Struktur bestimmen müssen, z. B. welche zusätzlichen Fragen zu stellen und welche Produkte genau anzubieten sind.**

Im Mittelpunkt des Prozesses steht die so genannte Geeignetheitsprüfung, die sicherstellen soll, dass das ausgewählte Finanzprodukt den Bedürfnissen des Kunden entspricht. Die Geeignetheitserklärung muss jedem potenziellen Kunden vor dem Kauf eines Finanzprodukts vorgelegt werden (Löhr & Rothe, 2018). Abbildung 7 veranschaulicht den Beratungsprozess. Der

erste Schritt ist die Kundenprofilierungsphase. Mithilfe eines Fragebogens werden die obligatorischen Informationen über die Erfahrung und das Wissen des Kunden in Bezug auf Finanzprodukte, seine oder ihre Risikobereitschaft, die Fähigkeit Verluste zu tragen, sowie seine oder ihre Investitionsziele gesammelt und bewertet. Dies erfolgt entweder mündlich mit dem eigenen Finanzberater oder durch den Kunden selbst im Falle einer automatisierten Online-Beratung. In der nächsten Phase wird das Angebot von Finanzprodukten automatisch oder von einem Finanzberater an das Kundenprofil in seiner Risikokategorie angepasst.

**Je nach Risikoprofil des Anlegers kann die Anzahl der verfügbaren Produkte in seiner Kategorie sehr begrenzt sein.**

Die Kommission stellte dabei in ihrer Studie „Distribution Systems of Retail Investment Products across the European Union“ fest, dass

„die Auswirkungen der Diskussion (genauer gesagt der „Eignungsfragen“) auf die tatsächlich vorgeschlagenen Produkte sehr begrenzt waren“ (Europäische Kommission, 2018). Dies deutet darauf hin, dass in der Praxis oft nur eine kleine Anzahl vorgewählter Produkte oder sogar ein „one-size-fits-most“ Ansatz genutzt wird.

Abbildung 7: Anlageberatungsprozess (Quelle: Autoren, 2019)



## C Zusammenfassung der rechtlichen Analysen

Die 2<sup>o</sup> Investing Initiative hat im Rahmen der Arbeitsgruppe zwei rechtliche Analysen vorgelegt, um den aktuellen rechtlichen Rahmen der von der Kommission vorgeschlagenen Reform sowie den potenziellen Eignungsfragebogen zu kontextualisieren.<sup>5</sup>

Ziel war es, den aktuellen Umfang der gesetzlichen Anforderungen zur Beurteilung der nicht-finanziellen Anlageziele des Kunden zu verstehen. Die rechtlichen Analysen wurden von ClientEarth, einer in Großbritannien und Deutschland ansässigen juristischen Non-Profit-

Organisation, und Hengeler-Müller, einer renommierten deutschen Anwaltskanzlei, durchgeführt. Während sich die Analyse von ClientEarth auf die Bewertung der europäischen Gesetzgebung konzentrierte, befasste sich die Analyse von Hengeler-Müller speziell mit dem deutschen Kontext und den Vorgaben des hiesigen Rechts.

Tabelle 2 fasst die jeweiligen Schlussfolgerungen zusammen und gibt zudem die Aussagen der europäischen Institutionen wieder, um das Bild zu vervollständigen. Letztendlich kommen die beiden

<sup>5</sup> Die eigentliche Analyse wurde als Teil einer Förderung der Hewlett Foundation finanziert und ist nicht teil der BMU-Förderung.

rechtlichen Analysen bei der Frage, ob es bereits ohnehin obligatorisch ist nach nicht-finanziellen Zielen zu fragen, zu unterschiedlichen Ergebnissen. Beide Analysen sind jedoch zu dem gleichen Schluss kommen, dass nicht-finanzielle Ziele berücksichtigt werden sollen, falls sie explizit zur Sprache gebracht werden. Darüber

hinaus deutet die öffentliche Stellungnahme der ESMA zu diesem Thema darauf hin, dass die Berücksichtigung nicht-finanzieller Ziele in der Tat obligatorisch ist und weitere Richtlinien eher als zusätzliche „Klärung“, als eine Neufassung des bestehenden Regelungsbereichs, zu interpretieren seien.

**Tabelle 2:** Schlussfolgerungen der rechtlichen Analysen (Quelle: Autoren, 2019)

<p>Öffentliche Anhörung der ESMA<sup>6</sup></p>	<p><b>“Wir sind der Meinung, dass, wie die 2<sup>o</sup> Investing Initiative schon sagte, aber auch die Kommission eingeräumt hat, Nachhaltigkeit von Finanzvermittlern selbstverständlich implizit hätte berücksichtigt werden müssen, wenn sie im besten Interesse des Kunden handeln wollen. Die Kommission selbst stellte jedoch fest, dass dies im Rechtstext wahrscheinlich nicht klar genug gewesen ist.</b></p> <p>Aus diesem Grund haben sie uns [ESMA, Anm. der Autoren] gebeten, den Rechtstext in der zweiten Stufe zu ändern. Ich denke, was sie [2<sup>o</sup> Investing Initiative, Anm. der Autoren] identifiziert haben, ist eine der Hauptursachen dafür, warum Finanzvermittler den Kunden diese Fragen nicht stellen. In Bezug auf die bestehenden aufsichtsrechtlichen Maßnahmen müssen wir meines Erachtens zunächst abwarten, bis unsere technischen Empfehlungen in der zweiten Stufe berücksichtigt werden, und dann sehen wir, wie die Unternehmen dies tatsächlich berücksichtigen, um ihre Verfahren zu aktualisieren, ihre Fragebögen zu aktualisieren und tatsächlich die Informationen von den Kunden zu sammeln, damit das gesamte nachhaltige Finanzsystem funktioniert. Ich befürchte, dass zu diesem Zeitpunkt alle aufsichtsrechtlichen Arbeiten, die wir zu diesem Thema durchführen konnten, nur die Informationen bestätigen würden, die sie [2<sup>o</sup> Investing Initiative, Anm. der Autoren] gesammelt haben. Das heißt, dass dieses Thema nicht vollständig oder nur sehr wenig von Finanzvermittlern abgedeckt wurde. Wir hoffen natürlich, dass sich dies dank der Gesetzgebungsarbeit, die die Kommission leistet und der von uns gegebenen Hinweise, in naher Zukunft ändern wird.”</p>
<p>EG-Entwurf eines delegierten Rechtsakts<sup>7</sup></p>	<p>“Nach dem bestehenden MiFID-II-Rahmen müssen Unternehmen, die Anlageberatung und Portfoliomanagement anbieten, die erforderlichen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden auf dem Gebiet der Anlagen, über seine Fähigkeit, Verluste zu tragen, und über die Ziele einschließlich der Risikotoleranz des Kunden einholen, und somit das Unternehmen in die Lage versetzen, Dienstleistungen und Produkte anzubieten, die für den Kunden geeignet sind (Geeignetheitsprüfung). Die Informationen zu den Anlagezielen des Kunden umfassen Informationen zum Zeitraum, für den der Kunde die Anlage halten möchte, zu seinen Präferenzen in Bezug auf die Risikobereitschaft, das Risikoprofil und den Zweck der Anlage. Die Angaben zu den Anlagezielen beziehen sich jedoch im Allgemeinen auf finanzielle Ziele,</p>

<sup>6</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=bnrzpUKMSTY&list=PLG9hYNY83JSY0cdHKJiYMXqy-LdsaTFeg&index=3&t=0s>

<sup>7</sup> [http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-act-2018\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-act-2018_en.pdf)

während nicht-finanzielle Ziele des Kunden, wie beispielsweise die Präferenzen in Bezug auf Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG), in der Regel nicht berücksichtigt werden. Bestehende Geeignetheitserklärungen beinhalten im Allgemeinen keine Fragen zu den ESG-Präferenzen der Kunden, während die Mehrheit der Kunden das ESG-Problem nicht selbst ansprechen würde. Infolgedessen berücksichtigen Anlageberater die ESG-Faktoren im Auswahlverfahren durchweg nicht angemessen.

**Mit dieser Verordnung soll klargestellt werden, dass ESG-Erwägungen und -Präferenzen im Rahmen der Pflichten gegenüber Kunden im Anlage- und Beratungsprozess berücksichtigt werden sollten.“**

Rechtsgutachten  
von Client Earth

**“Nach unserer Überprüfung der geltenden Vorschriften sollten Anlageberater die nicht-finanziellen Anlageziele ihrer Kunden bereits im Rahmen der Geeignetheitsprüfung berücksichtigen. Sofern dies nicht der Fall ist, können rechtliche Schritte erforderlich sein, da sie nicht im besten Interesse ihrer Kunden handeln und nicht geeigneten Anlagen empfehlen.**

Um der aktuellen Geeignetheitsprüfung Rechnung zu tragen, müssen Anlageberater nicht für jeden Kunden die maximal mögliche Rendite erzielen. Stattdessen sollten Anlageberater sicherstellen, dass sie die finanziellen und nicht-finanziellen Anlageziele eines Kunden richtig verstehen, bewerten und auf der Grundlage dieser Faktoren passende Anlagen empfehlen, wobei sie ihre Fachkompetenz einsetzen. Mit anderen Worten: Um im besten Interesse eines Kunden zu handeln, muss der Berater die Ziele des Kunden ermitteln, bevor er sich den verfügbaren Finanzlösungen zuwendet.“

Rechtsgutachten  
von Hengeler-  
Müller

“Während die Anlageziele eines Kunden grundsätzlich auch nicht-finanzielle Ziele umfassen können, konzentrieren sich sowohl die Rechtsprechung als auch die Rechtsliteratur auf finanzielle Anlageziele. Zu den Beispielen, auf die in der Rechtsprechung oder in der Rechtsliteratur Bezug genommen wird, gehören in der Regel Ziele wie hohe Renditen, geringes Risiko des angelegten Kapitals, Eignung als Vorsorgeprodukt/ Altersrente, Verfügbarkeit von Steuervorteilen usw. Nur wenige Autoren erwähnen, dass Anleger möglicherweise auch zusätzliche, nicht-finanzielle Ziele verfolgen.

Nach der bisherigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs deuten die besseren Argumente darauf hin, dass Anlageberater nach deutschem Recht nicht generell verpflichtet sind, die nicht-finanziellen Ziele eines Kunden bei der Anlageberatung proaktiv zu untersuchen und zu berücksichtigen.

**Wenn jedoch ein Kunde selbst ausdrücklich angibt, eine Anlage zu wünschen, die bestimmte nicht-finanzielle, z. B. umweltrelevante, Kriterien erfüllt, können deutsche Gerichte zu dem Schluss kommen, dass eine Investmentgesellschaft, die den Antrag des Kunden nicht ablehnt und nicht klarstellt, dass sie ihre Anlageberatung nur auf der Grundlage von finanziellen Kriterien erbringt, in diesem Fall verpflichtet ist, ihre Anlageberatung unter Berücksichtigung der vom Kunden als relevant ausgedrückten nicht-finanziellen Kriterien zu erbringen.“**

# Ein Muster für einen umfassenden Eignungsfragebogen - Das Konzept

Auf der Grundlage der oben beschriebenen Einsichten in nicht-finanzielle Präferenzen und der Analyse des aktuellen Rechtsrahmens sowie der Diskussionen in der Arbeitsgruppe sollte der nicht-finanzielle Eignungsfragebogen aus drei Komponenten bestehen:

- Ziele. Ermitteln möglicher nicht-finanzieller Ziele von Kleinanlegern und ob mit diesen Zielen normative/moralische Bedingungen verbunden sind;
- Umfang der Themen. Ermittlung des Umfangs der Themen, für die diese nicht-finanziellen Ziele - sofern vorhanden - gelten sollten;
- Präferenzen bezüglich Strategien. Feststellen, inwieweit Privatanleger - sofern vorhanden - Präferenzen hinsichtlich der Strategien haben, die der Vermögensverwalter bei der Umsetzung dieser nicht-finanziellen Ziele verfolgen sollte;

Zusätzlich zu diesen drei Kernkomponenten gibt es möglicherweise weitere Fragen, die als „Best Practice“ betrachtet werden könnten, die jedoch nicht unbedingt dazu beitragen, die nicht-finanziellen Ziele von Anlegern zu ermitteln.

Diese zusätzlichen Fragen beziehen sich auf Präferenzen in Bezug auf Berichterstattung/ Kommunikation, die erwarteten Nachweise und die Bereitschaft, Kompromisse in Bezug auf die Kosten bei der Umsetzung dieser Strategien einzugehen. Insbesondere ist der erforderliche Rahmen zur Wirkungsmessung eines Investments auf die Realwirtschaft unklar. Aktuell werden z.B. Umwelteigenschaften der beteiligten Unternehmen und nicht die tatsächlichen Auswirkungen des Investors auf diese Aktivitäten verfolgt. Jede dieser Komponenten wird nacheinander besprochen. Im folgenden Abschnitt stellen wir eine Musterversion des Eignungsfragebogens vor, die der vorgeschlagenen Struktur entspricht. Dieses Beispiel basiert neben den Ergebnissen der Literaturrecherche und der rechtlichen Analyse auf den Ergebnissen und Diskussionen der Arbeitsgruppe (siehe Anhang 1) sowie dem Fachwissen der Teilnehmer. Es spiegelt jedoch keinen allgemeinen Konsens wider. Vielmehr wird ein Entwurf vorgestellt, der unterschiedliche Perspektiven zum Thema Geeignetheitserklärung einbezieht. Daher kann der vorgeschlagene Text möglicherweise auch nicht alle Probleme lösen.

Trotz dieser Einschränkungen dient er als Grundlage einer Geeignetheitsprüfung für nicht-

finanzielle Präferenzen, die von Finanzberatern und Produktmanagern angewendet werden kann.

## A Ziele

**Auf dem Markt für nachhaltige Geldanlagen/ verantwortungsbewusstes Investment werden eine Reihe von Aspekten als Ziele betrachtet, insbesondere:**

- 1 Management von Nachhaltigkeitsrisiken; „Nachhaltigkeitschancen“ nutzen;
- 2 Positive Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben;
- 3 Best-in-Class-Investieren;
- 4 "Do-No-Harm" / Desinvestition

**In der Praxis ist nur der zweite Punkt ein potenzielles Ziel im Sinne der folgenden Erklärung für Anleger.**

Dies mag im Widerspruch zur gegenwärtigen Realität des verantwortungsbewussten Investmentmarktes stehen, ist jedoch eine wichtige Schlussfolgerung der Arbeitsgruppe.

Der Eignungsfragebogen sollte daher bei der Festlegung des Ziels eine binäre Frage beinhalten, ob der Kleinanleger eine „positive Auswirkung mit Ihrem Geld“ bzw. „Einfluss mit Ihrem Geld auf ökologische, soziale und/ oder ethische Probleme in der Realwirtschaft“ als Ziel hat oder nicht.

Bei allen anderen Aspekten handelt es sich entweder streng genommen um finanzielle Präferenzen (z. B. Management von Nachhaltigkeitsrisiken), deren Management - zumindest in Europa - mittlerweile ohnehin verpflichtend ist, oder um eine Reihe von Strategien zur Unterstützung einer finanziellen oder nicht-finanziellen Präferenz (z. B. Best-In-Class-Strategien), oder eine Einschränkung, die mit einem Ziel verbunden ist (z. B. „Do No Harm“).

Der Unterschied ist am besten mit einem Beispiel erklärt: Man kann sich leicht einen Kunden vorstellen, der angibt, dass er den Klimawandel mildern und seine Ersparnisse zur Erreichung dieses Ziels einsetzen möchte. Auf der anderen Seite würde man als Kunde nicht zur Bank gehen,

mit dem primären Ziel, dass das gesparte Geld von Kohleunternehmen abgezogen wird. Dies könnte nur der zweite Schritt sein: Nachdem Sie angegeben haben, dass Sie Einfluss nehmen wollen, haben Sie eine Präferenz dafür, wie dies erreicht werden soll, z.B. durch Desinvestition, Best-In-Class-Investition oder die Wahl von thematischen Anlagen. Daher verwenden wir in den folgenden Abschnitten die Begriffe entsprechend: "Ziel" wird verwendet, wenn wir über das nicht-finanzielle Ziel sprechen, das ein Anleger in Bezug auf seine Investition hat. "Präferenzen zu Herangehensweisen" oder "Strategie" wird verwendet, um zu bestimmen, wie man es vorzieht, diese Ziele zu erreichen.

Wenn diese Unterschiede nicht klar sind, bleiben Kunden verwirrt zurück und können das Wie nicht vom Warum entwirren.

**Management von Nachhaltigkeitsrisiken ist kein nicht-finanzielles Ziel, sondern ein finanzielles Ziel.**

Das Ziel des Nachhaltigkeitsrisikomanagements ist ganz darauf ausgerichtet, die Rendite zu maximieren und das Risiko zu minimieren. Sogar die „Chancen“-Seite in Bezug auf die Rendite ist mit einem finanziellen Ziel verbunden. Hierbei soll die Rendite maximiert werden, indem die mit Nachhaltigkeitsthemen verbundenen Chancen genutzt werden. Die Frage, ob Nachhaltigkeitsrisiken gemanagt werden sollen, entspricht der Frage, ob bspw. Währungsrisiken gemanagt werden sollen. Selbst wenn dies Teil einer Frage wäre, wäre es nicht Teil des Fragebogens zur nicht-finanziellen Eignung.

Darüber hinaus würde, wie von einem Mitglied der Arbeitsgruppe hervorgehoben, eine Antwort, bei der der Kunde kein Nachhaltigkeitsrisikomanagement wünscht, alle Produkte für diesen Vermögensverwalter „unzulässig“ machen. ESG-Faktoren werden nämlich bereits zum Großteil

automatisch berücksichtigt und sind fast allen Portfoliomanagern zugänglich. Man kann dabei natürlich die Seriosität des Managements von ESG-Risiken in Frage stellen. Genau genommen wäre es dann das Mandat, diese Risiken aktiv zu ignorieren oder aber das Risiko einzugehen, die Kundenpräferenzen zu verletzen.

Während Management von Nachhaltigkeitsrisiken also theoretisch Teil eines Ziels sein kann, ist es daher genau genommen eine Teilmenge eines umfassenderen Ziels: des Managements von Risiko und Rendite, das das Standardmandat für alle geeigneten Finanzprodukte ist (und dies jetzt ausdrücklich mit den Reformen des EU-Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums).

Infolgedessen sollte dieses Ziel nicht zu den Zielkategorien gehören, die im Fragebogen zur nicht-finanziellen Eignung aufgeführt werden.

**“Do No Harm” / Sich aus normativen Gründen zu distanzieren, ist kein Ziel, sondern eine Einschränkung, die mit einem Ziel verbunden ist.**

In der ursprünglichen Gestaltung des von der Arbeitsgruppe entwickelten Fragebogens kam die Gruppe zu dem Schluss, dass „Exclusion/Do No Harm“ ein paralleles Ziel zu dem eigentlichen Ziel ist, einen positiven Beitrag zu leisten. Die Logik ist, dass Anleger sich möglicherweise von bestimmten wirtschaftlichen Aktivitäten distanzieren wollen, auch wenn sie nicht unbedingt dazu beitragen wollen, diese zu beseitigen. Ein Investor könnte beispielsweise eine muslimische Frau sein, die Spirituosenunternehmen oder Brauereien aus religiösen Gründen kategorisch ausschließen möchte. Diese Wahl ist nicht unbedingt das Äquivalent dazu, alkoholhaltige Getränke abschaffen zu wollen. In ähnlicher Weise könnten Anleger, von der päpstlichen Enzyklika „Laudato Si“ inspiriert, sich als gute Katholiken von Kohleunternehmen trennen, auch wenn sie sich bewusst sind, dass diese Entscheidung möglicherweise keinen direkten positiven Beitrag zur Dekarbonisierung der Wirtschaft leistet.

**Diese Schlussfolgerung wurde von der Arbeitsgruppe bestätigt. Es bleibt jedoch eine Herausforderung, da „keinen Schaden anrichten“ kein Anlageziel ist.**

Das Ziel muss mit einem Ergebnis verbunden sein, das man mit seinem Geld erreichen möchte - sparen für den Ruhestand, ein Zuhause und/ oder mit dem Geld das Gemeinwohl voranzutreiben. Investieren, um nicht mit Alkohol oder Kohle in Verbindung gebracht zu werden, ist kein Selbstzweck, sondern eine mit dem Ziel verbundene Einschränkung. Als solches ist es ein Teil des Prozesses zur Definition des Ziels, aber ein untergeordneter, der eine Abweichung vom ursprünglichen Ziel darstellen kann. Das Ziel kann sein, unter der Bedingung, dass nicht in Kohle investiert wird, optimal für den Ruhestand zu sparen. Oder es könnte das Ziel sein, die globale Erwärmung zu begrenzen, ohne in Alkohol zu investieren. Die beiden können verwandt sein oder auch nicht, stellen jedoch eine spezifische Definition des Ziels dar.

**“Best in Class“ investieren ist kein Ziel, sondern eine Strategie.**

Das letzte potenzielle Ziel, das von der Arbeitsgruppe überprüft wurde, war das Ziel, das als „Best In Class“ definiert wurde. Im Wesentlichen ist es das Ziel, so zu investieren, dass Unternehmen bevorzugt werden, die eine bessere Bewertung in Bezug auf Nachhaltigkeits- oder ESG-Indikatoren erzielen. Letztendlich kam die Arbeitsgruppe jedoch zu dem Schluss, dass dieser Ansatz kein Ziel ist. Ähnlich wie bei der Do-no-Harm-Logik handelt es sich bestenfalls um eine Vorgabe, die mit einem Ziel verbunden ist. Kurz gesagt, man investiert kein Geld, um bei Nachhaltigkeitsthemen besser abschneidende Unternehmen vorzuziehen, sondern um eine Rendite zu erzielen. Diese Best-In-Class-Logik kann dann eine Strategie sein, um bessere Renditen zu erzielen oder Nachhaltigkeitsleitungen in der Realwirtschaft indirekt zu beeinflussen, ist jedoch an sich kein Ziel.

Eine offene Frage war, ob diese Logik - ähnlich wie „do no harm“ - tatsächlich als "Vorgabe" eines Ziels angesehen werden kann. Dies bleibt



unklar, da die Logik hinter einer solchen Einschränkung unklar ist. Im Gegensatz dazu ist die Logik für eine Einschränkung klar, wenn kein Schaden angerichtet werden soll, mit Blick auf eindeutige religiöse oder andere ethische Gründe. In diesem Stadium wurde daher der Schluss gezogen, dass Best-In-Class am besten als Strategie eingestuft werden kann, obwohl dies kontrovers ist.

**Das einzige identifizierte nicht-finanzielle Ziel besteht daher darin, einen Beitrag leisten bzw. die sozialen, ökologischen und/ oder ethischen Konsequenzen der eigenen Investitionen beeinflussen zu wollen.**

Dieser Aspekt ist ein klares Ziel. Es kann ein "Grund" sein, unabhängig von oder ergänzend zu finanziellen Erwägungen, Geld zu investieren. Dies ist ein Ziel, das Anleger haben könnten. Dieser Wunsch steht auch im Einklang mit der oben beschriebenen akademischen Literatur, Umfragen und Fokusgruppenarbeit.

**Schlussfolgerung.** Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass in Bezug auf nicht-finanzielle Ziele nur ein solches Ziel eindeutig identifiziert werden konnte. Dies ist, eine positive Wirkung mit auf die Realwirtschaft zu erzielen, mit der zusätzlichen potenziellen Bedingung, „keinen Schaden zuzufügen“. Im Folgenden finden Sie ein Beispiel für Fragen zur Zielsetzung:

1. Das Geld, das Sie sparen, wird zur Finanzierung verschiedener wirtschaftlicher Aktivitäten verwendet. Dies kann im In- und Ausland soziale, ökologische und ethische Konsequenzen haben, sowohl positive als auch negative. Ihre Ersparnisse können möglicherweise eine Rolle bei der Beeinflussung dieser Folgen spielen. **Haben Sie Ziele im Zusammenhang mit ökologischen, sozialen und/ oder ethischen Aspekten, die mit Ihren Ersparnissen verbunden sind?**
  - a. **Ja**, mein Ziel ist es, einen aktiven Beitrag zur Lösung sozialer, ökologischer und/ oder

ethischer Probleme in der Realwirtschaft zu leisten. [Diese Antwort löst den Fragebogen zur Nachhaltigkeit aus]

- b. **Vielleicht**, ich bin mir nicht sicher, ich brauche mehr Informationen. [Diese Frage löst das Informationsmaterial aus]
- c. **Nein**, ich habe keine diesbezüglichen Ziele.

*Wenn b, werden weitere Informationen bereitgestellt, woraufhin zu Frage 1 zurückgekehrt wird.*

2. Ihre Ersparnisse können in Unternehmen investiert werden, deren Aktivitäten nicht mit Ihrer ethischen oder religiösen Weltanschauung übereinstimmen. Sie haben die Möglichkeit, eine Investition in diese Unternehmen zu vermeiden. Diese Wahl führt nicht unbedingt zu Veränderungen in der Realwirtschaft und kann Auswirkungen auf die finanzielle Rendite und das Risiko Ihrer Anlagen haben oder auch nicht. Wenn Sie in Frage 1 festgestellt haben, dass Sie nicht-finanzielle Ziele verfolgen, können Sie im späteren Abschnitt die Option wählen, Unternehmen auch als Strategie auszuschließen. Haben Sie ökologische, soziale und/ oder ethische Einschränkungen im Zusammenhang mit Ihren Zielen?
  - a. **Ja**, ich möchte meine Ziele erreichen, ohne dass meine Ersparnisse mit bestimmten negativen ökologischen, sozialen und/ oder ethischen Konsequenzen verbunden sind.
  - b. **Nein**, ich habe keine besonderen ökologischen, sozialen und/ oder ethischen Einschränkungen im Zusammenhang mit meinen Zielen.

*Wenn 1c-2b, Ende des Fragebogens. Wenn 1a-2a ausgewählt wird, wird Frage 3 einmal für die nicht-finanziellen Ziele und einmal für die Einschränkungen wiederholt. Ansonsten verläuft der Fragebogen normal.*

## B Umfang der Themen

**Sobald das Ziel festgelegt ist, besteht der zweite Schritt des Fragebogens darin, die Themen festzulegen, die für das Ziel relevant sind.**

Hier kann auf eine lange Tradition von Klassifizierungen, Kategorien und Rahmen in der Welt der nachhaltigen Geldanlage aufgebaut werden. Dennoch gibt es bestimmte Herausforderungen:

- Während versucht wird, Definitionen in Bezug darauf, was „grün“ ist, zu harmonisieren (z. B. im Kontext der EU-Taxonomie), gibt es derzeit weder einheitliche Definitionen noch eine standardisierte Terminologie im Zusammenhang mit Umwelt-, Sozial- oder Governance-Themen (ESG).
- Viele Stichwörter, die im Bereich „ESG-Investing“ verwendet werden, sind für Privatanleger nicht unbedingt intuitiv zu verstehen - das wichtigste ist Governance. Governance ist kein Konzept, das viele Privatanleger nach Rückmeldungen eines akademischen Vertreters in der Arbeitsgruppe intuitiv erfassen können, während andere Formulierungen wie „gute Unternehmensführung“ vielleicht deutlicher sind.

Infolgedessen werden die aktuellen ESG-Rahmenwerke als Referenzkontext verwendet, sind jedoch nicht perfekt für den Fragebogen zur nicht-finanziellen Eignung angepasst.

Wie bereits beschrieben, ist „Wirkung zu erzielen“ ein Ziel für sich genommen, wohingegen „Keinen Schaden anzurichten“ es nicht ist. Dieser Logik folgend, werden die Kategorien, die zur Abgrenzung dieser Themen verwendet werden, unterschiedlich sein.

Für letztere reicht es aus, eine Liste der Unternehmen oder Wirtschaftszweige zu erstellen, die ausgeschlossen werden sollen. Die Richtung der Maßnahmen (Ausschluss) ist bereits klar. Im Musterfragebogen berücksichtigen wir diese Negativkriterien (siehe z.B. Tabelle 1 in Anhang II).

Die Themen, auf die Investoren Einfluss nehmen wollen, sind dagegen komplexer. Die verwendeten Kategorien müssen die gewünschte Veränderungsrichtung und das Geschäftsfeld widerspiegeln. Überschneidungen zwischen negativen und positiven Kategorien sind möglich. Unternehmen mit Einkünften aus Kernenergie könnten ausgeschlossen werden, während es möglich ist, Unternehmen zu beeinflussen, um die Kernenergienutzung als eine Kategorie für "Einflussnahme" zu reduzieren/ abzubauen. Kategorien, auf die Bezug genommen und Einfluss genommen werden soll, werden im Musterfragebogen als positive Kriterien betrachtet (siehe z. B. Tabelle 1 in Anhang II).

**Die Arbeitsgruppe hat nicht versucht, spezifische Definitionen für den Themenbereich zu erstellen, sondern erkannte die gleichzeitige Arbeit von ESG-Anbietern und politischen Entscheidungsträgern im Kontext der EU-Expertengruppe für technische Fragen und anderer Foren an.**

Es ist wahrscheinlich, dass die Definitionen in erster Linie denen der von den Banken beauftragten ESG-Anbieter entsprechen. Zukünftige Anstrengungen könnten darauf abzielen, die Terminologie und eventuell auch die mit dieser Terminologie verbundenen Definitionen zu harmonisieren. Basierend auf einer umfassenden Sichtung der Kategorien von ESG-Datenanbietern wurden Vorschläge für Kategorien gemacht, unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Auswahl des Detaillierungsgrades, wie von einem Bankvertreter dargelegt, von Fragen des Wettbewerbsvorteils und regulatorischen Anforderungen abhängig sein kann.

Obwohl keine konkreten Empfehlungen ausgesprochen wurden, hat die Arbeitsgruppe das Konzept erprobt, Fragen auf verschiedenen Detaillierungsebenen zu stellen. Arbeitsgruppenvertreter aus der Finanzbranche schlugen vor, nur die oberste Ebene abzufragen (siehe Zitat unten). Der Hauptgrund für diesen Standpunkt ist die derzeitige Verfügbarkeit von Anlagemöglichkeiten, die nicht auf detailliertere

nicht-finanzielle Präferenzen ausgelegt sind. Bei Tests mit Verbrauchern antworteten jedoch durchschnittlich 29% der Befragten auf der detailliertesten Ebene (Ebene 3, siehe Anhang II), was ein Bankvertreter jedoch deutlich ablehnte (siehe Zitat unten).

**Tabelle 3:** Von Nutzern mit nicht-finanziellen Zielen (n=241) ausgewählte Detailgrade (Online-Umfrage von 2° Investing Initiative, 2019)

Kategorie	Kategorie berücksichtigen (Ebene 1)	Detailgrad 1 (Ebene 2)	Detailgrad 2 (Ebene 3)	Keine Präferenz	Finanzberater soll entscheiden
Umwelt-Auswirkungen	33.6%	27.2%	27.3%	8.3%	3.6%
Soziale Auswirkungen	28.6%	25.7%	32.4%	8.3%	5%
Governance-Auswirkungen	24.9%	25.7%	27.4%	13.7%	8.3%

**“Wir würden niemals bis auf Ebene 3 fragen, das ist zu viel verlangt, auf so detaillierte Vorlieben zu reagieren. Dies kann jedoch sicherlich zu einer Frage des Wettbewerbsvorteils werden. Wir möchten jedoch sicherstellen, dass ein solcher Detaillierungsgrad nicht zur Pflicht wird.“**

Vertreter einer Bank

## C Strategie

**Innerhalb der nachhaltigen Finanzbranche hat sich eine Reihe von Strategien herausgebildet, um Nachhaltigkeitsziele direkt oder indirekt zu unterstützen. Diese Strategien lassen sich wie folgt zusammenfassen:**

- Best-in-Class-Strategien beinhalten eine Auswahl der besten Leistungsträger innerhalb einer Branche oder eines Sektors, entweder durch eine Übergewichtung oder durch eine Ausweitung des Investment-Universums;
- Desinvestment-Strategien beinhaltet das Ausschließen einer vordefinierten Liste von Unternehmen und Branchen;
- Engagement-Strategien beinhalten die Nutzung des Einflusses von Aktionären und Gläubigern, um das Verhalten der Unternehmen zu ändern;
- Wirkungsorientierte oder „thematische“ Anlagestrategien umfassen fokussierte Strategien auf bestimmte Themen (z. B. Anbieter von erneuerbaren Energien) bzw. allgemein fokussierte Investitionen. Beispiele könnten Indizes wie „MSCI Green Building“ sein, die in Unternehmen unterschiedlicher Größe investieren, die den größten Teil ihres Umsatzes mit Produkten oder Dienstleistungen im Zusammenhang mit „Grünem Bauen“ erzielen.

Zusätzlich zu diesen allgemeinen Kategorien können andere verwandte Initiativen identifiziert werden, zum Beispiel im Bereich „Signalwirkung für die Politik“. Eine „neue“ Art von Strategien beinhalten Bedingungen, bei denen die Finanzverträge direkt an die Nachhaltigkeit gebunden sind (zum Beispiel Transitionsanleihen oder Anleihen zur Verbesserung der Nachhaltigkeit). Diese sind allerdings noch wenig intuitiv und für den Privatanlegermarkt nicht geeignet.

Diese Strategien werden von Produkthanbietern zwar häufig eingesetzt, jedoch nicht zwangsläufig offen kommuniziert. Es gibt eine beträchtliche Anzahl von Finanzprodukten, für die wir keine Informationen zur verwendeten Strategie haben. Darüber hinaus herrscht Unklarheit darüber, wie mit unvollkommenen Übereinstimmungen

umgegangen werden soll: Es kann Produkte geben, die in der Ölindustrie tätige Unternehmen mit dem erklärten Ziel ausschließen, Risiken im Zusammenhang mit fossilen Brennstoffen zu vermeiden, wobei umweltfreundliche Aspekte außer Acht gelassen werden. Wenn ein Kunde nicht-finanzielle Präferenzen angegeben hat und sich für eine Ausschlussstrategie entscheiden möchte, ist dies möglicherweise das richtige Instrument. Es passt im Hinblick auf die Strategie, nicht aber auf das mit dieser Strategie verfolgte Ziel, da der Fonds kein explizit umweltfreundliches Anlageprodukt ist. Gleiches gilt für den umgekehrten Fall, in dem das Ziel eines Fonds passt, die gewählte Strategie jedoch nicht.

In diesem Zusammenhang ist unklar, welche regulatorische Verbindlichkeit die Wahl bestimmter Strategien haben würde. Während es sich bei den „Zielen“ um anscheinend klare Anlageziele handelt, werden Strategien möglicherweise eher als weniger verbindliche Vorlieben betrachtet, bei denen - sofern sie im Anlageuniversum nicht erreichbar sind - Kompromisse eingegangen werden können. Wenn beispielsweise ein bestimmtes Nachhaltigkeitsziel nur mit Fonds verfügbar ist, die eine „Desinvestmentstrategie“ anwenden, der Verbraucher jedoch eine „Engagement“-Strategie gewählt hat, ist es möglicherweise vorzuziehen, diese „Vermeidungsstrategie“ zu wählen, wenn dies die einzige verfügbare Option ist. Auch ist die Auswirkung einer Entscheidung für eine bestimmte Strategie für einen Kunden möglicherweise nicht leicht zu überblicken, wenn kein detailliertes Schulungsmaterial vorliegt, das wiederum das Risiko von Manipulationen in sich birgt. Auch hier ist der regulatorische und rechtliche Rahmen jedoch unklar.

### Strategien sind im Rahmen des Eignungsfragebogens aus zwei verschiedenen Gründen wichtig.

Erstens hat ein erheblicher Anteil der Verbraucher tatsächlich den Wunsch, ihre eigene Strategie zu wählen. In dem anhand der vorgestellten Struktur durchgeführten Beispiel-Fragebogen wollte eine Mehrheit von 137 von 241 Teilnehmern (56%), die diese Frage beantworteten, selbst eine Entscheidung darüber treffen. Umfragen unter Verbrauchern haben ergeben, dass die von Verbrauchern gewählten Strategien sehr unterschiedlich sind.

Zweitens weisen die Verbraucher eine beachtliche Vielfalt auf, wie aus Tabelle 4 hervorgeht: Die meisten Teilnehmer sind an den Strategien B (Vermeidung) und D (Wirkungsorientiert, Impact) interessiert. Jeweils 63% der Befragten möchten, dass diese Strategien umgesetzt werden (nicht notwendigerweise überlappend). Fast ebenso wichtig ist Strategie A (Engagement mit Unternehmen). Es ist nur für eine Minderheit von Interesse, Unternehmen anhand ihrer Bewertung als „Best in Class“ auszuwählen.

Tabelle 4: Ausgewählte Strategien in der Umfrage (Quelle: Autoren, 2019)

Antwort	A Engagement	B Vermeidung	C Best in Class	D Wirkungsorientiert
Finanzberater entscheidet, ich bin mir nicht sicher	18%	13%	18%	12%
Ja, ich möchte, dass dies umgesetzt wird	56%	63%	44%	63%
Nein, ich bin nicht interessiert	26%	24%	38%	25%

**Mehr als ein Viertel der Teilnehmer möchte alle vier Strategien anwenden, während mehr als 10% nicht an spezifischen Strategien interessiert sind, wenn sie die Möglichkeit haben, sie auszuwählen.**

Strategien sind zwar wichtig, verlängern jedoch die Länge des Eignungsfragebogens erheblich,

wenn sie abgefragt werden. Sie sind eindeutig nicht für alle Verbraucher relevant und erhöhen die Entscheidungsmüdigkeit. Infolgedessen sollte der Fragebogen optimalerweise eine Option beinhalten, ob Strategien detaillierter identifiziert werden sollten.

## D Das Berichtsmandat

**Der allgemeine rechtliche Rahmen für das Marketing (für alle Arten von Produkten) erfordert, dass gemachte Angaben (und insbesondere umweltbezogene Angaben) durch Beweise belegt werden.**

Bei Konsumgütern ist der Standard für geforderte Beweise umso höher, je konkreter die Angabe (z. B. Wirksamkeit kosmetischer Mittel, gesundheitlicher Nutzen von Lebensmitteln) ist. In den letzten zehn Jahren haben einige Länder (z. B. Frankreich) spezifische Vorschriften für „grüne“ Marketing-Angaben entwickelt. Die allgemeine Verpflichtung gilt auch für Finanzprodukte, es gibt jedoch keine spezifische Regelung für „grüne“ Marketing-Versprechen in Bezug auf Finanzprodukte.

**Die meisten „grünen“ Finanzprodukte werden nicht mit dem expliziten Ziel verwaltet, „Entscheidungen in der Realwirtschaft zu beeinflussen“ (was wiederum das Ziel der meisten Kunden ist). Es besteht daher ein Missverhältnis zwischen den verfügbaren, selbst gekennzeichneten „grünen Produkten“ und den Zielen der Kunden.**

Es gibt eine kleine Anzahl von Finanzprodukten, die dieses Ziel ausdrücklich verfolgen (sogenannte "Impact-Investing"-Produkte). In der Regel liefern jedoch auch diese Produkte keine Belege für die Wirksamkeit ihres Ansatzes. Sie können ihre Marketingversprechen zwar mit dem Nachweis untermauern, dass ein Prozess, z.B. zur Wirkungsmessung, vorhanden ist, jedoch nicht, dass dieser Prozess zur Veränderung von realwirtschaftlichen Entscheidungen beiträgt.

Untersuchungen der 2<sup>o</sup> Investing Initiative legen die folgenden Inkonsistenzen in der Marktpraxis in Bezug auf "wirkungsorientierte" Forderungen bei Finanzprodukten nahe (z. B. die Behauptung, dass die Investition in ein Produkt zur Erreichung der Ziele des Pariser Abkommens beitragen wird):

- Einerseits werden solche Behauptungen häufig von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern im Rahmen von Fachkonferenzen und der Unternehmenskommunikation erhoben, auch zu bestimmten Produkten;
- Andererseits lässt die Analyse von „Key Investor Information Documents“ (KIIDs) darauf schließen, dass solche Ansprüche nicht ausdrücklich in regulierten Dokumenten enthalten sind (was darauf hindeutet, dass keine sachlichen Beweise für den Anspruch vorliegen).<sup>8</sup>

Basierend auf dem Verständnis der 2<sup>o</sup> Investing Initiative des regulatorischen Umfelds müsste jedoch das entsprechende Marketingversprechen des Produkts im KIID explizit angegeben werden, um eine Übereinstimmung mit den Präferenzen eines Kunden zu ermöglichen, der formell als Ziel „Wirkung“ hat. Dies verpflichtet den Anbieter von Investmentinstrumenten daher, das Versprechen mit Nachweisen zu untermauern: mindestens zu belegen, dass das Ziel konsequent umgesetzt wird, sowie möglicherweise zu messen<sup>9</sup> und dem Kunden mitzuteilen, wie effektiv der Ansatz bei der Erzielung der erwarteten Ergebnisse ist (d.h. Änderungen der Zielvorgaben in realwirtschaftlichen Entscheidungen).

**Wenn ein Fragebogen eine Frage zur Beweisführung enthält, werden die meisten Befragten wahrscheinlich den höchsten angebotenen Standard zur Beweisführung anfordern, was zum gleichen Problem führt wie zuvor beschrieben. Dieses Problem wird nochmals bestärkt, da solche Standards in der Praxis vom Markt bislang noch nicht erfüllt werden. Es ist unklar, wie dieses Dilemma gelöst werden kann.**

Bei der Befragung wird deutlich, dass die Verbraucher detaillierte Informationen erwarten, wie ihre Investitionen zu Veränderungen in der

<sup>8</sup> Angaben zu Auswirkungen sind kein Bestandteil der geforderten Elemente eines KIID.

<sup>9</sup> Um solche Bewertungen durchzuführen, können verschiedene Ansätze entwickelt werden. Es gibt jedoch

keinen methodischen Rahmen oder Standard, um dies Stand heute zu messen. Die aktuellen Pläne für das EU-Umweltzeichen (EU Ecolabel) enthalten diese Dimension nicht.

Realwirtschaft beigetragen haben, anstatt nur über die Umweltleistung der Unternehmen zu erfahren. 51% der Umfrageteilnehmer am Musterfragebogen (siehe nächsten Abschnitt), die nicht-finanzielle Präferenzen haben, erwarten detaillierte Informationen, 35% möchten allgemeine Informationen, sind jedoch nicht an Details interessiert. Nur 15% haben überhaupt keine Erwartungen.

**Dies deutet darauf hin, dass Details zur Berichterstattung spezifisch zu Nachhaltigkeits- und Wirkungsversprechen in MifID II derzeit zwar nicht geregelt sind, die Kunden jedoch erwarten, dass sie in der Praxis umgesetzt werden.**

Gleichzeitig wurde in der Arbeitsgruppe und allgemeiner in Interviews das Problem der Informationsüberflutung der Kunden angesprochen.

Es ist wichtig sicherzustellen, dass die Berichterstattung die vom Kunden festgelegten Ziele beinhaltet und ihnen entspricht. Gleichzeitig wird dies im Rahmen des Eignungsfragebogens derzeit nicht als Voraussetzung angesehen. Dies deutet darauf hin, dass entweder dieser Aspekt überprüft oder die Frage des verantwortungsvollen Marketings und der Kommunikation in einer zusätzlichen Vorschrift behandelt werden sollte. Diese sollte sicherzustellen, dass keine Inkongruenzen zwischen den erwarteten Ergebnissen der Kunden und der Berichterstattung in der Praxis bestehen.

## **E Kosten & Rendite**

**Die Einbeziehung nicht-finanzieller Präferenzen in die Geeignetheitsprüfung führt möglicherweise zu einem Konflikt zwischen zwei Zielen: finanziellen und nicht-finanziellen Zielen.**

Immer wenn es zwei Ziele und ein "Vehikel" gibt, besteht die Möglichkeit einer Arbitrage zwischen diesen beiden Zielen, ein "Trade-off". In diesem speziellen Fall könnte die Frage entstehen, inwieweit ein Zielkonflikt zwischen "mehr Wirkung mit Ihrem Geld" und "Maximierung Ihrer Renditen" besteht.

Während der Arbeitsgruppensitzungen wurde ausführlich diskutiert, ob aus der wissenschaftlichen Literatur hervorgeht, dass ein solcher Zielkonflikt besteht (siehe z. B. Bassen et al. 2016<sup>10</sup>). Die vorhandene Literatur zu diesem Thema ist jedoch aus folgenden Gründen nicht unbedingt relevant für die Arten von Zielen, die im Rahmen der Arbeitsgruppe und der damit verbundenen Forschung definiert und festgelegt wurden:

1. **Die vorhandene Literatur konzentriert sich hauptsächlich auf die Performance von Fonds, die ESG-Faktoren integrieren oder eine ESG-Strategie im Allgemeinen umsetzen. Bei diesen Fonds geht es jedoch in den meisten Fällen eher um die Integration von Nachhaltigkeitsrisiken als um einen positiven ökologischen oder sozialen Beitrag.**

In der Literatur wird nicht zwischen diesen Zielen unterschieden, und daher gibt es in der Literatur nur wenig Einsicht in die finanzielle Leistungsfähigkeit von Strategien, die darauf abzielen, „einen positiven Beitrag zur Realwirtschaft zu leisten“. Dies ist keine grundsätzliche Kritik an der bisherigen Forschung, sondern nur an deren Anwendbarkeit auf die im Rahmen dieser Arbeitsgruppe aufgeworfenen Fragen;

<sup>10</sup> [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2699610](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610)

**2. Die vorhandene Literatur konzentriert sich weitgehend auf die finanzielle Entwicklung bzw. Performance der Produkte.**

Es gibt nur eine begrenzte Anzahl an Analysen von Kosten und Gebühren, die mit Nachhaltigkeitsstrategien verbunden sind. Selbst bei gleichbleibender Performance kann es zu einem finanziellen Zielkonflikt aufgrund höherer Managementgebühren kommen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn ein umfassendes Wirkungsmanagementsystem (hier definiert als Messung des Beitrags zu der Wirkung der Realwirtschaft) im Wesentlichen nicht vorhanden ist und - sofern implementiert - die Kosten wahrscheinlich erhöhen würde. Wie in der Umfrage und in der Fachliteratur dargelegt, besteht bei den Verbrauchern die Bereitschaft für Nachhaltigkeit zu zahlen. Aus diesem Grund besteht auch mit Hinblick auf den Verbraucherschutz das Risiko, dass diese Zahlungsbereitschaft von Finanzmarktakteuren missbraucht wird;

**3. Schließlich ist anzunehmen, dass die Kosten und potenziellen Kompromisse umso höher sind, je "aggressiver" die Strategie ist.**

Zum Beispiel sind Engagement-Strategien teurer als Desinvestitionsstrategien.

**Derzeit gibt es in der Regulierung kein Konzept für die Abwägung dieser möglichen Zielkonflikte.**

Da die Regulierung bisher ausdrücklich nur ein (finanzielles) Ziel berücksichtigt, gibt es kein Konzept für die Abwägung zwischen mehreren Zielen. Deshalb waren einige Teilnehmer der Arbeitsgruppe der Auffassung, dass eine Abwägung im aktuellen Regelwerk nicht zulässig ist. Mit anderen Worten, beide Ziele müssen kompromisslos erreicht werden, und

wenn dies nicht möglich ist, kann keine Eignung festgestellt werden.

Demnach haben Kosten und Rendite in vorhandenen Standard-Fragebögen keinen entsprechenden Platz. Es wird davon ausgegangen, dass der Berater Produkte identifizieren sollte, die die Kosten minimieren und die Rendite maximieren. Darüber hinaus findet diese Art der Entscheidung in der Realität erst dann statt, wenn die Eignung festgestellt wurde und eine Reihe von Fonds als Optionen dargestellt werden.

**Der Fragebogen sollte keine spezifischen Fragen zu Kosten und Rendite enthalten.**

Dieses Problem ist weiterhin ungelöst und verschiedene Banken und Berater versuchen dies möglicherweise unterschiedlich anzugehen. Ohne regulative Vorgaben bleibt es unklar, wie eine entsprechende Frage zu formulieren ist. So bleibt auch die Frage zur rechtlichen Gültigkeit von Arbitrage-Entscheidungen zwischen Rendite und Wirkung offen. Gleichzeitig gelangte die Arbeitsgruppe zu dem Schluss, dass ein Großteil dieses Entscheidungsprozesses erst stattfinden kann, wenn Produkte nach dem Fragebogen verglichen werden und nicht während der Beantwortung des Fragebogens.



# Herausforderungen bei der Umsetzung des Eignungsfragebogens

Die Arbeitsgruppe identifizierte eine Reihe von Herausforderungen im Zusammenhang mit dem "Verständnis" und Verhaltensfragen, von denen einige im Folgenden zusammengefasst sind.

## **A Nur nach Präferenzen fragen, die erfüllt werden können**

Laut MiFID II soll die Geeignetheitsprüfung auch helfen, nicht erfüllte Präferenzen von Kunden an Produktentwickler weiterzugeben, um einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess zu schaffen. Gleichzeitig soll das Fehlen einer Übereinstimmung zwischen Anlageziel und Finanzprodukt das Ende des Kundengesprächs und eine negative Geeignetheit auslösen. Wie ist es möglich, eine Rückkopplungsschleife mit diesen beiden konkurrierenden Zielen zu schaffen?

In diesem Zusammenhang lassen die in dieser Arbeitsgruppe gesammelten Erkenntnisse darauf schließen, dass nicht-finanzielle Präferenzen erheblich weiter gefasst und weniger standardisiert sind als finanzielle Ziele. Eine umfassende Abfrage dieser Präferenzen dürfte daher zu einer Kombination von Kriterien führen, die mit keinem vorhandenen Finanzprodukt übereinstimmen. Der Berater hat daher eine unvollkommene Übereinstimmung und befindet sich in einer ähnlichen Situation wie der oben genannten. Allein der in dieser Arbeitsgruppe entwickelte Eignungsfragebogen würde bei

vollständiger Anwendung zu über 30.000 Profilen führen.

Der Kompromiss im Anwendungsfall ist unklar. Einerseits haben einige Banken in der Arbeitsgruppe klargestellt, dass sie nur Fragen stellen würden, bei denen die Antworten immer mit Finanzprodukten zusammengebracht werden können, die sie auch verkaufen. Aus dieser Perspektive dient die Geeignetheitsprüfung nur dazu, aus den vom Berater angebotenen verfügbaren Produkten auszuwählen, anstatt tatsächlich zu bestimmen, ob die Produkte geeignet sind. Aus Sicht von Nichtregierungsorganisationen wurde zudem die Anmerkung eingebracht, dass bei einem zu ehrgeizigen Fragebogen die Gefahr besteht, dass auch zweitbeste Optionen wegfallen.

**Der von einigen Vertretern in der Arbeitsgruppe beschriebene Ansatz sieht vor, dieses Dilemma zu lösen, indem die Fragen so gestellt werden, dass die Formulierung von zu spezifischen Präferenzen vermieden wird, die nicht mit vorhandenen Produkten in Einklang gebracht werden können.**

Mit anderen Worten: Stellen Sie die Frage vage genug, um Antworten zu erhalten, die den Beratern Raum geben, vorhandene Produkte zu empfehlen. Entspricht diese Priorisierung der Produktvermittlung vor dem wahren Ausdruck der

Kundenpräferenzen der bestehenden Regulierung? Wie kann durch diese Praxis tatsächlich eine Feedbackschleife erzeugen? Natürlich könnten Anlageberater die Geeignetheitsprüfung technisch abrechnen und dennoch die Antworten für die Produktentwicklung weitergeben. Derzeitige Fragebögen zur Geeignetheit sind jedoch nicht so konzipiert, dass sie zu diesem Ergebnis führen. Wie bereits erwähnt, ist es unwahrscheinlich, dass Berater eine negative Eignung akzeptieren und weiterhin die Vermittlung eigener Finanzprodukte in den Vordergrund stellen.

Darüber hinaus scheint es zwar klar zu sein, dass Produkte die Ziele der Kunden erfüllen müssen, um geeignet zu sein, aber es scheint eine Dynamik zu geben, bei der dies manchmal ignoriert werden kann. Ein Beispiel, welches in der Gruppe diskutiert wurde, war ein Szenario, in dem ein Kunde 50% Rendite und ein Risiko von null haben möchte. Kein Finanzprodukt ist hierfür „geeignet“, aber es ist unwahrscheinlich, dass die Beratung abgebrochen wird, wenn ein solches Ziel ausgedrückt wird.

**Letztendlich wurden diese Probleme in der Arbeitsgruppe nicht ausgeräumt. Deren Klärung ist jedoch wichtig, um zu verstehen, wie dies in der Praxis angewendet werden kann.**

## **B Wie viel soll investiert werden?**

Einer der in Betracht gezogenen Ansätze besteht darin zu fragen, wie viel Prozent der Investition den „nicht-finanziellen Präferenzen“ entsprechen sollen.<sup>11</sup>

Dieser Ansatz spiegelt die Idee wider, dass bestimmte Umweltpreferenzen (z. B. Biodiversität) nicht intuitiv für alle Anlageklassen (z. B. Staatsanleihenfonds) angewendet werden können. Ansätze sind zwar hypothetisch vorstellbar, in der Praxis existieren diese derzeit jedoch nicht und ihre Wirksamkeit ist unklar.

Infolgedessen kann es eine Option sein, die Bereitschaft abzufragen, die Nachhaltigkeitspräferenz nur auf einen Teil der Investition anzuwenden. Mit dieser Strategie ist jedoch eine Reihe von Herausforderungen verbunden.

Erstens muss die tatsächliche Präferenz dafür, inwieweit nicht-finanzielle Präferenzen angewendet werden sollten, vom Risiko-Rendite-Profil des Verbrauchers abgekoppelt werden. Zum Beispiel könnte ein 60-jähriger Sparer eine sehr risikoaverse Strategie anstreben, bei der

<sup>11</sup> „Ein vereinfachter Ansatz, bei dem Kunden gefragt werden, wie viel Prozent ihres Portfolios sie in umweltverträgliche

Anlagen, soziale Anlagen und/oder Anlagen mit gutem Unternehmensführung investieren möchten;“

Staatsanleihen möglicherweise über 80% eines Portfolios ausmachen können. In diesem Fall ist die Entscheidung, „mehr als den Großteil der Investitionen“ entsprechend der angegebenen Nachhaltigkeitspräferenzen anzulegen, nicht mit den Asset-Allokationsstrategien und den aktuellen Ansätzen für den Bereich der Staatsanleihen vereinbar.

Zweitens neigen die Befragten auf Nachfrage im Allgemeinen dazu, ehrgeizigere Allokationen ihrer Investitionen zu wählen, da sie keinen Grund haben, bei den Ambitionen Kompromisse einzugehen. In einer Umfrage der 2<sup>o</sup> Investing Initiative möchten die meisten Befragten, dass die Mehrheit (44%) oder alle (23%) ihrer Ersparnisse in Finanzprodukte investiert werden, die ihren nicht-finanziellen Präferenzen entsprechen. Weniger Teilnehmer (19%) sind zufrieden, wenn lediglich ein Teil ihrer Ersparnisse entsprechend investiert wird. Nur 33 (13%) der Befragten haben diesbezüglich überhaupt keine Präferenz.

Schließlich kann es eine innere Nachhaltigkeitslogik geben, die Umsetzung der

Präferenzen auf einen Teil der Investition zu beschränken. Beispielsweise kann Engagement nur in angemessener Weise auf Anlageinstrumente mit Bezug zu Unternehmen angewendet werden. Thematische Investments eignen sich angesichts der Marktgröße und Liquidität möglicherweise auch nur für einen geringen Teil der Mittel.

**Mehr Informations- und Aufklärungsarbeit bei der Beantwortung der Frage zu leisten, könnte eine Möglichkeit sein, um dieses Problem zu beheben. Dies könnte dann Möglichkeiten schaffen, Werturteile des Beraters einfließen zu lassen und/ oder die Frage unverbindlich zu stellen.**

Alle Lösungen im Zusammenhang mit mehr Informationen/ Aufklärung erhöhen wiederum die Transaktionskosten und erfordern sehr wahrscheinlich eine weitere Qualifizierung der Berater, was den Prozess schließlich komplexer machen würde.

## **C Wie geht man mit Ausschlüssen/ Desinvestments um?**

**Wenn die Öffentlichkeit über das Desinvestment (oder den Ausschluss bestimmter Aktivitäten aus einem Portfolio) nachdenkt, tendiert sie dazu, eine Parallele zum Boykott eines Konsumguts zu ziehen. Aus wirtschaftlicher Sicht ist der Mechanismus jedoch sehr unterschiedlich:**

- Bei vielen Konsumgütern ist die Elastizität der Produktion gegenüber der Nachfrage (d.h. wie Änderungen des Nachfrageniveaus zu Änderungen des Produktionsniveaus führen) hoch. Ein Verbraucher kann daher davon ausgehen, dass die Ware, die er nicht kauft, zu einer Verringerung derselben produzierten Menge führt. Der Effekt kann zwar marginal sein und nur dann das Endresultat des Herstellers beeinträchtigen, wenn eine kritische Masse von Verbrauchern dasselbe Verhalten annimmt. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass

diese einzelne Aktion praktische Auswirkungen hat.

- Die Entscheidung ein Unternehmen, einen Sektor oder eine wirtschaftliche Tätigkeit von einem Portfolio auszuschließen, das in liquide Mittel (Aktien, Anleihen) investiert ist, ähnelt einem Boykott, hängt jedoch mit einem anderen Mechanismus zusammen. Ein Boykott hat in diesem Kontext keine direkten Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit. Durch Ausschluss kann möglicherweise Druck auf die Aktien- und Anleihenkurse ausgeübt werden, welcher sich letztendlich auf die Kapitalkosten des Unternehmens auswirkt. Dies ist jedoch einer von vielen Faktoren, die das Investitionsniveau bestimmen. Wenn dieser Abwärtsdruck zudem „künstlich“ und von den wirtschaftlichen Grundlagen des Unternehmens getrennt ist, wird er wahrscheinlich vom Rest des Marktes ausgeglichen. Ein Phänomen, das es bei

Konsumgüterboykotts nicht gibt. Natürlich können Ausschlüsse darüber hinaus Auswirkungen im Zusammenhang mit Reputationsverlusten haben, aber diese sind ebenfalls indirekter Natur.

Dies lässt uns zu dem Schluss kommen, dass aktuell, ohne weitere Annahmen über den potenziellen Erfolg von Desinvestmentkampagnen zu treffen, a priori kein direkter Zusammenhang zwischen Ausschlüssen und Entscheidungen in der Realwirtschaft hergestellt werden kann. Dies bedeutet jedoch nicht, dass durch gezielte Desinvestmentkampagnen auf Aktivitäten oder Unternehmen sowie durch Reputationsschäden keine signifikanten indirekten Auswirkungen in der Realwirtschaft entstehen können.

**Die meisten Privatanleger sind sich dieser grundlegenden Unterschiede jedoch nicht bewusst und tendieren dazu, Ausschluss/ Desinvestition einem Boykott gleichzustellen.**

Wenn Kleinanleger die nach „ökologischer Wirkung“ suchen, nach ihrer möglichen Reaktion auf Kontroversen in einem Sektor/ Unternehmen gefragt werden, besteht ihr erster Reflex darin einen Ausschluss zu befürworten. Wenn ihnen

jedoch verschiedene Optionen zur Ausübung ihres Einflusses angeboten werden (Nutzung der Stimmrechte, gezielte Investitionen in grüne Aktivitäten, Veräußerung von braunen Aktivitäten, Leerverkauf von braunen Aktivitäten usw.) begünstigen sie tendenziell nicht die Desinvestition.<sup>12</sup> Diese Wahl begründet sich durch die direkte Wirksamkeit der alternativen Strategien und dass Desinvestitionen mit dem Verlust von Einfluss einhergeht. Es besteht daher ein hohes Risiko, Kunden irrezuführen, wenn diese Strategie mit dem Anlagesziel „einen positiven Beitrag zur Realwirtschaft zu leisten“ gleichgestellt wird.

**Schließlich legen unsere Umfragen und Fokusgruppen den Schluss nahe, dass eine starke Gruppe von Privatanlegern nach wie vor daran interessiert ist, diese Option zu nutzen. Auch wenn sie sich der inhärenten Beschränkungen von Ausschluss/ Desinvestition bewusst geworden sind, wollen sie mit ihrem Investment eine „Schuld durch Mittäterschaft“ vermeiden.**

Das knüpft an die oben beschriebene Wahrnehmung einer „Einschränkung“ eines Ziels an.

## D ESG-Fondsdaten

**Alle wichtigen Anbieter allgemeiner Finanzinformationen wie MSCI, Morningstar, Thomson Reuters und FTSE Russell stellen mittlerweile auch ESG-Daten für Fonds bereit.**

Darüber hinaus bieten verschiedene auf ESG spezialisierte Organisationen wie Arabesque, Climetrics und yourSRI solche Daten an. Die für Fonds verfügbaren Indikatoren ähneln im Allgemeinen denen für Wertpapiere (ESG-Ratings, spezifische Risikokennzahlen und

Wirkungskennzahlen) und werden als gewichteter Durchschnitt der ESG-Kennzahlen des Unternehmens gebildet. Die Granularität der angezeigten Indikatoren variiert stark zwischen den Anbietern, wobei MSCI die genauesten Metriken anbietet. Die nachstehende Tabelle enthält Beispiele für die verschiedenen Indikatoren, die 27.000 Investmentfonds und ETFs abdecken.

<sup>12</sup> Diese Analyse basiert auf den Ergebnissen der quantitativen Erhebung und den Diskussionen innerhalb der Fokusgruppen. Dies soll durch Untersuchungen nach einem

noch wissenschaftlicheren Prozesses bestätigt werden. Die vorläufigen Ergebnisse sind jedoch solide genug, um dieses Problem zu identifizieren, welches behandelt werden muss.

Tabelle 3 Bewertungsindikatoren des MSCI-Fonds (Quelle: MSCI, 2019)

Indikator
<b>Insgesamt</b>
ESG-Bewertung
Umweltbewertung
Soziale Bewertung
Governance-Bewertung
Prozentsatz der Vermögenswerte in jeder Ratingkategorie
...
<b>Risikoindikatoren</b>
Invest in Reserven für fossile Brennstoffe
Invest in Geschäftsfelder/ Regionen mit hohem Risiko für Wasserknappheit
Prozentsatz der Fondswerte ohne jährliche Direktorenwahl
Prozentsatz der Fondswerte mit fehlender interner Lohngerechtigkeit
...
<b>Wirkungsindikatoren</b>
Engagement des Fonds in Lösungen mit nachhaltiger Wirkung
Engagement des Fonds in Bezug auf Energieeffizienz
Engagement des Fonds in Bezug auf umweltfreundliches Bauen
Engagement des Fonds in Bildungseinrichtungen
...
<b>Indikatoren für die Wertanpassung</b>
Prozentsatz des Fondsvermögens, der katholische/ islamische Werte verfehlt
Anteil des Fondsvermögens an Pornografie
Prozentsatz des Fondsvermögens investiert in Alkohol
Prozentsatz des Fondsvermögens investiert in Waffen
...

### **Nicht-finanzielle Daten sind zwar umfangreich, stecken jedoch in Bezug auf Qualität und Abdeckung noch in den Kinderschuhen.**

Dieser auf Portfoliobeständen basierende Ratingansatz ermöglicht zwar eine umfassende Analyse der Nachhaltigkeit von Fonds, unterliegt jedoch einigen Einschränkungen in Bezug auf die Abdeckung. Beispielsweise werden nur 31% des Fondsuniversums des Datenanbieters „Lipper“ durch die ESG-Ratings von MSCI abgedeckt. Diese Einschränkungen beruhen darauf, dass nicht alle in einem Fonds enthaltenen Wertpapiere ein ESG-Rating haben und die Datenanbieter nur Fonds bewerten, die mindestens 50 bis 60% des Vermögens ausmachen.

Auch wenn diese Richtlinie streng genug ist, um das von ESG-Ratings profitierende Fondsuniversum erheblich einzuschränken, ist sie locker genug, damit die Ratings nicht wirklich aussagekräftig werden. Einige Fonds werden letztendlich nur auf der Grundlage der Hälfte

ihres Portfolios bewertet. Die meisten Bewertungen werden monatlich veröffentlicht.

### **Zusätzlich zu den Einschränkungen der Abdeckung weisen die ESG-Ratings sehr schlechte Korrelationen untereinander auf, wie aus einer Reihe von Studien hervorgeht<sup>13</sup>.**

Aus diesem Grund besteht ein großes Fragezeichen in Bezug auf die Konsistenz der ESG-Ansätze sowie das Risiko, dass Verbraucher in Fonds investieren, die im Vergleich zu anderen Ansätzen falsch bewertet werden.

Natürlich konzentriert sich diese Diskussion hier auf „ESG-Daten“, die nicht mit „Nachhaltigkeitsdaten“ identisch sind, sondern einige Ansätze – zumindest theoretisch – so konzipiert sind, dass sie Überlegungen zum Nachhaltigkeitsrisiko widerspiegeln.

## **E Kosten & Rendite**

**Das Thema Kosten und Rendite wurde bereits zuvor besprochen. Die Berücksichtigung der nicht-finanziellen Präferenzen bringt ein neues regulatorisches Risiko mit sich. Solange Produktentwickler nämlich eine geringe Preiselastizität der Nachfrage bei ESG-Fonds feststellen, besteht das Risiko, dass Kunden mit künstlich höheren Kosten belastet werden.**

Dies ist schwierig zu handhaben und zu regulieren, da die Kosten verschiedener Nachhaltigkeitsstrategien möglicherweise nicht transparent sind und der „richtige Preis“ daher unklar ist. Wenn es zum Beispiel um Engagement geht, werden Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen möglicherweise teurere Fonds bevorzugen, wenn diese Fonds „mehr investieren“. Trotz zahlreicher Hinweise auf die höheren Managementgebühren von ESG-Fonds in

der Finanzpresse ist den Autoren jedoch keine endgültige Studie zu diesem Thema bekannt. Dies ist eine bemerkenswerte Lücke in der Analyse von Finanzinformationsanbietern (z. B. Morningstar).

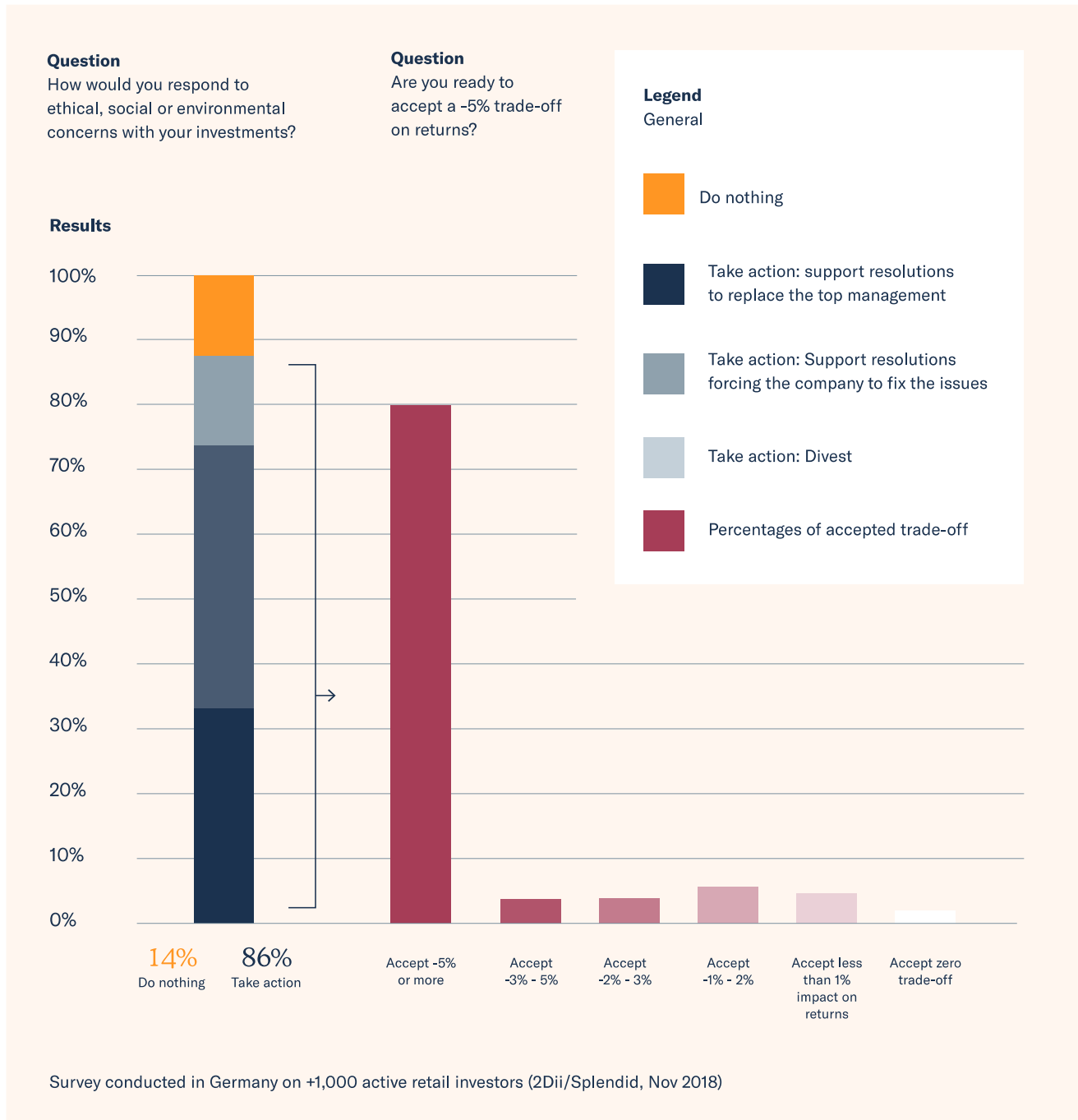
### **Eine größere Herausforderung bei dieser Thematik ist die „hyperbolische Diskontierung“.**

Wie in Abschnitt 2.b dargelegt, impliziert hyperbolisches Diskontieren, dass Verbraucher die langfristige Zukunft dramatisch diskontieren und nahe null bewerten. Daher akzeptiert ein Großteil der Verbraucher bei einer Umfrage finanzielle Kompromisse, unabhängig davon, wie die Frage formuliert ist (siehe Abbildung 8). Diese Analyse, aus einer Umfrage der 2<sup>o</sup> Investing Initiative, wird durch verwandte verhaltensökonomische Arbeiten der Universität Maastricht bestätigt.

<sup>13</sup> Beispielhaft etwa Berg, Kölbl, and Rigobon. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (August 17, 2019).

MIT Sloan Research Paper No. 5822-19.  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>

**Abbildung 8: Akzeptanz finanzieller Kompromisse (Quelle: Autoren)**



# Ein Fragebogen in der Praxis

Im Folgenden wird eine "Muster"-Anwendung eines Eignungsfragebogens dargestellt, wie sie von einem Anlageberater durchgeführt werden könnte.

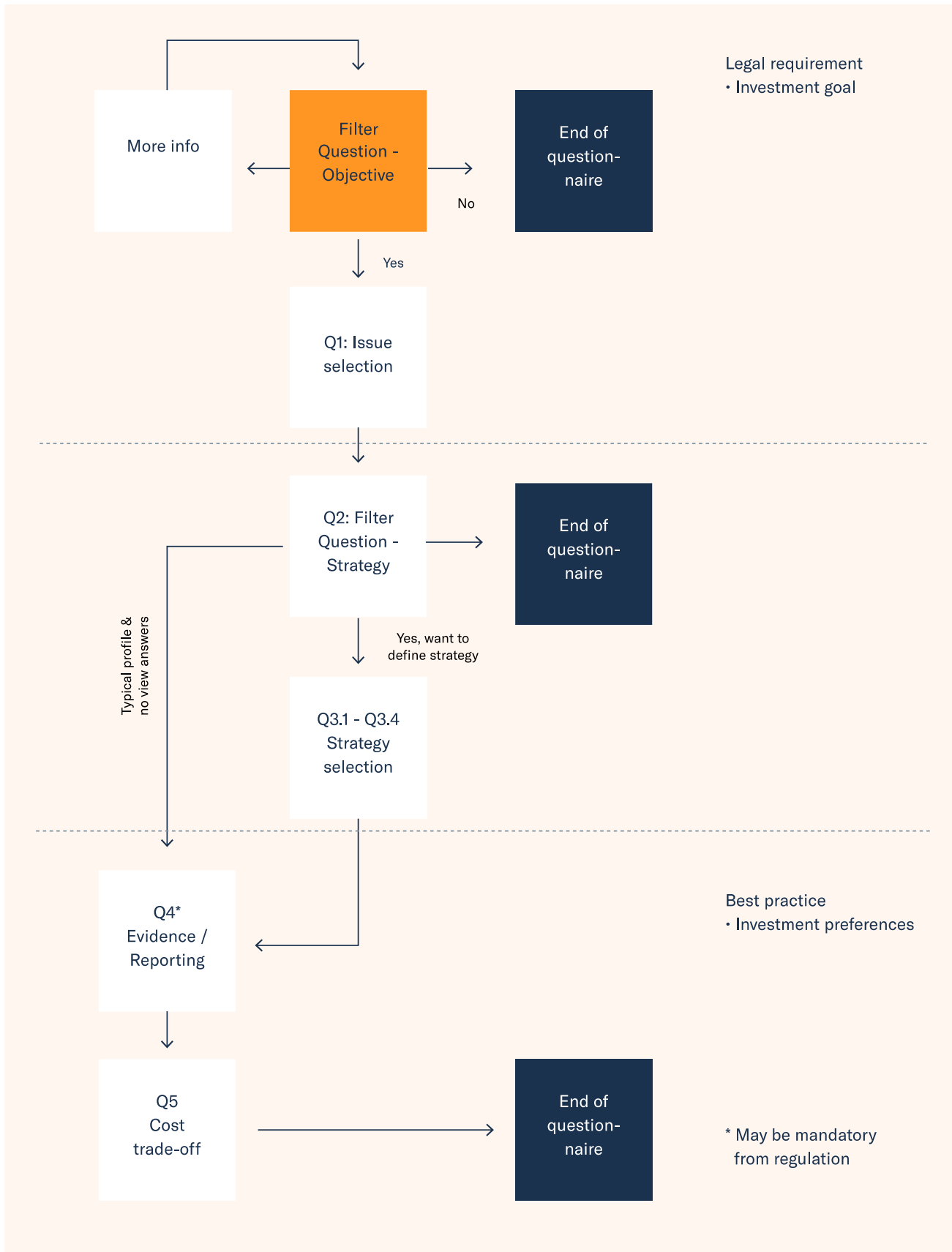
Die Fragen in dem Muster-Eignungsfragebogen sollen aufzeigen, wie die in diesem Bericht beschriebenen Ansätze in der Praxis angewendet werden können. Sie spiegeln weder die exakte Meinung aller Teilnehmer der Arbeitsgruppen über die korrekten Fragen wider, noch stellen sie die „einzig richtige“ Wahl der Fragen dar. In Hinblick auf die oben beschriebenen Herausforderungen wird davon ausgegangen, dass sich der vorliegende Vorschlag/ das Muster im Laufe der Zeit weiterentwickelt. Es ist zu erwarten, dass schnell neue Erkenntnisse gewonnen werden und verschiedene Marktakteure Fragebögen mit höherer oder geringerer Granularität nutzen werden.

Der Eignungsfragebogen unterscheidet zwischen Fragen, die nach heutigem Kenntnisstand obligatorisch wären und solchen, die wünschenswert wären.

In diesem Zusammenhang wird davon ausgegangen, dass obligatorische Fragen, wie in Abschnitt IV erläutert, das Anlageziel und den Umfang der nicht-finanziellen Präferenzen umfassen (z.B. Umwelt-, Sozial-, Governance-Themen). Nicht verpflichtende Fragen beziehen sich auf die gewünschte Strategie, die Erwartungen an Nachweise/ Berichterstattung und möglicherweise auf Gebühren eines Fonds. In diesem Beispiel wird davon ausgegangen, dass der Anlageberater die Freiheit besitzt, weiterführende Fragen zu nutzen oder nicht. Die folgende Abbildung fasst die Logik des Muster-Fragebogens zusammen.



Abbildung 9: Ein Muster für einen nicht-finanziellen Eignungsfragebogen (Quelle: Autoren, 2019)



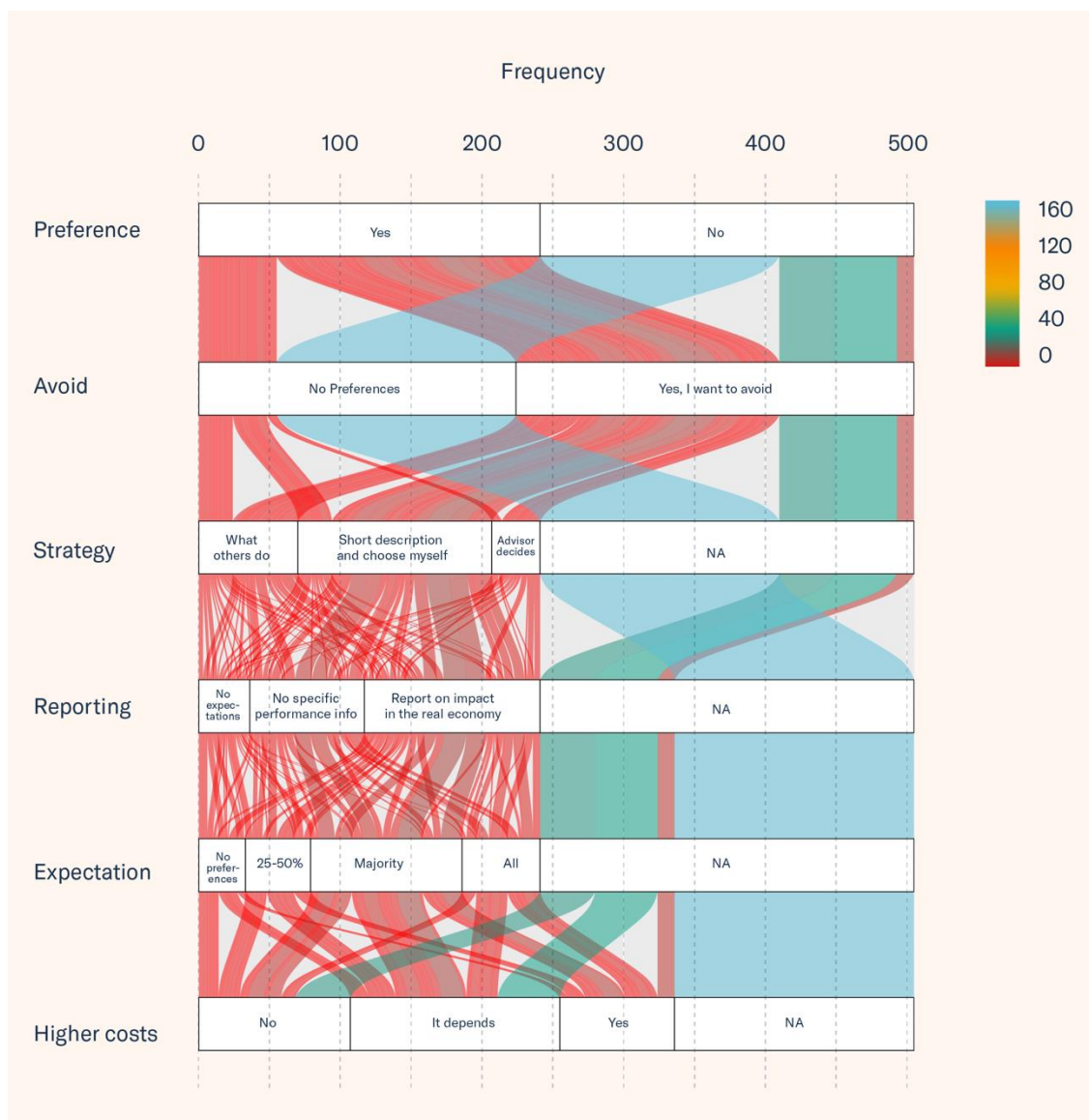
Damit Finanzintermediäre nicht-finanzielle Anlageziele und Präferenzen berücksichtigen können, muss das Universum der Finanzprodukte weiterentwickelt werden. In diesem Kontext ist der nicht-finanzielle Eignungsfragebogen nicht nur ein Instrument, um Vermittler über die Vorlieben eines einzelnen Kunden zu informieren, sondern auch ein Instrument für die Marktforschung, um Informationen über aggregierte Kundenprofile zu erhalten.

Einzigartige Wege entlang des Eignungsfragebogens, denen eine Reihe von Kunden folgen, sind ein Hinweis auf die

Präferenzen der Verbraucher. Dies erleichtert es auch unentschlossenen Kunden, Pfade zu wählen, denen ähnliche Kunden gefolgt sind. Um dies zu erreichen, werden eindeutige Pfade analysiert, die mehrere Befragte gewählt haben.

Insgesamt gab es in der Stichprobe 315 einzelne Pfade bei der Nutzung des Muster-Fragebogens. Die Pfade von Befragten mit nicht-finanziellen Präferenzen waren vielschichtiger, was jedoch an der steigenden Anzahl der verfügbaren Optionen liegt, je weiter man im Fragebogen nach Details fragt.

Abbildung 10: Eingeschlagene Pfade in der Umfrage (Quelle: Autoren, 2019)



**Die in der Abbildung dargestellten Hauptpfade zeigen, dass Anleger, die eine Wirkung mit ihrem Geld erzielen möchten, an Nachhaltigkeitsthemen im Detail interessiert sind.**

Mit der Auswahl von nicht-finanziellen Präferenzen wollen die Befragten einige Problemthemen ausschließen und/ oder aktiv Anlagestrategien nutzen. Der Großteil dieser Gruppe besitzt Erwartungen an die Berichterstattung und verlangt, dass der Großteil ihrer Ersparnisse entsprechend verteilt wird. Höhere Kosten sind für die meisten Befragten grundsätzlich ein Problem. Da die entsprechende Frage jedoch keine genauen Zahlen enthält, entschieden sich die meisten Befragten für "Es hängt davon ab". Ungefähr 3% der Befragten haben sich für diesen Pfad entschieden. Fast ebenso viele (2,5%) folgten demselben Pfad, waren jedoch bereit höhere Kosten in Kauf zu nehmen, um ihre Nachhaltigkeitsstrategie umzusetzen.

# Fazit

Dieser Bericht spiegelt die Diskussion wider, wie ein Eignungsfragebogen für nicht-finanzielle Anlagepräferenzen entwickelt werden könnte und zeigt dabei eine Reihe von Herausforderungen auf.

Angesichts der in diesem Bericht erläuterten Herausforderungen erwarten wir, dass der stark gewachsene europäische Markt für nachhaltige Geldanlagen in den nächsten Jahren seine nächste Reifeprüfung bestehen muss. Während auf der einen Seite ein Gleichgewicht zwischen Rechtssicherheit und Flexibilität gefunden werden muss, muss auf der anderen Seite die Berücksichtigung und Umsetzung der Ziele der Verbraucher in der Praxis gewährleistet werden. Ein möglicher Weg besteht darin, die Regulierung durch Kontrollen zu unterstützen. Ein Beispiel hierfür kann die Partnerschaft zwischen der 2° Investing Initiative und der französischen Marktaufsichtsbehörde sein, die gezielte Mystery-Shopping-Besuche umfasst, um die Einhaltung der regulativen Vorgaben flankierend zu überprüfen.

Die Ergebnisse und Erkenntnisse aus dieser Arbeitsgruppe fließen in die aktuelle Entwicklung einer vom BMU und NKI geförderten Webseite für Kleinanleger in Deutschland ein. Die Plattform wird im Sommer 2020 online gehen und der Öffentlichkeit Instrumente zur Integration von nicht-finanziellen Präferenzen in Investitionsentscheidungen zur Verfügung stellen.

Die 2° Investing Initiative wird mit der Plattform unter anderem den Nutzern einen onlinebasierten Eignungstest sowie eine umfassende Fondsdatenbank bereitstellen und die daraus gewonnenen Erkenntnisse allen Interessensgruppen aggregiert zur Verfügung zu stellen. Hierdurch werden Akteure auf der Nachfrage- sowie Angebotsseite gestärkt, wodurch auch Banken oder ihre Berater mehr über die Präferenzen von Anlegern erfahren können. Dies soll schließlich zur Entwicklung der dringlich erforderlichen nachhaltigen Finanzprodukte beitragen, um den vielfältigen Präferenzen von Kleinanlegern entsprechen zu können.



# Anhang I

Die Arbeitsgruppe wurde im September 2018 eingerichtet und setzte sich aus folgenden Mitgliedern zusammen, um eine Vertretung aller relevanten Interessengruppen zu erreichen:

BMU

Commerzbank

DWS

BW Bank

Deutsche Börse

Arabesque

Frankfurt School of Finance

Universität Augsburg

Universität Kassel

Urgewald

WWF

Germanwatch

2° Investing Initiative



# Anhang II

## Musterfragebogen

### Teil 1: Anlageziele

1. Ihr angespartes Geld wird zur Finanzierung verschiedener wirtschaftlicher Aktivitäten verwendet. Dies kann soziale, ökologische und ethische Folgen haben, positive und negative, im In- und Ausland. Sie können versuchen, Ihre Ersparnisse zur Beeinflussung dieser Folgen zu verwenden. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:
  - a. Ja, mein Ziel ist es, mit meinen Ersparnissen dazu beizutragen, soziale, ökologische und/ oder ethische Probleme in der Realwirtschaft zu lösen. Ich verstehe, dass dieses Ziel unabhängig von meinem finanziellen Ziel ist.
  - b. Nein, ich habe keine Präferenzen diesbezüglich.
2. Sie haben die Möglichkeit, Investitionen in wirtschaftliche Aktivitäten zu vermeiden, die nicht im Einklang mit ihrer religiösen oder moralischen Weltanschauung stehen. Eine Meidung dieser Aktivitäten leistet nicht

- automatisch einen Beitrag zu sozialen, ökologischen, oder ethischen Folgen in der Realität; sie garantiert jedoch eine Vermeidung dieser Folgen in Ihrer Anlagestrategie. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:
- a. Ja, ich möchte Finanzprodukte vermeiden, die in Aktivitäten investiert werden, die nicht mit meiner ethischen und/ oder religiösen Weltanschauung übereinstimmen;
  - b. Nein, ich habe keine Präferenzen diesbezüglich.

*Wenn 1b und 2b, dann Ende des Fragebogens.  
Wenn 1b und 2a, dann Frage 3 und Frage 9 und dann Ende des Fragebogens.  
Wenn 1a und 2b, fahren Sie mit Frage 4 fort.  
Wenn 1a und 2a, die Frage 3 und folgende.*

3. Im Folgenden werden verschiedene soziale, ökologische und/ oder ethische Probleme aufgeführt, die Sie möglicherweise ausschließen möchten. Bitte wählen Sie die Themen aus, die Ihre Präferenzen am besten beschreiben. Sie können zwischen verschiedenen Detaillierungsgraden wählen (siehe Tabelle) und Mehrfachauswahlen treffen.

- a. Umwelt & Klimawandel
  - i. Ich möchte die häufigsten Umweltausschlusskriterien anwenden.
  - ii. Ich möchte die Umweltausschlusskriterien auf Ebene 2 wählen.
  - iii. Ich möchte die Umweltausschlusskriterien auf Ebene 3 wählen.
- b. Soziales und Menschenrechte
  - i. Ich möchte die häufigsten sozialen Ausschlusskriterien anwenden.
  - ii. Ich möchte soziale Ausschlusskriterien auf Ebene 2 wählen.
  - iii. Ich möchte soziale Ausschlusskriterien auf Ebene 3 wählen.
- c. Ethik & gute Unternehmensführung
  - i. Ich möchte die am häufigsten genutzten Ausschlusskriterien im Zusammenhang mit Ethik und guter Unternehmensführung anwenden.
  - ii. Ich möchte Ausschlusskriterien im Zusammenhang mit Ethik und guter Unternehmensführung auf Ebene 2 auswählen.
  - iii. Ich möchte Ausschlusskriterien im Zusammenhang mit Ethik und guter Unternehmensführung auf Ebene 3 auswählen.

d. Ich möchte keine bestimmten Themen auswählen, ich möchte, dass mein/e FinanzberaterIn\* für mich entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

4. Sie möchten Ihre Investitionsbeschränkungen in den folgenden Bereichen näher auswählen. Bitte kreuzen Sie die Kästchen für die Themen an, die Sie als Investitionsbeschränkungen festlegen möchten.

*Frage erscheint nur für Teilnehmer die die Auswahl a-c ii und a-c iii angekreuzt haben.*

**Tabelle 5** Potenzielle Ausschlusskriterien

Umwelt & Klimawandel (Ebene 1)		Soziales & Menschenrechte (Ebene 1)		Ethik & gute Unternehmensführung (Ebene 1)	
Ebene 2	Ebene 3	Ebene 2	Ebene 3	Ebene 2	Ebene 3
Negativer Einfluss auf den Klimawandel	Obergrenzen für Einkünfte aus Kohleproduktion oder -verstromung	Unternehmenspraktiken mit negativen sozialen Auswirkungen	Erzeuger von Suchtmitteln (Tabak, Alkohol etc.)	Öffentliche Kontroversen	Korruptionsskandale
	Obergrenzen für CO2-Emissionen von Unternehmen		Herstellung von Waffen		Kontroversen um den Vorstand
	Obergrenzen für Einkünfte aus Öl und Gas		Verstöße gegen Menschenrechte in der Lieferkette		Nichtunterzeichnung wichtiger Konventionen (z. Bsp. UNO Global Compact).
Nicht-nachhaltige Produktion von Waren und Dienstleistungen	Obergrenzen für Einkünfte aus dem Verkauf von Pestiziden	Unfaire Arbeitsbedingungen	Verstöße gegen Arbeitnehmerrechte	Integrität der Vorstände und Belange der Diversität	Keine weiblichen Personen im Vorstand oder Aufsichtsrat
	Anbau genetisch veränderter Pflanzen		Verstöße gegen Vorschriften der Sicherheit auf der Arbeit		Skandale um Interessenskonflikte der Vorstandsmitglieder
	Intensive Anbaumethoden in der Landwirtschaft		Diskriminierung von Mitarbeitern		
Atomenergie	Betrieb nuklearer Anlagen	Sonstige persönliche Einstellungen	Forschung an menschlichen Embryonen		
	Obergrenzen für Einkünfte aus Atomenergie		Tierversuche		
			Religiöse Beschränkungen (z.B. Schweinefleisch, Alkohol, Pornografie etc.)		



Wenn Antwort 1a in Frage 1, dann hier die zusätzliche Frage 1.1

1.1 Sie haben sich dafür entschieden, mit Ihren Ersparnissen zur Lösung sozialer, ökologischer und/ oder ethischer Probleme in der Realwirtschaft beizutragen zu wollen. Möchten Sie bestimmte der folgenden Themen in Ihrer Strategie konkret berücksichtigen? Sie können zwischen verschiedenen Detaillierungsgraden wählen (siehe Tabelle) und Mehrfachauswahlen treffen.

- a. Umwelt & Klimawandel
  - i. Ich möchte Umweltthemen im Allgemeinen berücksichtigen.
  - ii. Ich möchte spezifischere Umweltthemen auf Ebene 2 auswählen.
  - iii. Ich möchte detaillierte Umweltthemen auf Ebene 3 auswählen.
- b. Soziale und Menschenrechte
  - iv. Ich möchte soziale Themen im Allgemeinen berücksichtigen.
  - v. Ich möchte spezifischere soziale Themen auf Ebene 2 auswählen.
  - vi. Ich möchte detaillierte Sozialthemen auf Ebene 3 auswählen.
- c. Ethik & gute Unternehmensführung
  - i. Ich möchte Themen aus den Bereichen Ethik und gute Unternehmensführung im Allgemeinen berücksichtigen.
  - ii. Ich möchte spezifischere Themen aus den Bereichen Ethik und gute Unternehmensführung auf Ebene 2 auswählen.
  - iii. Ich möchte detaillierte Themen aus den Bereichen Ethik und gute Unternehmensführung auf Ebene 3 auswählen.
- d. Ich möchte, dass mein Finanzberater\* für mich entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

1.2 Sie möchten die folgenden Bereiche für ihre Strategie näher auswählen. Bitte kreuzen Sie die Kästchen für die Themen an, die Sie als Fokus festlegen wollen für Ihre Bemühungen mit Ihren Ersparnissen zur Lösung sozialer, ökologischer und/ oder ethischer Probleme in der Realwirtschaft beizutragen.

**Tabelle 6** Mögliche Impactziele

Umwelt & Klimawandel (Ebene 1)		Soziales & Menschenrechte (Ebene 1)		Ethik & gute Unternehmensführung (Ebene 1)	
Ebene 2	Ebene 3	Ebene 2	Ebene 3	Ebene 2	Ebene 3
Bekämpfung des Klimawandels	Unternehmen/ Akteure deren Unternehmensaktivitäten im Einklang mit globalen Klimazielen stehen	Faire Beschäftigungsverhältnisse	Ansätze zur Bekämpfung von Diskriminierung	Vorbeugung von öffentlichen Kontroversen	Unterzeichner der UNO Prinzipien für verantwortungsvolles Investieren (UN PRI)
	Unternehmen/ Akteure mit besonders niedriger CO2-Emissionsintensität im Vergleich zu Wettbewerbern		Anwendung von Tarifverträgen		Unterzeichner des UNO Global Compact zur guten Unternehmensführung
	Unternehmen im Bereich Energieeffizienz		Maßnahmen zur Förderung von Diversität am Arbeitsplatz		Geldwäscherichtlinie
	Unternehmen im Bereich erneuerbare Energien				Whistleblower-Hotline
Biodiversität und Wasser	Biolandwirtschaft und nachhaltige Tierzucht	Positiver Einfluss auf die Gesellschaft	Gesundheitswesen und verwandte Unternehmen, einschließlich Fitness und Sanitär	Vorbildliche Unternehmensstrukturen	Anti-Korruptions-Richtlinie
	Hersteller von Produkten mit Nachhaltigkeitsiegeln (FSC: Waldwirtschaft, MSC: Fischerei)		Bildungs- und Fortbildungsunternehmen		Diversität und Unabhängigkeit des Vorstandes, inkl. Frauen im Vorstand
	Nachhaltiges Wassermanagement in der Produktion und Zulieferkette				Transparente Entlohnung des Vorstands
Innovationen für mehr Nachhaltigkeit	Unternehmen mit herausragenden Umweltmanagement		Mikrofinanzierung, nachhaltige Geldanlage		
	Unternehmen der Kreislaufwirtschaft				
	Innovative Nachhaltigkeitsunternehmen in den Bereichen Transport, Infrastruktur, Gebäude & Digitalisierung				

## Teil 2: Strategie

- 4 Es gibt verschiedene Strategien, mit denen Sie einen positiven Beitrag leisten können. Sie können unter diesen Strategien im Rahmen Ihrer Anlage auswählen. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:
- Ich lasse meine/n FinanzberaterIn\* bezüglich der Strategien entscheiden. Ich möchte nicht ins Detail gehen.
  - Ich möchte eine kurze und einfache Beschreibung der verschiedenen Techniken und selbst auswählen, welche Strategie verfolgt werden soll (dauert etwa 5 Minuten) [löst die optionalen Fragen aus].
  - Ich würde die Techniken übernehmen wollen, die Kunden mit meinem Profil normalerweise anwenden.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]  
Wenn die Antwort A oder C ausgewählt wurde, werden die Fragen 5-8 nicht gestellt.

In den folgenden Fragen werden Ihnen vier verschiedene Strategien vorgestellt. Die Strategien sind kombinierbar. Sie können alle Strategien auswählen, die Sie für überzeugend halten.

- 5 Strategie A: Engagement**
- Sie können Ihren Einfluss als Anleger, insbesondere Ihre Aktionärsrechte, nutzen, um soziale, ökologische oder ethische Praktiken zu fördern. Diese Strategie beinhaltet die Nutzung Ihrer Stimm- und Mitspracherechte als Kapitalgeber und Eigentümer von Vermögenswerten. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:
  - Ja, ich möchte, dass mein/e ProduktmanagerIn\*\* diese Strategie verfolgt.

- Nein, ich bin nicht an diesem Ansatz interessiert.
- Ich bin mir nicht sicher. Ich möchte, dass mein/e FinanzberaterIn\* entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

\*\*[Definition erscheint: Ein/e ProduktmanagerIn ist die Person, die das Anlageprodukt, in das Sie investieren, konzipiert und verwaltet, z.B. einen Investitionsfonds. Häufig ist dies nicht die gleiche Person, die Sie bezüglich Ihrer Anlage berät.]

### 6 Strategie B: Ausschluss

Einige ProduktmanagerInnen\*\* schließen Investitionen in bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten aus mit dem Ziel, ökologische, soziale und/ oder ethische Veränderungen in der Realwirtschaft zu fördern. Das Vermeiden dieser Investitionen folgt nicht aus religiösen oder moralischen Vermeidungs-Gründen, sondern um explizit einen positiven Beitrag zur Lösung bestimmter Probleme leisten. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:

- Ja, ich möchte, dass mein/e ProduktmanagerIn\*\* diese Strategie verfolgt.
- Nein, ich bin nicht an diesem Ansatz interessiert.
- Ich bin mir nicht sicher. Ich möchte, dass mein/e FinanzberaterIn\* entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

\*\*[Definition erscheint: Ein/e ProduktmanagerIn ist die Person, die das Anlageprodukt, in das Sie investieren, konzipiert und verwaltet, z.B. einen Investitionsfonds. Häufig ist dies nicht die gleiche Person, die Sie bezüglich Ihrer Anlage berät.]

Wenn bei den Anlagezielen Frage 2b ausgewählt wurde, dann hier Frage 3 und ggfs. 3.1 (Anlageziele) einblenden.

### 7 Strategie C: "Best-in-Class"

Viele Anlagemöglichkeiten werden nach ihren sozialen, ökologischen und ethischen Praktiken bewertet. Einige Portfoliomanager nutzen diese Bewertungen, um nur in solche Anlagemöglichkeiten zu investieren, die in jeder Branche bzw. Kategorie bezüglich bestimmter Nachhaltigkeitskriterien führend sind. Bei diesem Ansatz gibt es keinen generellen Ausschluss bestimmter Sektoren oder Anlageprodukte. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:

- a. Ja, ich möchte, dass mein/e ProduktmanagerIn\*\* diese Strategie verfolgt.
- b. Nein, ich bin nicht an diesem Ansatz interessiert.
- c. Ich bin mir nicht sicher. Ich möchte, dass meine FinanzberaterIn\* entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

\*\*[Definition erscheint: Ein/e ProduktmanagerIn ist die Person, die das Anlageprodukt, in das Sie investieren, konzipiert und verwaltet, z.B. einen Investitionsfonds. Häufig ist dies nicht die gleiche Person, die Sie bezüglich Ihrer Anlage berät.]

### 8 Strategie D: Impact-Investitionen

Sie können Anlagestrategien auswählen, die sich ausschließlich auf Investitionen konzentrieren, die explizit einen Beitrag zur Lösung von sozialen, ökologischen, oder ethischen Problem leisten wollen. Bitte wählen Sie die Option, die Ihre Präferenzen am besten beschreibt:

- a. Ja, ich möchte, dass mein/e ProduktmanagerIn\*\* diese Strategie verfolgt.
- b. Nein, ich bin nicht an diesem Ansatz interessiert.
- c. Ich bin mir nicht sicher. Ich möchte, dass mein/e FinanzberaterIn\* entscheidet.

\*[Definition erscheint: Ein/e FinanzberaterIn ist zum Beispiel ihr Bankberater oder auch eine unabhängige Anlageberaterin, der/die Ihnen bei Ihren finanziellen Entscheidungen hilft.]

\*\*[Definition erscheint: Ein/e ProduktmanagerIn ist die Person, die das Anlageprodukt, in das Sie investieren, konzipiert und verwaltet, z.B. einen Investitionsfonds. Häufig ist dies nicht die gleiche Person, die Sie bezüglich Ihrer Anlage berät.]

### **Teil 3: Ergänzende Fragen**

- 9 Ihre Strategie und deren Umsetzung kann mehr oder weniger effektiv sein, um Veränderungen zu bewirken. Wie viel Nachweis erwarten Sie in Bezug auf die erreichten Ergebnisse?
- Ich erwarte, dass die Berichterstattung Informationen darüber enthält, wie meine Ersparnisse zu Veränderungen in der Realwirtschaft beigetragen haben.
  - Ich erwarte, dass die Berichterstattung Informationen über die Performance der Unternehmen bezüglich sozialer, ökologischer, oder ethischer Probleme leistet. Ich erwarte keine Informationen darüber, inwiefern meine Anlagestrategie einen Beitrag zu dieser Performance geleistet hat.
  - Ich habe keine spezifischen Erwartungen.
- 10 Ihre Ersparnisse haben sowohl finanzielle als auch „nicht-finanzielle“ Ziele. Welche Erwartungen haben Sie in Bezug auf die Umsetzung Ihrer nicht-finanziellen Ziele im Hinblick auf Ihr gesamtes Guthaben?
- Alle meine Ersparnisse sollten darauf abzielen, zu den oben beschriebenen Präferenzen beizutragen.
  - Ich bin zufrieden, wenn der Großteil meiner Ersparnisse zu Veränderungen in der Realwirtschaft beitragen soll.
  - Ich bin zufrieden, wenn nur ein Teil meiner Ersparnisse (25-50%) zu Veränderungen in der Realwirtschaft beiträgt.
  - Ich habe hier keine spezifische Präferenz.
- 11 Wären Sie theoretisch bereit, höhere Managementgebühren für die Umsetzung Ihrer Strategie zu akzeptieren?
- Ja
  - Nein
  - Kommt drauf an, ich habe im Moment keine Meinung dazu