

## Schriftenreihe

Band 19 a

### Greenwashing von ETFs – Eine Untersuchung am Beispiel des MSCI World

von  
Gabriel Häuser

herausgegeben von Henrik Schütt

#### Abstract der Arbeit

Im Rahmen des European Green Deal von 2019 mit dem Ziel eines klimaneutralen Europa bis 2050 wird dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle zugeschrieben, da es privates Kapital in nachhaltige Investitionen umlenken kann. Vor diesem Hintergrund wird in der vorliegenden Untersuchung kritisch überprüft, ob der Finanzsektor und allen voran nachhaltige ETFs dieser Schlüsselrolle gerecht werden oder ob sich hinter den grünen Produkten nur herkömmliche Investitionen ohne nachhaltigen Mehrwert für Klima, Umwelt und Gesellschaft verstecken. Ziel ist es dabei, mögliche Gefahren für Greenwashing bei ETFs am Beispiel des MSCI World offen zu legen. Dabei wird nicht auf einzelne Titel des Index eingegangen, sondern es werden systemisch Probleme aufgezeigt, die in letzter Konsequenz zu Greenwashing führen können.

#### Zitation:

Häuser, Gabriel (2023)

Greenwashing von ETFs – Eine Untersuchung am Beispiel des MSCI World

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 19 a (12/2023)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	III
Abbildungsverzeichnis .....	IV
Tabellenverzeichnis .....	V
1 Einleitung .....	1
2 Regulatorischer Rahmen nachhaltiger Investitionen .....	2
2.1 Begrifflichkeiten .....	2
2.1.1 Greenwashing.....	2
2.1.2 Nachhaltigkeit .....	4
2.2 Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums (AFnW).....	4
2.3 EU-Taxonomie-Verordnung .....	6
2.4 EU-Offenlegungsverordnung .....	8
2.4.1 Artikel 6 und Artikel 7 SFDR .....	8
2.4.2 Artikel 8 und Artikel 9 SFDR .....	10
2.4.3 Umsetzung der SFDR durch Fondsgesellschaften .....	12
2.5 MiFID II / Verbändekonzept.....	14
2.6 Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) und Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) .....	17
2.7 Änderung der EU-Benchmark-Verordnung .....	18
2.7.1 Allgemeines zur EU-Benchmark-Verordnung .....	18
2.7.2 Climate-Transition Benchmarks und Paris-aligned Benchmarks.....	18
2.8 Kritische Betrachtung des regulatorischen Rahmens .....	19
3 Untersuchung der Gefahr von durch MSCI verursachtes Greenwashing .....	23
3.1 Morgan Stanley Capital International (MSCI).....	23
3.2 MSCI Indizes .....	24
3.2.1 MSCI World.....	24
3.2.2 MSCI World ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen und deren Indizes .....	24
3.2.3 Methodologie des MSCI World ESG Leaders Index .....	26
3.3 MSCI ESG-Ratings .....	28
3.3.1 MSCI ESG-Rating Methodologie .....	28
3.3.2 Schlüsselindikatoren .....	32
3.3.3 Ermittlung des Scores der Schlüsselindikatoren .....	33
3.4 Greenwashing-Gefahr bei MSCI ESG-Ratings.....	36
3.5 Regulatorische Lücke bei ESG-Ratings .....	41
4 Zusammenarbeit von MSCI und ETF-Anbietern.....	42
4.1 Hinweise zu den Experteninterviews .....	42
4.2 Zusammenarbeit der KVG mit MSCI bei neuen ETFs .....	42
4.3 Zusammenarbeit der KVG mit MSCI bei bestehenden ETFs.....	44
4.4 Kritische Betrachtung der Zusammenarbeit von KVG und MSCI .....	45
4.5 Handlungsempfehlungen und Lösungsvorschläge.....	46
5 Zusammenfassung und Ausblick .....	48
Literaturverzeichnis .....	51
Anhang .....	62

## Abkürzungsverzeichnis

AFnW	<i>Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums</i>
BaFin	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
CI	<i>Chance-Indikator</i>
CSDDD	<i>Corporate Sustainability Due Diligence Directive</i>
CSRD	<i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>
CTBs	<i>Climate Transition Benchmarks</i>
EBA	<i>European Banking Authority</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
ESAs	<i>European Supervisory Authorities</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i>
EU	<i>Europäische Union</i>
EURIBOR	<i>Euro InterBank Offered Rate</i>
GI	<i>Governance-Indikator</i>
GICS	<i>Global Industry Classification Standard</i>
HLEG	<i>High Level Expert Group</i>
IR	<i>ESG-Impact-Rating</i>
KIS	<i>Key Issue Score</i>
KVG	<i>Kapitalverwaltungsgesellschaften</i>
LIBOR	<i>London InterBank Offered Rate</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International</i>
NFRD	<i>Non-Financial Reporting Directive</i>
OGAW	<i>Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren</i>
PABs	<i>Paris-aligned Benchmarks</i>
PAI	<i>Principal Adverse Impact</i>
RES	<i>Risk Exposure Score</i>
RI	<i>Risiko-Indikator</i>
RMS	<i>Risk Management Score</i>
RR	<i>ESG-Risiko-Rating</i>
RTS	<i>Regulatory Technical Standard (technische Regulierungsstandards)</i>
SDG	<i>Sustainable Development Goals</i>
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>
VO	<i>Verordnung</i>
WAKIS	<i>Weighted Average Key Issue Score</i>

## Abbildungsverzeichnis

<b>Abb. Nr.</b>	<b>Titel</b>	<b>Seitenangabe</b>
Abb. 1	14 PAI Indikatoren für Investitionen in Unternehmen	10
Abb. 2	SFDR Klassifizierung in der EU erhältlicher Fonds	13
Abb. 3	Verbändekonzept zur Produktkategorisierung nach Änderungs-VO zu MiFID II	15
Abb. 4	Kategorisierung von Produkten im Verbändekonzept	16
Abb. 5	MSCI ESG Controversy Assessment Scoring Matrix	27
Abb. 6	Initial Assessment of Controversy Case Severity	27
Abb. 7	MSCI Industry-Adjusted Company Score mapped to a letter rating	29
Abb. 8	MSCI ESG-Rating Schlüsselindikatoren	29
Abb. 9	MSCI ESG-Rating Methodologie Übersicht	31
Abb. 10	Berechnung des KIS eines RIs der Säulen E und S	34
Abb. 11	Berechnung des KIS eines CIs der Säulen E und S	35
Abb. 12	Schlüsselindikatoren der Governance Säule	35
Abb. 13	Durchschnittliche Gewichtung der Schlüsselindikatoren im Immobiliensektor	39
Abb. 14	Nachhaltigkeitsampel des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung	47

## Tabellenverzeichnis

<b>Tab. Nr.</b>	<b>Titel</b>	<b>Seitenangabe</b>
Tab. 1	Maßnahmen Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums	62
Tab. 2	Volumen nicht in der EU zugelassener MSCI World ESG-ETFs	62
Tab. 3	Analyse von ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen, abgeleitet vom MSCI World	63
Tab. 4	Berechnung Anteil ESG-Rating Nutzer nach Volumen und Anzahl	65
Tab. 5	Durchschnittliche Gewichtung der Säulen E, S und G	66

### Hinweis:

Das in dieser Arbeit gewählte generische Maskulinum bezieht sich zugleich auf die männliche, die weibliche und andere Geschlechteridentitäten.

## 1 Einleitung

„*But this is Europe's man on the moon moment [...]*“<sup>1</sup>. Mit diesen Worten beschreibt Ursula von der Leyen, Präsidentin der EU-Kommission, am 11. Dezember 2019 den European Green Deal, einen Aktionsplan, mit dem Europa bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent überhaupt werden soll. Im Zentrum steht dabei der „... *Übergang zu einer modernen, ressourceneffizienten und wettbewerbsfähigen Wirtschaft ...*“<sup>2</sup>. Einer der wichtigsten Stützpfeiler des Green Deals ist dabei der *Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums* (AFnW) der EU.<sup>3</sup> Darin wird dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle zugeschrieben, da es privates Kapital in nachhaltige Investitionen umlenken kann. Dies ist für die Wirksamkeit der politischen Maßnahmen als Antwort auf den Klimawandel und die fortschreitende Ressourcenverknappung unabdingbar.<sup>4</sup>

Demgegenüber steht ein Finanzprodukt, welches in den letzten Jahrzehnten zu den wichtigsten Anlagevehikeln überhaupt geworden ist: der Exchange Traded Fund (ETF). Das weltweite Kapital in den börsengehandelten Fonds wuchs in den letzten zehn Jahren um rund 17,7% jährlich auf mittlerweile 9,6 Billionen USD.<sup>5</sup> Zwar entfallen davon nur ca. 0,4 Billionen USD auf ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen, doch konnten diese mit ca. 40% jährlichem Volumenzuwachs innerhalb der letzten zehn Jahre stark an Bedeutung gewinnen und noch schneller wachsen als die ETF-Branche insgesamt.<sup>6</sup>

Doch können der Finanzsektor und allen voran nachhaltige ETFs den Ansprüchen aus dem AFnW gerecht werden oder verstecken sich hinter den grünen Produkten nur herkömmliche Investitionen ohne nachhaltigen Mehrwert für Klima, Umwelt und Gesellschaft? Ziel dieser Arbeit ist es, mögliche Gefahren für Greenwashing bei ETFs am Beispiel des MSCI Worlds zu untersuchen. Dabei soll nicht auf einzelne Titel des Index eingegangen, sondern vielmehr systemische Probleme aufgezeigt werden, die in letzter Konsequenz zu Greenwashing führen können.

Zunächst wird dazu die regulatorische Ausgangssituation mit besonderer Beachtung der EU-Taxonomie-Verordnung und der EU-Offenlegungsverordnung untersucht und kritisch be-

---

<sup>1</sup> Von der Leyen, Ursula (2019), Minute 03:01.

<sup>2</sup> EU-Kommission (Hrsg.) (2023a), Abschnitt 1.

<sup>3</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021a), Abschnitt 1.

<sup>4</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2018), S. 1 ff.

<sup>5</sup> Vgl. ETFGI (Hrsg.) (2023a).

<sup>6</sup> Vgl. ETFGI (Hrsg.) (2023b).

wertet. Sodann folgt eine Analyse der nachhaltigen MSCI World ETF-Produktabwandlungen, gefolgt von einer intensiven Auseinandersetzung mit der Methodologie der ESG-Ratings von MSCI sowie einer Darlegung der daraus resultierenden Gefahren für Greenwashing. Schließlich wird die Zusammenarbeit von MSCI mit den Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) bei der ETF-Produktkonstruktion mithilfe von zwei semistrukturierten Experteninterviews untersucht, um die bis dahin gewonnenen Erkenntnisse noch besser einordnen zu können. Zuletzt werden noch einige Handlungsempfehlungen und Lösungsansätze gegeben, bevor die Arbeit mit einem Fazit schließt.

Da sich diese Untersuchung ausschließlich auf Europa bezieht, bleiben regulatorische Vorgaben anderer Kontinente weitgehend außer Acht. Weiterhin kann aus Gründen des Umfangs nicht detailliert auf Gefahren von Greenwashing in der Datenbereitstellung von Unternehmen und der Anlageberatung im Privatkundengeschäft eingegangen werden.

## **2 Regulatorischer Rahmen nachhaltiger Investitionen**

### **2.1 Begrifflichkeiten**

#### **2.1.1 Greenwashing**

Da die Begriffe Greenwashing und Nachhaltigkeit bzw. nachhaltige Investitionen sowohl in der Finanzindustrie als auch in der Medienlandschaft häufig mit unterschiedlichen Bedeutungen belegt werden, sollen zunächst Definitionen im Sinne der Regulatorik vorgestellt werden. Am 01.06.2023 veröffentlichten die drei European Supervisory Authorities (ESAs) EBA, EIOPA, ESMA<sup>7</sup> folgende Definition für Greenwashing:

*„... a practice whereby sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product or financial service. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants.“<sup>8</sup>*

Es handelt sich dabei um einen Auszug aus einer Pressemitteilung nach einem Konsultationsersuchen der Europäischen Kommission zum Thema Greenwashing. Der finale Bericht der ESAs ist für Mai 2024 geplant.<sup>9</sup> Die in der Definition genannte Irreführung kann laut EBA sowohl durch Aussparen von relevanten Informationen als auch durch Falschinforma-

---

<sup>7</sup> EBA – European Banking Authority; EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority; ESMA – European Securities and Markets Authority.

<sup>8</sup> EBA (Hrsg.) (2023), S. 5.

<sup>9</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2023a), S. 7.

tionen geschehen. Weiterhin gehen die Aufsichtsbehörden auf die verschiedenen Zeitpunkte entlang der Wertschöpfungskette eines Finanzproduktes ein, an denen es zu Greenwashing kommen kann, nämlich immer dann, wenn es zu Aussagen mit Nachhaltigkeitsbezug kommt. Dies kann auf **Unternehmensebene**, **Produktebene** oder **Beratungsebene** geschehen.<sup>10</sup> Die EBA nennt explizit auch ESG-Ratingagenturen als Verursacher von Greenwashing.<sup>11</sup>

Von der BaFin wird Greenwashing wie folgt definiert:

*„Von Greenwashing spricht man in der Regel, wenn Finanzprodukte oder Unternehmen als nachhaltiger dargestellt werden, als dies den tatsächlichen Umständen entspricht.“<sup>12</sup>*

Erwägungsgrund sieben der Änderungsverordnung zur MiFID II definiert Greenwashing analog zur Taxonomie-Verordnung<sup>13</sup> wie folgt:

*„... insbesondere die Praxis, durch die Empfehlung eines Finanzinstruments als umweltfreundlich oder nachhaltig einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen, obwohl das Finanzinstrument grundlegenden Umwelt- oder sonstigen Nachhaltigkeitsstandards nicht entspricht.“<sup>14</sup>*

Zusätzlich geben die Aufsichtsbehörden an, dass es sich auch um Greenwashing handelt, wenn dies **unabsichtlich** geschieht. Weiterhin ist ein entstandener Schaden für Investoren keine notwendige Bedingung für Greenwashing.<sup>15</sup>

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit soll Greenwashing als absichtliche oder unabsichtliche Irreführung von Verbrauchern, Investoren oder anderen Marktteilnehmern definiert werden, die dadurch verursacht wird, dass Aussagen, Erklärungen, Handlungen oder Mitteilungen das Nachhaltigkeitsprofil eines Unternehmens, Finanzproduktes oder einer Finanzdienstleistung abweichend von deren tatsächlichem Nachhaltigkeitsprofil darstellen, ohne dass dadurch ein messbarer Schaden entstehen muss.

---

<sup>10</sup> Vgl. EBA (Hrsg.) (2023), S. 12 f.

<sup>11</sup> Vgl. ebenda, S. 13.

<sup>12</sup> BaFin (Hrsg.) (2023).

<sup>13</sup> VO (EU) 2020/852: „Im Sinne dieser Verordnung wird „Greenwashing“ als die Praxis bezeichnet, durch die die Bewerbung eines Finanzprodukts als umweltfreundlich einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen, obwohl den grundlegenden Umweltstandards nicht entsprochen wird.“.

<sup>14</sup> delegVO (EU) 2021/1253, ErwGr 7.

<sup>15</sup> Vgl. EBA (Hrsg.) (2023), S. 12.

### 2.1.2 Nachhaltigkeit

Der Begriff der nachhaltigen Entwicklung als politisches Leitprinzip wurde im Brundtland-Bericht von 1987 geprägt und besitzt bis heute weitgehende Gültigkeit:<sup>16</sup>

*„Nachhaltige Entwicklung ist eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen.“<sup>17</sup>*

Eine ausführliche Definition der Regulatoren für nachhaltige Investitionen findet sich in der EU-Offenlegungsverordnung, auch bekannt als Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) auf die im späteren Verlauf der Arbeit noch näher eingegangen wird. Demnach handelt es sich bei einer nachhaltigen Investition um:

*„... eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels beiträgt ... oder eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines sozialen Ziels beiträgt ... vorausgesetzt, dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen und die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden ...“<sup>18</sup>*

Aus dieser Definition geht bereits hervor, dass sowohl Umweltmerkmale (Environment), soziale Merkmale (Social) und Merkmale der Unternehmensführung (Governance) bei der Nachhaltigkeitsbewertung von Anlageprodukten beachtet werden sollten. Diese sind weitgehend als ESG-Kriterien bekannt und werden sowohl von Regulatoren als auch von Marktteilnehmern als solche bezeichnet.<sup>19</sup>

Eine speziellere Definition nimmt die Taxonomie-Verordnung vor und konzentriert sich dabei auf die Umwelt-Dimension der Nachhaltigkeit. Demzufolge ist eine *„ökologisch nachhaltige Investition eine Investition, in eine oder mehrere Wirtschaftstätigkeiten, die gemäß dieser Verordnung als ökologisch nachhaltig gelten.“<sup>20</sup>* Auf die entsprechenden Wirtschaftstätigkeiten wird im späteren Verlauf der Arbeit noch näher eingegangen.

## 2.2 Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums (AFnW)

Wie anfangs bereits erwähnt, kommt dem Finanzmarkt bei der Umsetzung des European Green Deals eine überaus wichtige Aufgabe zu, indem er für die Allokation von Investitio-

<sup>16</sup> Vgl. BMUV (Hrsg.) (2021), Abschnitt 4.

<sup>17</sup> United Nations (Hrsg.) (1987), Kapitel 2 Nr. 1.

<sup>18</sup> VO (EU) 2019/2088, Art. 2 Nr. 17.

<sup>19</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2023a), S. 5 ff.

<sup>20</sup> VO (EU) 2020/852, Art. 2 Nr. 1.

nen in nachhaltige Technologien und Unternehmungen sorgen kann. Mit dem AFnW veröffentlicht die EU-Kommission am 08.03.2018 einen Maßnahmenkatalog, der helfen soll, die Klimaziele und die nachhaltige Entwicklung der EU besser durch das Finanzsystem zu unterstützen.<sup>21</sup> Die wesentlichen Ziele des Aktionsplans sind:

- „1. die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen;*
- 2. finanzielle Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, zu bewältigen;*
- 3. Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit zu fördern.“<sup>22</sup>*

Die Grundlage des AFnW sind das Pariser Klimaschutzübereinkommen, welches die Klimaerwärmung auf deutlich unter 2 Grad Celsius begrenzen will und von 195 Ländern unterzeichnet wurde sowie die 17 Ziele der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (SDG) aus dem Jahr 2015.<sup>23</sup> Außerdem besagt der AFnW, dass *„Nachhaltigkeit und der Übergang zu einer emissionsarmen, ressourcenschonenderen Kreislaufwirtschaft“<sup>24</sup>* unabdingbar sind, um die EU langfristig wettbewerbsfähig zu gestalten. Laut AFnW werden soziale Faktoren und Umweltfaktoren bei Investitionsentscheidungen häufig nicht ausreichend berücksichtigt, da sich ihre Risiken mitunter erst nach langer Zeit materialisieren und die derzeitige Marktpraxis eine Erzielung von hohen, kurzfristigen Renditen bevorzugt. Investoren sollen erkennen, dass eine längerfristige Betrachtung wirtschaftlich sinnvoll ist. Im AFnW werden Umweltfaktoren wie bspw. Anpassung an den Klimawandel, Abschwächung von dessen Folgen, Luft- und Wasserverschmutzung, Ressourcenverknappung sowie Artenvielfalt genannt. Soziale Faktoren beziehen sich im Wesentlichen auf Fragen im Zusammenhang mit Teilhabe und Ungleichheiten zwischen Menschen. Dabei werden Sozial- und Umweltaspekte, die eng miteinander verflochten sind, noch durch Governance-Merkmale, wie bspw. Management- oder Vergütungsstrukturen, ergänzt. Es zeichnet sich auch im AFnW ein Dreiklang der ESG-Kriterien ab.<sup>25</sup> Konkret werden im AFnW zehn Maßnahmen vorgeschlagen (siehe Tab. 1 im Anhang), die z.T. Ausgangspunkt regulatorischer Handlungen sind, welche in den folgenden Abschnitten näher betrachtet werden sollen.

---

<sup>21</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021a), Abschnitt 1.

<sup>22</sup> EU-Kommission (Hrsg.) (2018), S. 3.

<sup>23</sup> Vgl. ebenda, S. 1.

<sup>24</sup> Ebenda, S. 1.

<sup>25</sup> Vgl. ebenda, S. 1 ff.

## 2.3 EU-Taxonomie-Verordnung

Der AFnW sieht die im Juni 2020 veröffentlichte **Taxonomie-Verordnung** als wichtigste Maßnahme an, um durch erhöhte Transparenz für fundierte und langfristig orientierte Investitionsentscheidungen von Anlegern zu sorgen, die auch Nachhaltigkeitsaspekte ausreichend berücksichtigen.<sup>26</sup> Die Taxonomie ist ein EU-weit harmonisiertes Klassifizierungssystem zur Kennzeichnung **ökologisch** nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten.<sup>27</sup> Derzeit beschränkt sich die Klassifizierung jedoch nur auf einige Sektoren, die nach Meinung der EU-Kommission besonders zum Klimawandel beitragen.<sup>28</sup> Die ökologische Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit bestimmt sich laut Verordnung nach ihrem Beitrag zu mindestens einem der sechs aufgeführten Umweltziele:<sup>29</sup>

1. Klimaschutz
2. Anpassung an den Klimawandel
3. nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen
4. Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft
5. Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung
6. Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme

Zusätzlich darf keines der Umweltziele erheblich beeinträchtigt werden. Außerdem soll der gesamte Produktlebenszyklus bei der Bewertung berücksichtigt werden.<sup>30</sup> Weiterhin müssen soziale Mindeststandards eingehalten werden und die technischen Prüfkriterien der Delegated Acts, die im Folgenden erklärt werden, beachtet werden.<sup>31</sup>

Am 01. Januar 2022 trat zusätzlich die Delegierte Verordnung (EU) 2021/2139 (**Climate Delegated Act**) in Kraft. In dieser werden die technischen Bewertungskriterien zur Bestimmung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten der ersten beiden Umweltziele der Taxonomie-Verordnung ausführlich erklärt (1. Klimaschutz und 2. Anpassung an den Klimawandel). Seit 01. Januar 2023 gilt zusätzlich der sogenannte **Complementary Climate Delegated Act**.<sup>32</sup> Nach diesem sind auch Stromerzeugung durch Gas und die Errichtung von

<sup>26</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2018), S. 4 f.

<sup>27</sup> Vgl. VO (EU) 2020/852, ErwGr 11 und 12.

<sup>28</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021b), S. 6 f.; weiterhin heißt es dort: *“It was not possible however to develop criteria for all sectors where activities could conceivably make a substantial contribution.”*

<sup>29</sup> Vgl. VO (EU) 2020/852, ErwGr 23.

<sup>30</sup> Vgl. ebenda, ErwGr 34.

<sup>31</sup> Ebenda, ErwGr 35: *„Aus diesem Grund sollten Wirtschaftstätigkeiten nur dann als ökologisch nachhaltig eingestuft werden, wenn sie gemäß den OECD-Leitsätzen für multinationale Unternehmen und den Leitprinzipien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte einschließlich der Erklärung über die grundlegenden Prinzipien und Rechte bei der Arbeit durch die Internationale Arbeitsorganisation (IAO), der acht Kernarbeitsnormen der IAO und der Internationalen Charta der Menschenrechte durchgeführt werden.“*

<sup>32</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2022a).

Kernkraftwerken der Generationen III+ (bis 2045) und IV sowie laufzeitverlängernde Maßnahmen für bestehende Kernkraftwerke (bis 2040) als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit einzustufen.<sup>33</sup>

Nach den Standards der Taxonomie-Verordnung müssen Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern angeben, wieviel Prozent ihres Umsatzes, der Investitionsausgaben und der Betriebsausgaben ökologisch nachhaltig im Sinne der Taxonomie sind.<sup>34</sup> In welcher Form und welchen Inhalt die betreffenden Unternehmen genau zu veröffentlichen haben, spezifiziert die EU-Kommission im sogenannten **Disclosures Delegated Act**, welcher ebenfalls am 01. Januar 2022 in Kraft getreten ist.

Am 05. April 2023 veröffentlichte die EU-Kommission schließlich den Entwurf für den **Environmental Delegated Act** mit anschließender Feedbackperiode von einem Monat. Dieser soll die technischen Bewertungskriterien der verbleibenden vier Umweltziele der Taxonomie-Verordnung konkretisieren.<sup>35</sup> Am 27. Juni 2023 wurde schließlich die finale Fassung bekanntgegeben, diese tritt in Kraft, nachdem sie im Amtsblatt der EU veröffentlicht wurde und ist ab dem 01.01.2024 anzuwenden.<sup>36</sup>

Betroffene Unternehmen berichten seit Januar 2023 taxonomiekonform über das Jahr 2022 bezogen auf die ersten beiden Umweltziele (1. Klimaschutz und 2. Anpassung an den Klimawandel). Die Produkthanbieter der Finanzindustrie nutzen die Jahresabschlüsse für 2022, die im Jahr 2023 erscheinen, dann offiziell ab dem Jahr 2024 zur Berechnung der Green Asset Ratio (Banken) bzw. Green Investment Ratio (Investoren).<sup>37</sup> Für alle sechs Umweltziele wird voraussichtlich erst ab 01. Januar 2025 taxonomiekonform berichtet. D.h. Fonds können die Green Investment Ratio erst im Verlauf des Jahres 2025 bzw. 2026 exakt berechnen, wenn alle taxonomiekonformen Jahresabschlüsse der Portfoliobestandteile vorliegen.<sup>38</sup> Michael Schmidt, Mitglied des Sustainable Finance-Beirats des Bundesregierung und der High Level Expert Group (HLEG), welche die EU-Kommission in Sachen Sustainable Finance in der Vergangenheit beraten hat, geht davon aus, dass bis zum Jahr 2025 der Anteil an Wirtschaftsaktivitäten, der von der Taxonomie abgedeckt wird, auf maximal ein Drittel

---

<sup>33</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2022b), S. 2.

<sup>34</sup> Vgl. VO (EU) 2020/852, Art. 8 Abs. 2.

<sup>35</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023b), ErwGr 25 ff.

<sup>36</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023c), Art. 6.

<sup>37</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023b), Minute 12:00.

<sup>38</sup> Vgl. ebenda, Minute 13:00.

steigen wird.<sup>39</sup> Was bedeutet, dass zwei Drittel der Wirtschaftsaktivitäten unberücksichtigt bleiben. Dies deckt sich mit Aussagen der Europäischen Kommission, nach denen durch die Taxonomie ca. 40% der Wirtschaftstätigkeiten der Sektoren abgedeckt werden, die für ca. 80% der direkten Treibhausgasemissionen verantwortlich sind.<sup>40</sup> Was dazu führt, dass die Taxonomie, wenn vollständig angewendet, ca. ein Drittel der CO<sub>2</sub>-Emissionen berücksichtigt.<sup>41</sup> Vor diesem Hintergrund bleibt es nach Meinung von Michael Schmidt fraglich, wie brauchbar die Taxonomie kurzfristig zur Steuerung nachhaltiger Investitionen ist, zumal der ökologische Aspekt klar im Mittelpunkt steht und eine soziale Taxonomie derzeit als eher unwahrscheinlich erscheint.<sup>42</sup> Und das, obwohl der AFnW, wie bereits dargelegt, Soziales und Unternehmensführung klar als nachhaltigkeitsrelevant erachtet.

## 2.4 EU-Offenlegungsverordnung

Ein weiterer wichtiger Stützpfeiler des AFnW und damit auch des European Green Deals ist die EU-Offenlegungsverordnung, welche auch unter dem Namen Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) bekannt ist. Wie auch schon beim AFnW liegt der Hintergrund zur SFDR in dem Pariser Klimaschutzübereinkommen und der Agenda 2030 der Vereinten Nationen mit ihren 17 globalen Nachhaltigkeitszielen.<sup>43</sup> Zur Erreichung dieser Ziele ist die Unterstützung durch das Finanzsystem notwendig.<sup>44</sup> Dieses erhält durch die SFDR europaweit harmonisierte Vorschriften zu nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten von Finanzmarktteilnehmern und Finanzberatern gegenüber Anlegern. Hierunter fallen auch OGAW-Verwaltungsgesellschaften, welche ETFs konstruieren und Finanzinstitute, die diese ETFs in ihrer Anlageberatung als mögliches Produkt anbieten.<sup>45</sup>

### 2.4.1 Artikel 6 und Artikel 7 SFDR

Von besonderer Bedeutung sind dabei Artikel 6, (7), 8 und 9 der SFDR, welche in der Praxis nachträglich zu einer Art Klassifizierungssystem für nachhaltige Anlageprodukte avanciert sind. Nach **Artikel 6 SFDR** muss im Prospekt des Anlageproduktes angegeben werden, auf welche Art und Weise Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungen einbezogen werden und wie sich diese möglicherweise auf die Rendite des Produkts auswirken. Falls

---

<sup>39</sup> Vgl. High-Level Expert Group on Sustainable Finance (Hrsg.) (2018), S. 96.

<sup>40</sup>  $0,8 * 0,4 = 0,32 = 32\%$ .

<sup>41</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021b), 2. Abschnitt.

<sup>42</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023b), Minute 18:52.

<sup>43</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2088, ErwGr 1 ff.

<sup>44</sup> Vgl. ebenda, ErwGr 8.

<sup>45</sup> Vgl. ebenda, Art. 1 f.

diese nicht berücksichtigt werden, muss eine kurze Begründung im Prospekt folgen. Finanzberater müssen ebenso angeben, auf welche Art und Weise sie Nachhaltigkeitsrisiken bei der Anlageberatung berücksichtigen und wie sich diese ggf. auf die Rendite auswirken. Auch hier muss eine kurze Begründung erfolgen, sollten Nachhaltigkeitsrisiken nicht berücksichtigt werden.<sup>46</sup> Die SFDR definiert Nachhaltigkeitsrisiko wie folgt:

*„... ein Ereignis oder eine Bedingung in den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, dessen beziehungsweise deren Eintreten tatsächlich oder potenziell wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnte.“<sup>47</sup>*

Auch aus dieser Definition gehen erneut die drei ESG-Dimensionen Environmental, Social und Governance als Nachhaltigkeitsfaktoren hervor. **Artikel 7 SFDR** verlangt, dass ab dem 30. Dezember 2022 auf Ebene des Finanzproduktes die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren erläutert werden (Principal Adverse Impact – PAI) oder angegeben wird, warum dies nicht geschieht (möglich bei weniger als 500 Mitarbeitern).<sup>48</sup> Nachhaltigkeitsfaktoren werden dabei definiert als *„... Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung.“<sup>49</sup>* Für Investitionen in Unternehmen wurden diese weiter spezifiziert. So verbergen sich derzeit 14 Indikatoren dahinter, die ggf. noch um vier weitere ergänzt werden sollen.<sup>50</sup> Die 14 PAI-Indikatoren sind in Abb. 1 im Überblick dargestellt. Es muss erklärt werden, welchen ggf. negativen Einfluss die Investition auf diese 14 Indikatoren hat. Zusätzlich zur Produktebene müssen Finanzmarktteilnehmer diese Informationen auch auf Unternehmensebene für das eigene Unternehmen veröffentlichen (seit März 2021).<sup>51</sup> Zur Veröffentlichung können die von den ESAs veröffentlichten technischen Regulierungsstandards (RTS) genutzt werden.<sup>52</sup> Damit ist bereits in der SFDR eine Offenlegung der Wirkung von Nachhaltigkeitsrisiken auf das Unternehmen (Artikel 6) und vom Unternehmen auf die Nachhaltigkeitsfaktoren (Artikel 7) fest verankert. Dies wird von der EU-Kommission als doppelte

---

<sup>46</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2088, Art. 6.

<sup>47</sup> VO (EU) 2019/2088, Art. 2 Nr. 22.

<sup>48</sup> Vgl. ebenda, Art. 7 Nr. 22.

<sup>49</sup> Ebenda, Art. 2 Nr. 24.

<sup>50</sup> Vgl. Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023a), S. 102 ff.; danach sind folgende vier sozialen Indikatoren zusätzlich geplant: Gewinne aus „Steueroasen“, Tabakanbau und -herstellung, Behinderung von Arbeitnehmer-Mitbestimmung, Anteil Arbeitnehmer unterhalb des angemessenen Lohns.

<sup>51</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2088, Art. 4; Deloitte (Hrsg.) (2021); vgl. Humphreys, Nadia (2021), Abschnitt 6.

<sup>52</sup> Vgl. Humphreys, Nadia (2021), Abschnitt 7; vgl. delegVO (EU) 2022/1288, Anhang 1.

Wesentlichkeit oder doppelte Materialität bezeichnet und findet auch in anderen Richtlinien und Verordnungen Anwendung.<sup>53</sup>

 <b>Für Investitionen in Unternehmen</b>	
Indikatoren für Klima / Umwelt	Indikatoren für Soziales / Menschenrechte etc.
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Treibhausgasemissionen (THG)</li> <li>■ CO<sub>2</sub>-Bilanz</li> <li>■ THG-Intensität</li> <li>■ Exponierung gegenüber Unternehmen, die im Bereich fossile Brennstoffe tätig sind</li> <li>■ Verbrauch und Produktion nicht erneuerbarer Energien</li> <li>■ Energieintensität pro klimarelevantem Sektor</li> <li>■ Negative Auswirkungen auf biodiversitätssensible Gebiete</li> <li>■ Wasseremissionen</li> <li>■ Gefährliche Abfälle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Verstoß gegen Grundsätze der UN Global Compact Principles und OECD-Richtl. für multinat. Unternehmen</li> <li>■ Fehlende Prozesse und Compliance-mechanismen zur Überwachung der Einhaltung von Prinzipien der UN Global Compact und der OECD-Leitsätze für multinat. Unternehmen</li> <li>■ Unbereinigtes geschlechtsspezifisches Lohngefälle</li> <li>■ Geschlechterdiversität in Aufsichtsgremien</li> <li>■ Kontroverse Waffen (Antipersonenminen, Streumunition, chemische und biologische Waffen)</li> </ul>

Abb. 1: 14 PAI Indikatoren für Investitionen in Unternehmen  
Quelle: Fidelity (Hrsg.) (2022), Abb. 1.

#### 2.4.2 Artikel 8 und Artikel 9 SFDR

Nach **Artikel 8** SFDR müssen Finanzprodukte, die mit ökologischen und / oder sozialen Merkmalen beworben werden und zusätzlich nur in Unternehmen mit Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung investieren, angeben, wie ökologische und / oder soziale Merkmale erfüllt werden. Ist ein Index als Referenzwert bestimmt worden, muss angegeben werden, ob und wie dieser mit den Merkmalen vereinbar ist.<sup>54</sup> Finanzprodukte dieser Kategorie werden auch *hellgrüne Fonds* genannt. Auch hier helfen bei der Offenlegung die RTS,

<sup>53</sup> Vgl. Dobielewska, Dominika / Wöstheinrich, Ronja (2021), S. 3; vgl. RL (EU) 2022/2464, ErwGr 29.

<sup>54</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2088, Art. 8.

die von den Aufsichtsbehörden als Vorlage ausgegeben wurden und von Finanzmarktteilnehmern genutzt werden können.<sup>55</sup>

**Artikel 9 SFDR** beschreibt nun schließlich die Offenlegungspflichten bei Finanzprodukten, die nachhaltige Investitionen im Sinne der SFDR sind, welche also in wirtschaftliche Tätigkeiten investieren, die zur Erreichung eines Umweltziels oder eines sozialen Ziels beitragen (bereits unter 2.1.2 definiert). Diese müssen, sofern ein Index als Referenzwert bestimmt wurde, angeben, wie dieser Index auf das angestrebte Ziel ausgerichtet ist und erläutern, warum und wie sich der Index von einem breiten Marktindex unterscheidet. Wurde kein Referenzindex bestimmt, so muss erläutert werden, wie das angestrebte Ziel erreicht werden soll.<sup>56</sup> Wird eine Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen angestrebt, so muss erklärt werden, „... wie die Ziele geringer CO<sub>2</sub>-Emissionen zur Verwirklichung der langfristigen Erderwärmungsziele des Übereinkommens von Paris gewährleistet werden.“<sup>57</sup> Die SFDR zählt in ihrer Definition für nachhaltige Investition folgende Schlüsselindikatoren zur Erreichung eines Umweltziels beispielhaft auf: „... Ressourceneffizienz bei der Nutzung von Energie, erneuerbarer Energie, Rohstoffen, Wasser und Boden, für die Abfallerzeugung, und Treibhausgasemissionen oder für die Auswirkungen auf die biologische Vielfalt und die Kreislaufwirtschaft ...“<sup>58</sup>. Als soziale Ziele verfolgend wird insbesondere eine Investition bezeichnet, „... die zur Bekämpfung von Ungleichheiten beiträgt oder den sozialen Zusammenhalt, die soziale Integration und die Arbeitsbeziehungen fördert oder eine Investition in Humankapital oder zugunsten wirtschaftlich oder sozial benachteiligter Bevölkerungsgruppen ...“<sup>59</sup>.

Investiert nun ein Fonds in ein Unternehmen, welches den genannten wirtschaftlichen Tätigkeiten nachgeht, stellt sich die Frage, zu welchem Teil diese Investition als nachhaltige Investition im Sinne der SFDR gilt. Da sich keine offizielle Berechnung in der SFDR findet, greift der Markt derzeit u.a. auf Informationen einer ESMA-Veröffentlichung vom Mai 2023 zurück. Diese besagt, dass, wenn ein Unternehmen als Ganzes ein Nachhaltigkeitsziel verfolgt, wie beispielsweise eine CO<sub>2</sub>-Reduktion im Geschäftsbetrieb, die gesamte Investition des Fonds in dieses Unternehmen als nachhaltige Investition im Sinne der SFDR gewertet

---

<sup>55</sup> Vgl. delegVO (EU) 2022/1288, Anhang 1.

<sup>56</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2088, Art. 9.

<sup>57</sup> Ebenda, Art. 9 Abs. 3.

<sup>58</sup> Ebenda, Art. 2 Nr. 17.

<sup>59</sup> Ebenda, Art. 2 Nr. 17.

werden kann.<sup>60</sup> Analog zur Taxonomie sieht eine weitere Möglichkeit eine Berechnung vor, bei der lediglich der prozentuale Anteil der nachhaltigen wirtschaftlichen Tätigkeiten eines Unternehmens, bspw. gemessen am Umsatz, als nachhaltige Investition eines Fonds im Sinne der SFDR gelten.<sup>61</sup> Im Allgemeinen weist die ESMA darauf hin, dass stets die Berechnungsmethoden offenzulegen sind. Eine Methode, nach der die gesamte Investition bei der Erreichung eines Schwellenwertes von nachhaltigen wirtschaftlichen Tätigkeiten eines Unternehmens (bspw. 30%) als nachhaltige Investition gilt, scheint fragwürdig.<sup>62</sup>

### 2.4.3 Umsetzung der SFDR durch Fondsgesellschaften

Nach der Regulatorik bestehen also derzeit zwei Möglichkeiten einer nachhaltigen Investition. Eine nachhaltige Investition nach SFDR, wie eben beschrieben (Artikel-9-Fonds), oder eine ökologisch nachhaltige Investition im Sinne der Taxonomie. Interessanterweise müssen sowohl Artikel-8-Fonds als auch Artikel-9-Fonds den Anteil an taxonomiekonformen Investitionen berichten, sobald ein Umweltmerkmal (Artikel 8) oder ein Umweltziel (Artikel 9) adressiert wird.<sup>63</sup> Auffällig ist, dass aus einer Verordnung, die durch Offenlegungsvorschriften für Transparenz sorgen sollte, schließlich ein Klassifizierungssystem für ESG-Investitionen geworden ist, welches vom breiten Markt derzeit verwendet wird.<sup>64</sup> Die SFDR erfüllt die Rolle, die eigentlich für die Taxonomie vorgesehen war. Es zeigt sich jedoch, dass die Klassifizierung nach Artikel 6, 8 und 9 äußerst grob ist, da Artikel 8 ein Sammelbecken für Fonds mit unterschiedlichsten Ansprüchen in Sachen Nachhaltigkeit ist. So sind derzeit beispielsweise alle 121 Aktien-ETFs mit Nachhaltigkeitsbezug des größten europäischen ETF-Anbieters Amundi ETF Fonds nach Artikel 8.<sup>65</sup> Aus einer Veröffentlichung von Antworten der ESMA auf Fragen von Finanzmarktteilnehmern geht außerdem hervor, dass Artikel-9-Fonds vollständig in nachhaltige Investitionen im Sinne der SFDR investiert sein müssen, um selbst als nachhaltige Investition zu gelten und den Bedingungen des Artikel 9 SFDR zu entsprechen. Ausnahmen können dabei Investition mit dem Ziel Hedging oder Liquiditätshaltung sein.<sup>66</sup> Dieses harte Kriterium der Artikel-9-Fonds kann von den meisten

---

<sup>60</sup> Vgl. Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023b), S. 6; vgl. Schmidt, Michael (2023a), S. 22.

<sup>61</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023a), S. 22; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 8.

<sup>62</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023a), S. 22; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 8.

<sup>63</sup> Vgl. Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023b), S. 49.

<sup>64</sup> Vgl. Moreolo, Carlo Svaluto / Rust, Susanna (2022), S. 39.

<sup>65</sup> Vgl. Amundi (Hrsg.) (2023a); vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 7 f.

<sup>66</sup> Vgl. Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023b), S. 27.

Fonds kaum erfüllt werden.<sup>67</sup> Außerdem herrscht Unsicherheit darüber, welche wirtschaftlichen Tätigkeiten Artikel 9 kompatibel sind. Einen Überblick über die derzeitige Zuordnung gibt Morningstar (Stand März 2023).

Es zeigt sich, dass mittlerweile 54% des Asset-Volumens am europäischen Fondsmarkt Artikel-8-Fonds sind, also mit ökologischen und / oder sozialen Merkmalen beworben werden (und Mindeststandards an Unternehmensführung erfüllen). Weiterhin fällt auf, dass lediglich 3,2% der Fonds nachhaltige Investitionen im Sinne der SFDR sind (siehe Abb. 2).

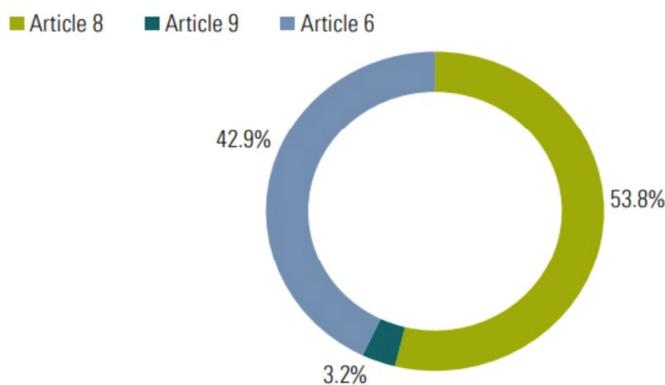


Abb. 2: SFDR Klassifizierung in der EU erhältlicher Fonds  
Quelle: Bioy, Hortense (2023b).

Außerdem sei erwähnt, dass eine Reihe von Fondsgesellschaften im Zuge der voranschreitenden Regulierung ihre Produkte von Artikel 9 auf Artikel 8 herabgestuft haben.<sup>68</sup> So sank der Anteil von Artikel-9-Fonds am Gesamtmarktvolumen der EU im vierten Quartal 2022 von 5,2% auf 3,3%.<sup>69</sup> Grund dafür war eine Klarstellung der Regulatoren bzgl. zweier regulierter Benchmarks, die im Abschnitt 2.7.2 erläutert werden. Produkte, die deren Vorgaben entsprachen, wurden vom Markt bis dahin als Investitionen mit Wirkungsbezug interpretiert und als Artikel-9-Produkte klassifiziert. Jedoch hatte die ESMA unlängst klargestellt, dass allein dieser Umstand für eine Artikel-9-Klassifizierung nicht ausreicht, woraufhin KVG ihre ETF-Produkte auf Artikel 8 herabstufte.<sup>70</sup> Dies erklärt auch, warum gerade die passiven Fonds betroffen waren. Machten diese im September 2022 noch knapp ein Viertel des Artikel-9-Volumens aus, waren es im Januar 2023 nur noch 5,1%. Im Vergleich betrug der Marktanteil passiver Fonds am Gesamtmarkt zum Ende des Jahres 2022 immerhin rund

<sup>67</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 7 f.

<sup>68</sup> Vgl. Bioy, Hortense (2023a).

<sup>69</sup> Vgl. ebenda.

<sup>70</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 7 f.; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 7 f.

20%.<sup>71</sup> Es folgt, dass passive Fonds (darunter auch ETFs) bei den Artikel-9-Fonds - im Vergleich zum Gesamtmarkt - unterrepräsentiert sind. Weiterhin sind alle Fonds, die keine Artikel-8- oder 9-Fonds sind, automatisch Artikel-6-Fonds.

## 2.5 MiFID II / Verbändekonzept

Ein weiterer wichtiger Baustein des AFnW ist die Änderungsverordnung zur MiFID II vom 21. April 2021.<sup>72</sup> Sie stellt die Kohärenz der MiFID II mit der SFDR und der Taxonomie-Verordnung sicher, indem sie die Definitionen von Nachhaltigkeitsrisiken und Nachhaltigkeitsfaktoren der SFDR und der Taxonomie in die MiFID II einführt.<sup>73</sup> Außerdem sollen (potentielle) Kunden zu ihren Nachhaltigkeitspräferenzen befragt werden, um sie stärker dafür zu sensibilisieren.<sup>74</sup> Demnach sind bei der Befragung zu Nachhaltigkeitspräferenzen folgende drei Kategorien zu berücksichtigen: 1. Finanzinstrumente mit einem Mindestanteil an ökologisch nachhaltigen Investitionen nach Taxonomie-Verordnung, 2. Finanzinstrumente mit einem Mindestanteil an nachhaltigen Investitionen nach SFDR und 3. Finanzinstrumente, bei denen die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden (PAI). Der Mindestanteil zu 1. und 2. ist dabei von dem (potenziellen) Kunden festzulegen, welcher für Kategorie 3 außerdem noch bestimmt, wie eine Berücksichtigung nachgewiesen werden soll.<sup>75</sup> Dabei betont die Änderungsverordnung, dass sich die Vorgaben nicht auf bestimmte Produkte der Taxonomie-VO oder SFDR beschränken, sondern sich lediglich auf deren Konzepte stützen, wodurch neben Investmentfonds noch andere relevante Finanzprodukte empfohlen werden können.<sup>76</sup> Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Finanzinstrumente, die zwar ökologische und soziale Merkmale bewerben, aber keine Quoten für (ökologisch) nachhaltige Investitionen nach Taxonomie-VO oder SFDR vorsehen und zusätzlich die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (ESG) nicht berücksichtigen, Kunden mit individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen nicht empfohlen werden dürfen. Diese dürfen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung nur empfohlen werden, wenn keine individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen seitens des

---

<sup>71</sup> Vgl. Glow, Detlef (2023), Abb. 2.

<sup>72</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021d), S. 1.

<sup>73</sup> Vgl. delegVO (EU) 2021/1253, Art. 1; EU-Kommission (Hrsg.) (2021d), S. 2.

<sup>74</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021d), S. 5.

<sup>75</sup> Vgl. delegVO (EU) 2021/1253, Art. 1 Nr. 1; EU-Kommission (Hrsg.) (2021d), S. 6.

<sup>76</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021d), S. 6.

Kunden bestehen. Die Geeignetheitserklärung wird dazu um den Punkt Nachhaltigkeitspräferenz ergänzt.<sup>77</sup>

Verschiedene Verbände der deutschen Finanzindustrie haben daraus ein Kategorisierungskonzept zur Zielmarktbestimmung entwickelt (siehe Abb. 3 und Abb. 4). Danach kann ein Finanzinstrument zu mehreren Kategorien des nachhaltigen Zielmarktes gemäß MiFID II gehören. Derzeit sind Fonds die nur eine nachhaltige Investition gemäß SFDR (Q) oder eine ökologisch nachhaltige Investition gemäß EU-Taxonomie (P) darstellen sehr selten. Meist handelt es sich um eine Kombination aus Berücksichtigung der PAIs inkl. Mindestausschlüssen (R) in Verbindung mit einem prozentualen Anteil an Investitionen in Q oder P oder um ein reines Investment in Kategorie R.<sup>78</sup> Produkte mit dezidierter ESG-Strategie, aber ohne Berücksichtigung der PAIs, sind nicht Teil des nachhaltigen Zielmarktes.

### Anwendung für Fonds

Sonstige Produkte – Nicht Teil des MiFID-Zielmarkts		Produkte, die sich an Kunden mit nachhaltigkeitsbezogenen Zielen gem. Art. 9 Abs. 9 UA 1 MiFID II-DRL richten können <sup>1</sup>		
Basic	ESG-Strategie-Produkt	PAIs (Berücksichtigung wichtigster nachteiliger Auswirkungen, lit. c) <sup>2</sup>	Nachhaltige Investitionen iSd SFDR (ES, lit. b)	Ökologisch nachhaltige Investitionen (Taxonomie, lit. a)
ESG-Chancen/Risiken nach den Kriterien der „ESG-Integration enhanced“ berücksichtigt <sup>3</sup> Integrationsansatz offengelegt + ProduktHersteller berücksichtigt einen anerkannten Branchenstandard (UN PRI)	Dezidierte ESG-Strategie (nach Artikel 8 SFDR) + ProduktHersteller berücksichtigt einen anerkannten Branchenstandard (UN PRI)	Dezidierte ESG-Strategie mit Berücksichtigung der Standard-PAIs <sup>4</sup> + Mindestausschlüsse <sup>5</sup> + ProduktHersteller berücksichtigt einen anerkannten Branchenstandard (UN PRI)	ESG-Strategie mit Anteil an auswirkungsbezogenen Investments iSd SFDR: Konkrete Prozentangaben <sup>6</sup> + keine schweren Verstöße gegen UN Global Compact und Demokratie/ Menschenrechte <sup>7</sup> + ProduktHersteller berücksichtigt einen anerkannten Branchenstandard (UN PRI)	ESG-Strategie mit Anteil an auswirkungsbezogenen Investments iSd Taxonomie-VO: Konkrete Prozentangaben <sup>6</sup> + keine schweren Verstöße gegen UN Global Compact und Demokratie/ Menschenrechte <sup>7</sup> + ProduktHersteller berücksichtigt einen anerkannten Branchenstandard (UN PRI)

<sup>1</sup> Mehrfachangaben möglich; wenn Produkt sich an Kunden mit nachhaltigkeitsbezogenen Zielen richten kann, sollte keine Angabe zu den sonstigen Produkten erfolgen.

<sup>2</sup> Zu einer möglichen Differenzierung siehe Folie 7.

<sup>3</sup> Als „ESG-Integration enhanced“ gilt systematische Berücksichtigung von Nachhaltigkeitschancen und -risiken im Investmentprozess sowie im Rahmen des Engagements z. B. durch Ausübung von Stimmrechten, aktive Wahrnehmung der Aktionärs- und Gläubigerrechte und Dialog mit Emittenten. Für Immobilienfonds sind die BVI-Leitlinien für nachhaltiges Immobilien-Portfoliomanagement maßgeblich. Diese orientieren sich an den „Principles for Responsible Investment“ (UN PRI) und am Stewardship-Code der EFAMA.

<sup>4</sup> Maßgeblich sind die für die jeweilige Assetklasse relevanten Standard-PAIs gem. Anhang 1 Tabelle 1 RTS-E zur SFDR.

<sup>5</sup> Siehe Folie 3. Die Mindestausschlüsse gelten für direkte Investitionen in Aktien/Anleihen. Sie gelten nicht für Investitionen in Immobilien oder Immobilien-Gesellschaften. Investiert ein Immobilienfonds daneben aber in Aktien/Anleihen sind die Ausschlüsse zu beachten.

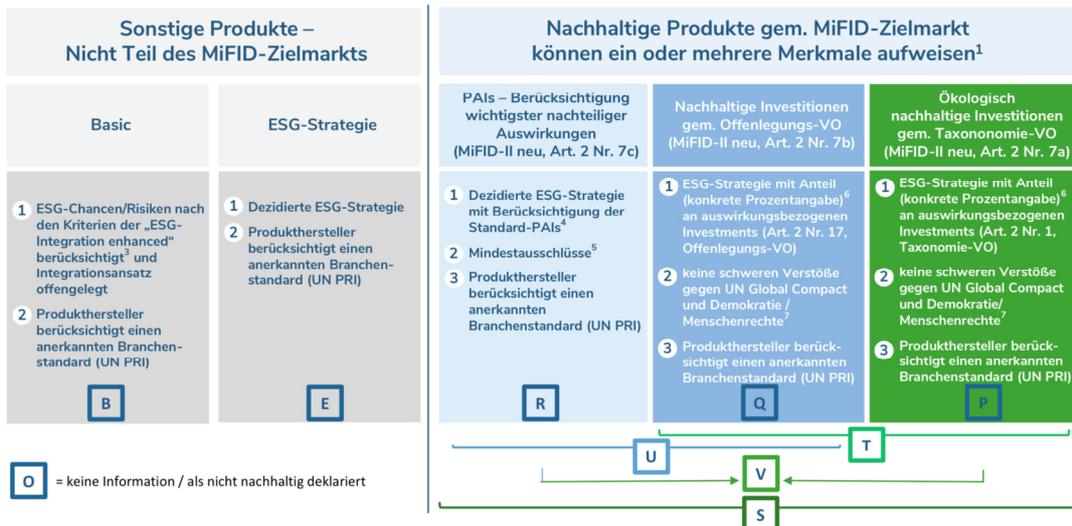
<sup>6</sup> Prozentangabe ermöglicht Distributoren Zuordnung zu standardisierten oder individuellen Clustern (optionale Umsetzung, z. B. ambitious, moderate, leader).

<sup>7</sup> Siehe Folie 3. Der Ausschluss „keine schweren Verstöße gegen UN Global Compact und Demokratie / Menschenrechte“ gilt für direkte Investitionen in Aktien/Anleihen. Er gilt bei Immobilienfonds nur, sofern diese in Aktien/Anleihen investieren.

Abb. 3: Verbändekonzept zur Produktkategorisierung nach Änderungs-VO zu MiFID II  
Quelle: Deutscher Derivate Verband u.a. (Hrsg.) (2021), S. 4.

<sup>77</sup> Vgl. delegVO (EU) 2021/1253, Art. 1 Nr. 6 d.

<sup>78</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023b), Minute 22:00.



<sup>1</sup> Mehrfachangaben möglich; wenn Produkt sich an Kunden mit nachhaltigkeitsbezogenen Zielen richten kann, sollte keine Angabe zu den sonstigen Produkten erfolgen.

<sup>2</sup> Zu einer möglichen Differenzierung siehe Folie 7.

<sup>3</sup> Als „ESG-Integration enhanced“ gilt systematische Berücksichtigung von Nachhaltigkeitschancen und -risiken im Investmentprozess sowie im Rahmen des Engagements z. B. durch Ausübung von Stimmrechten, aktive Wahrnehmung der Aktionärs- und Gläubigerrechte und Dialog mit Emittenten. Für Immobilienfonds sind die BVI-Leitlinien für nachhaltiges Immobilien-Portfoliomanagement maßgeblich. Diese orientieren sich an den „Principles for Responsible Investment“ (UN PRI) und am Stewardship-Code der EFAMA.

<sup>4</sup> Maßgeblich sind die für die jeweilige Assetklasse relevanten Standard-PAIs gem. Anhang 1 Tabelle 1 RTS-E zur SFDR.

<sup>5</sup> Siehe Folie 3. Die Mindestausschlüsse gelten für direkte Investitionen in Aktien/Anleihen. Sie gelten nicht für Investitionen in Immobilien oder Immobilien-Gesellschaften. Investiert ein Immobilienfonds daneben aber in Aktien/Anleihen sind die Ausschlüsse zu beachten.

<sup>6</sup> Prozentangabe ermöglicht Distributoren Zuordnung zu standardisierten oder individuellen Clustern (optionale Umsetzung, z. B. ambitious, moderate, leader).

<sup>7</sup> Siehe Folie 3. Der Ausschluss „keine schweren Verstöße gegen UN Global Compact und Demokratie / Menschenrechte“ gilt für direkte Investitionen in Aktien/Anleihen. Er gilt bei Immobilienfonds nur, sofern diese in Aktien/Anleihen investieren.

Abb. 4: Kategorisierung von Produkten im Verbändekonzept

Quelle: Schmidt, Michael (2023a), S. 14.

Einen weiteren Einfluss auf die MiFID II wird die im Mai 2023 veröffentlichte „Retail Investment Strategy“<sup>79</sup> der EU-Kommission haben.<sup>80</sup> Diese stellt die Interessen von Privatanlegern ins Zentrum und will deren Vertrauen in den europäischen Kapitalmarkt steigern. Damit soll zum einen ein größerer Anlageerfolg auf Seiten der Privatanleger entstehen und zum anderen deren gesteigerte Teilnahme am Kapitalmarkt unterstützt werden.<sup>81</sup> Nach ersten Informationen wird im PRIIPs-Basisinformationsblatt ein Nachhaltigkeitsabschnitt aufgenommen.<sup>82</sup> Dort soll angegeben werden, wie hoch die Quote an ökologisch nachhaltigen Investitionen nach Taxonomie ist sowie die Intensität der Treibhausgasemissionen des Fonds.<sup>83</sup> Außerdem müssen Finanzberater bestimmtes Wissen bzgl. nachhaltiger Anlageberatung durch eine Zertifizierung erwerben.<sup>84</sup>

<sup>79</sup> EU-Kommission (Hrsg.) (2023e), S. 1.

<sup>80</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023f), Abschnitt 8.

<sup>81</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023e), S. 1 f.

<sup>82</sup> Vgl. EBA (Hrsg.) (2022); vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023f), Abschnitt 2.

<sup>83</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023b), Minute 31:45.

<sup>84</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023f), Abschnitt 8.

## 2.6 Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) und Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)

Bei der **CSRD**, welche ebenfalls ein Baustein des AFnW ist, handelt es sich um eine EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen. Diese ist am 05. Januar 2023 in Kraft getreten und muss binnen 18 Monaten von den Mitgliedsstaaten der EU umgesetzt werden. Die CSRD erweitert die bisherige Non-Financial Reporting Directive (NFRD), nach der bereits Unternehmen von öffentlichem Interesse bestimmte nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten besaßen. Laut EU wird damit der Kreis der berichtspflichtigen Unternehmen von rund 11.600 auf 49.000 erweitert.<sup>85</sup> Kleinunternehmen sind ausgenommen. Zusätzlich wird Quantität und Qualität der zu berichtenden Merkmale ausgeweitet. Eine zentrale Rolle spielt die sogenannte doppelte Wesentlichkeit. Nach dieser müssen die Unternehmen über ihren Einfluss auf Menschen und Umwelt berichten (Inside Out-Perspektive) sowie zur Wirkung von Nachhaltigkeitsaspekten auf das Unternehmen Stellung nehmen (Outside In-Perspektive).<sup>86</sup> Dies ist besonders wichtig, um den Anforderungen vieler Finanzmarktteilnehmer gerecht zu werden, die im Rahmen der SFDR beide Wirkungsrichtungen bei ihren Offenlegungen zu Produkten berücksichtigen müssen und damit auf diese Daten angewiesen sind.<sup>87</sup> Die Berichtsanforderungen werden für Geschäftsjahre beginnend im Januar 2024 gelten, zunächst jedoch nur für Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Mitarbeitern und dann sukzessive bis 2026 erweitert. Die CSRD spielt eine wichtige Rolle, um Finanzunternehmen ein Handeln entsprechend der SFDR und der Taxonomie-VO zu vereinfachen, da mehr und einheitliche Datenpunkte der Unternehmen zur Verfügung stehen. Außerdem werden die Berichte zukünftig als Teil des Lageberichts auch von externen Wirtschaftsprüfern geprüft.<sup>88</sup>

Die **CSDDD** oder auch europäische Lieferkettenrichtlinie genannt, wurde erstmals durch einen Entwurf der EU-Kommission im Februar 2022 veröffentlicht und orientiert sich unter anderem am deutschen Lieferkettensorgfaltgesetz.<sup>89</sup> Am 01. Juni 2023 wurde der Entwurf der Richtlinie vom EU-Parlament angenommen.<sup>90</sup> Sie enthält umwelt- und menschenrechtsbezogene Sorgfaltspflichten für Unternehmen, auch entlang ihrer Lieferketten.<sup>91</sup> Außerdem

---

<sup>85</sup> Vgl. Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.) (2023), Abschnitt 3.

<sup>86</sup> Vgl. RL (EU) 2022/2464, ErwGr 29.

<sup>87</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2021c), Abs. 2.

<sup>88</sup> Vgl. Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.) (2023).

<sup>89</sup> Vgl. BMUV (Hrsg.) (2023), Abs. 1.

<sup>90</sup> Vgl. Herzog, Christoph (2023), Abs. 1.

<sup>91</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2022c), Art. 4 f.

müssen Unternehmen darüber berichten, wie ihr Geschäftsmodell und ihre Strategie mit dem Pariser Klimaübereinkommen vereinbar sind und wie der Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft darin berücksichtigt wird.<sup>92</sup> Für die Finanzindustrie hat dies zur Folge, dass zukünftig noch mehr Datenpunkte zur Verfügung stehen werden.

## 2.7 Änderung der EU-Benchmark-Verordnung

### 2.7.1 Allgemeines zur EU-Benchmark-Verordnung

Wie schon die regulatorischen Neuerungen zuvor ist auch die Änderung der EU-Benchmark-Verordnung eine direkte Folge des AFnW.<sup>93</sup> Ursprünglich wurde die EU-Benchmark-Verordnung erstmals 2016 von der EU-Kommission veröffentlicht, um im Januar 2018 vollständig in Kraft zu treten. Sie soll die Referenzwertermittlung noch transparenter gestalten und Marktmanipulationen, wie beim EURIBOR und LIBOR geschehen, noch besser vorbeugen und damit auch die einwandfreie Funktionalität des europäischen Finanzmarktes gewährleisten.<sup>94</sup> Die Änderung zur Benchmark-VO trat schließlich im April 2020 in Kraft und führte zwei wesentliche Neuerungen ein.<sup>95</sup> Zum einen müssen alle Benchmarks berichten, ob und wie sie ESG-Faktoren berücksichtigen. Zum anderen wurden zwei nachhaltige Arten von Benchmarks geschaffen, die Anlegern Orientierung geben sollen. Dabei handelt es sich um die EU Climate Transition Benchmarks (CTBs) und um die EU Paris-aligned Benchmarks (PABs).<sup>96</sup> Die Verordnung (EU) 2020/1816 vom Juli 2020 ergänzt die Benchmark-VO dahingehend, dass sie aufführt, wie die Berücksichtigung von ESG-Faktoren für alle Benchmarks (außer Zins- und Devisenbenchmarks) von den Benchmark-Anbietern veröffentlicht werden sollen. Die Verordnung (EU) 2020/1818 nimmt Bezug auf die Änderungen zur Benchmark-VO und erläutert ausführlich, welchen Kriterien CTBs und PABs unterliegen sollen. Diese beiden delegierten Rechtsakte zu den technischen Mindestanforderungen traten am 23. Dezember 2020 in Kraft.<sup>97</sup>

### 2.7.2 Climate-Transition Benchmarks und Paris-aligned Benchmarks

Die beiden neu eingeführten Benchmarks konzentrieren sich hauptsächlich auf die Dimension Umwelt und fordern eine Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionsintensität von Scope-1, -2- und -

---

<sup>92</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2022c), Art. 15.

<sup>93</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2089, ErwGr 6.

<sup>94</sup> Vgl. VO (EU) 2016/1011, ErwGr 1; vgl. BaFin (Hrsg.) (2021).

<sup>95</sup> Vgl. Morningstar (Hrsg.) (2022), S. 2.

<sup>96</sup> Vgl. VO (EU) 2019/2089, Art 1 Nr. 1 und 2.

<sup>97</sup> Vgl. delegVO (EU) 2020/1816, Art. 4; vgl. delegVO (EU) 2020/1818, Art. 16.

3- Emissionen des betreffenden Index im Vergleich zum Parent-Index von 30% (CTBs) oder 50% (PABs).<sup>98</sup> Wobei die verpflichtende Berücksichtigung der Scope-3-Emissionen<sup>99</sup>, in Abhängigkeit vom Sektor, gestaffelt über mehrere Jahre erfolgt.<sup>100</sup> Außerdem muss der Index einen Dekarbonisierungspfad aufweisen, indem er jährlich mindestens um 7% seine Emissionsintensität reduziert. Die Emissionsintensität ergibt sich dabei aus den CO<sub>2</sub>-Emissionen geteilt durch Millionen von Euro an Unternehmenswert einschließlich Barmittel.<sup>101</sup> Zusätzlich werden Ausschlusskriterien angewandt. Dabei erfolgt der Ausschluss von Unternehmen, die an Aktivitäten in Zusammenhang mit kontroversen Waffen beteiligt sind oder am Anbau und der Produktion von Tabak. Weiterhin müssen die Standards des UN Global Compacts sowie die Leitsätze der OECD für multinationale Unternehmen beachtet werden.<sup>102</sup> Für PABs gelten zudem bestimmte Ausschlusskriterien für Unternehmen in Zusammenhang mit Einnahmen und Stromerzeugung durch fossile Brennstoffe.<sup>103</sup> Außerdem dürfen beide Benchmarks die sechs Umweltziele der Taxonomie nicht erheblich beeinträchtigen.<sup>104</sup> Werden die Ziele der Benchmarks zwei Jahre in Folge nicht erreicht, verlieren sie ihren Status als CTBs oder PABs.<sup>105</sup> Die Sektorgewichtung der stark vom Klimawandel betroffenen Sektoren (bspw. Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden oder Verkehr und Lagerei) muss mindestens denen des Parent-Index entsprechen.<sup>106</sup> Es sei betont, dass die Emissionsvorgaben nur auf Ebene des gesamten Index eingehalten werden müssen und dadurch dennoch einzelne Unternehmen mit hoher Emissionsintensität vertreten sein können.<sup>107</sup>

## 2.8 Kritische Betrachtung des regulatorischen Rahmens

Aus der vorangegangenen Darstellung des regulatorischen Rahmens wird deutlich, dass die EU-Kommission bereits sehr viel Wert auf eine Transformation hin zu einer nachhaltigen Gesellschaft mit Hilfe des Finanzsektors legt und dies durch etliche Richtlinien und Verord-

---

<sup>98</sup> Vgl. delegVO (EU) 2020/1818, Art. 9 und 11; Scope-1-Emissionen entstehen direkt durch das Unternehmen, z.B. durch Anlagen und Maschinen, den Fuhrpark oder eigene Kraftwerke. Zu Scope-2-Emissionen zählen sämtliche Emissionen, die durch die Produktion zugekaufter Energie entstehen., vgl. LBBW (Hrsg.) (2023).

<sup>99</sup> Scope-3-Emissionen werden indirekt durch Wertschöpfung des Unternehmens entlang der Wertschöpfungskette verursacht, jedoch nicht durch Vermögensgegenstände, die sich im Besitz des Unternehmens befinden.; vgl. United States Environmental Protection Agency (Hrsg.) (2023).

<sup>100</sup> Vgl. delegVO (EU) 2020/1818, Art. 5.

<sup>101</sup> Vgl. ebenda, Art. 1 c.

<sup>102</sup> Vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 2 und Art. 12 Abs. 1.

<sup>103</sup> Vgl. ebenda, Art. 12 d-g.

<sup>104</sup> Vgl. ebenda, Art. 12 Abs. 2.

<sup>105</sup> Vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 5.

<sup>106</sup> Vgl. ebenda, Art. 3.

<sup>107</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 7.

nungen untermauert. Dennoch zeigt sich eine Vielzahl von Schwachpunkten, die Gefahren von Greenwashing begünstigen. Das größte mediale Echo hat zweifelsohne die Taxonomiekonformität von Atomkraft ausgelöst. Dieser Umstand sorgt zum einen dafür, dass die Glaubhaftigkeit der gesamten Taxonomie untergraben wird und zum anderen, dass für viele Investoren die Gefahr von Greenwashing erhöht wird, da Investitionen als ökologisch nachhaltig gekennzeichnet werden, wenn sich dahinter Geschäftsaktivitäten verbergen, die viele Investoren einer nachhaltigen Investition eigentlich zu meiden versuchen. Dennoch nutzen viele KVG Atomkraft weiterhin als Ausschlusskriterium, um den Interessen von Investoren nachzukommen.

Ebenfalls problematisch ist die Komplexität der Taxonomie, wodurch sie für viele Anleger an Attraktivität verliert und abschreckend wirkt. Außerdem deckt sie perspektivisch lediglich rund ein Drittel der Wirtschaftsaktivitäten ab und ist kurzfristig zur Steuerung von nachhaltigen Anlagen ungeeignet, da bis zu ihrer vollständigen Implementierung und Nutzbarkeit noch einige Jahre vergehen. Hinzu kommt, dass lediglich die Dimension Umwelt von ihr abgedeckt wird. Soziales und Unternehmensführung spielen derzeit nur eine untergeordnete Rolle, obwohl im AFnW auch eine soziale Taxonomie gefordert wird.<sup>108</sup> Daher kann sie nie alleiniges Maß sein, ohne gleichzeitig Greenwashing zu begünstigen.

Ein Beispiel für den derzeitigen Entwicklungsstand der Taxonomie bietet eine Untersuchung, die im Dezember 2022 von der ESMA veröffentlicht wurde. Dabei geht es um eine mögliche Einführung des EU-Umweltzeichens für Finanzprodukte.<sup>109</sup> Das auch als EU Ecolabel bekannte Siegel wurde 1992 eingeführt und kennzeichnet Produkte und Dienstleistungen, die zur Verringerung von Umweltverschmutzung beitragen wollen.<sup>110</sup> Für Finanzprodukte sind derzeit sechs konkrete Kriterien geplant, die erfüllt sein müssen, um ein Produkt mit dem Umweltzeichen zu versehen.<sup>111</sup> In einer von der ESMA durchgeführten Untersuchung wurden 3041 Aktienfonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen analysiert.<sup>112</sup> Allein das erste Kriterium, bei dem 50% der Investitionen des Fonds in taxonomiekonformen, ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten vorliegen müssen, sorgt dafür, dass lediglich 26 Fonds (0,85%) das Siegel erhalten würden.<sup>113</sup> Einer der Hauptgründe liegt in der derzeit

---

<sup>108</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2018), S. 5.

<sup>109</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2022), S. 3.

<sup>110</sup> Vgl. EU Ecolabel (Hrsg.) (2023), Abschnitt 1.

<sup>111</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2022), S. 4.

<sup>112</sup> Vgl. ebenda, S. 6.

<sup>113</sup> Vgl. ebenda, S. 7.

noch wenig ausgeprägten taxonomiekonformen Berichterstattung von Unternehmen.<sup>114</sup> Michael Schmidt schätzt, dass die Taxonomie aktuell lediglich 6% der Wirtschaftsaktivitäten abdeckt.<sup>115</sup> Eine sinnvolle Nutzung der Taxonomie zur Klassifizierung ist unter diesen Umständen nicht gegeben.<sup>116</sup> So ist es auch nicht verwunderlich, dass im März 2023 noch über 90% der Artikel-8-Fonds nach SFDR 0% Taxonomie-Quote angaben.<sup>117</sup> Nach den Untersuchungsergebnissen der ESMA scheint auch eine Einführung des Umweltzeichens für Anlageprodukte mit den gegebenen Kriterien wenig sinnvoll.

Ein weiteres Problem stellt die derzeitige Nutzung der SFDR als Klassifizierungssystem für Anlageprodukte dar. Aufgrund regulatorischer Unsicherheiten werden derzeit fast alle ESG-Fonds als Artikel-8-Produkte klassifiziert und weisen dabei doch äußerst heterogene Eigenschaften bzgl. ihrer Nachhaltigkeitsmerkmale auf. Der Umstand, dass bereits über 50% aller am Markt erhältlichen Fondsprodukte als Artikel-8-Fonds klassifiziert wurden, erschwert die Entscheidungsfindung bei Privatanlegern weiterhin und macht die SFDR als Klassifizierung derzeit unbrauchbar. Auch die ESMA betont, dass die SFDR ursprünglich nicht als das Marketing-Tool entwickelt wurde, als welches sie derzeit vom Markt genutzt wird und dass sich daraus erhebliche Risiken für Investoren ergeben.<sup>118</sup> Zu diesen gehört zweifelsohne auch ein Greenwashing-Risiko. Zusätzlich herrscht unter den KVG Unsicherheit, wie nachhaltige Investitionen - bezogen auf Artikel 9 - genau zu berechnen sind. Die Nutzung unterschiedlicher Berechnungsmethoden schwächt die Transparenz und erhöht das Risiko für Greenwashing.

Ebenfalls werden durch regulatorische Formulierungen und Begrifflichkeiten von den KVG scheinbar widersprüchliche Aussagen in den Dokumenten zu den ETFs veröffentlicht. So findet sich bspw. beim Deka MSCI World Climate Change ESG UCITS ETF die Aussage: *„Der Fonds hat kein nachhaltiges Investitionsziel, bewirbt allerdings sowohl ökologische als auch soziale Merkmale.“*<sup>119</sup> An anderer Stelle findet sich der Satz *„Zudem hat dieser Fonds einen nachhaltigen Auswirkungsbezug (ESG).“*<sup>120</sup>. Investoren können durch solch wider-

---

<sup>114</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2022), S. 4.

<sup>115</sup> Vgl. Schmidt, Michael (2023b), Minute 13:45.

<sup>116</sup> Vgl. ebenda, Minute 14:05.

<sup>117</sup> Vgl. ebenda, Minute 23:50.

<sup>118</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2023b), S. 35.

<sup>119</sup> Deka (Hrsg.) (2023a), Abschnitt 3.

<sup>120</sup> Ebenda, Abschnitt 4.

sprüchliche Aussagen verwirrt und fehlgeleitet werden. Dennoch handelt es sich um regulatorisch korrekte Formulierungen.<sup>121</sup>

Ein weiteres Problem der Praxis geht aus der Änderungsverordnung zur MiFID II hervor. Hier werden der Anlageberatung zwar klare Fragen zu Nachhaltigkeitspräferenzen vorgeschrieben. Es zeigt sich jedoch, dass diese in der Praxis Berater und Investoren überfordern und dazu führen, dass das Thema Nachhaltigkeit in der Anlageberatung immer wieder vermieden wird. Dadurch werden nachhaltige Produkte erst gar nicht vorgeschlagen, wodurch zwar auch kein Greenwashing stattfinden kann, aber dennoch nicht im Sinne der Regulatorik gehandelt wird.<sup>122</sup> Ob die Retail Investment Strategy der EU-Kommission für eine Verbesserung der Situation sorgen kann, wird sich erst in der Zukunft zeigen und ist derzeit nicht abzusehen.

Katrin Ries, Produktmanagerin bei Deka ETF, macht außerdem darauf aufmerksam, dass derzeit am Markt noch so wenig wie möglich produktbezogene Daten offengelegt werden, damit sich KVG bzgl. Greenwashing nicht angreifbar machen.<sup>123</sup>

*„Was natürlich schon insofern schwierig wird im Nachhaltigkeitsbereich, weil diese Greenwashing-Ängste ja sehr groß sind und weil man dadurch ja auch eigentlich dazu getrieben wird, möglichst wenig Informationen rausgeben zu wollen, damit man sich nicht angreifbar macht. Es ist paradox, aber das ja leider genau das, was sehr oft passiert.“<sup>124</sup>*

Auch dieser Umstand ist Ausdruck einer sehr komplizierten und vielschichtigen Regulatorik, die sich ständig weiterentwickelt und auch für Produkthanbieter sehr komplex erscheint.

Eine weitere Besonderheit bezüglich ETFs fällt bei der Analyse der Regulatorik auf. Es finden sich keine Vorschriften zum Umgang mit synthetisch replizierenden ETFs, die einen Index mit ESG-Merkmalen abbilden.<sup>125</sup> Hier besteht erhöhte Greenwashing-Gefahr, da weder im Trägerportfolio der KVG noch im Hedge-Portfolio des Swap-Partners Wertpapiere des abgebildeten Index enthalten sein müssen. Dadurch bleibt die Lenkungswirkung von Kapital hin zu nachhaltigen Investitionen aus und Einfluss durch Stimmrechtsausübung auf

---

<sup>121</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 12.

<sup>122</sup> Vgl. ebenda, S. 15.

<sup>123</sup> Vgl. ebenda, S. 14.

<sup>124</sup> Ebenda, S. 14.

<sup>125</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 9.

Hauptversammlungen ist nicht möglich.<sup>126</sup> Positiv ist dabei zu bemerken, dass derzeit am Markt für ESG-ETFs hauptsächlich vollständige physische Replikation genutzt wird. So bestätigen auch Amundi ETF und Deka ETF diese Vorgehensweise.<sup>127</sup>

Von großem Nutzen für Investoren sind derzeit die CTBs und PABs. Im Dickicht der Regulatorik bieten sie einen transparenten Produktstandard, der die Wirkungsrichtung der Unternehmen auf die Umwelt bzgl. CO<sub>2</sub> einbezieht. Trägt ein ETF den Zusatz CTB oder PAB, können Anleger davon ausgehen, dass bestimmte regulatorische Anforderungen erfüllt werden, wodurch die Gefahr von Greenwashing teils reduziert werden kann.

### **3 Untersuchung der Gefahr von durch MSCI verursachtes Greenwashing**

Nachdem in den vorangegangenen Abschnitten der regulatorische Rahmen zum Thema nachhaltiges Investieren und Greenwashing in der EU analysiert wurde, soll im folgenden Abschnitt näher auf den MSCI World und die ESG-Ratings von MSCI eingegangen werden.

#### **3.1 Morgan Stanley Capital International (MSCI)**

MSCI ist ein im S&P 500 gelisteter Finanzdienstleister aus New York, USA, mit über 5000 Mitarbeitern in mehr als 20 Ländern.<sup>128</sup> Das Unternehmen ist vor allem als Anbieter von Indizes bekannt, aber auch Research, Risikoanalysen und die Bereitstellung von Daten zählen zu seinen bedeutenden Aufgaben. Dabei ist MSCI, laut eigenen Angaben, der weltweit größte Anbieter von ESG-Ratings und Analysen für institutionelle Investoren.<sup>129</sup> Nach Schätzungen der UBS Group fließen etwa 40% der Gelder, welche am Finanzmarkt für ESG-Research und Daten ausgegeben werden, an MSCI.<sup>130</sup> Außerdem sind weltweit etwa 16,3 Billionen USD an Investitionen direkt mit Indizes von MSCI verbunden.<sup>131</sup> Davon entfallen etwa 1,3 Billionen USD auf Aktien-ETFs, die auf einem MSCI Index basieren.<sup>132</sup> Dies entspricht bei einem weltweiten ETF-Volumen von etwa 9,6 Billionen USD einem Anteil von etwa 13,54% allein für MSCI Aktien-Indizes, zu denen auch der MSCI World gehört.<sup>133</sup> Insgesamt existieren über 1300 unterschiedliche ETFs auf Indizes von MSCI.<sup>134</sup>

---

<sup>126</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 9 f.

<sup>127</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 9 f.; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 5 f.

<sup>128</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023a), Abschnitt 2.

<sup>129</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023b), Abschnitt 1.

<sup>130</sup> Vgl. Simpson, Cam u.a. (2021), Abschnitt 2.

<sup>131</sup> Vgl. EUREX (Hrsg.) (2023), Abschnitt 1.

<sup>132</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023c).

<sup>133</sup> Vgl. ETFGI (Hrsg.) (2023a).

Das Unternehmen sagt über sich selbst: „*MSCI's mission is to enable investors to build better portfolios for a better world.*“<sup>135</sup> Außerdem will das Unternehmen für noch mehr Transparenz an den Finanzmärkten sorgen.<sup>136</sup> MSCIs CEO Henry A. Fernandez führt das Unternehmen seit rund 25 Jahren. Die Bereitstellung der ESG-Ratings und des ESG-Researchs wird von MSCI ESG Research LLC durchgeführt, bei dem ca. 84 Mitarbeiter beschäftigt sind, darunter ca. 29 ESG-Analysten (Stand: März 2023).<sup>137</sup> Das Unternehmen ist eine 100%ige Tochter von MSCI Inc., welches für die Index-Konstruktionen verantwortlich ist und für die Konstruktion seiner ESG-Indizes auf Ratings, Daten und Analysen von MSCI ESG Research LLC zurückgreift.<sup>138</sup>

## 3.2 MSCI Indizes

### 3.2.1 MSCI World

Einer der bekanntesten Indizes, der von MSCI konstruiert wird, ist der MSCI World. Er enthält die nach Marktkapitalisierung größten börsennotierten Unternehmen (1.506, Stand: 31.05.2023) von 23 Industrienationen und bildet damit ca. 85% der Marktkapitalisierung von in Streubesitz befindlichen Aktien eines jeden Mitgliedslandes ab. Die USA bilden mit etwas weniger als 70% den derzeit größten Anteil am MSCI World, danach folgen Japan (6,3%) und das Vereinigte Königreich (4,1%). Die drei größten Sektoren sind derzeit Informationstechnologie (24,4%), Gesundheit (13,2%) und Finanzen (12,7%). Alle Unternehmen des MSCI Worlds zusammen hatten zum 31.05.2023 eine Marktkapitalisierung von ca. 53,6 Billionen USD.<sup>139</sup> Der MSCI World bildet den übergeordneten Index (engl. Parent-Index) vieler weiterer, von ihm abgeleiteter Indizes auf deren nachhaltige Ausprägungen im Folgenden eingegangen werden soll.<sup>140</sup>

### 3.2.2 MSCI World ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen und deren Indizes

Auf justETF, einem der führenden ETF-Portale in Deutschland, finden sich für institutionelle und private Anleger insgesamt 72 vom MSCI World abgeleitete ETFs mit Nachhaltig-

<sup>134</sup> Vgl. EUREX (Hrsg.) (2023), Abschnitt 1.

<sup>135</sup> SEC (Hrsg.) (2022), S. 1.

<sup>136</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2022), S. 3.

<sup>137</sup> Vgl. ebenda, S. 4.

<sup>138</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023d), S. 3.

<sup>139</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023e).

<sup>140</sup> Auf dem Portal justETF.de finden sich 162 vom MSCI World abgeleitete Indizes, die für Anleger verfügbar sind.; vgl. justETF (Hrsg.) (2023a).

keitsmerkmalen.<sup>141</sup> Das entspricht nach Anzahl etwa 44% der 162 für Investoren verfügbaren ETFs auf justETF, die sich vom MSCI World ableiten.<sup>142</sup> Nach Analyse einer von MSCI herausgegebenen Broschüre konnte festgestellt werden, dass auf dem Portal justETF, bis auf wenige Ausnahmen, alle weltweit existierenden ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen verfügbar sind, die auf dem MSCI World basieren. Nur einige wenige nachhaltige MSCI World ETFs sind in Europa nicht zum Handel zugelassen und so existieren zusätzlich lediglich sieben weitere, die entweder nur in den USA, in Neuseeland, Kanada oder Südafrika zugelassen sind.<sup>143</sup> Das Volumen dieser sieben ETFs beträgt insgesamt ca. 307 Mio. EUR und soll für weitere Untersuchungen vernachlässigt werden.<sup>144</sup> Von den 72 ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen wurden außerdem 16 für eine weitergehende Untersuchung ausgeschlossen, da sie sich lediglich auf einzelne Sektoren des MSCI Worlds beziehen oder allein auf Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung und daher nicht repräsentativ erscheinen. Für die 56 verbleibenden wurde untersucht, welchen ESG-Index diese replizieren, ob und in welchem Umfang sie sich auf ein ESG-Rating von MSCI stützen und ob sie den Vorgaben der CTBs oder PABs entsprechen. Die genauen Ergebnisse sind der Tabelle 2 im Anhang zu entnehmen.<sup>145</sup>

Insgesamt kommen 30 verschiedene Indizes zum Einsatz, um 56 ETFs zu konstruieren. Mehrfachnutzungen desselben Index entstehen durch ETFs, die als ausschüttende oder thesaurierende Varianten existieren sowie solche, die eine währungsgesicherte Version anbieten. Dabei fällt auf, dass für private und institutionelle Investoren, bis auf einige währungsgesicherte Varianten, fast ausnahmslos die gleichen ETFs zur Verfügung stehen. Weiterhin kommt die Nutzung desselben Index von unterschiedlichen ETF-Anbietern bis auf eine Ausnahme nicht vor.<sup>146</sup> Obwohl alle replizierten Indizes der 56 untersuchten ETFs auf Daten und Analysen von MSCI ESG Research LLC zurückgreifen, replizieren 44 einen Index, der bei seiner Konstruktion explizit vom klassischen MSCI ESG-Rating Gebrauch macht. Dies entspricht nach Anzahl etwa 78,6% und nach Volumen etwa **87,6% der untersuchten Indizes**.<sup>147</sup> 16 der angebotenen ETFs genügen den Vorgaben für CTBs oder PABs, was etwa

---

<sup>141</sup> Vgl. justETF (Hrsg.) (2023b).

<sup>142</sup> Vgl. justETF (Hrsg.) (2023a).

<sup>143</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023f), S. 44 ff.

<sup>144</sup> Genaue Auflistung siehe Tab. 2, Anhang.

<sup>145</sup> Zur Analyse wurden die Index-Factsheets der durch die ETFs replizierten Indizes untersucht. Die einzelnen Index-Factsheets können auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.

<sup>146</sup> Einzig der MSCI World Climate Paris Aligned Index wird zur ETF-Erstellung von UBS, HSBC und State Street Global Advisors genutzt.

<sup>147</sup> Für die genaue Berechnung des Volumens siehe Tab. 4, Anhang.

31,4% entspricht. Die Mehrzahl (elf) entfällt dabei auf PABs. Insgesamt beträgt das Volumen der untersuchten ETFs ca. 33,5 Mrd. EUR.

### 3.2.3 Methodologie des MSCI World ESG Leaders Index

Um der Bedeutung von ESG-Ratings in der Indexkonstruktion Rechnung zu tragen, soll nun beispielhaft am **MSCI World ESG Leaders Index** die Konstruktion eines solchen Index unter der Nutzung von ESG-Ratings erklärt werden. Der MSCI World ESG Leaders Index ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, wobei die Marktkapitalisierung nach Streubesitz adjustiert ist. Er bildet die Wertentwicklung von Unternehmen ab, die nach ESG-Kriterien aus dem MSCI World ausgewählt werden. Diese Kriterien umfassen Ausschlusskriterien basierend auf bestimmten Geschäftsaktivitäten, ESG-Ratings (min. BB) und Exposure ggü. ESG-Streitigkeiten (MSCI ESG Controversies Score von 3 oder höher – siehe Abb. 5 und 6). Ziel ist es, die Sektor-Gewichtung des MSCI Worlds aufrecht zu erhalten und ca. 50% der Streubesitz-adjustierten Marktkapitalisierung eines jeden Sektors (nach GICS) abzubilden.<sup>148</sup> Zunächst werden zu Beginn Unternehmen mit bestimmten Geschäftsaktivitäten vom Anlageuniversum ausgeschlossen.<sup>149</sup> Danach werden die verbliebenen Unternehmen eines Sektors in eine Rangfolge gebracht, basierend auf deren MSCI ESG-Ratings. Bei gleichem Rating wird der Trend des Ratings berücksichtigt. Ein Unternehmen mit einer Ratingverbesserung wird dem Unternehmen mit einer Ratingverschlechterung vorgezogen. Sollten diese Merkmale gleich sein, wird ein bereits im Index enthaltenes Unternehmen einem neu aufzunehmenden Unternehmen vorgezogen. Sollten bereits beide Unternehmen im Index enthalten sein, wird das Unternehmen mit dem besseren Sektor-adjustierten ESG-Score vorgezogen. Bei gleichem ESG-Score erhält das Unternehmen mit der größeren Streubesitz-adjustierten Marktkapitalisierung den Vorzug. Nun werden absteigend alle Unternehmen aufgenommen, bis 50% der Marktkapitalisierung des Sektors im

---

<sup>148</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023g), S. 3.

<sup>149</sup> Es werden Unternehmen mit folgenden Geschäftsaktivitäten vom Index ausgeschlossen: **Kontroverse Waffen**, dazu zählen Clusterbomben, Landminen, Waffen mit angereichertem Uran, chem. und biolog. Waffen, blendende Laserwaffen und Brandwaffen (ab > 0% vom Umsatz, aber Anteile an einem solchen Unternehmen < 20% erlaubt, für Finanzunternehmen < 50%), **Atomwaffen** (ab > 0% vom Umsatz), **zivile Schusswaffen und Munition** (ab 5% vom Umsatz für zivile Märkte (nicht anzuwenden für Unternehmen die für Militär, Regierung oder Strafverfolgung produzieren) oder ab 15% vom Umsatz für zivilen Gebrauch), **Tabak** (ab 5% vom Umsatz für Produktion oder ab 15% vom Umsatz für Produktion, Vertrieb, Handel, Lieferung), **Alkohol** (ab 10%), **konventionelle Waffen** (ab 10%), **Glücksspiel** (ab 10%), **Atomkraft** (ab 10%), **Gewinnung fossiler Brennstoffe** (ab 5%), **Energiegewinnung aus Kohle** (ab 5%). Vgl. MSCI (Hrsg.) (2019), S. 10; vgl. MSCI (Hrsg.) (2023g), S. 13 ff.

Vergleich zum Sektor im MSCI World erreicht sind oder bis keine geeigneten Unternehmen mehr auf der Liste zu finden sind.<sup>150</sup>

Severity of the case	Company role	Status of the case		
		Ongoing	Partially Concluded	Concluded
Very Severe	Direct	0	1	2
Very Severe	Indirect	1	2	3
Severe	Direct	1	2	3
Severe	Indirect	2	3	4
Moderate	Direct	4	5	6
Moderate	Indirect	5	6	7
Minor	Direct	6	7	8
Minor	Indirect	7	8	9

Abb. 5: MSCI ESG Controversy Assessment Scoring Matrix

Quelle: MSCI (Hrsg.) (2023i): MSCI ESG Controversies and Global Norms Methodology, S. 7.

		Nature of Harm			
		Very Serious	Serious	Medium	Minimal
Scale of Impact	Extremely Widespread	Very Severe	Severe	Severe	Moderate
	Extensive	Very Severe	Severe	Moderate	Moderate
	Limited	Severe	Moderate	Minor	Minor
	Low	Moderate	Moderate	Minor	Minor

Abb. 6: Initial Assessment of Controversy Case Severity

Quelle: MSCI (Hrsg.) (2023i): MSCI ESG Controversies and Global Norms Methodology, S. 10.

<sup>150</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023g), S. 12.

### 3.3 MSCI ESG-Ratings

#### 3.3.1 MSCI ESG-Rating Methodologie

Da aus der vorangegangenen Analyse des Marktes und der Index-Konstruktionen bereits deutlich wurde, welche wichtige Rolle ESG-Ratings für die Zusammensetzung der Indizes mit Nachhaltigkeitsbezug besitzen (nach Volumen nutzen 87,6% der MSCI World ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen MSCI ESG-Ratings zur Index-Konstruktion), soll nun die Methodologie dieser Ratings, bezogen auf MSCI, untersucht werden. Obwohl derzeit keine offizielle Definition des Begriffs ESG-Rating existiert, machte die ESMA in einem offenen Brief an die EU-Kommission folgenden Vorschlag: Bei einem ESG-Rating handelt es sich um eine Ansicht bzgl. eines Unternehmens, Emittenten oder einer Schuldverschreibung in Zusammenhang mit deren Einfluss auf oder deren Exposure gegenüber ESG-Faktoren, der Ausrichtung an internationalen Klimaabkommen oder Nachhaltigkeitsmerkmale(n). Hinzu kommt die Nutzung von Bewertungskategorien und eines definierten Rangfolge-Systems.<sup>151</sup> Aus dieser vorgeschlagenen Definition wird bereits deutlich, dass sich in der Praxis zwei Kategorien von ESG-Ratings wiederfinden, passend zum Konzept der doppelten Wesentlichkeit. Zum einen **ESG-Risiko-Ratings (RR)**, die versuchen festzustellen, welche Nachhaltigkeitsrisiken auf ein Unternehmen einwirken und wie diese Risiken vom Unternehmen gemanagt werden (z.B. MSCI oder Sustainalytics) und zum anderen **ESG-Impact-Ratings (IR)**, welche den Einfluss und die Wirkung eines Unternehmens auf ESG-Faktoren messen (z.B. Refinitiv).<sup>152</sup> Je nach Anbieter ist also die Wirkungsrichtung entgegengesetzt.

MSCI ESG-Ratings gehören zur Kategorie der RR. Sie versuchen in ihren Ratings abzubilden, welche negativen externen Effekte, die Unternehmen einer Branche verursachen, mittel- bis langfristig zu unvorhergesehenen Kosten für diese führen können. Außerdem, welche ESG-Faktoren auf die Branche des Unternehmens einwirken und mittel- bis langfristig zu Chancen für diese werden können.<sup>153</sup> Als Skala nutzt MSCI eine siebenstufige Rangfolge von AAA-CCC.<sup>154</sup> Eine Überblick hierzu bietet Abb. 7. MSCI bewertet die Unternehmen dabei für die Faktoren Environmental (E), Social (S) und Governance (G). Die beiden Säulen E und S, werden anhand von zwei bis sieben Merkmalen bewertet, die aus einer Liste

---

<sup>151</sup> Vgl. Maijoor, Steven (2021), S. 2.

<sup>152</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2021), S. 106.

<sup>153</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 5.

<sup>154</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 7.

von insgesamt **33 Schlüsselindikatoren** von MSCI ausgewählt werden (genaue Auflistung siehe Abb. 8).

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	Leader	8.571* - 10.0
AA	Leader	7.143 – 8.571
A	Average	5.714 – 7.143
BBB	Average	4.286 – 5.714
BB	Average	2.857 – 4.286
B	Laggard	1.429 – 2.857
CCC	Laggard	0.0 – 1.429

*\*Appearance of overlap in the score ranges is due to rounding error. The 0-to-10 scale is divided into seven equal parts, each corresponding to a letter rating.*

Abb. 7: MSCI Industry-Adjusted Company Score mapped to a letter rating  
Quelle: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a): ESG Ratings Methodology, S. 7.

3 Pillars	10 Themes	33 ESG Key Issues
Environmental	Climate Change	Carbon Emissions
		Climate Change Vulnerability
		Financing Environmental Impact
	Natural Capital	Product Carbon Footprint
		Biodiversity & Land Use
		Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Water Stress
		Electronic Waste
		Packaging Material & Waste
	Environmental Opportunities	Toxic Emissions & Waste
Opportunities in Clean Tech		
Opportunities in Green Building		
Opportunities in Renewable Energy		
Social	Human Capital	Health & Safety
		Human Capital Development
		Labor Management
		Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Chemical Safety
		Consumer Financial Protection
		Privacy & Data Security
		Product Safety & Quality
	Stakeholder Opposition	Responsible Investment
		Community Relations
Social Opportunities	Controversial Sourcing	
	Access to Finance	
	Access to Health Care	
Governance	Corporate Governance	Opportunities in Nutrition & Health
		Board
		Pay
		Ownership & Control
	Corporate Behavior	Accounting
		Business Ethics
		Tax Transparency

Abb. 8: MSCI ESG-Rating Schlüsselindikatoren  
Quelle: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a): ESG Ratings Methodology, S. 6.

Diese können für unterschiedliche Branchen eine divergierende Relevanz besitzen und werden daher individuell ausgewählt.<sup>155</sup> Die Säule G erhält ihre Bewertung durch einen Score, dem ausgehend von zehn Punkten, je nach Bewertung von sechs Schlüsselindikatoren zur G, Punkte abgezogen werden.<sup>156</sup> MSCI gibt an, dass die Schlüsselindikatoren für G, im Gegensatz zu denen für E und S, in allen Branchen gleich sind, da eine gute Unternehmensführung für alle Sektoren ähnlich wichtig ist. Der Score für G wird im Gesamtscore, in Abhängigkeit vom Unternehmen, dennoch individuell gewichtet.<sup>157</sup> Das gesamte Ratingverfahren stützt sich dabei auf öffentlich verfügbare Daten. Diese werden sowohl von den Unternehmen direkt bezogen als auch von alternativen Informationsquellen wie bspw. Regierungsbehörden oder Nichtregierungsorganisationen.<sup>158</sup> MSCI CEO Henry A. Fernandez schätzt die Daten, die direkt vom Unternehmen bezogen werden, auf etwa 50% und demzufolge die Daten alternativer Quellen ebenfalls auf 50%.<sup>159</sup>

Um den finalen Rating-Buchstaben zu erhalten, wird für das jeweilige Unternehmen ein ESG-Score berechnet. Dafür werden zunächst Punktzahlen zwischen null (am schlechtesten) und zehn (am besten) für jeden der zwei bis sieben ausgewählten Schlüsselindikatoren für E und S vergeben. Diese richten sich nach dem Chance- bzw. Risiko-Exposure gegenüber dem Schlüsselindikator und der Fähigkeit des Unternehmens dieses Risiko / diese Chance zu managen.<sup>160</sup> Aus diesen einzelnen Scores und dem Gesamtscore für die Säule G, berechnet sich der sogenannte Weighted Average Key Issue Score (WAKIS), der alle Punktzahlen mit einer von MSCI individuell bestimmten Gewichtung vereint. Schließlich wird der WAKIS des Unternehmens noch gegenüber seinem Sektor normalisiert, wodurch er einen relativen Score im Verhältnis zum gesamten Sektor widerspiegelt.<sup>161</sup> Sobald ein Unternehmen den höchsten Score eines Sektors erreicht, wird dieser in einen Score von zehn umgewandelt. Umgekehrt erhält es automatisch einen Score von null, wenn es das schlechteste Scoring eines Sektors erreicht. Ansonsten wird der Score wie folgt normalisiert:<sup>162</sup>

---

<sup>155</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 12.

<sup>156</sup> Vgl. ebenda, S. 5; genaue Auflistung siehe Abb. 8.

<sup>157</sup> Vgl. ebenda, S. 12.

<sup>158</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023b), S. 3.

<sup>159</sup> Vgl. Fernandez, Henry A. (2020), Minute 4:47.

<sup>160</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 8.

<sup>161</sup> Vgl. ebenda, S. 7.

<sup>162</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 52.

$$10 * \frac{\text{WAKIS} - \text{industry\_min\_score}}{\text{industry\_max\_score} - \text{industry\_min\_score}}$$

WAKIS = Weighted Average Key Issue Score (gewichteter Score der Schlüsselindikatoren)

industry\_min\_score = der Score des Unternehmens mit dem geringsten Sektor-Score

industry\_max\_score = der Score des Unternehmens mit dem höchsten Sektor-Score

Aus diesem normalisierten ESG-Score ergibt sich dann schließlich der Rating-Buchstabe, der ein ESG-Rating eines Unternehmens relativ zu seinem Sektor darstellt.<sup>163</sup> Einen Überblick dazu bietet die Abb. 7 und zum Ratingverfahren die Abb. 9.

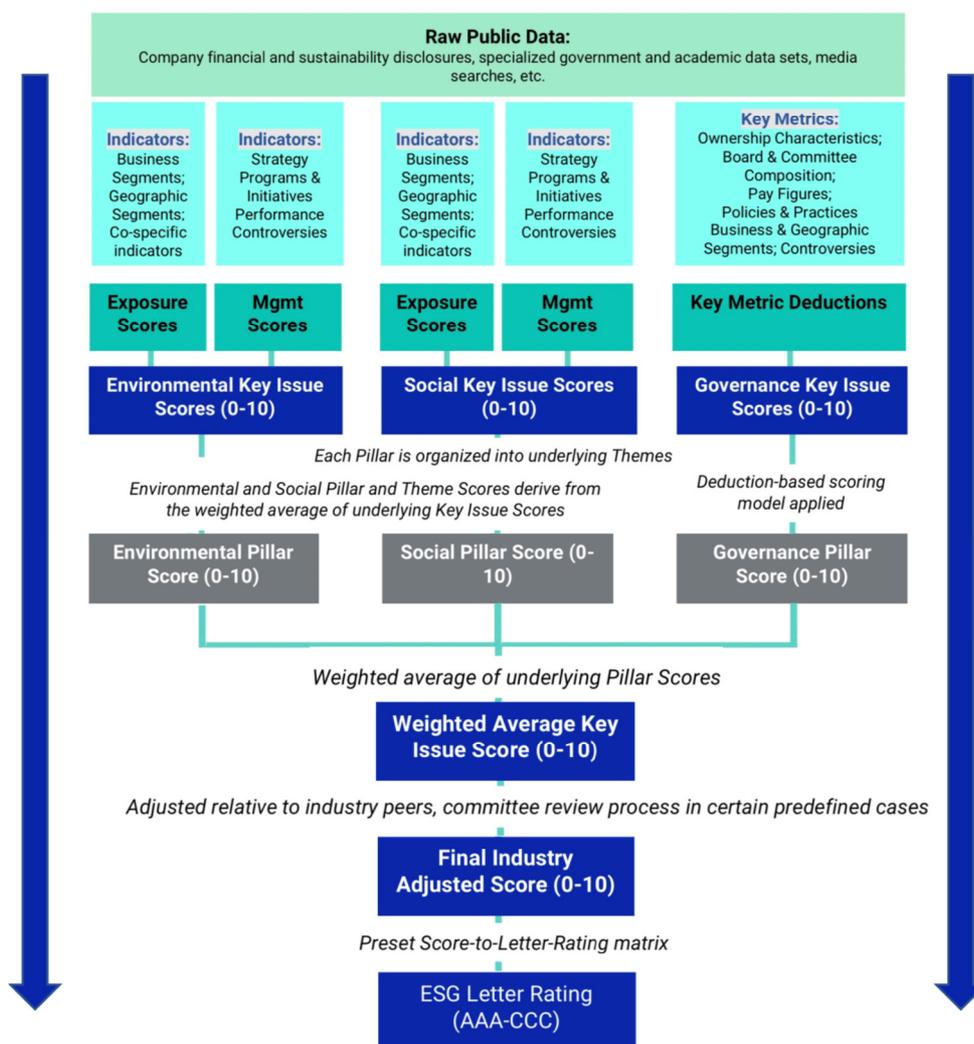


Abb. 9: MSCI ESG-Rating Methodologie Übersicht

Quelle: In Anlehnung an: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a): ESG Ratings Methodology, S. 11.

<sup>163</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 11.

### 3.3.2 Schlüsselindikatoren

Zur Auswahl der Schlüsselindikatoren für die Säulen E und S nutzt MSCI das sogenannte *Materiality Mapping*.<sup>164</sup> Dabei werden jedem der 163 GICS Untersektoren für E und S eine Auswahl an zwei bis sieben Schlüsselindikatoren zugewiesen. Diese differieren je nach Branche, da es zu unterschiedlichen Risiken aus externen Effekten kommt, die je nach Sektor berücksichtigt werden müssen. Um die richtigen Schlüsselindikatoren für jeden Untersektor zu finden, werden die Geschäftstätigkeiten der Unternehmen dieses Untersektors analysiert und festgestellt, welche externen Effekte von ihnen verursacht werden. Jeder externe Effekt wird dabei einem Schlüsselindikator zugewiesen. Handelt es sich nun um einen signifikanten Schlüsselindikator, der die wichtigsten externen Effekte berücksichtigt, so wird der Schlüsselindikator dem Untersektor zugewiesen.<sup>165</sup> Dabei repräsentieren stets zwei bis sieben Schlüsselindikatoren die wichtigsten externen Effekte der Säulen E und S eines jeden Untersektors. Diese werden dann für das jeweilige bewertete Unternehmen dieses Untersektors übernommen.<sup>166</sup> Für die Säule G werden für jedes Unternehmen die gleichen sechs Schlüsselindikatoren verwendet,<sup>167</sup> auf welche im späteren Verlauf der Arbeit noch näher eingegangen wird.

MSCI behält sich zusätzlich die Möglichkeit vor, unternehmensspezifische Schlüsselindikatoren für E und S hinzuzufügen oder zu streichen, um den Besonderheiten einzelner Firmen Rechnung zu tragen. Danach ändern die übrigen Indikatoren ihre Gewichtung so, dass ihre Proportionen erhalten bleiben.<sup>168</sup> MSCI gibt an, dass dies bei ca. 20% der bewerteten Unternehmen der Fall ist (Stand: 31.01.2023).<sup>169</sup>

Nachdem die Schlüsselindikatoren eines jeden Untersektors gefunden wurden, wird nun über deren Gewichtung entschieden. MSCI veröffentlicht die durchschnittliche Gewichtung der Schlüsselindikatoren für E und S sowie die Gewichtung der einzelnen Säulen E, S und G für jeden der 11 GICS Hauptsektoren und der 163 GICS Untersektoren auf ihrer Website.<sup>170</sup> Diese liegt für die Schlüsselindikatoren der Säulen E und S typischerweise jeweils zwischen

---

<sup>164</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 12.

<sup>165</sup> Vgl. ebenda, S. 12 ff.

<sup>166</sup> Vgl. ebenda, S. 5.

<sup>167</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 34.

<sup>168</sup> Vgl. ebenda, S. 14.

<sup>169</sup> Vgl. ebenda, S. 15.

<sup>170</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023h), siehe auch Tab. 5 im Anhang.

5% und 30%.<sup>171</sup> Es wird jedoch bei Nutzung des Programms auf der Website deutlich, dass dies längst nicht bei allen Schlüsselindikatoren der Fall ist. Die Gewichtung richtet sich nach der Schwere der externen Effekte, die hinter jedem Schlüsselindikator stehen, welche dem Untersektor zugeordnet wurden und dem erwarteten Zeithorizont, in dem sich diese Effekte materialisieren. Das Gewicht für die Säule G beträgt mindestens 33%. Trägt bspw. ein Untersektor erheblich zu einem externen Effekten bei und materialisiert sich der Effekt voraussichtlich innerhalb der nächsten zwei Jahre, so ist das Gewicht des zugeordneten Schlüsselindikators dreifach höher anzusetzen, als wenn der Untersektor nur geringfügig zum externen Effekt beiträgt und sich dessen Wirkung auf das Unternehmen auch erst in frühestens fünf Jahren materialisieren könnte. Schlussendlich wird die Auswahl der Schlüsselindikatoren und ihre Gewichtung vom Sektor-Teamleiter und vom ESG-Methodologie-Komitee bestätigt. Die Gewichtungen werden zu Beginn des Jahres festgelegt und gelten für das gesamte Kalenderjahr.<sup>172</sup>

### 3.3.3 Ermittlung des Scores der Schlüsselindikatoren

Nachdem Art und Gewichtung der Schlüsselindikatoren gefunden wurden, soll nun erklärt werden, wie diese für ein Unternehmen eines Untersektors bewertet werden und damit ihr Scoring erhalten. Alle Scores, die im Folgenden berechnet werden, können zwischen null und zehn liegen.<sup>173</sup> Ein Schlüsselindikator kann drei Zustände haben. Entweder ist er ein Risiko-Indikator (RI) oder ein Chance-Indikator (CI), dann bezieht er sich auf Säule E oder S, oder er ist ein Governance-Indikator (GI) der Säule G.<sup>174</sup> MSCI bildet sowohl für RIen als auch für CIen jeweils einen „*Risk Exposure Score*“<sup>175</sup> (RES) und einen „*Risk Management Score*“<sup>176</sup> (RMS). Um den RES zu berechnen, wird das Risiko des Unternehmens durch die verursachten externen Effekte (bezogen auf E und S Faktoren) mithilfe einer Analyse und der Gewichtung der einzelnen Geschäftstätigkeiten (z.B. nach Umsatz) ermittelt. Anschließend folgt eine Korrektur, die Eigenschaften auf Ebene des Gesamtunternehmens einbezieht wie bspw. Größe des Unternehmens oder Anzahl der Mitarbeiter. Zusätzlich kann das Ergebnis durch einen Regionalfaktor berichtigt werden, der die geografische Diversifikation des Unternehmens berücksichtigt. Dieser kann den RES um bis zu 50% nach oben oder un-

---

<sup>171</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 15.

<sup>172</sup> Vgl. ebenda, S. 15 ff.

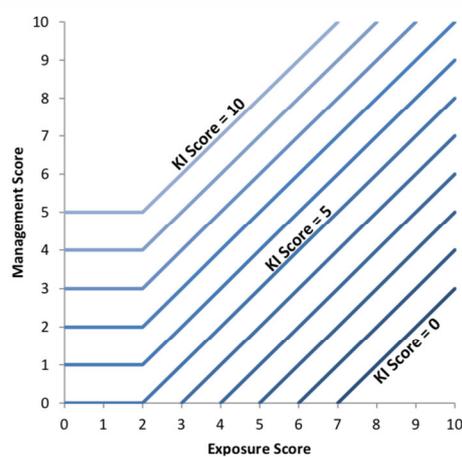
<sup>173</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 21.

<sup>174</sup> Vgl. ebenda, S. 18.

<sup>175</sup> Vgl. ebenda.

<sup>176</sup> Vgl. ebenda.

ten verändern.<sup>177</sup> Demgegenüber steht der RMS. Dieser berechnet sich aus Strategien und Initiativen des Managements sowie bisheriger Performance bzgl. der Schlüsselindikatoren.<sup>178</sup>



$$\text{Key Issue Score} = 7 - (\text{MAX}(\text{exposure}, 2) - \text{management})$$

(Constrained 0-10, rounded to one decimal)

Abb. 10: Berechnung des KIS eines RIs der Säulen E und S  
Quelle: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 32.

Der RMS wird nun mit dem RES verrechnet und bietet die Möglichkeit, durch gutes Management auch bei hohen negativen externen Effekten und einem daraus resultierenden hohen Risiko einen guten Schlüsselindikatoren-Score (Key Issue Score, KIS) zu erhalten. Für RI gilt jedoch, dass ein Scoring von zehn ab einem RES von über sieben nicht mehr zu erreichen ist.<sup>179</sup>

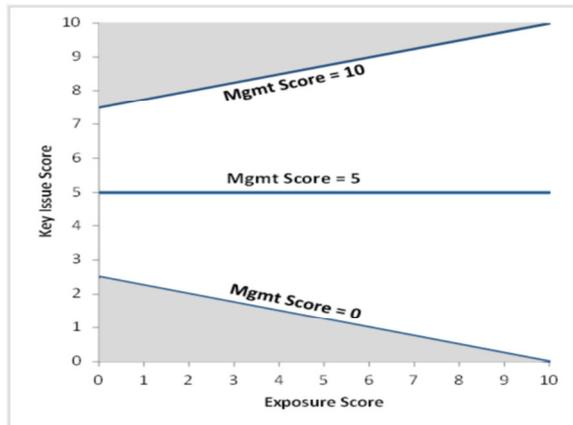
Für die Berechnung des KIS eines CI wird eine andere Funktion verwendet. Bei einem RES von zehn - also einer hohen Relevanz einer Chance für ein Unternehmen - ist je nach RMS ein Score des Schlüsselindikators zwischen null und zehn möglich. Dies wird von MSCI dadurch begründet, dass bei einem hohen RES äußerst positive, aber auch äußerst negative Konsequenzen in Abhängigkeit vom Management auftreten können, da sich oft auch Konkurrenten diese Chance zunutze machen können. Bei geringem RES liegt der KIS des CI dagegen näher um fünf, da nur beschränkt Chancen und Risiken durch das Management bestehen. Zugleich muss ein geringer RMS hierbei nicht zwangsläufig ein negativer Indikator sein, da es verständlich ist, dass bei geringer Relevanz einer Chance auch weniger Wert

<sup>177</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 21.

<sup>178</sup> Vgl. ebenda, S. 22.

<sup>179</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 31 f.

auf ein Management dieser gelegt wird.<sup>180</sup> So führt ein RMS von null bei einem RES von null immerhin noch zu einem KIS von 2,5.



$$\text{Key Issue Score} = \left(0.5 + \frac{\text{exposure}}{20}\right) * \text{management} + \left(0.5 - \frac{\text{exposure}}{20}\right) * 5.0$$

(Constrained 0-10, rounded to one decimal)

Abb. 11: Berechnung des KIS eines CI der Säulen E und S  
Quelle: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 32.

Die gesamte Säule G teilt sich in zwei Themen, Corporate Governance und Corporate Behavior, wobei diese nochmals in vier bzw. zwei Schlüsselindikatoren unterteilt sind. Je höher das Risiko-Exposure der Schlüsselindikatoren ist, desto höher ist die Risiko-Punktzahl, die sie und damit auch jedes Thema und schließlich auch die gesamte Säule G erhält.<sup>181</sup>

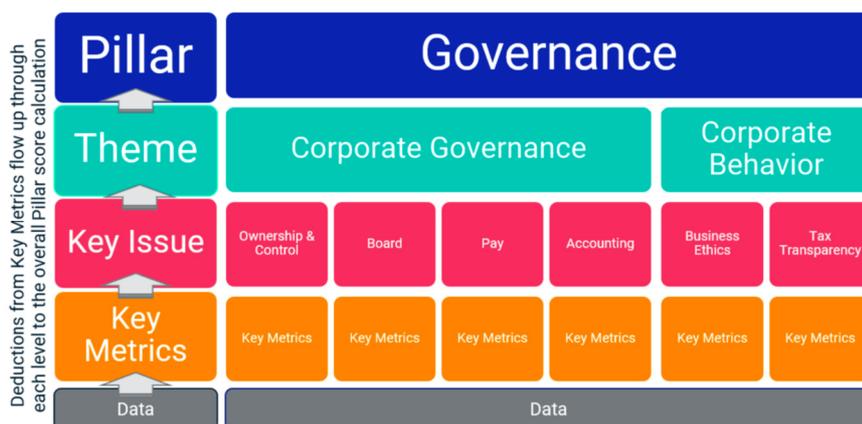


Abb. 12: Schlüsselindikatoren der Governance Säule  
Quelle: MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 34.

<sup>180</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 32 f.

<sup>181</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 34.

Der Gesamtscore der G-Säule berechnet sich mit Hilfe der folgenden Formel:

$$10 - 10 * \frac{\text{erreichte Gesamtpunktzahl}}{\text{max. mögl. Gesamtpunktzahl}}$$

Je weniger Risiko-Punkte gesammelt werden, desto besser fällt der Gesamtscore also aus.<sup>182</sup>

Die so ermittelten KIS der E und S Säule sowie der Gesamtscore der G Säule werden nun gewichtet und bilden damit den WAKIS, welcher nach bereits genanntem Verfahren schließlich zum Rating Ergebnis führt.<sup>183</sup>

### 3.4 Greenwashing-Gefahr bei MSCI ESG-Ratings

Wie bereits unter 2.1.1 beschrieben, haben auch die europäischen Aufsichtsbehörden Greenwashing als ein Problem der Finanzindustrie ausgemacht. Besonders auffällig ist dabei, dass sowohl ein Schaden als auch eine Absicht **keine** Voraussetzung für Greenwashing sind. Allein der Fakt, dass es sich um eine absichtliche oder unabsichtliche Irreführung durch Aussagen, Erklärungen, Handlungen oder Mitteilungen mit Nachhaltigkeitsbezug handelt, reicht in den Augen der Aufsichtsbehörden aus.<sup>184</sup> Auch kann dies sowohl gegenüber Kunden und Investoren geschehen als auch gegenüber anderen Marktteilnehmern (bspw. zwischen Indexanbieter und KVG). Unter diesen Voraussetzungen soll nun MSCI und dessen ESG-Ratings betrachtet werden.

Eine der größten Greenwashing-Gefahren, die sich aus den MSCI ESG-Ratings ergibt, ist die Wirkungsrichtung des gemessenen Risikos. Ausgehend von den Überlegungen des Green Deals und des AFnW hat sich die EU klare Ziele gesetzt, die es innerhalb der nächsten Jahre zu erreichen gilt. Dies ist auch der Ausgangspunkt jeglicher Regulatorik. Doch statt den Wirkungsbeitrag eines Unternehmens zu diesen Zielen zu messen, versuchen die MSCI ESG-Ratings zu quantifizieren, welches Risiko der nachhaltige Wandel für ein Unternehmen darstellt. Ergibt sich also bspw. aus einer Wasserverschmutzung kein Risiko für ein Unternehmen, da keine Strafen oder Reputationsschäden drohen, so wird dieser Umstand auch nicht negativ in das Rating eingehen. Gleiches gilt für CO<sub>2</sub>-Emissionen. Geht aus ihnen kein finanzielles Risiko für ein Unternehmen hervor, so findet dieser Indikator auch keine Gewichtung im MSCI Rating. Bspw. erhält McDonald's, ein Unternehmen, welches

---

<sup>182</sup> Vgl. MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a), S. 37.

<sup>183</sup> Vgl. ebenda, S. 41.

<sup>184</sup> Vgl. EBA (Hrsg.) (2023), S. 12.

immer wieder negative Schlagzeilen aufgrund seines hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoßes macht,<sup>185</sup> eine Bewertung, in der der Indikator *CO<sub>2</sub>-Emission* ein Gewicht von 0% besitzt.<sup>186</sup> Aus rein rationaler Sicht macht diese Art der fundamentalen Bewertung Sinn, doch hat sie wenig mit den allgemeinen Interessen und Vorstellungen gemein, welche durch nachhaltige Investitionen einen Beitrag zu einer ressourcenschonenden Kreislaufwirtschaft im Sinne der EU-Ziele leisten wollen. Gerade Privatkunden laufen Gefahr, diese Art des Ratings misszuverstehen und sollten daher stets darüber aufgeklärt werden, um auch unabsichtlichem Greenwashing vorzubeugen.

Selbst MSCI CEO Henry A. Fernandez gab am Rande der UN-Klimakonferenz 2021 in Glasgow gegenüber Bloomberg zu, dass sich die wenigsten privaten Investoren dieses Prinzips bewusst sind und auch unter den professionellen Anlegern längst nicht alle diese Art der Methodologie verstehen.<sup>187</sup> Im Interview mit Bloomberg sagte Fernandez: *„I would even say many portfolio managers don't totally grasp that. Remember, they get paid. They're fiduciaries, you know. They're not as concerned about the risk to the world.”*<sup>188</sup> Dass ESG-Impact-Ratings mit einer entgegengesetzten Wirkungsrichtung verfügbar sind, zeigt bspw. das ESG-Rating von Refinitiv.<sup>189</sup> Obwohl die MSCI Rating-Methodologie mit der Wirkungsrichtung von der Umwelt auf das Unternehmen dem regulatorischen Vorschlag der EU-Kommission bzgl. der zwei Arten von ESG-Ratings entspricht, sollte dieses Merkmal gegenüber Marktteilnehmer stärker kommuniziert werden.

Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die ESG-Ratings von MSCI stets relativ zum Sektor bewerten, da der erzielte Score am Ende der Bewertung normalisiert wird. Dadurch wird anhaltend ein Best-in-Class oder Worst-in-Class Gedanke in das Rating integriert, jedoch nie absolut bewertet. So können Unternehmen eines Sektors, der erheblich negativ zum Klimawandel beiträgt, dennoch ein sehr positives Rating erhalten, wenn sie etwas weniger schmutzig sind als ihre Peers.<sup>190</sup> Werden dann Mindestratings für eine Indexaufnahme festgesetzt, landen auch diese Unternehmen in den Indizes. Außerdem lassen sich dadurch Ratings von Unternehmen über Sektoren hinaus nicht vergleichen. Ein Unternehmen mit einem AA Rating des Sektors Informationstechnologie wird ein erheblich anderes Nachhaltigkeits-

---

<sup>185</sup> Vgl. Elgin, Ben (2021).

<sup>186</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023h), Unterkategorie Restaurants.

<sup>187</sup> Vgl. Simpson, Cam u.a. (2021), Abschnitt 3.

<sup>188</sup> Ebenda.

<sup>189</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2021), S. 106; Refinitiv (Hrsg.) (2022).

<sup>190</sup> Vgl. Maijor, Steven (2021), S. 2.

profil besitzen als ein Unternehmen mit einem AA Rating des Sektors Energie. Gerade vor diesem Hintergrund ergeben ESG-Rating Schwellen zur Indexaufnahme, wie in der Praxis häufig benutzt, wenig Sinn.<sup>191</sup> Diese Informationen sind wichtig für Marktteilnehmer, da es ansonsten auch hier zu unbeabsichtigtem Greenwashing kommen kann. Ein möglicher Vorteil dieser Praktik ist der Erhalt der Gewichtung der Sektoren im Kontext einer Indexkonstruktion. Dadurch wird die Diversifikation innerhalb dieser Indizes gewährleistet. Hier stellt sich die Frage, ob MSCI ESG Research LLC diese Art der Methodologie anwendet, um MSCI Inc. die Indexkonstruktion zu erleichtern und bestimmten Kundenbedürfnissen nach Diversifikation nachzukommen.

Ein weiterer Nachteil der relativen Bewertung innerhalb eines Sektors ist der Einfluss der Veränderung eines Ratings auf die der anderen Unternehmen des Sektors. So würde die Verschlechterung eines Unternehmens A automatisch zur Verbesserung des Unternehmens B führen, ohne dass dieses einen aktiven Beitrag leistet. In einer Studie von Bloomberg wurden 155 MSCI ESG-Ratingverbesserungen von Unternehmen im S&P 500 während der ersten beiden Quartale des Jahres 2021 untersucht. Dabei wurde festgestellt, dass 75 davon aufstiegen, ohne dass vom Unternehmen ein aktiver Beitrag geleistet wurde. Die Verbesserungen wurden auf Änderungen von Gewichtungen oder von Methodologien zurückgeführt. Außerdem hatten über 20% der Unternehmen mit ESG-Ratingverbesserung zum gegebenen Zeitpunkt keinerlei Daten zu ihren Treibhausgasemissionen veröffentlicht.<sup>192</sup>

Aus der Analyse der Methodologie unter 3.3 geht außerdem hervor, dass die Säulen E und S im Rating teilweise nur durch einige wenige Schlüsselindikatoren repräsentiert werden. So wird der gesamte Sektor Immobilien in der Säule E fast ausschließlich durch den Schlüsselindikator „Chancen in grünem Bauen“ vertreten. CO<sub>2</sub>-Emissionen gehen im Durchschnitt lediglich mit 0,1% Gewicht in die Gesamtwertung ein. Dies ist gerade im Immobiliensektor sehr fraglich. Dagegen geht die gesamte Säule G für den Immobiliensektor im Durchschnitt mit 42,1% Gewicht in die Wertung ein. Aus der Übersicht wird noch ein weiteres Problem deutlich: MSCI nutzt für die Säule E fast ausschließlich einen Chance-Indikator und lässt dadurch umweltbezogene Risiko-Indikatoren der Branche in der Säule E komplett außer Acht. Warum das *Materiality Mapping* im Immobiliensektor keine Umweltrisiken durch externe Effekte sieht, bleibt fraglich. Eine mögliche Erklärung wäre die Wirkungsrichtung

---

<sup>191</sup> Für Indizes, die Ratingschwellen in der Konstruktion nutzen, siehe Tab. 3, Anhang.

<sup>192</sup> Vgl. Simpson, Cam u.a. (2021), Abschnitt 1.

des gemessenen Risikos. Danach hätten dann Unternehmen des Immobiliensektors mit wenig bis gar keinem Risiko durch Umweltfaktoren zu rechnen, auch wenn sie selbst negativ auf die Umwelt wirken. Dennoch stellt sich die Frage, wie entschieden wird, ob ein Chance-Indikator oder ein Risiko-Indikator die E und S Säule repräsentiert bzw. wie deren Proportion zueinander bestimmt werden.



Abb. 13: Durchschnittliche Gewichtung der Schlüsselindikatoren im Immobiliensektor  
Quelle: MSCI (Hrsg.) (2023h), Kategorie Immobilien.

Aus der von MSCI zur Verfügung gestellten Übersicht lassen sich auch die durchschnittlichen Gesamtgewichtungen der einzelnen Säulen berechnen (siehe Tab. 4, Anhang). Danach kommt die Säule E über alle Sektoren hinweg lediglich auf 25% Gewicht, wohingegen die Säulen S und G mit 36,3% bzw. 38,7% deutlich übergewichtet werden. Auch dieser Umstand birgt die Gefahr, die Ratings in Richtung S und G zu verzerren und damit Nutzer der Ratings zu täuschen. Es muss jedoch festgehalten werden, dass die Marktkapitalisierungen der einzelnen Branchen bei der Durchschnittsbildung nicht berücksichtigt wurden und daher lediglich ungewichtete Durchschnitte berechnet wurden. Außerdem ist positiv zu bemerken, dass MSCI alle drei von der Regulatorik vorgegebenen Dimensionen E, S und G in seine Bewertung einbezieht.

Dass das ESG-Methodologie-Komitee bei den Schlüsselindikatoren, der Gewichtung und dem Scoring stets das letzte Wort hat, kann sowohl von Vorteil als auch von Nachteil sein. Zwar bleiben die Ratings dadurch sehr individuell und flexibel, lassen sich aber schwerer untereinander vergleichen. Ein bekanntes Problem sind die dadurch entstehenden Abweichungen der ESG-Ratings unterschiedlicher Ratinganbieter. So kommt eine Studie des MIT zu dem Ergebnis, dass die ESG-Ratings von sechs großen Ratingagenturen (darunter auch

MSCI) im Durchschnitt lediglich eine Korrelation von 0,54 aufweisen, wohingegen bei normalen Kreditratings die Korrelation bei 0,99 liegt.<sup>193</sup> Die durchschnittliche Korrelation von MSCI mit den ESG-Rating Anbietern Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv und KLD liegt sogar lediglich bei 0,434.<sup>194</sup> In einer weiteren Studie vergleicht die ESMA die Methodologien der ESG-Ratingagenturen Refinitiv und RepRisk. Obwohl beide in ihrer Bewertung auf rein öffentliche Daten zurückgreifen, finden sich in einem konstruierten ESG Leaders Index von Refinitiv Indexbestandteile, deren Marktkapitalisierung insgesamt fünfmal höher ist als die des mithilfe von RepRisk Ratings konstruierten ESG Leaders Index.<sup>195</sup> MSCI ist dabei der Einzige der relevanten Ratinganbieter, der eine Ratingskala mit Buchstaben analog zu den bekannten Kreditratings nutzt, welche seit Jahren sehr streng reguliert sind. Da jedoch unterschiedliche ESG-Ratings schon durch verschiedene Methodologien einer gewissen Subjektivität unterliegen, wird Anlegern dadurch mitunter eine falsche Objektivität suggeriert.

Ein weiterer Kritikpunkt an den MSCI ESG-Ratings sind mögliche Interessenkonflikte, die aus der Beziehung des Indexanbieters MSCI Inc. und seiner 100%igen Tochter MSCI ESG Research LLC sowie deren Kunden entstehen. So gibt MSCI zu, dass direkte oder indirekte Geschäftsbeziehungen zu Unternehmen bestehen, für die ESG-Ratings angefertigt werden. Teilweise zahlen diese Unternehmen Gebühren auf Basis des von MSCI verwalteten Vermögens. MSCI hat Schritte eingeleitet, um diese Interessenkonflikte abzumildern und die Integrität der Ratings zu sichern. Dazu zählen bspw. die Nutzung rein öffentlicher Daten und der Review-Prozess der Komitees.<sup>196</sup> Dennoch bleibt fraglich, wie bei komplexen und individualisierten Prozessen wie dem Materiality Mapping, der Gewichtung der Schlüsselindikatoren oder der finalen Score Ermittlung jegliche Interessenkonflikte und Manipulation ausgeschlossen werden können. Das Problem sieht auch die ESMA. Sie gibt zusätzlich zu Bedenken, dass ESG-Ratingagenturen - wenn in direkter Abhängigkeit von Indexanbietern - diese zur Beeinflussung der Indizes ihre ESG-Ratings anpassen könnten. So würden bspw. Kundenpräferenzen bzgl. Liquidität oder Robustheit bzw. Diversifikation des Index einen Anreiz liefern, Ratings zu ändern.<sup>197</sup>

---

<sup>193</sup> Vgl. Berg, Florian u.a. (2022), S. 1320 ff.

<sup>194</sup> Vgl. ebenda, S. 1322.

<sup>195</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2021), S. 112.

<sup>196</sup> Vgl. MSCI (Hrsg.) (2023d), S. 8.

<sup>197</sup> Vgl. ESMA (Hrsg.) (2021), S. 113.

### 3.5 Regulatorische Lücke bei ESG-Ratings

Aus dem vorangegangenen Abschnitt wird deutlich, wie wichtig eine Regulierung der ESG-Ratings ist, da es ansonsten zu vermehrtem Greenwashing und dadurch bedingten Fehlallokationen von Investorengeldern kommen kann. Aus der zu Beginn der Arbeit erfolgten Analyse der derzeitigen regulatorischen Rahmenbedingungen geht hervor, dass bezogen auf den AFnW eine Art regulatorische Lücke in Sachen ESG-Ratings besteht. Schließlich sind es die Ratinganbieter, die die offengelegten Datenpunkte analysieren und für andere Marktteilnehmer aufbereiten. Es wird deutlich, dass weder die gewonnene Transparenz durch SFDR und Taxonomie noch die neuen Regelungen der MiFID II ihre volle Wirkung entfalten können, wenn bei den Ratinganbietern Informationen nach uneinheitlichen Qualitätsstandards verarbeitet werden. Diesen Umstand hat auch die ESMA erkannt und so im Jahr 2021 die EU-Kommission in einem offenen Brief darauf hingewiesen und aufgefordert, tätig zu werden. Darin schlägt die ESMA zunächst eine Definition von ESG-Rating vor. Außerdem fordert sie transparentere Methodologien sowie eine Registrierungspflicht für Anbieter solcher Ratings, damit diese von einer zentralen Stelle überwacht werden können.<sup>198</sup>

Noch während des Bearbeitungszeitraums dieser Arbeit veröffentlichte die EU-Kommission am 13.06.2023 ein Maßnahmenpaket, in dem sich auch ein Vorschlag zu einer Verordnung zur Regulierung der ESG-Ratinganbieter wiederfindet. Dies ist als Beleg dafür zu sehen, dass die vorangegangenen Kritikpunkte valide sind und auch die EU-Kommission Handlungsbedarf sieht. Demnach sollen Anbieter von ESG-Ratings zukünftig von der ESMA zugelassen und beaufsichtigt werden.<sup>199</sup> Außerdem definiert die EU-Kommission den Begriff ESG-Rating.<sup>200</sup> Zusätzlich wird in Artikel 15 darauf hingewiesen, dass durch Ratingagenturen keine Beratungstätigkeiten für Investoren oder Unternehmen durchgeführt sowie keine Indizes konstruiert werden dürfen.<sup>201</sup> Hier bleibt abzuwarten, welche Regelungen für Tochterfirmen solcher Anbieter eingeführt werden und welche Auswirkungen dies auf MSCI ESG Research LLC hat. Auch der Aufforderung nach mehr Transparenz kommt die EU-Kommission nach und widmet das gesamte Kapitel zwei des Vorschlags den Transpa-

---

<sup>198</sup> Vgl. Maijor, Steven (2021), S. 3 f.

<sup>199</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023d), Art. 5.

<sup>200</sup> Ebenda, Art. 3: „*‘ESG rating‘ means an opinion, a score or a combination of both, regarding an entity, a financial instrument, a financial product, or an undertaking’s ESG profile or characteristics or exposure to ESG risks or the impact on people, society and the environment, that are based on an established methodology and defined ranking system of rating categories and that are provided to third parties, irrespective of whether such ESG rating is explicitly labelled as ‘rating’ or ‘ESG score’*“.

<sup>201</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023d), Art. 15.

renzanforderungen. Danach müssen die Methodologien offengelegt werden. Eine Vorlage für die Offenlegung ist vorgesehen.<sup>202</sup> Bei einem vorsätzlichen oder fahrlässigen Verstoß gegen die Verordnung schlägt die EU-Kommission eine maximale Strafe von 10% des Gesamtjahresnettoumsatzes vor.<sup>203</sup> Inwiefern der regulatorische Vorstoß zu einer besseren Vergleichbarkeit der ESG-Ratings, einer erhöhten Transparenz und einer Vermeidung von Greenwashing beiträgt, bleibt abzuwarten.

## **4 Zusammenarbeit von MSCI und ETF-Anbietern**

### **4.1 Hinweise zu den Experteninterviews**

Um die Problematik der MSCI ESG-Ratings und der Indexkonstruktion besser zu verstehen, soll im Folgenden beleuchtet werden, wie die Zusammenarbeit der ETF-Anbieter mit MSCI funktioniert und ob mögliche Vorkehrungen getroffen werden, um die bisher aufgezeigten Schwächen der Verfahren von MSCI zu kompensieren. Da derzeit zur gängigen Marktpraxis kaum öffentliche Informationen verfügbar sind, wurden zur Analyse zwei semistrukturierte Experteninterviews durchgeführt. Zum einen wurde Arne Scheehl, Leiter Produktentwicklung & Engineering Deutschland & Österreich, ETFs & Indexlösungen bei Amundi interviewt und zum anderen Katrin Ries, Produktmanagerin ETF der Deka.<sup>204</sup>

Amundi ETF ist mit rund 183 Mrd. EUR an verwaltetem Vermögen derzeit der größte europäische ETF-Anbieter mit Hauptsitz in Europa. Unter den weltweiten Anbietern in Europa liegt Amundi ETF nach dem Kauf von Lyxor mit Marktanteilen von 12,7% auf Rang zwei hinter iShares (44,3%).<sup>205</sup> Die DekaBank ist als Wertpapierhaus der Sparkassen bekannt, deren 100%ige Tochter die Deka Investment GmbH ist.<sup>206</sup> Ihr ETF-Segment ist mit rund 12 Mrd. EUR eher klein und der daraus resultierende Marktanteil in Europa liegt unter 1%.<sup>207</sup>

### **4.2 Zusammenarbeit der KVG mit MSCI bei neuen ETFs**

In der Zusammenarbeit mit MSCI gilt es für die KVG zwischen bestehenden Produkten und neuen Produkten zu unterscheiden. Bei neuen ETFs besteht entweder die Möglichkeit, dass

---

<sup>202</sup> Vgl. EU-Kommission (Hrsg.) (2023d), Art. 21.

<sup>203</sup> Vgl. ebenda, Art. 34.

<sup>204</sup> Experteninterviews. Die Protokolle können auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.

<sup>205</sup> Vgl. Amundi (Hrsg.) (2023b), S. 7.

<sup>206</sup> Vgl. Deka (Hrsg.) (2023b).

<sup>207</sup> Vgl. extraETF (Hrsg.) (2023).

MSCI mit Ideen für Indizes auf die Fondsgesellschaften zugeht oder - und das ist meist der Fall - sich Fondsgesellschaften mit einer konkreten Idee an MSCI und andere Indexanbieter wenden.<sup>208</sup> Der Auslöser dafür ist dann entweder eine eigene Produktidee oder konkrete institutionelle Nachfrage nach einem ETF.<sup>209</sup> Im Falle der Deka sind es häufig eigene Ideen, da selten institutionelle Mandate vor der Produktentwicklung gewonnen werden. Bei größeren Anbietern (wie Amundi) sind sogenannte Seed-Investments von institutionellen Anlegern jedoch üblich.<sup>210</sup> Meist wird dann ein völlig neuer Index, ein sogenannter *Custom-Index*, aufgelegt.<sup>211</sup> Wie in der Analyse unter 3.2.3 bereits dargelegt, gleicht unter den nachhaltigen MSCI World Indizes fast kein Index dem anderen. Arne Scheehl betont, dass rein regulatorisch exklusive Indizes für KVG nicht erlaubt sind, letztlich aber die Fondsgesellschaft fast immer alleiniger Nutzer des nachhaltigen Index ist und MSCI diesen auch anderen KVG nicht aktiv anbietet.<sup>212</sup> Grund dafür sind die individuellen Nachhaltigkeitsanforderungen einer jeden KVG, die für ihre Index-Paletten die ESG-Kriterien unterschiedlich auslegen.<sup>213</sup>

Nachdem also die Initiative meist von Seiten der KVG ausgeht, erklärt diese anschließend ihre genauen Vorstellungen gegenüber MSCI. Inhalt sind dann bspw. der Parent-Index, bestimmte Ausschlusskriterien, Schwellenwerte für Unternehmen zur Aufnahme in den Index oder Optimierungsalgorithmen, um den Tracking-Error zum Parent-Index zu minimieren. Häufig stellt MSCI zunächst einen Basis-Index, der dann weiter verfeinert wird, bis das gewünschte Ziel erreicht ist. Schließlich schaut sich die KVG nach Anwendung der Konstruktionsregeln an, welche Werte im Index verblieben sind und ob es dort einzelne Titel gibt, die noch als problematisch gelten.<sup>214</sup> Vorteil des MSCI Worlds als Parent-Index ist, dass die Grundlagen für die Liquidität der Einzeltitel und die Robustheit des Custom-Index häufig gegeben sind.<sup>215</sup> Katrin Ries betont jedoch, dass abseits des MSCI Worlds auch Aktien mit geringerer Marktkapitalisierung im Nachhaltigkeitsbereich interessant sind, die dann jedoch aufgrund mangelnder Liquidität nicht in einen Index aufgenommen werden können. Auch bei größeren Positionen muss der Market-Maker liquide handeln können. Dies führt dazu,

---

<sup>208</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 2.

<sup>209</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 10.

<sup>210</sup> Vgl. ebenda, S. 10.

<sup>211</sup> Vgl. ebenda, S. 1.

<sup>212</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 1.

<sup>213</sup> Vgl. ebenda, S. 2; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 1.

<sup>214</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 1; vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 2 f.

<sup>215</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 3.

dass häufig auch das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen eines Titels als Auswahlkriterium gilt und dadurch kleinere Titel außen vor bleiben.<sup>216</sup>

### 4.3 Zusammenarbeit der KVG mit MSCI bei bestehenden ETFs

Sind die Index-Regeln dann einmal festgelegt, findet bei bestehenden Produkten ein Datenaustausch zwischen dem Indexanbieter und der KVG statt. Dieser ermöglicht es, den Index auf täglicher Basis möglichst genau abzubilden. Dafür sind Informationen über die Gewichtung, aber auch zu bestimmten Kapitalmaßnahmen wichtig.<sup>217</sup> Zusätzlich finden in regelmäßigen Abständen Konsultationen zum Index statt, um indexspezifische Probleme zu lösen. Diese sind öffentlich auf der MSCI-Website einsehbar und für alle Marktteilnehmer zugänglich.<sup>218</sup> Außerdem findet bei der Deka laufend eine Grenzprüfung statt, über welche die anfangs festgelegten Ausschlusskriterien ständig überprüft werden.<sup>219</sup> Bei deren Custom-Indizes wird außerdem noch ein jährlicher Review-Prozess vollzogen. Dabei stellt sich die KVG die Frage, ob es regulatorische Änderungen gab, die eine Anpassung des Index notwendig machen, ob sich der Marktstandard geändert hat oder ob bspw. bestimmte Ausschlusskriterien angepasst werden sollen.<sup>220</sup>

Frau Ries und Herr Scheehl betonen aber auch, dass die Ratings von MSCI, die in der Indexkonstruktion verwendet werden, nicht hinterfragt oder plausibilisiert werden können.<sup>221</sup> Dies ist Aufgabe von MSCI ESG Research, die dafür auch bezahlt werden. Eine tiefgreifendere Analyse seitens der KVG ist gerade bei den kostengünstigen ETFs nicht möglich. Bei der Deka findet nur für aktive Fonds ein internes ESG-Research statt, von welchem die ETF-Sparte aber nicht profitieren kann.<sup>222</sup> Frau Ries betont, dass allein schon die zusätzlichen ESG-Daten zur Indexkonstruktion die Marge schmälern und dadurch, in Abhängigkeit vom Indexanbieter, nachhaltige ETFs weniger lukrativ sein können als herkömmliche.<sup>223</sup>

Interessanterweise ist es für beide Fondsgesellschaften selbstverständlich, dass MSCI bei der Indexkonstruktion stets auf Daten und Ratings von MSCI ESG Research zurückgreift. Andere Indexanbieter, die kein eigenes ESG-Research im Konzern betreiben, sind da laut Arne

---

<sup>216</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 5.

<sup>217</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 1.

<sup>218</sup> Vgl. ebenda.

<sup>219</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 2.

<sup>220</sup> Vgl. ebenda, S. 13.

<sup>221</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 3; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 6.

<sup>222</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 4.

<sup>223</sup> Vgl. ebenda, S. 3.

Scheehl offener. Für sie geht es hauptsächlich um die Frage, zu welchem Research-Anbieter die technischen Schnittstellen vorhanden sind. Bei MSCI geht er jedoch davon aus, dass für sie die Nutzung eines fremden ESG-Research Anbieters bei der Indexkonstruktion nicht in Frage kommt.<sup>224</sup>

Bzgl. der Schwächen von MSCI ESG Research stellt er außerdem die Frage nach der Alternative von ESG-Rating Anbietern. Ein tiefgreifendes Research auf Ebene der KVG steht kostenseitig im krassen Gegensatz zu den günstigen Gebühren eines ETFs. Das Research auf Ebene des Einzelinvestoren durchzuführen, ist aus Kapazitätsgründen erst recht nicht möglich. Daher ist es wichtig, Anbietern wie MSCI ESG Research vertrauen zu können.<sup>225</sup>

#### **4.4 Kritische Betrachtung der Zusammenarbeit von KVG und MSCI**

Aus der vorangegangenen Analyse wird deutlich, dass auch die KVG die unter 3.4 aufgezeigten Schwächen der ESG-Ratings von MSCI nicht auflösen kann. Gerade bei kostengünstigen Produkten wie ESG-ETFs auf den MSCI World besteht für eine KVG keine Möglichkeit, Analysen von Unternehmen in ähnlicher Tiefe zu vollziehen, wie es MSCI ESG Research tut. Folglich müssen sich KVG und somit auch Anleger vollends auf die Ratings von MSCI verlassen. Arne Scheehl wirft zurecht die Frage nach der Alternative auf.<sup>226</sup> Das Thema der Nachhaltigkeitsbewertung ist derart komplex, dass es nur von einem darauf spezialisierten Marktteilnehmer durchgeführt werden kann.

Durch das branchenübliche Custom-Indexing wird zwar die Individualität einzelner KVG zum Ausdruck gebracht, für Investoren entsteht jedoch ein Dschungel unterschiedlichster Produkte, der Vergleiche einzelner ETFs fast unmöglich macht, da sich stets leicht abgeänderte Indexkonstruktionen dahinter verbergen.<sup>227</sup> Außerdem besteht die Gefahr, dass MSCI Inc. bei seinen hochindividualisierten Indizes in einen Interessenkonflikt gerät und individuelle Kundenwünsche bzgl. der Konstruktion an MSCI ESG Research LLC weitergibt, da mitunter das Rating und weitere Eigenschaften eines Index, wie bspw. die Liquidität oder Robustheit, im Konflikt zueinander stehen. Es wäre denkbar, dass liquide Titel beim Rating einen Vorzug erhalten, um die Indexkonstruktion zu erleichtern. Dies wird auch durch den Aspekt unterstützt, dass MSCI Inc. bei der Konstruktion stets auf Daten von MSCI ESG

---

<sup>224</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 4; vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 4.

<sup>225</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 5 f.

<sup>226</sup> Vgl. Scheehl, Arne (2023), S. 5.

<sup>227</sup> Vgl. ebenda, S. 2.

Research zurückgreift. Katrin Ries betont jedoch, dass beide Unternehmen bereits eine strikte Compliance anwenden und sie für die Themen Indexkonstruktion und ESG-Research auch stets unterschiedliche Ansprechpartner kontaktiert.<sup>228</sup> Sie macht ebenfalls klar, dass es sich beim Konflikt zwischen Handelbarkeit und Nachhaltigkeit um ein allgemeines Problem der ETFs handelt. Einzeltitel, die unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten durchaus interessant sind, können mitunter aufgrund mangelnder Handelbarkeit nicht in einen Index aufgenommen werden.<sup>229</sup>

Ein weiteres mögliches Problem ergibt sich aus dem Zusammenspiel der Wirkungsrichtung der MSCI ESG-Ratings und einem institutionell dominierten Markt.<sup>230</sup> Durch ihre Seed-Investments bestimmen weite Teile der institutionellen Anleger die Index-Konstruktionen hinter den verfügbaren ETFs. Wie auch schon vom MSCI CEO Henry A. Fernandez festgestellt wurde, haben diese meist eine fiduziarische Pflicht und verfolgen mit der Investition rein rationale Ziele, was die ESG-Ratings von MSCI als rein fundamentale Risikobewertung erklärt (siehe Punkt 3.4). Der Wirkungsgedanke vieler Privatanleger, durch die Investition einen positiven Beitrag zum Klima oder zur Gesellschaft zu leisten, wird damit nicht erreicht. Welches Ausmaß die Marktdominanz der institutionellen Investoren in der ETF-Konstruktion wirklich annimmt, muss jedoch in einer gesonderten Arbeit untersucht werden.

#### **4.5 Handlungsempfehlungen und Lösungsvorschläge**

Aus den bisherigen Untersuchungen wird deutlich, dass die Produktpalette der nachhaltigen ETFs, basierend auf dem MSCI World, äußerst heterogen ist. Das Angebot deckt sich mit den vielseitigen und unterschiedlichen Wünschen und Zielen verschiedener Investoren. Es wird klar, dass zur Vermeidung von Greenwashing Transparenz für die Marktteilnehmer am wichtigsten ist. Die Klassifizierungssysteme der SFDR und der Taxonomie-Verordnung scheinen derzeit nicht ausreichend, um Investoren bei der Produktsuche zu leiten. Aus diesem Grund wird vom Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung eine sogenannte Nachhaltigkeitsampel vorgeschlagen, die im PRIIPs-Basisinformationsblatt des Anlageproduktes etabliert werden soll.<sup>231</sup> Diese Angabe würde die Retail Investment Strategy der EU-

---

<sup>228</sup> Vgl. Ries, Katrin (2023), S. 9.

<sup>229</sup> Vgl. ebenda, S. 5.

<sup>230</sup> Katrin Ries schätzt die Verteilung derzeit auf 70% institutionelle Investoren und 30% Privatanleger; vgl. Ries, Katrin (2023), S. 11.

<sup>231</sup> Vgl. Sustainable Finance-Beirat der deutschen Bundesregierung (Hrsg.) (2022), S. 2.

Kommission sinnvoll ergänzen und neben den Informationen zur Taxonomie-Quote und Treibhausgasintensität eine informative Ergänzung liefern.

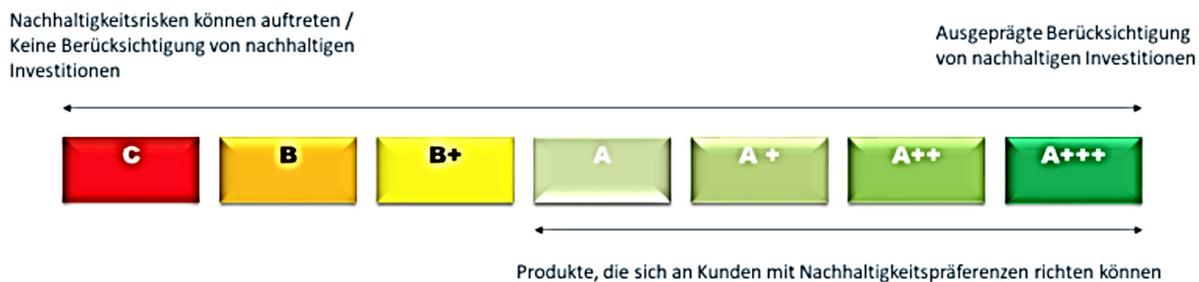


Abb. 14: Nachhaltigkeitsampel des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung  
Quelle: Sustainable Finance-Beirat der deutschen Bundesregierung (Hrsg.) (2022), S. 2.

Nach den Erkenntnissen dieser Arbeit sollte diese Ampel für jede der drei Dimensionen E, S und G eine Wertung vornehmen, um unterschiedliche Vorlieben der Investoren ausreichend zu berücksichtigen. So könnte auch den unterschiedlichen Gewichtungen der E, S und G Säulen im ESG-Rating Rechnung getragen werden. Außerdem wäre denkbar, dass die Methodologien der ESG-Ratings in die Nachhaltigkeitsbewertungen der Anlageprodukte einfließen. So könnten beispielsweise ETFs, basierend auf einem Index, der ESG-Risiko-Ratings nutzt, höchstens eine Bewertung von A+ erhalten, wohingegen Produkte, die ein ESG-Impact-Rating nutzen auch eine A+++ Bewertung erzielen könnten. Zusätzlich sollten im PRIIPs-BiB wesentliche Informationen zur Rating Methodologie aufgenommen werden. Es sollte klar erkennbar sein, ob für die Indexkonstruktion ein ESG-Risiko-Rating oder ein ESG-Impact-Rating verwendet wurde und ob die Bewertung der Unternehmen absolut oder relativ zu ihrem Sektor erfolgte. Die Nutzung der Nachhaltigkeitsampeln hätte auch den Vorteil, dass die derzeit viel zu komplizierte Befragung zu Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung durch ein intuitiveres Vorgehen abgelöst werden könnte.

Eine weiterer Ansatz wäre die Anzahl und Qualität der offiziell von der EU regulierten nachhaltigen Benchmarks zu erhöhen. Die CTBs und PABs sind ein positives Beispiel dafür, wie die doppelte Wesentlichkeit umgesetzt werden kann. Neben den normalen ESG-Risiko-Ratings werden darin auch Auswirkungen der Unternehmen auf die Umwelt in Form von CO<sub>2</sub>-Ausstoß berücksichtigt, wenn auch nur auf Ebene des gesamten Index. Für ETFs setzt die Regulatorik dabei nahe des finalen Produktes an und kann dadurch zügig Erfolge erzielen. Derzeit sind CTBs und PABs sehr CO<sub>2</sub>-bezogen. Eine Ergänzung der Palette durch weitere Benchmarks, mit anderen Umwelt- oder Sozialstandards, wäre denkbar.

Neben der besseren Aufbereitung von Informationen ist es überaus wichtig, dass die Entwicklung der Taxonomie weiter vorangetrieben wird, da sie die Datenqualität für alle Marktteilnehmer ungemein erhöht. Die EU-Kommission sollte zügig und klar kommunizieren, ob eine soziale Taxonomie geplant ist oder ob es bei den bisherigen sechs Umweltzielen bleibt. Zusätzlich sollte der von der Taxonomie abgedeckte Anteil der Wirtschaftstätigkeiten weiter erhöht werden. Denn auch die Etablierung des Umweltzeichens scheint unter den jetzigen Voraussetzungen wenig praktikabel oder hilfreich für Anleger. Des Weiteren sind eindeutige Berechnungsmethoden für nachhaltige Investitionen nach SFDR zu veröffentlichen, da derzeit eine große Verunsicherung am Markt bzgl. der Berechnung herrscht und die SFDR dadurch in ihrer Wirksamkeit geschwächt wird.

Aus den bisher gewonnen Erkenntnissen geht außerdem hervor, dass die Verarbeitung und Aufbereitung von nachhaltigkeitsbezogenen Daten durch Ratinganbieter wie MSCI alternativlos sind. Daher erscheint es umso wichtiger, dass Qualität und Methodik der Ratings noch stärker reguliert, geprüft und offengelegt werden, damit auch Investoren sich ein umfangreiches Bild machen können. Hier muss es das Ziel der Regulatorik sein, gerade für Privatanleger einen einfachen und übersichtlichen Standard zu entwickeln. Die Grundlage dafür bildet eine stringente und umfassende Regulierung der ESG-Ratinganbieter. Mit dem Entwurf einer Verordnung macht die EU-Kommission hier einen von den Aufsichtsbehörden lang ersehnten Schritt. Ziel muss es außerdem sein, die Korrelation der Ratings unterschiedlicher Anbieter innerhalb der Kategorien RR und IR weiter zu erhöhen sowie klare und einheitliche Branchenstandards zu schaffen. Außerdem sollten Interessenkonflikte zwischen Indexanbietern und ESG-Ratingagenturen schärfer überwacht werden, um die Unabhängigkeit der ESG-Ratings zu gewährleisten. Für die in dem Regulierungsvorschlag geforderte Offenlegungspflicht der Methodologien ist eine einheitliche Veröffentlichungsvorlage empfehlenswert, um eine Vergleichbarkeit der Rating-Methodologien verschiedener Anbieter zu gewährleisten.

## **5 Zusammenfassung und Ausblick**

In der vorliegenden Arbeit wurden strukturelle Schwächen bei der ETF-Produktkonstruktion am Beispiel des MSCI Worlds untersucht, die zu Greenwashing führen können. Es wurde zunächst deutlich gemacht, welche regulatorischen Probleme existieren. So ist die EU-Taxonomie zurzeit noch in der Entwicklung und muss aufgrund ihrer Komplexität stetig verbessert und weiterentwickelt werden. Bis zu ihrer vollständigen Nutzbarkeit für die Fi-

nanzbranche werden noch einige Jahre vergehen. Außerdem deckt sie derzeit lediglich die Dimension Umwelt ab und dies zudem nur für einen begrenzten Anteil an Wirtschaftstätigkeiten. Hinzu kommt die Taxonomiekonformität von Atomkraft, die im krassen Gegensatz zum Nachhaltigkeitsverständnis vieler Anleger steht. Die SFDR wird unterdessen vom Markt als Klassifizierungssystem für nachhaltige Anlageprodukte verwendet, hat aber ihrerseits beträchtliche Schwächen. So herrscht am Markt Unklarheit über die Berechnung der nachhaltigen Investitionen nach Artikel 9. Dies führt dazu, dass sich sämtliche Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen als Artikel-8-Produkte klassifizieren und diese Eigenschaft Investoren bei der Produktfindung kaum weiterhelfen kann. Hinzu kommt eine wenig praktikable Kundenbefragung in der Anlageberatung nach MiFID II, die dazu führt, dass Nachhaltigkeitspräferenzen gar nicht erst erfasst werden, weil sie Kunden und Berater überfordern. Trotz aller Schwächen wird jedoch deutlich, welchen wichtigen Stellenwert der Finanzsektor in der EU-Politik bei der Transformation hin zu einer nachhaltigen Kreislaufwirtschaft einnimmt.

Im zweiten Abschnitt wurde die Bedeutung von ESG-Ratings im Indexkonstruktionsprozess am Beispiel des MSCI Worlds klargemacht. Bei einem der bedeutendsten Parent-Indizes für nachhaltige Aktien-ETFs werden für über 87% der Indexkonstruktionen MSCI ESG-Ratings genutzt. Um dieser Bedeutung Rechnung zu tragen, wurde im weiteren Verlauf die Methodologie der MSCI ESG-Ratings untersucht. Dabei stellte sich heraus, dass eine Vielzahl von Eigenschaften dieser Ratings Potential für Greenwashing bergen. Zum einen handelt es sich bei den Ratings von MSCI um ESG-Risiko-Ratings, welche das Risiko der ESG-Faktoren auf das Unternehmen messen sollen. Vielen Marktteilnehmern ist diese Wirkungsrichtung nicht klar, wodurch sich die Gefahr von Greenwashing bei ETFs erhöht, wenn sich deren Indizes auf MSCI ESG-Ratings stützen. Weiterhin ist die Relativierung der ESG-Scores durch eine Normalisierung gegenüber dem Sektor der Unternehmen ein schwerer Eingriff in die Bewertung, auf den stets hingewiesen werden sollte, da ansonsten auch unbeabsichtigtes Greenwashing die Folge sein kann. Außerdem sollte MSCI seinen Ratingprozess transparenter gestalten und der Begründung von Auswahl und Gewichtung einzelner Schlüsselindikatoren ggü. Nutzern noch mehr Aufmerksamkeit schenken, um das eigene Rating zu plausibilisieren.

Eine sich aus Abschnitt eins abzeichnende und im Abschnitt zwei bestätigende regulatorische Lücke bezogen auf ESG-Ratings, hat auch die EU-Kommission erkannt. Sie zeigt mit ihrem regulatorischen Vorstoß, dass der Handlungsbedarf auch auf oberster politischer Ebe-

ne erkannt wird und steht damit im Einklang mit dem zentralen Appell dieser Arbeit. Eine mögliche Verordnung sollte, neben den bisher genannten Schwächen, auch eine branchenweite Vergleichbarkeit von ESG-Ratings erhöhen und Interessenkonflikte der Ratingagenturen bezogen auf Indexkonstruktion oder Beratungsleistungen noch stärker in den Fokus nehmen.

Im dritten Abschnitt wurde die Zusammenarbeit von MSCI und ETF-Anbietern mithilfe zweier Experteninterviews untersucht, um die Tragweite der Erkenntnisse aus Abschnitt eins und zwei noch besser einordnen zu können. Es wird deutlich, dass trotz aller Bemühungen der KVG allein schon aus Kostengründen von diesen eine tiefgreifende Kontrolle der ESG-Ratings nur begrenzt stattfinden kann. Die Arbeit der Ratingagenturen ist so komplex und zeit- sowie kostenintensiv, dass sie auch wirklich nur von diesen durchgeführt werden kann und damit alternativlos ist. Umso wichtiger ist daher eine umfassende Regulierung der Branche. Interessant könnte dabei eine Untersuchung zum Einfluss institutioneller Nachfrage beim Custom-Indexing unter der Fragestellung sein, ob durch Seed-Investments Interessen von Privatanlegern kategorisch in den Hintergrund treten.

Die eingangs gestellte Frage, ob nachhaltige ETFs den Ansprüchen aus dem AFnW gerecht werden, ist derzeit noch mit einem „Nein“ zu beantworten. Der potentielle Mehrwert für Klima, Umwelt und Gesellschaft ist kein Teil vieler ESG-Rating Methodologien. Diese quantifizieren lediglich das von außen auf das Unternehmen einwirkende Risiko, verursacht durch ESG-Faktoren. Wird jedoch deren Regulierung weiter vorangetrieben und durch eine praxisnahe Politik unterstützt, werden zukünftig auch nachhaltige ETFs eine wichtige Rolle in der Transformation hin zu einer nachhaltigen Kreislaufwirtschaft spielen. Dafür sind jedoch auch ein weiter voranschreitender gesellschaftlicher Wandel und ein gesteigertes Verantwortungsempfinden des Finanzsektors unabdingbar.

## Literaturverzeichnis

- Amundi (Hrsg.) (2023a): ETF-Suche mit Auswahlkriterium Aktien ETF und ESG-Merkmale. <https://www.amundiETF.de/de/professionell/etf-produkte/search?top-level=esg&asset-class=Equity&esg-sco-pe=Broad+ESG%2CExclusive+ESG%2CStrict+ESG%2CClimate%2CESG+Thematic>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Amundi (Hrsg.) (2023b): Vertiefung Exchange Traded Funds (ETF) – Details und ein Blick hinter die Kulissen.
- BaFin (Hrsg.) (2021): Referenzwerte-Verordnung. [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Referenzwerte/referenzwerte\\_no.de](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Referenzwerte/referenzwerte_no.de). Abgerufen am 04.07.2023.
- BaFin (Hrsg.) (2023): BaFin begrüßt Berichte der Europäischen Aufsichtsbehörden zum Greenwashing. [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2023/meldung\\_2023\\_06\\_01\\_Greenwashing.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2023/meldung_2023_06_01_Greenwashing.html). Abgerufen am 04.07.2023.
- Berg, Florian / Kölbel, Julian F. / Rigobon, Roberto (2022): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, in: Review of Finance, 2022, S. 1315–1344.
- Bioy, Hortense (2023a): SFDR: Vermögen von Artikel 9-Fonds nach Welle von Herabstufungen fast halbiert, in: Morningstar (Hrsg.): Nachhaltigkeits-Anlagen. <https://www.morningstar.de/de/news/231440/sfdr-verm%c3%b6gen-von-artikel-9-fonds-nach-welle-von-herabstufungen-fast-halbiert.aspx>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Bioy, Hortense (2023b): SFDR: Die Welle der Herabstufungen dürfte vorbei sein, in: Morningstar (Hrsg.): Nachhaltigkeits-Anlagen. <https://www.morningstar.de/de/news/234988/sfdr-die-welle-der-herabstufungen-duerfte-vorbei-sein.aspx>. Abgerufen am 04.07.2023.
- BMUV (Hrsg.) (2021): Nachhaltige Entwicklung als Handlungsauftrag. <https://www.bmuv.de/themen/nachhaltigkeit-digitalisierung/nachhaltigkeit/strategie-und-umsetzung/nachhaltige-entwicklung-als-handlungsauftrag>. Abgerufen am 04.07.2023.

BMUV (Hrsg.) (2023): Europäische Lieferkettenrichtlinie (CSDDD).

<https://www.bmuv.de/themen/nachhaltigkeit-digitalisierung/wirtschaft/wirtschaft-und-umwelt-worum-geht-es/mehr-umwelt-und-menschenrechtsschutz-in-lieferketten/europaeische-lieferkettenrichtlinie-csddd>. Abgerufen am 04.07.2023.

Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.) (2023): Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). <https://www.csr-in-deutschland.de/DE/CSR-Allgemein/CSR-Politik/CSR-in-der-EU/Corporate-Sustainability-Reporting-Directive/corporate-sustainability-reporting-directive-art.html>. Abgerufen am 04.07.2023.

Deka (Hrsg.) (2023a): Deka MSCI World Climate Change ESG UCITS ETF.

<https://www.deka-etf.de/etfs/Deka-MSCI-World-Climate-Change-ESG-UCITS-ETF>. Abgerufen am 04.07.2023.

Deka (Hrsg.) (2023b): Anteilseigner, Töchter und Beteiligungen. <https://www.deka.de/deka-gruppe/wer-wir-sind/unsere-struktur/anteilseigner-toechter-und-beteiligungen>. Abgerufen am 04.07.2023.

delegVO (EU) 2020/1816: DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2020/1816 DER KOMMISSION vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Erläuterung in der Referenzwert-Erklärung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in den einzelnen Referenzwerten, die zur Verfügung gestellt und veröffentlicht werden, berücksichtigt werden, ABl 2020 L 406/1.

delegVO (EU) 2020/1818: DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2020/1818 DER KOMMISSION vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte, ABl 2020 L 406/17.

delegVO (EU) 2021/1253: DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2021/1253 DER KOMMISSION vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen, ABl 2021 L 277/1.

delegVO (EU) 2022/1288: DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2022/1288 DER KOMMISSION vom 6. April 2022 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Einzelheiten des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit dem Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, des Inhalts, der Methoden und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsindikatoren und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit der Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Investitionsziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten, ABl 2022 L 196/1.

Deloitte (Hrsg.) (2021): Principal Adverse Impact (PAI) disclosures under the SFDR.

<https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/legal/articles/pai-disclosures-under-the-sfdr.html>. Abgerufen am 04.07.2023.

Deutscher Derivate Verband / Die Deutsche Kreditwirtschaft / Bundesverband Investment und Asset Management (2021): Ergänzung des Zielmarkts um Angaben zu nachhaltigkeitsbezogenen Zielen und Nachhaltigkeitsfaktoren.

[https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Zielmarktkonzept/22%2003%2025%20DK\\_BVI\\_DDV\\_ESG\\_Konzept\\_final\\_Reinfassung.pdf](https://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Zielmarktkonzept/22%2003%2025%20DK_BVI_DDV_ESG_Konzept_final_Reinfassung.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.

Dobielewska, Dominika / Wöstheinrich, Ronja (2021): THE PROMISES AND PITFALLS OF THE SFDR, in ISS ESG (Hrsg.): ESG | Insights.

<https://www.issgovernance.com/file/publications/iss-esg-the-promises-and-pitfalls-of-the-sfdr.pdf>. Abgerufen am 04.07.2023.

EBA (Hrsg.) (2022): ESAs recommend changes to make the PRIIPs key information document more consumer-friendly. <https://www.eba.europa.eu/esas-recommend-changes-make-priips-key-information-document-more-consumer-friendly>. Abgerufen am 04.07.2023.

EBA (Hrsg.) (2023): EBA PROGRESS REPORT ON GREENWASHING MONITORING AND SUPERVISION.

[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greewnwashing.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greewnwashing.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.

- Elgin, Ben (2021): McDonald's Struggles to Fix Its Massive Methane Problem, in BNN Bloomberg (Hrsg.). <https://www.bnnbloomberg.ca/mcdonald-s-struggles-to-fix-its-massive-methane-problem-1.1689501>. Abgerufen am 04.07.2023.
- ESMA (Hrsg.) (2021): ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524\\_trv\\_1\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- ESMA (Hrsg.) (2022): EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2329\\_trv\\_trv\\_article\\_-\\_eu\\_ecolabel\\_calibrating\\_green\\_criteria\\_for\\_retail\\_funds.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2329_trv_trv_article_-_eu_ecolabel_calibrating_green_criteria_for_retail_funds.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- ESMA (Hrsg.) (2023a): Progress Report on Greenwashing. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498\\_Progress\\_Report\\_ESMA\\_response\\_to\\_COM\\_RfI\\_on\\_greenwashing\\_risks.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- ESMA (Hrsg.) (2023b): TRV Risk Monitor ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1, 2023. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438\\_trv\\_1-23\\_risk\\_monitor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-165-2438_trv_1-23_risk_monitor.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- ETFGI (Hrsg.) (2023a): ETFGI reports the global ETFs industry gathered net inflows of US\$65.16 billion during March. <https://etfgi.com/news/press-releases/2023/04/etfgi-reports-global-etfs-industry-gathered-net-inflows-us6516-billion>. Abgerufen am 04.07.2023.
- ETFGI (Hrsg.) (2023b): ETFGI reports ESG ETFs listed globally gathered US\$8.26 billion in net inflows during November 2022. <https://etfgi.com/news/press-releases/2022/12/etfgi-reports-esg-etfs-listed-globally-gathered-us826-billion-net>. Abgerufen am 04.07.2023.
- EU Ecolabel (Hrsg.) (2023): Was ist das EU Ecolabel? <https://eu-ecolabel.de/>. Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2018): MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN EUROPÄISCHEN RAT, DEN RAT, DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, 08.03.2018, Brüssel. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>. Abgerufen am 04.07.2023.

- EU-Kommission (Hrsg.) (2021a): EU SUSTAINABLE FINANCE April package.  
[https://commission.europa.eu/system/files/2021-04/sustainable-finance-communication-factsheet\\_en.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2021-04/sustainable-finance-communication-factsheet_en.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2021b): Nachhaltiges Finanzwesen und EU-Taxonomie: Kommission unternimmt weitere Schritte, um Geld in nachhaltige Tätigkeiten zu lenken.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_21_1804). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2021c): Fragen und Antworten: Richtlinienvorschlag zur Nachhaltigkeitsberichterstattung der Unternehmen.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda\\_21\\_1806](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_21_1806). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2021d): Vorschlag zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen, C(2021) 2616 final, 21.04.2021, Brüssel. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=PI\\_COM:C\(2021\)2616](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=PI_COM:C(2021)2616). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2022a): EU taxonomy: Complementary Climate Delegated Act to accelerate decarbonisation. [https://finance.ec.europa.eu/publications/eu-taxonomy-complementary-climate-delegated-act-accelerate-decarbonisation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/eu-taxonomy-complementary-climate-delegated-act-accelerate-decarbonisation_en). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2022b): EU Taxonomy accelerating sustainable investments.  
[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-02/sustainable-finance-taxonomy-complementary-climate-delegated-act-factsheet\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-02/sustainable-finance-taxonomy-complementary-climate-delegated-act-factsheet_en.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2022c): Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, COM(2022) 71 final, 23.02.2022, Brüssel. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0071>. Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2023a): Europäischer Grüner Deal.  
[https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_de](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_de). Abgerufen am 04.07.2023

EU-Kommission (Hrsg.) (2023b): DRAFT of supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to the sustainable use and protection of water and marine resources, to the transition to a circular economy, to pollution prevention and control, or to the protection and restoration of biodiversity and ecosystems and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives and amending Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities.

[https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-environmental\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-environmental_en.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.

EU-Kommission (Hrsg.) (2023c): DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 27.6.2023 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates durch Festlegung der technischen Bewertungskriterien, anhand deren bestimmt wird, unter welchen Bedingungen davon auszugehen ist, dass eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zur nachhaltigen Nutzung und zum Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, zum Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, zur Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung oder zum Schutz und zur Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme leistet, und anhand deren bestimmt wird, ob diese Wirtschaftstätigkeit erhebliche Beeinträchtigungen eines der übrigen Umweltziele vermeidet, und zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2178 in Bezug auf besondere Offenlegungspflichten für diese Wirtschaftstätigkeiten. [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:41bc9b06-1515-11ee-806b-](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:41bc9b06-1515-11ee-806b-01aa75ed71a1.0012.02/DOC_1&format=PDF)

[01aa75ed71a1.0012.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:41bc9b06-1515-11ee-806b-01aa75ed71a1.0012.02/DOC_1&format=PDF). Abgerufen am 05.07.2023.

EU-Kommission (Hrsg.) (2023d): Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities, COM(2023) 314 final, 13.06.2023, Strasbourg. [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1243bcf3-0ac8-11ee-b12e-01aa75ed71a1.0001.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1243bcf3-0ac8-11ee-b12e-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF). Abgerufen am 04.07.2023.

- EU-Kommission (Hrsg.) (2023e): RETAIL INVESTMENT STRATEGY - Empowering retail investors on EU capital markets.  
[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/230524-retail-investment-strategy-factsheet\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/230524-retail-investment-strategy-factsheet_en.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- EU-Kommission (Hrsg.) (2023f): Questions and answers on the Retail Investment Package.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda\\_23\\_2869](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869). Abgerufen am 04.07.2023.
- EUREX (Hrsg.) (2023): The global home of MSCI derivatives. <https://www.eurex.com/ex-en/markets/idx/msc>. Abgerufen am 04.07.2023.
- extraETF (Hrsg.) (2023): Deka. <https://extraetf.com/de/etf-provider/deka-etfs>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Fernandez, Henry A. (2020): MSCI CEO Henry Fernandez: Not investing in ESG will be 'at your own peril'. <https://www.youtube.com/watch?v=CPZbfYdNHvo>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Fidelity (Hrsg.) (2022): PAI: Zentraler Aspekt nachhaltiger Beratung.  
<https://www.fidelity.de/fidelity-articles/fachthemen-im-fokus/pai-zentral-nachhaltige-beratung/#>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Glow, Detlef (2023): European Fund Industry Review, 2022.  
<https://lipperalpha.refinitiv.com/reports/2023/03/european-fund-industry-review-2022/#:~:text=In%20more%20detail%2C%20the%20assets,the%20end%20of%20December%202022>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Herzog, Christoph (2023): CSDDD: EU-Parlament stimmt für strengeres EU-Lieferkettengesetz, in: Haufe (Hrsg.).  
[https://www.haufe.de/sustainability/strategie/csddd-corporate-sustainability-due-diligence-directive\\_575772\\_595730.html](https://www.haufe.de/sustainability/strategie/csddd-corporate-sustainability-due-diligence-directive_575772_595730.html). Abgerufen am 04.07.2023.
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance (Hrsg.) (2018): FINANCING A SUSTAINABLE EUROPEAN ECONOMY.  
[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- Humphreys, Nadia (2021): Die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), in: Bloomberg (Hrsg.): Sustainable Finance Solutions.  
<https://www.bloomberg.com/professional/blog/die-sustainable-finance-disclosure-regulation-sfdr/>. Abgerufen am 04.07.2023.

- Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023a): Joint Consultation Paper - Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC\\_2023\\_09\\_Joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_review\\_of\\_SFDR\\_Delegated\\_Regulation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC_2023_09_Joint_consultation_paper_on_review_of_SFDR_Delegated_Regulation.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Hrsg.) (2023b): Consolidated questions and answers (Q&A) on the SFDR (Regulation (EU) 2019/2088) and the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288). [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC\\_2023\\_18\\_-\\_Consolidated\\_JC\\_SFDR\\_QAs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC_2023_18_-_Consolidated_JC_SFDR_QAs.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- justETF (Hrsg.) (2023a): Suchergebnisse MSCI World. <https://www.justetf.com/de/find-etf.html?query=msci++world&groupField=none&sortField=name&sortOrder=asc>. Abgerufen am 04.07.2023.
- justETF (Hrsg.) (2023b): Suchergebnisse nachhaltige MSCI World. <https://www.justetf.com/de/find-etf.html?query=msci++world&groupField=index&sustainable=true>. Abgerufen am 04.07.2023.
- LBBW (Hrsg.) (2023): Von Scope 1 bis Scope 3: So ermitteln Unternehmen ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen. [https://www.lbbw.de/perspektiven/themenspecials/fit-for-55/news/scope-1-3\\_af3pzwkh4t\\_d.html](https://www.lbbw.de/perspektiven/themenspecials/fit-for-55/news/scope-1-3_af3pzwkh4t_d.html). Abgerufen am 04.07.2023.
- Maijoor, Steven (2021): ESMA Letter To EC On ESG Ratings. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423\\_esma\\_letter\\_to\\_ec\\_on\\_esg\\_ratings.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- Moreolo, Carlo Svaluto / Rust, Susanna (2022): SFDR put to the test, in: Investment and Pension Europe (Hrsg.): Special Report Regulation, 2022, S. 39-43.
- Morningstar (Hrsg.) (2022): EU-Klima-Benchmarks und ESG-Offenlegungen erklärt. <https://www.morningstar.com/de-de/lp/eu-klima-benchmarks>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2019): MSCI Global ex Controversial Weapons Indexes Methodology [https://www.msci.com/eqb/methodology/meth\\_docs/MSCI\\_Global\\_ex\\_Controversial\\_Weapons\\_Indexes\\_Methodology\\_Nov2019.pdf](https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Global_ex_Controversial_Weapons_Indexes_Methodology_Nov2019.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2022): Powering better investment decisions. [https://www.msci.com/documents/1296102/34522823/MSCI\\_Company\\_Brochure.pdf](https://www.msci.com/documents/1296102/34522823/MSCI_Company_Brochure.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.

- MSCI (Hrsg.) (2023a): Henry A. Fernandez - Chairman and Chief Executive Officer  
<https://www.msci.com/who-we-are/our-leadership/henry-a-fernandez>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023b): Linda-Eling Lee - Head of ESG and Climate Research  
<https://www.msci.com/who-we-are/our-leadership/linda-eling-lee>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023c): AUM in ETFs Linked to MSCI Equity Indexes.  
<https://ir.msci.com/aum-etfs-linked-msci-indexes>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023d): MSCI ESG Research LLC.  
<https://www.msci.com/documents/1296102/1311232/ESG+ADV+2A-03.pdf/49ba55aa-b739-428c-b32d-87580eb4aeaa>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023e): MSCI World Index (USD).  
<https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>.  
Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023f): Exchange traded products based on MSCI indexes.  
<https://www.msci.com/documents/1296102/15496518/msci-GLOBAL-ETFB-cbr-en.pdf>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023g): MSCI ESG Leaders Indexes Methodology.  
<https://www.msci.com/index/methodology/latest/ESG>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023h): ESG Industry Materiality Map. <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-industry-materiality-map>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI (Hrsg.) (2023i): MSCI ESG Controversies and Global Norms Methodology.  
<https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/ESG-Research-Controversies-Methodology.pdf>. Abgerufen am 04.07.2023.
- MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023a): ESG Ratings Methodology.  
<https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+%28002%29.pdf>. Abgerufen am 05.06.2023.
- MSCI ESG Research LLC (Hrsg.) (2023b): ESG Ratings Process.  
<https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Process.pdf/820e4152-4804-fe33-0a67-8ee4c6a8fd7d?t=1666182600771>.  
Abgerufen am 04.07.2023.

- Refinitiv (Hrsg.) (2022): ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE SCORES FROM REFINITIV.  
[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- Ries, Katrin (2023): Experteninterview. Das Protokoll kann auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.
- RL (EU) 2022/2464: RICHTLINIE (EU) 2022/2464 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl 2022 L 322/15.
- Scheehl, Arne (2023): Experteninterview. Das Protokoll kann auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.
- Schmidt, Michael (2023a): Präsentation Sustainable Finance: aktuelle Trends und regulatorische Entwicklungen, in: Laiqon AG (Hrsg.): 8. Nachhaltigkeits-Expertenforum.
- Schmidt, Michael (2023b): Vortrag Sustainable Finance: aktuelle Trends und regulatorische Entwicklungen, in: Laiqon AG (Hrsg.): 8. Nachhaltigkeits-Expertenforum.
- SEC (Hrsg.) (2022): FORM 10-K MSCI INC..  
[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1408198/000156459022004803/msci-10k\\_20211231.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1408198/000156459022004803/msci-10k_20211231.htm). Abgerufen am 04.07.2023.
- Simpson, Cam / Rathi, Akshat / Kishan, Saijel (2021): The ESG Mirage, in: Bloomberg (Hrsg.). <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-on-corporate-bottom-line/>. Abgerufen am 04.07.2023.
- Sustainable Finance-Beirat der deutschen Bundesregierung (Hrsg.) (2022): Offener Brief des Sustainable Finance-Beirats der deutschen Bundesregierung. [https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2022/12/SFB-Stellungnahme-und-Empfehlung-ESG-Skala\\_PRIIPs.pdf](https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2022/12/SFB-Stellungnahme-und-Empfehlung-ESG-Skala_PRIIPs.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- United Nations (Hrsg.) (1987): Our Common Future.  
[https://www.are.admin.ch/dam/are/en/dokumente/nachhaltige\\_entwicklung/dokumente/bericht/our\\_common\\_futurebrundtlandreport1987.pdf.download.pdf/our\\_common\\_futurebrundtlandreport1987.pdf](https://www.are.admin.ch/dam/are/en/dokumente/nachhaltige_entwicklung/dokumente/bericht/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf.download.pdf/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf). Abgerufen am 04.07.2023.
- United States Environmental Protection Agency (Hrsg.) (2023): Scope 3 Inventory Guidance. <https://www.epa.gov/climateleadership/scope-3-inventory-guidance>. Abgerufen am 04.07.2023.

VO (EU) 2016/1011: VERORDNUNG (EU) 2016/1011 DES EUROPÄISCHEN

PARLAMENTS UND DES RATES vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, Abl 2016 L 171/1.

VO (EU) 2019/2088: VERORDNUNG (EU) 2019/2088 DES EUROPÄISCHEN

PARLAMENTS UND DES RATES vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, Abl 2019 L 317/1.

VO (EU) 2019/2089: VERORDNUNG (EU) 2019/2089 DES EUROPÄISCHEN

PARLAMENTS UND DES RATES vom 27. November 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 hinsichtlich EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel, hinsichtlich auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU-Referenzwerte sowie hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen für Referenzwerte, Abl 2019 L 317/17.

VO (EU) 2020/852: VERORDNUNG (EU) 2020/852 DES EUROPÄISCHEN

PARLAMENTS UND DES RATES vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, Abl 2020 L 198/13.

Von der Leyen, Ursula (2019): Presentation of the European Green Deal by Ursula von der Leyen, President of the EC: press statement.

<https://audiovisual.ec.europa.eu/en/video/I-182024>. Abgerufen am 04.07.2023.

## Anhang

Tab. 1: Maßnahmen Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums

<b>Maßnahme AFnW</b>	<b>Regulatorik</b>
1. Einführung eines EU-Klassifikationssystems für nachhaltige Tätigkeiten	<b>Taxonomie-Verordnung</b>
2. Normen und Kennzeichen für umweltfreundliche Finanzprodukte	<b>EU-Umweltzeichen</b>
3. Förderung von Investitionen in nachhaltige Projekte	
4. Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Finanzberatung	<b>Änderungsverordnungen MiFID II / IDD</b>
5. Entwicklung von Nachhaltigkeitsbenchmarks	<b>CO2-Benchmarkverordnung</b>
6. Bessere Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in Ratings und Marktanalysen	
7. Klärung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	<b>Offenlegungsverordnung (SFDR)</b>
8. Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in den Aufsichtsvorschriften	
9. Stärkung der Vorschriften zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen und zur Rechnungslegung	<b>Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD, erweitert NFRD)</b>
10. Förderung einer nachhaltigen Unternehmensführung und Abbau von kurzfristigem Denken auf den Kapitalmärkten	<b>Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)</b>

Quelle: EU-Kommission (Hrsg.) (2018), S. 1 ff.; Schmidt, Michael (2023a), S. 6.

Tab. 2: Volumen nicht in der EU zugelassener MSCI World ESG-ETFs

ISIN	ETF	Volumen in Mio EUR
IE000VDP6OY8	Fineco AM MSCI World Financials ESG Leaders UCITS ETF EUR Acc	22
US56167N2669	V-Shares MSCI World ESG Materiality and Carbon Transition ETF	2.7
CA09662J1084	BMO MSCI Global ESG Leaders Index ETF	25
NZESGE0008S1	SMARTSHARES GLOBAL EQUITIES ESG ETF	100
AU0000001356	VanEck Vectors MSCI International Sustainable Equity ETF	87.5
CA12554W2031	CI MSCI World ESG Impact ETF Unhedged	62
CA12554W1041	CI MSCI World ESG Impact ETF Hedged	8
	<b>Summe</b>	<b>307.2</b>

Quelle: Eigene Darstellung. Die Volumen einzelner ETFs können auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.

Tab. 3: Analyse von ETFs mit Nachhaltigkeitsmerkmalen, abgeleitet vom MSCI World

Nummer	ETF Name	Index Name	Einsatz des MSCI ESG-Ratings	CTB/PAB
1	Xtrackers MSCI World ESG UCITS ETF 2C EUR Hedged	MSCI World Low Carbon SRI Leaders Index	Schließt BB, B, CCC Rating aus	Nein
2	Xtrackers MSCI World ESG UCITS ETF 1C	MSCI World Low Carbon SRI Leaders Index	Schließt BB, B, CCC Rating aus	Nein
3	Xtrackers MSCI World ESG Screened UCITS ETF	MSCI World Select ESG Screened Index	Schließt CCC Rating aus	Nein
4	Xtrackers MSCI World Climate Transition UCITS ETF	MSCI World Select Sustainability Screened CTB Index	Schließt CCC Rating aus	<b>CTB</b>
5	Deka MSCI World Climate Change ESG UCITS ETF	MSCI World Climate Change ESG Select	Schließt B und CCC Rating aus	Nein
6	Amundi Index MSCI World SRI PAB UCITS ETF DR	MSCI World SRI Filtered PAB Index	Nutzt Ratings für einen Best-in-Class Ansatz	<b>PAB</b>
7	Amundi Index MSCI World SRI PAB UCITS ETF DR Hedged EU	MSCI World SRI Filtered PAB Index	Nutzt Ratings für einen Best-in-Class Ansatz	<b>PAB</b>
8	Amundi MSCI World Climate Paris Aligned PAB UCITS ETF DR - USD (C)	MSCI World Climate Change Paris Aligned Select Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
9	Amundi MSCI World Climate Paris Aligned PAB Umweltzeichen UCITS ETF DR	MSCI World Climate Change Paris Aligned Low Carbon Select	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
10	Amundi MSCI World Climate Transition CTB UCITS ETF DR EUR (C)	MSCI World Climate Change CTB Select Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>CTB</b>
11	Amundi MSCI World Climate Transition CTB UCITS ETF DR USD (C)	MSCI World Climate Change CTB Select Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>CTB</b>
12	Amundi MSCI World ESG Leaders Select UCITS ETF DR (C)	MSCI WORLD ESG LEADERS SELECT 5% Issuer Capped Index	Schließt B und CCC Rating aus	Nein
13	Amundi MSCI World ESG Universal Select UCITS ETF DR (C)	MSCI World ESG Universal Select Index (Total Return Index)	Nutzt ESG-Rating für eine neue Gewichtung der Indexbestandteile	Nein
14	Lyxor MSCI World Climate Change (DR) UCITS ETF – Acc	MSCI World Climate Change Net Total Return Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	Nein
15	Lyxor MSCI World ESG Leaders Extra (DR) UCITS ETF - Acc	MSCI World Select ESG Rating and Trend Leaders Net Return USD Index	Nutzt Ratings für einen Best-in-Class Ansatz	Nein
16	Lyxor MSCI World ESG Leaders Extra (DR) UCITS ETF - Dist	MSCI World Select ESG Rating and Trend Leaders Net Return USD Index	Nutzt Ratings für einen Best-in-Class Ansatz	Nein
17	Lyxor MSCI World ESG Trend Leaders (DR) UCITS ETF - Monthly Hedged to EUR - Acc	MSCI World Select ESG Rating and Trend Leaders Net Return USD Index	Nutzt Ratings für einen Best-in-Class Ansatz	Nein
18	BNP PARIBAS EASY MSCI WORLD ESG FILTERED MIN TE UCITS ETF EUR	MSCI World ESG Filtered Min TE Index	20% mit schlechtestem ESG-Rating werden aussortiert	Nein
19	BNP PARIBAS EASY MSCI WORLD ESG FILTERED MIN TE UCITS ETF USD	MSCI World ESG Filtered Min TE Index	20% mit schlechtestem ESG-Rating werden aussortiert	Nein
20	BNP Paribas Easy MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped UCITS ETF EUR Acc	MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme Rating B oder besser für Indexbestandteile	<b>PAB</b>
21	BNP Paribas Easy MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped UCITS ETF USD Acc	MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme Rating B oder besser für Indexbestandteile	<b>PAB</b>
22	CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF B USD	MSCI World ESG Leaders Index	oberen 50% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit <u>bestem ESG-Rating</u>	Nein
23	CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF B EUR	MSCI World ESG Leaders Index	oberen 50% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit <u>bestem ESG-Rating</u>	Nein
24	CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF BH CHF	MSCI World ESG Leaders Index	oberen 50% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit <u>bestem ESG-Rating</u>	Nein
25	CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility Blue UCITS ETF B USD	MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility Index	Schließt B und CCC Rating aus	Nein
26	HSBC MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF	MSCI World Climate Paris Aligned Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
27	HSBC MSCI World Value ESG UCITS ETF	MSCI World Value SRI ESG Target Select Index	In MSCI SRI Indizes Rating A oder besser	Nein

28	Invesco MSCI World ESG Climate Paris Aligned UCITS ETF Acc	MSCI World ESG Climate Paris Aligned Benchmark Select Index	Schließt BB, B, CCC Rating aus	
29	Invesco MSCI World ESG Universal Screened UCITS ETF Acc	MSCI World ESG Universal Select Business Screens Index	Schließt CCC Rating aus und gewichtet nach ESG-Rating neu	Nein
30	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF (Acc)	MSCI World Minimum Volatility ESG Reduced Carbon Target Index	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
31	iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF EUR Hedged (Acc)	MSCI World Minimum Volatility ESG Reduced Carbon Target Index	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
32	iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World ESG Enhanced Focus CTB Index	Unternehmen mit hohem ESG-Rating werden bevorzugt	<b>CTB</b>
33	iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF USD (Dist)	MSCI World ESG Enhanced Focus CTB Index	Unternehmen mit hohem ESG-Rating werden bevorzugt	<b>CTB</b>
34	iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World ESG Screened Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	Nein
35	iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF USD (Dist)	MSCI World ESG Screened Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	Nein
36	iShares MSCI World Momentum Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World Momentum ESG Reduced Carbon Target Select Index	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
37	iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World Climate Paris Aligned Benchmark Select Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
38	iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF USD (Dist)	MSCI World Climate Paris Aligned Benchmark Select Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
39	iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World High Dividend Yield ESG Reduced Carbon Target Index (USD)	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
40	iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF USD (Dist)	MSCI World High Dividend Yield ESG Reduced Carbon Target Index (USD)	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
41	iShares MSCI World Quality Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World Quality ESG Reduced Carbon Target Select Index (USD)	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
42	iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR (Acc)	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme; Rating BB oder besser für Indexbestandteile; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
43	iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR Hedged (Dist)	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme; Rating BB oder besser für Indexbestandteile; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
44	iShares MSCI World SRI UCITS ETF GBP Hedged (Dist)	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme; Rating BB oder besser für Indexbestandteile; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
45	iShares MSCI World SRI UCITS ETF USD (Dist)	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme; Rating BB oder besser für Indexbestandteile; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
46	iShares MSCI World SRI UCITS ETF USD Hedged (Dist)	MSCI World SRI Select Reduced Fossil Fuel Index	Rating A oder besser für Indexneuaufnahme; Rating BB oder besser für Indexbestandteile; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
47	iShares MSCI World Value Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	MSCI World Value ESG Reduced Carbon Target Select Index	Verbesserung des ESG-Scores um 20% im Vergleich zum Parent Index	Nein
48	SPDR MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF Acc USD	MSCI World Climate Paris Aligned Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
49	UBS ETF (IE) MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF (USD) A-acc	MSCI World Climate Paris Aligned Index	<b>Keine Nutzung des klassischen MSCI ESG-Ratings erkennbar</b>	<b>PAB</b>
50	UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to CHF) A-acc	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
51	UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to EUR) A-acc	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
52	UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to GBP) A-dis	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
53	UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-acc	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
54	UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-dis	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
55	UBS ETF (LU) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-acc	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein
56	UBS ETF (LU) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-dis	MSCI World SRI Low Carbon Select 5% Issuer Capped Index	Rating A oder besser für Indexaufnahme; oberen 25% (nach Marktkapitalisierung) der Untern. mit bestem ESG-Rating	Nein

Quelle: Eigene Darstellung. Die Indexbeschreibungen können auf Anfrage digital vom Herausgeber zur Verfügung gestellt werden.

Tab. 4: Berechnung Anteil ESG-Rating Nutzer nach Volumen und Anzahl

ETF	Volumen in Mio	Nutzt MSCI ESG-Rating?
Xtrackers MSCI World ESG UCITS ETF 2C EUR Hedged	394	Ja
Xtrackers MSCI World ESG UCITS ETF 1C	3703	Ja
Xtrackers MSCI World ESG Screened UCITS ETF	82	Ja
Xtrackers MSCI World Climate Transition UCITS ETF	14	Ja
Deka MSCI World Climate Change ESG UCITS ETF	515	Ja
Amundi Index MSCI World SRI PAB UCITS ETF DR	2820	Ja
Amundi Index MSCI World SRI PAB UCITS ETF DR Hedged EU	417	Ja
Amundi MSCI World Climate Paris Aligned PAB UCITS ETF DR - USD (C)	253	Nein
Amundi MSCI World Climate Paris Aligned PAB Umweltzeichen UCITS ETF DR	98	Nein
Amundi MSCI World Climate Transition CTB UCITS ETF DR EUR (C)	846	Nein
Amundi MSCI World Climate Transition CTB UCITS ETF DR USD (C)	13	Nein
Amundi MSCI World ESG Leaders Select UCITS ETF DR (C)	245	Ja
Amundi MSCI World ESG Universal Select UCITS ETF DR (C)	2	Ja
Lyxor MSCI World Climate Change (DR) UCITS ETF – Acc	195	Nein
Lyxor MSCI World ESG Leaders Extra (DR) UCITS ETF - Acc	699	Ja
Lyxor MSCI World ESG Leaders Extra (DR) UCITS ETF - Dist	0	Ja
Lyxor MSCI World ESG Trend Leaders (DR) UCITS ETF - Monthly Hedged to EUR - Acc	55	Ja
BNP PARIBAS EASY MSCI WORLD ESG FILTERED MIN TE UCITS ETF EUR	62	Ja
BNP PARIBAS EASY MSCI WORLD ESG FILTERED MIN TE UCITS ETF USD	27	Ja
BNP Paribas Easy MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped UCITS ETF EUR Acc	869	Ja
BNP Paribas Easy MSCI World SRI S-Series PAB 5% Capped UCITS ETF USD Acc	156	Ja
CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF B USD	527	Ja
CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF B EUR	310	Ja
CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Blue UCITS ETF BH CHF	162	Ja
CSIF (IE) MSCI World ESG Leaders Minimum Volatility Blue UCITS ETF B USD	260	Ja
HSBC MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF	355	Nein
HSBC MSCI World Value ESG UCITS ETF	170	Ja
Invesco MSCI World ESG Climate Paris Aligned UCITS ETF Acc	2	Ja
Invesco MSCI World ESG Universal Screened UCITS ETF Acc	110	Ja
iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF (Acc)	711	Ja
iShares Edge MSCI World Minimum Volatility ESG UCITS ETF EUR Hedged (Acc)	143	Ja
iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF USD (Acc)	2606	Ja
iShares MSCI World ESG Enhanced UCITS ETF USD (Dist)	285	Ja
iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF USD (Acc)	1806	Nein
iShares MSCI World ESG Screened UCITS ETF USD (Dist)	439	Nein
iShares MSCI World Momentum Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	182	Ja
iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF USD (Acc)	53	Nein
iShares MSCI World Paris-Aligned Climate UCITS ETF USD (Dist)	49	Nein
iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF USD (Acc)	141	Ja
iShares MSCI World Quality Dividend ESG UCITS ETF USD (Dist)	769	Ja
iShares MSCI World Quality Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	94	Ja
iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR (Acc)	5217	Ja
iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR Hedged (Dist)	573	Ja
iShares MSCI World SRI UCITS ETF GBP Hedged (Dist)	91	Ja
iShares MSCI World SRI UCITS ETF USD (Dist)	1361	Ja
iShares MSCI World SRI UCITS ETF USD Hedged (Dist)	5	Ja
iShares MSCI World Value Factor ESG UCITS ETF USD (Acc)	412	Ja
SPDR MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF Acc USD	30	Nein
UBS ETF (IE) MSCI World Climate Paris Aligned UCITS ETF (USD) A-acc	7	Nein
UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to CHF) A-acc	58	Ja
UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to EUR) A-acc	145	Ja
UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (hedged to GBP) A-dis	2	Ja
UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-acc	524	Ja
UBS ETF (IE) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-dis	225	Ja
UBS ETF (LU) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-acc	836	Ja
UBS ETF (LU) MSCI World Socially Responsible UCITS ETF (USD) A-dis	3382	Ja
<b>Assets Summe</b>	<b>33507</b>	<b>100.00%</b>
<b>Assets Summe der Nutzer von ESG-Ratings</b>	<b>29363</b>	<b>87.63%</b>
<b>Assets Summe der Nutzer keiner ESG-Ratings</b>	<b>4144</b>	<b>12.37%</b>
<b>Anzahl ETFs gesamt</b>	<b>56</b>	<b>100.00%</b>
<b>Anzahl der Nutzer von ESG-Ratings</b>	<b>44</b>	<b>78.57%</b>
<b>Anzahl der Nutzer keiner ESG-Ratings</b>	<b>12</b>	<b>21.43%</b>

Quelle: eigene Darstellung, nach Nutzung der Daten von: Tab. 3 und justETF (Hrsg.) (2023a), Daten vom 19.06.2023.

Tab. 5: Durchschnittliche Gewichtung der Säulen E, S und G

<b>Sektor</b>	<b>Environmental</b>	<b>Social</b>	<b>Governance</b>	<b>Summe</b>
Energy	42.30%	23.30%	34.50%	100.100%
Materials	45.80%	21.20%	33.10%	100.100%
Industrials	22.50%	31.80%	45.50%	99.800%
Consumer Discretionary	18.30%	43.70%	37.80%	99.800%
Consumer Staples	31.60%	34.20%	34.30%	100.100%
Health Care	7.70%	53.10%	39.00%	99.800%
Financials	10.50%	52.20%	37.10%	99.800%
Information Technology	17.10%	43.00%	39.90%	100.000%
Communication Services	5.20%	49.60%	45.30%	100.100%
Utilities	44.90%	18.50%	36.70%	100.100%
Real Estate	29.40%	28.40%	42.10%	99.900%
Durchschnitt	25.03%	36.27%	38.66%	99.964%

Quelle: eigene Darstellung, nach Nutzung der Daten von: MSCI (Hrsg.) (2023h): ESG Industry Materiality Map.