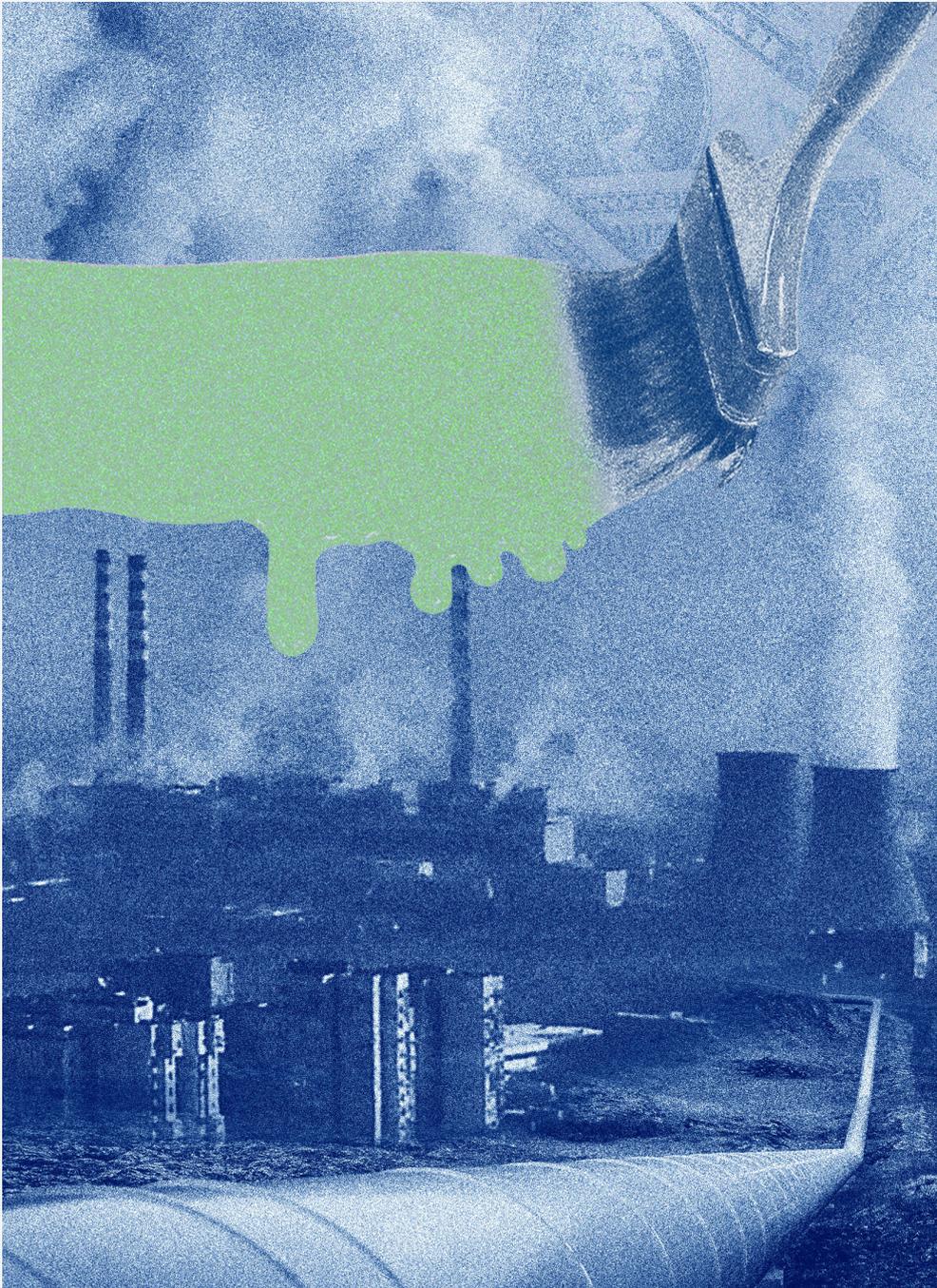


Alison Schultz & Magdalena Senn

GREENWASHING IN ZEITEN VON UKRAINEKRIEG UND ENERGIEKRISE



FEBRUAR 2023

FINANZWENDE

Recherche

Finanzwende Recherche
Motzstraße 32 | 10777 Berlin
info@finanzwende-recherche.de

INHALTSVERZEICHNIS

1. Kurzfassung.....	3
2. Nachhaltige Fonds und ihre Anlagestrategien	5
3. Daten und Methoden	6
3.1. Daten	6
3.2. Methode	7
4. Ergebnisse der Datenauswertung	9
4.1. Raus aus Technologie- und Finanzsektor, rein in Energie.....	9
4.2. Mehr Aktien-Zukäufe im Bereich der fossilen Energie als von erneuerbaren Energien	13
4.3. Zu- und Verkäufe fossiler Unternehmen nach Ländern.....	18
4.4. Welche Unternehmen besonders profitieren	19
5. Erkenntnisse für Verbraucher*innen	20
6. Fazit	21

1. KURZFASSUNG

Auch nachhaltige Investmentfonds haben die Entwicklungen in der Ukraine und deren Folgen zu spüren bekommen. Lange Zeit hatte der Fokus auf Wachstumswerte vielen grünen Fonds eine gute Performance beschert.¹ Besonders die Tech-Branche stach heraus. Heute sieht es anders aus: Die Tech-Branche ist in der Krise, die Kurse und Gewinne von Energiekonzernen haben dagegen enorm zugelegt, ausgelöst durch den russischen Angriff auf die Ukraine im Februar 2022.

Während besonders klimaschädliche Sektoren also hohe Profite versprochen, bekamen eher emissionsarme Branchen wie Tech zunehmend Probleme. So gerieten grüne Fonds in die Zwickmühle.² Wie haben Manager*innen „nachhaltiger“ Aktienfonds auf die neue Situation reagiert? Haben die Fonds ihr Anlageverhalten verändert und Aktien im Bereich der fossilen Energien zugekauft, um trotz ihrer grünen Ausrichtung vom fossilen Boom zu profitieren? Wurden Aktien von Unternehmen der krisengeplagten Tech-Branche verkauft? Sind die Portfolios insgesamt CO₂-lastiger geworden? Auf diese Fragen soll diese Studie Antworten geben.

Dazu untersuchen wir den Aktienbesitz von 2.434 aktiv gemanagten und in Europa erhältlichen Fonds aus der Datenbank Morningstar, welche sich nach Artikel 8 oder Artikel 9 der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) als nachhaltig vermarkten dürfen. Ende 2021 betrug der Wert des betrachteten Aktienportfolios 2 Billionen US-Dollar. Die Fonds werden entsprechend ihrer Anlagestrategie vier Unterkategorien zugeordnet: ESG-Fonds, Fonds mit Negativer-Screening-Strategie, Fonds, die Ausschlusskriterien anwenden, und Fonds, die sich durch sogenanntes „Engagement“ für mehr Nachhaltigkeit in der investierten Firma einsetzen.³ Um die Reaktion grüner Fonds auf die durch den Krieg veränderte Marktsituation zu erfassen, vergleichen wir ihren Aktienbesitz Ende Dezember 2021 mit März 2022, also vor und kurz nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine. Wir überprüfen darüber hinaus die Beständigkeit der Entwicklung, indem wir zusätzlich die Zeitreihe bis Dezember 2022 untersuchen.

Die Ergebnisse zeigen: Die untersuchten Fonds haben preisbereinigt insgesamt Aktien von Energiefirmen im Wert von 2,6 und Versorgungsunternehmen im Wert von 1,7 Milliarden US-Dollar zugekauft und Aktien aus dem Finanz-, Kommunikations- und Technologiesektor im Wert von 16,1 beziehungsweise 9,9 Milliarden US-Dollar verkauft. Die Zukäufe im Bereich der Energie kamen dabei vor allem dem fossilen Sektor zugute: **Die untersuchten Fonds investierten 940 Millionen US-Dollar zusätzlich in Aktien von Firmen im Bereich der fossilen Energien. Lediglich 138 Millionen US-Dollar gingen an Unternehmen, deren Geschäftsmodell auf erneuerbaren Energien basiert. Dadurch sind die Portfolios insgesamt um 7,9 Prozent CO₂-intensiver geworden.** Die Veränderungen in den Portfolios blieben über das Jahr 2022 hinweg erhalten. Dabei sticht besonders ins Auge, dass die grünen Fonds nicht nur insgesamt weniger in erneuerbare als in fossile Energien investieren: Der Anteil an Erneuerbaren am Portfolio blieb über den betrachteten Zeitraum konstant, während der Anteil an

¹ Financial Times, 21.05.2022, ‚Collateral damage‘: ESG funds pulled down by tumble in tech shares.
<https://www.ft.com/content/86f25e7b-954e-4c50-b9d8-3b20b6680349>

² Ob „Tech“ als Industrie wirklich im Einklang mit den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen (UN) steht, ist umstritten. Insbesondere zur Erreichung der Ziele „Ziel 8: Menschenwürdige Arbeit“, „Ziel 10: Weniger Ungleichheiten“ und „Ziel 12: Nachhaltiger Konsum und Produktion“ haben zumindest manche der großen Tech-Konzerne nicht beigetragen, auch bei „Ziel 13: Maßnahmen zum Klimaschutz“ gibt es bei vielen Konzernen mit dem massiven Energieverbrauch, der oft bei Endkund*innen anfällt, noch Aufholbedarf.

³ Erklärung der unterschiedlichen Anlagestrategien in Abschnitt 2. Mehrfache Zuordnung möglich.

Öl- und Gasfirmen übers Jahr noch weiter anstieg. Das ohnehin weit verbreitete Greenwashing im Fondsbereich, das wir bereits in einer früheren Studie thematisiert hatten,⁴ hat sich also durch die Reaktionen auf die neue Marktsituation unterm Strich noch verstärkt.

Manche werden nun sagen, es sei eben ein schwieriges Jahr für die Fonds gewesen und die neue geopolitische Situation erfordere nun mal Investitionen in die Energieunabhängigkeit Europas. Das kann man sicher diskutieren, doch es ist keine Fondsgesellschaft gezwungen, solche Investitionen mit als „grün“ oder „nachhaltig“ beworbenen Fonds zu tätigen. Während Investitionen in den Umbau bisher klimaschädlicher Unternehmen theoretisch sinnvoll sein können, um Veränderungen anzuschieben, treiben die großen Energiekonzerne momentan sogar weiter die mit dem Pariser Klimaabkommen unvereinbare Expansion fossiler Energiequellen voran.⁵ Das bedeutet, dass das Geld, das 2022 in diese Konzerne geflossen ist, nicht die ökologische Transformation, sondern eher eine Verschärfung der Klimakrise finanziert.

In der Debatte um mögliches Greenwashing nachhaltiger Fonds wird oft auf Missverständnisse und Unwissen, vor allem seitens der Kund*innen, verwiesen. Dabei steht aus unserer Sicht folgender Widerspruch im Vordergrund: Was wünschen sich Kund*innen, die einen grünen Fonds kaufen? Und was bekommen sie tatsächlich? Ohne hier eine umfassende Definition aufstellen zu wollen, liegt aus unserer Sicht Greenwashing vor, wenn entgegen dem UN-Nachhaltigkeits-Ziel 13 „Maßnahmen zum Klimaschutz“ in Unternehmen aus dem fossilen Sektor investiert wird,⁶ deren Geschäftsmodelle mit dem Pariser Klimaabkommen unvereinbar sind.

Die gute Nachricht für grün motivierte Anleger*innen ist, dass es Alternativen ohne fossile Investments gibt. Wem nachhaltige Geldanlagen nach strengen Kriterien wichtig sind, kann auf Produkte zurückgreifen, deren Anbietende sich auf das grüne Marktsegment spezialisiert haben.⁷

Ein wichtiger Hebel für Konsument*innen ist außerdem, beim Fondskauf nachzufragen, welche Aktien denn genau in dem gekauften Fonds enthalten sind, anstatt auf Nachhaltigkeitsstrategien des Fonds zu vertrauen, die in der konkreten Anwendung oft nicht im Einklang mit der Vorstellung der Kund*innen stehen. Unser Fazit insgesamt: Um Greenwashing wirklich einzudämmen, braucht es klare und strenge Regeln für als „nachhaltig“ beworbene Anlageprodukte. Damit wäre sowohl Anleger*innen als auch vielen Fondsgesellschaften gedient.

⁴ Schultz, A. und Senn, M. 2021, Greenwashing im großen Stil. Wie „nachhaltige“ Fonds die Klimakrise befeuern, korrupte Vorstände finanzieren und die Verletzung von Arbeitnehmerrechten tolerieren, Finanzwende Recherche, Berlin.
<https://www.finanzwende-recherche.de/unsere-themen/nachhaltige-finanzmaerkte/greenwashing-im-grossen-stil/>

⁵ Goba Witness, 12.04.2022, IPCC clarion call puts spotlight on fossil fuel industry's hypocrisy.
<https://www.globalwitness.org/en/campaigns/fossil-gas/ipcc-clarion-call-puts-spotlight-on-fossil-fuel-industrys-hypocrisy/>

⁶ Um zu bewerten, wie sich die Fonds in Bezug auf Nachhaltigkeitswerte verändert haben, legen wir die Nachhaltigkeitsdefinition sowie die Nachhaltigkeitsziele der UN zu Grunde. Die UN definiert nachhaltige Entwicklung als „eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen“ (United Nations, Definition von „Sustainability“ (<https://www.un.org/en/academic-impact/sustainability>)) und legt hierfür 17 zu erreichende Ziele fest, zu denen auch „Ziel 13: Maßnahmen zum Klimaschutz“ gehört (Die Bundesregierung, Nachhaltigkeitsziele verständlich erklärt. <https://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/nachhaltigkeitspolitik/nachhaltigkeitsziele-erklart-232174>). Im Einklang mit dieser Definition bewerten wir insbesondere Investitionen in fossile Energien als nicht nachhaltig. Dies ist auch im Einklang mit anderen Nachhaltigkeitsdefinitionen, wie beispielsweise der drei „sich gegenseitig stützenden Säulen der nachhaltigen Entwicklung – wirtschaftliche Entwicklung, soziale Entwicklung und Umweltschutz“ zu denen sich die Weltgemeinschaft auf dem Weltgipfel für nachhaltige Entwicklung in Johannesburg im Jahr 2002 bekannte (<https://www.bmz.de/de/service/lexikon/weltgipfel-fuer-nachhaltige-entwicklung-14944>). Die Möglichkeit, mit dem Investment in nicht-nachhaltige Firmen deren Nachhaltigkeit voranzutreiben (Engagement), diskutieren wir an späterer Stelle.

⁷ Mehr Details dazu im Abschnitt „Erkenntnisse für Verbraucher*innen“.

2. NACHHALTIGE FONDS UND IHRE ANLAGESTRATEGIEN

Aktienfonds, die sich als „nachhaltig“ bezeichnen, berücksichtigen bei der Auswahl ihrer Investments meist ökologische und soziale Aspekte sowie Kriterien der guten Unternehmensführung. Es gibt dabei verschiedene Strategien, wie Nachhaltigkeit konkret erreicht werden soll, sowie verschiedene gesetzliche Kategorien für als „nachhaltig“ beworbene Fonds. Mit Blick auf die analysierten Anlagestrategien folgt diese Studie der Einstufung der Fonds in der Morningstar Datenbank.

Gibt ein Fonds an, eine **ESG-Strategie** (Ecological, Social and Governance, also Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung) zu verfolgen, zieht er für die Zusammenstellung des Aktienportfolios neben den finanziellen auch Informationen über die ESG-Bewertung der jeweiligen Unternehmen heran.⁸ **Negatives Screening** bedeutet, dass Unternehmen, die bestimmte Kriterien verletzen, beispielsweise nicht im Einklang mit dem UN Global Compact agieren, aus dem Universum von investierbaren Unternehmen aussortiert werden. **Ausschluss-Strategien** schließen ganze Branchen wie beispielsweise Kohle oder Kernkraft aus dem Anlageuniversum aus. Eine **Engagement-Strategie** bedeutet, dass die Fondsgesellschaft sich bei den investierten Unternehmen dafür einsetzt, dass diese ihre ESG-Performance verbessern.⁹ Verfolgt ein Fonds mehrere dieser Ansätze gleichzeitig, taucht er in der nach Anlagestrategien differenzierten Analyse in mehreren Kategorien auf.

Die europäische Gesetzgebung hat durch die Offenlegungsverordnung zwei Kategorien für als „nachhaltig“ beworbene Fonds festgelegt.¹⁰ Die Einstufung erfolgt durch die Fondsgesellschaften selbst. Fonds der ersten Kategorie, entsprechend des Gesetzes auch „Artikel 8 Fonds“ genannt, kennzeichnen sich dadurch, dass sie „unter anderem ökologische oder soziale Merkmale“ bewerben. Verfolgt ein Fonds dagegen ein konkretes Nachhaltigkeitsziel, wie beispielsweise die Reduktion des CO₂-Ausstoßes der investierten Unternehmen, so fällt er unter Artikel 9. Weltweit beträgt das Anlagevermögen von Fonds, die als Artikel 8 oder 9 klassifiziert sind, 4,3 Billionen Euro (Stand September 2022).¹¹

Regulatorisch ist 2022 am grünen Anlagemarkt viel passiert. EU-Kommission und europäische Finanzaufsicht haben weitere Details der Regulierung klargestellt und werden sie voraussichtlich strenger auslegen, als von vielen Vermögensverwaltungen ursprünglich erwartet. Das hat in der zweiten Jahreshälfte viele Anbietende zu Herabstufungen von Fonds von der strengeren Artikel-9-Kategorie auf die weniger strenge Artikel-8-Kategorie bewogen. Die herabgestuften Fonds betrachten wir in unseren Analysen als separate Subgruppe.

⁸ Morningstar Kategorie „General ESG Investments“: Strategien konzentrieren sich auf die umfassende Einbeziehung von Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Faktoren, in der Regel durch die Verwendung von ESG-Kennzahlen und -Ausschlüssen von Unternehmen, wobei die Verwendung dieser Ansätze eine zentrale Rolle in ihrem gesamten Anlageprozess spielt.

⁹ Morningstar Research, 08.2022, Morningstar Sustainable Attributes – Framework and definitions for the Sustainable Investment and Employ Exclusions attributes. <https://www.morningstar.com/api-corporate/midway/v1/research/download/1097349?timestamp=1660326900000500&token=eyJhbGciOiJIUzI1NiIsInR5cCI6IkpXVCJ9.eyJkYXRhIjpb7lRvY3VtZW50SWQ0IjEwOTczNDI9L0JpYXQ0IjE2NzYwNTc0MzN9.bjI4ITh48nloZ7BnDooq3-A-L1h5QwFXM0o5SoqKI6k>

¹⁰ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>

¹¹ Morningstar, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review. <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>

3. DATEN UND METHODEN

3.1. DATEN

Investmentfonds

Wir beziehen Daten zu den Investmentfonds aus der Datenbank Morningstar Direct. In unserer Analyse betrachten wir in Europa erhältliche, offene Investmentfonds, also die Fonds, die von Privatanleger*innen üblicherweise erworben werden.¹² Wir betrachten alle Fonds, die nach Artikel 8 oder Artikel 9 der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) klassifiziert sind und somit als „nachhaltig“ beworben werden dürfen. Wir beschränken unsere Analyse auf aktiv gemanagte Fonds, da wir die Entscheidungen der Fondsmanager*innen nachvollziehen wollen, während „mechanische“ Effekte, die gegebenenfalls durch marktbedingte Änderungen der Gewichtung bestimmter Aktien entstehen, nicht im Fokus dieser Studie stehen.

Außerdem schließen wir Fonds aus der Analyse aus, die keine Aktieninvestments haben, da Morningstar für Anleihen oder andere Anlagemöglichkeiten, wie beispielsweise Edelmetalle, keine Informationen zu Branche und CO₂-Intensität bietet. Eine Umschichtung zwischen Firmen verschiedener Branchen aufgrund veränderter Renditeerwartungen sollte außerdem bei Aktieninvestments relevanter sein als bei Anleihen, da die Renditeerwartungen von Anleihen – außer im Ausnahmefall eines Ausfalls – bei einer langfristigen Anlagestrategie vom Marktgeschehen unberührt bleiben. Der Datenbank Morningstar entnehmen wir zudem die Information, welche Nachhaltigkeitsstrategie(n) ein Fonds nach eigener Angabe anwendet (für Details siehe Kapitel 2). Insgesamt analysieren wir 2.434 Fonds, von denen 2.096 nach Artikel 8 und 267 nach Artikel 9 klassifiziert sind. 71 Fonds wurden zwischen September 2022 und Januar 2023 von Artikel 9 auf Artikel 8 herabgestuft.¹³ Tabelle 1 gibt einen Überblick über die analysierten Fonds.

Tabelle 1: Untersuchte Investmentfonds

Untersuchte Fonds		2.434	
Nach SFDR Artikel		Nach Nachhaltigkeitsstrategie (Mehrfachnennung möglich)	
Artikel 8	2.096	ESG-Investment	968
Artikel 9	267	Ausschluss	314
Herabgestuft:	71	Negatives Screening	718
<ul style="list-style-type: none"> • September 2022: Artikel 9 • Januar 2023: Artikel 8 		Engagement	1.710

¹² Süddeutsche Zeitung, 09.01.2018, Was ist der Unterschied zwischen offenen und geschlossenen Fonds?

<https://www.sueddeutsche.de/geld/geldanlage-was-ist-der-unterschied-zwischen-offenen-und-geschlossenen-fonds-1.2035375>

¹³ Insgesamt wurden 307 in Morningstar erfasste Fonds von Artikel 9 nach Artikel 8 herabgestuft

(<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx>). Diese Studie untersucht nur einen Teil dieser Fonds, da sie sich auf aktiv gemanagte, offene Fonds beschränkt, die in Europa vertrieben werden.

Aktienbesitz der Fonds

Für jeden untersuchten Fonds entnehmen wir der Datenbank Morningstar den Aktienbesitz zum Monatsende für den Zeitraum vom 31. Dezember 2021 bis zum 31. Dezember 2022.¹⁴ Wir erheben hierbei jeweils die Anzahl an Aktien, die ein Fonds von einem bestimmten Unternehmen besitzt, sowie den Wert, den dieser Aktienbesitz ausmacht. Mithilfe der Information zu Anzahl und Wert der Aktien berechnen wir jeweils zum Monatsende den Preis einer Aktie. Für jede Aktie entnehmen wir außerdem die Information, wo das Unternehmen beheimatet ist und welcher Branche es angehört.

Wir bestimmen die Branche anhand der von FTSE erstellten Industrieklassifizierung „Industry Classification Benchmark“ (ICB).¹⁵ Die ICB teilt börsennotierte Unternehmen in zehn breite Branchen auf, die jeweils in feinere Sektoren und noch feinere Subsektoren aufgeteilt sind. Relevant für diese Studie sind hierbei die Sektoren im Energiebereich: Fossile Energie ist unter dem Sektor „Non-renewable Energy“ (Nicht-erneuerbare Energie) zusammengefasst und enthält die Subsektoren „Integrated Oil and Gas“ (Integrierte Öl- und Gasunternehmen), „Oil: Crude Producers“ (Rohölproduzenten), „Offshore Drilling and Other Services“ (Offshore-Bohrungen und andere Dienstleistungen), „Oil Refining and Marketing“ (Weiterverarbeitung und Vertrieb von Ölprodukten), „Oil Equipment and Services“ (Öl-ausrüstung und -dienstleistungen), „Pipelines“ (Pipelines), und „Coal“ (Kohle). Erneuerbare Energien sind unter dem Sektor „Alternative Energy“ (Alternative Energien) zusammengefasst und enthalten die Subsektoren „Alternative Fuels“ (Alternative Antriebsstoffe) und „Renewable Energy Equipment“ (Betriebsmittel für Erneuerbare Energien).¹⁶

3.2. METHODE

Fondsmanager*innen, die von der veränderten Marktlage profitieren möchten, schichten ihr Portfolio so schnell wie möglich nach einer neuen Information oder einem Ereignis um, da sie sonst nicht mehr von den erwarteten Kurssteigerungen beziehungsweise erwarteten fallenden Kursen profitieren können.¹⁷ In unserem Fall ist dieses Ereignis der Kriegsausbruch. Im Einklang mit der Effizienzmarkthypothese sollten sich Änderungen in den Erwartungen der Manager*innen somit unmittelbar nach Kriegsausbruch im Portfolio der Fonds abbilden. Dementsprechend betrachten wir das Portfolio der Fonds zu den zwei Zeitpunkten, die kurz vor beziehungsweise nach dem Kriegsausbruch liegen, nämlich Ende Dezember 2021 und Ende März 2022.¹⁸

Um abzuschätzen, wie viel neues Kapital über diesen Zeitraum in unterschiedliche Firmen und Branchen geflossen ist, berechnen wir in einem ersten Schritt, wie viele Aktien eines Unternehmens ein Fonds zwischen den beiden Zeitpunkten gekauft oder verkauft hat. Hierzu ziehen wir die Anzahl an

¹⁴ Die Daten wurden im Zeitraum zwischen Oktober 2022 und Januar 2023 über Morningstar Direct bezogen.

¹⁵ FTSE Russell, 2019, Industry Classification Benchmark (ICB). <https://www.ftserussell.com/data/industry-classification-benchmark-icb>

¹⁶ Auch die Branche „Versorgungsunternehmen“ hat einen Sektor „Electricity“, der wiederum aufgespalten ist in die Subsektoren „Alternative Electricity“ und „Conventional Electricity“. Über Morningstar Direct ist die ICB jedoch nur bis zur Ebene des Sektors abrufbar, sodass wir für die investierten Firmen nur sehen, ob sie Teil des Sektors „Electricity“ sind, nicht jedoch, ob sie zum alternativen oder konventionellen Teil gehören. Deshalb beschränken wir uns in dieser Studie auf eine detaillierte Analyse der Energiebranche. Eine genaue Beschreibung der ICB findet sich hier: <https://www.ftserussell.com/data/industry-classification-benchmark-icb>.

¹⁷ Fama, Eugene F., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: *The Journal of Finance*. 25(2), S. 383–417.

¹⁸ Ein alternativer Vergleich der Portfolios zwischen Ende Januar und Ende Februar, den wir versuchsweise ebenfalls durchgeführt haben, führte zu qualitativ ähnlichen Ergebnissen, allerdings bei schlechterer Datenqualität, da für einige Fonds nur die Quartalswerte verfügbar sind.

Aktien, die ein Fonds von einem Unternehmen Ende März 2022 besessen hat, von der Anzahl an Aktien ab, die derselbe Fonds vom selben Unternehmen Ende Dezember 2021 besaß. Um den Wert dieses Aktienkaufs oder -verkaufs in US-Dollar zu berechnen, multiplizieren wir in einem zweiten Schritt die Anzahl an gekauften oder verkauften Aktien mit dem Mittelwert des Kurses, den die Aktie zwischen Ende Dezember 2021 und Ende März 2022 hatte. Somit bilden wir in unserer Analyse nur tatsächliche Zu- und Verkäufe ab und rechnen den Effekt heraus, der sich mechanisch durch die unterschiedliche Auf- oder Abwertung verschiedener Aktien ergibt.

Um zu untersuchen, ob die Portfolios der Fonds sich durch die veränderte Marktsituation nachhaltig verändern, betrachten wir zusätzlich die Zeitreihe des Aktienbesitzes an jedem Unternehmen über das Jahr 2022 hinweg. Statt der Werte einer Aktie in US-Dollar betrachten wir hier den Anteil, den eine bestimmte Aktie am Portfolio ausmacht. So gleichen wir die zwischen unterschiedlichen Zeitpunkten variierende Datenqualität – insbesondere die bessere Qualität zu Quartalsende und die schlechtere Datenqualität in der zweiten Jahreshälfte – aus.

Um zu untersuchen, wie sich diese Verschiebung des Gesamtportfolios der untersuchten Fonds weg von tendenziell emissionsarmen Unternehmen hin zu stärker emittierenden auf die CO₂-Intensität des Portfolios auswirkte, berechnen wir die CO₂-Intensität der Portfolios der untersuchten Fonds. Die CO₂-Intensität ist definiert als die Menge an Emissionen (in Tonnen), die ein Unternehmen für einen Umsatz von einer Million US-Dollar ausstößt. Auch diese Information erhalten wir aus der Datenbank Morningstar. Wir aggregieren die CO₂-Intensität auf Portfolio-Ebene, indem wir die nach dem Anteil am Portfolio gewichtete Summe über alle gehaltenen Aktien bilden.

4. ERGEBNISSE DER DATENAUSWERTUNG

4.1. RAUS AUS TECHNOLOGIE- UND FINANZSEKTOR, REIN IN ENERGIE

Um die Frage zu beantworten, wie grüne Fonds auf die veränderte Marktsituation reagiert haben, analysieren wir zunächst die Zu- und Verkäufe von Aktien nach Sektoren zwischen Ende Dezember 2021 und März 2022. Aus Abbildung 1 wird ersichtlich, dass Aktien von Firmen aus den Branchen Energie und Versorgung in einem Volumen von 2,6 bzw. 1,7 Milliarden US-Dollar zugekauft wurden. Angesichts des betrachteten Gesamtportfolios von 2 Billionen US-Dollar wirken diese Veränderungen in absoluten Zahlen gering. Vor dem Hintergrund der durchschnittlichen Haltedauer einer Aktie durch einen Investmentfonds von 15 bis 17 Monaten,¹⁹ handelt es sich bei den hier ausgewerteten Zu- und Abflüssen innerhalb des kurzen Zeitraums von drei Monaten um relevante Bewegungen. Das wird auch deutlich, wenn man die Änderungen prozentual betrachtet: „Nachhaltige“ Fonds erhöhten ihr Investment in Energieaktien um 5,2 Prozent und ihr Investment in Versorgungsunternehmen um 2,7 Prozent. Dies bestätigt unsere Hypothese, dass Fondsmanager*innen ihr Portfolio in Reaktion auf die veränderte Situation anpassten, um von erwarteten Wertsteigerungen im Energiebereich zu profitieren; eine Erwartung, die sich zum Ende des Jahres 2022 anhand der profitablen Jahresabschlüsse zahlreicher Energieunternehmen als richtig erwies.²⁰

Verkauft wurden hingegen Aktien aus der Technologiebranche im Wert von 16,1 Milliarden US-Dollar (-3,8 Prozent), dem Finanzsektor von 9,9 Milliarden US-Dollar (-3,4 Prozent) und von Unternehmen, die Verbrauchsgüter herstellen im Wert von 5,7 Milliarden US-Dollar (-5 Prozent). Diese Verkäufe stehen ebenfalls im Einklang mit unserer Ausgangshypothese: Fonds verkauften Tech-Unternehmen, die zwar weiterhin in ESG-Ratings als „grün“ gelten, deren überdurchschnittliche Performance der Pandemie-Jahre 2020 und 2021 im Jahr 2022 jedoch ein Ende fand.²¹ Ähnlich schien der emissionsarme Finanzsektor mit Kriegsausbruch, einer absehbaren Rezession und dem voraussichtlichen Ende der expansiven Geldpolitik im März 2022 ein weniger vielversprechendes Investment als noch Ende 2021.²² Schließlich wurde auch der eigentlich krisenresistente Sektor der Verbrauchsgüter als nicht mehr so profitabel angesehen wie noch in Pandemiezeiten.

Abbildung 1 macht außerdem deutlich, dass grüne Fonds nach Kriegsausbruch insgesamt deutlich weniger in Aktien investierten als noch Ende 2021. Unser Datensatz lässt keinen klaren Schluss zu, ob dieser Nettoabfluss am Abzug von Finanzmitteln aus den untersuchten Fonds lag oder ob die Fonds vermehrt in andere Anlageklassen, insbesondere in Anleihen, investierten. Beide Erklärungen sind vor dem Hintergrund des unsicheren Marktumfeldes Ende März jedoch plausibel.

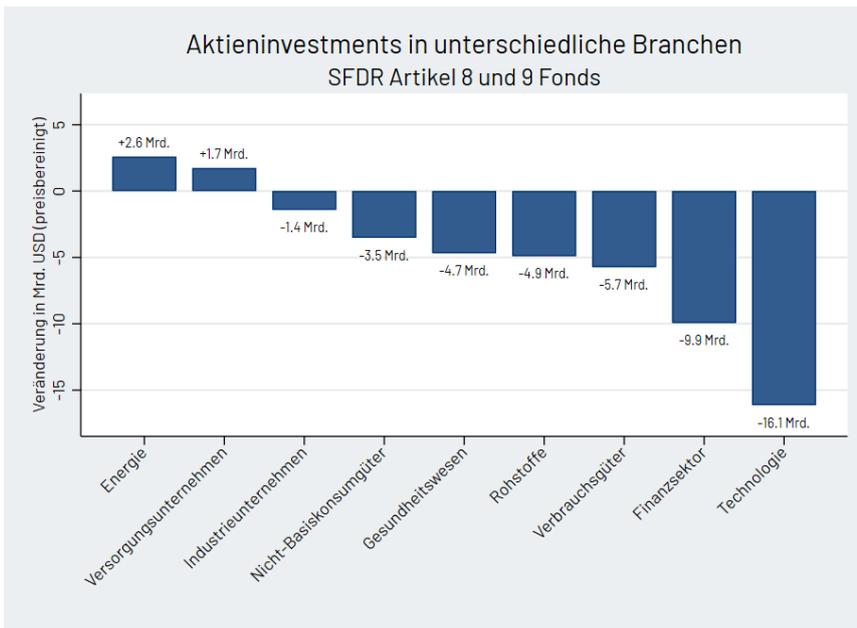
¹⁹ Tucker, 2017, The Long and the Short: Portfolio Turnover Ratios & Mutual Fund Investment Time Horizons, Journal of Corporation Law 43(3), 581-636. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/jcorl43&div=28&id=&page=>

²⁰ Spiegel online, 02.02.2023, Shell hat seinen Gewinn 2022 verdoppelt. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/shell-hat-seinen-gewinn-2022-verdoppelt-a-41870f54-39d3-434e-8cce-87682e227c5d>
Tagesschau.de, 09.02.2023, Rekordgewinne bei Ölfirmen. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/oelfirmen-rekordgewinne-2022-101.html>
Statista, 01.09.2022, Energie-Top-3 verdienen gut im 1. Halbjahr 2022. <https://de.statista.com/infografik/1990/gewinn-verlust-deutscher-energiekonzerne/>

²¹ Deloitte, 2023 technology industry outlook. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/technology-industry-outlook.html>

²² McKinsey, 01.12.2022, McKinsey's Global Banking Annual Review. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review>

Abbildung 1

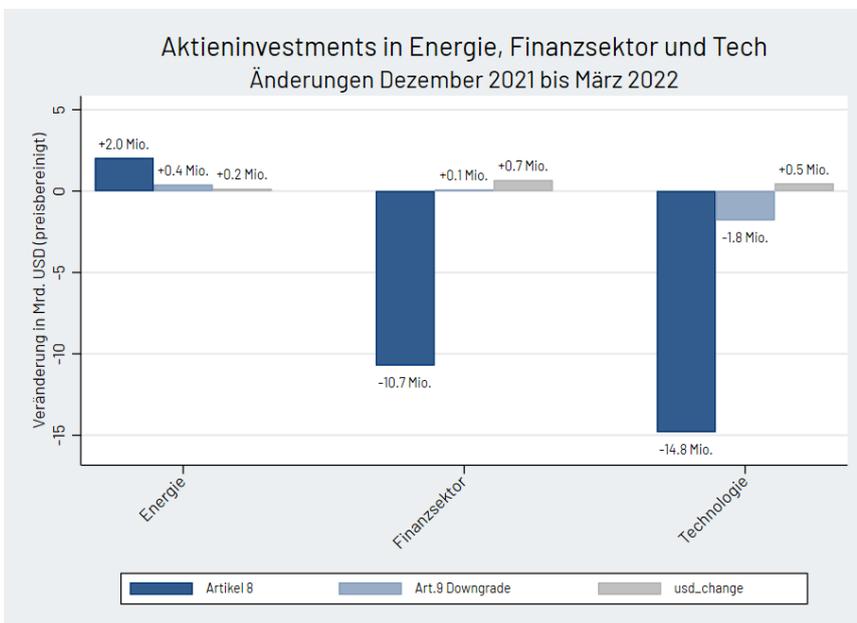


Diese Abbildung zeigt, in welchem Wert in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 und SFDR Artikel 9 Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 Aktien von Unternehmen unterschiedlicher Branchen zugekauft oder verkauft haben. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt.

Anmerkung: Die Aktienkäufe und -verkäufe in den verschiedenen Sektoren summieren sich nicht zu Null auf, da Zu- und Abflüsse von Mitteln sowie Anlagen in andere Wertpapiere wie Anleihen in der Darstellung nicht erfasst werden.

Betrachtet man die Fonds nach ihrer Einstufung nach SFDR zeigt sich, dass dieser Trend – Kauf von Energieaktien, Verkauf von Aktien des Tech- und Finanzsektors – vor allem durch die Fonds vorangetrieben wurde, die nach Artikel 8 SFDR klassifiziert sind. Abbildung 2 zeigt hierzu nur die Zu- und Verkäufe in den Sektoren Energie, Technologie sowie im Finanzsektor für Fonds mit unterschiedlichem SFDR-Artikel. Während Artikel 9 Fonds im betrachteten Zeitraum ebenfalls Aktien der Energie- und Versorgungsunternehmen kauften und Technologieaktien verkauften, machten diese Bewegungen – auch wegen der geringeren Anzahl an Artikel 9 Fonds – deutlich weniger am Gesamtinvestitionsvolumen aus. Die 71 untersuchten Fonds, die von Artikel 9 nach 8 herabgestuft wurden, haben zwischen Ende 2021 und März 2022 mehr in alle drei hier betrachteten Branchen investiert.

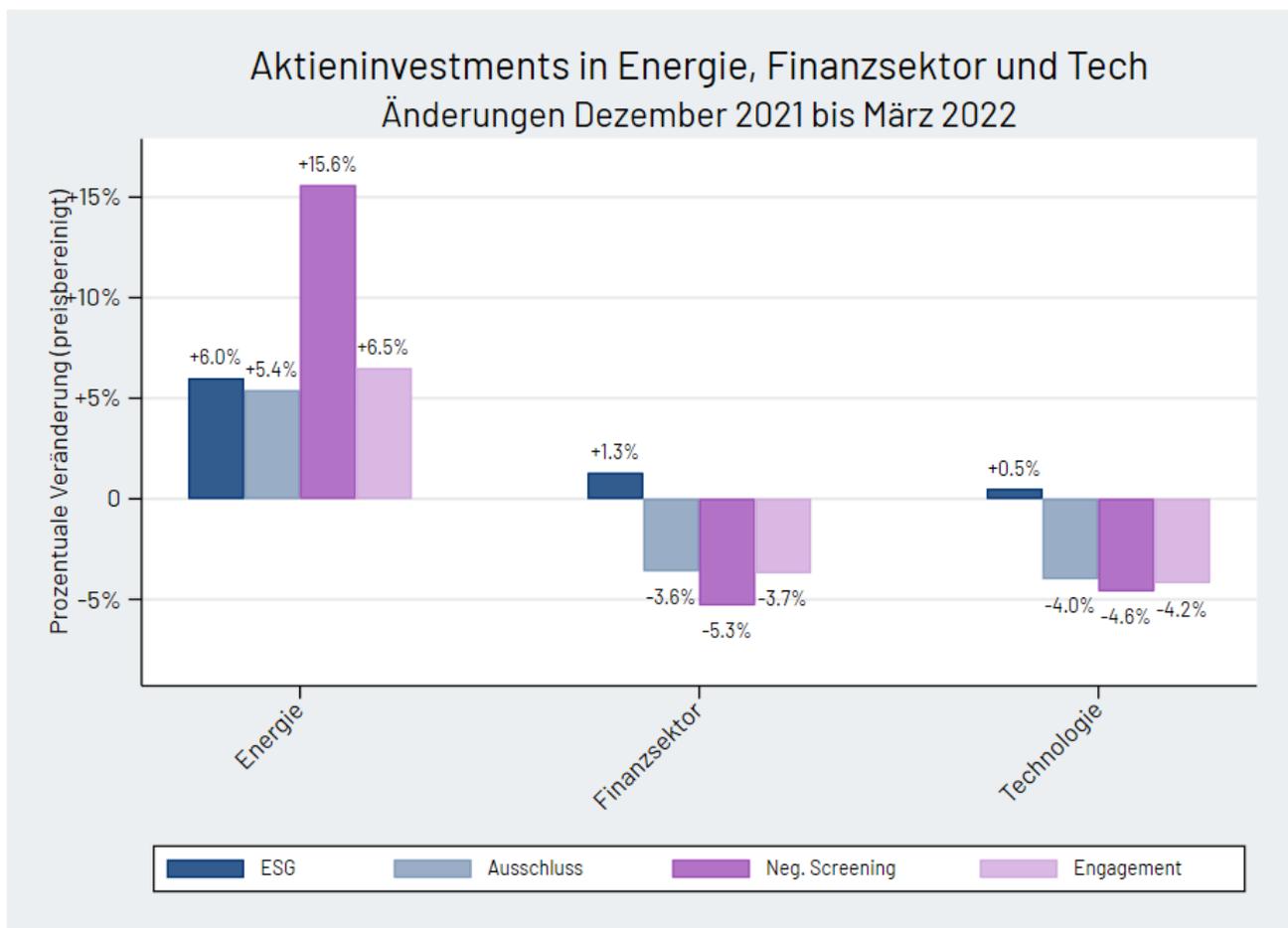
Abbildung 2



Diese Abbildung zeigt, in welchem Wert in Europa erhältliche SFDR Artikel 8, Artikel 9 Fonds und von 9 auf 8 herabgestufte Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 Aktien von Unternehmen aus Energie-, Finanz- und Tech-Sektor zugekauft oder verkauft haben. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt.

Abbildung 3 zeigt die Änderungen für die Fonds mit verschiedenen Nachhaltigkeitsstrategien. Da die absoluten US-Dollar-Werte hier wegen des unterschiedlichen Anlagevolumens und wegen der Anwendung mehrerer Strategien durch einen Fonds schwer vergleichbar sind, sind die prozentualen Änderungen abgebildet. Insbesondere Fonds, die angeben, eine Negative-Screening-Strategie zu verfolgen, kauften über den Betrachtungszeitraum zusätzliche Energieaktien. Nur für Fonds, die eine ESG-Strategie verfolgen, zeigt sich ein Zuwachs in allen drei Sektoren, der aber ebenfalls in der Energiebranche am stärksten ausgeprägt ist.

Abbildung 3

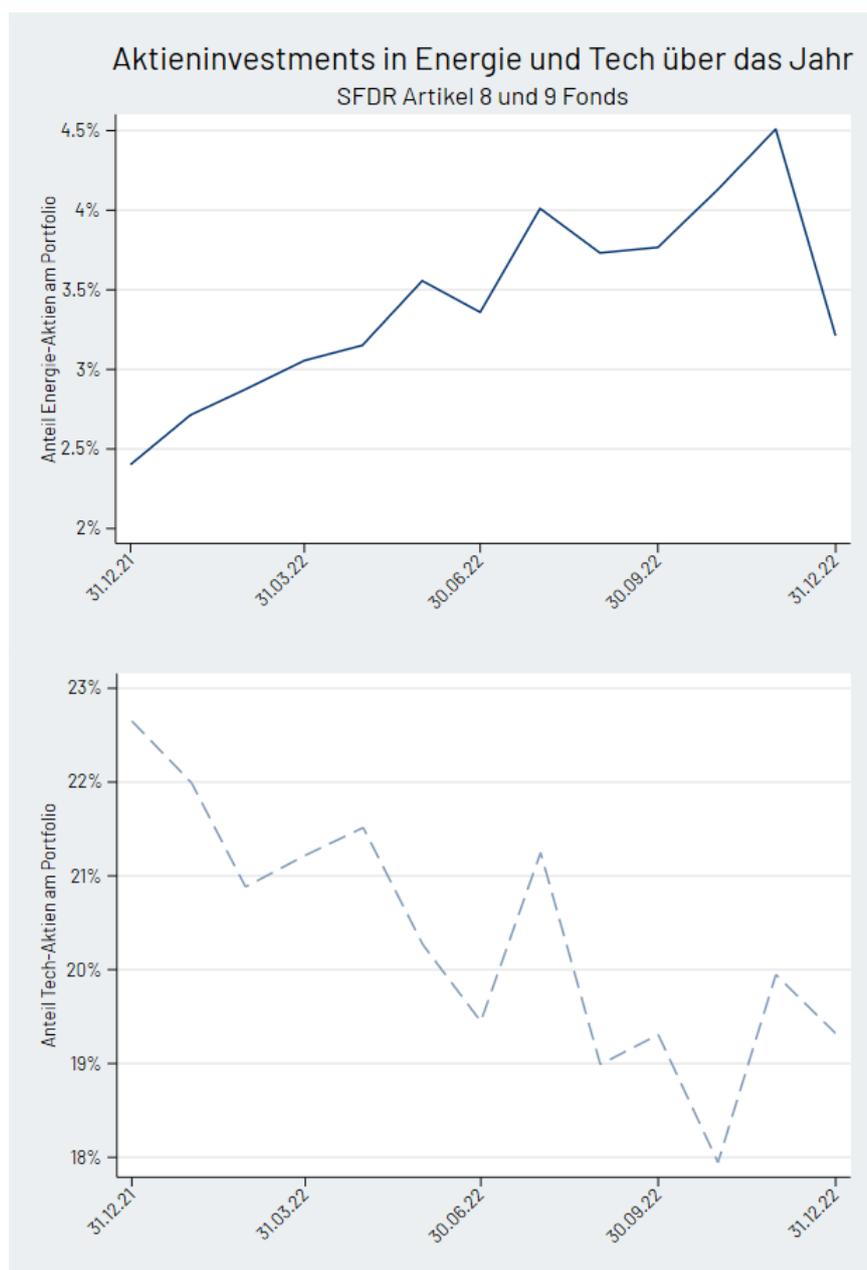


Diese Abbildung zeigt, um wie viel in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 und Artikel 9 Fonds entsprechend ihrer Anlagestrategie zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 ihre Aktienbestände von Unternehmen aus Energie-, Finanz- und Tech-Sektor verändert haben, relativ zum jeweiligen Bestand Ende 2021. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt.

Anmerkung: Fonds, die mehrere Investment-Ansätze verfolgen, tauchen entsprechend in mehreren Kategorien auf.

Wir betrachten nun die längerfristige Entwicklung der beiden Sektoren mit den größten Zu- und Abflüssen, nämlich Energie und Technologie. Abbildung 4 zeigt hierfür, welchen Anteil am Portfolio der untersuchten Fonds beide Sektoren über das Jahr 2022 hinweg ausmachten. Der Anteil an Energieaktien am Gesamtportfolio wuchs von knapp 2,5 Prozent Ende 2021 bis Ende Dezember 2022 auf 3,3 Prozent, nachdem er im November 2022 sogar auf 4,6 Prozent geklettert war. Der Anteil von Tech-Aktien sank dagegen über das Jahr deutlich: Während Tech-Aktien am Jahresende 2021 noch über 23 Prozent des Gesamtportfolios ausmachten, so waren es Ende des Jahres 2022 unter 20 Prozent. Trotz dieser Entwicklung nimmt der Tech-Sektor im Portfolio der grünen Fonds – wie auch am Gesamtmarkt, wo Apple, Alphabet und Microsoft weiterhin zu den größten fünf börsennotierten Unternehmen gehören – immer noch eine wichtige Rolle ein.

Abbildung 4



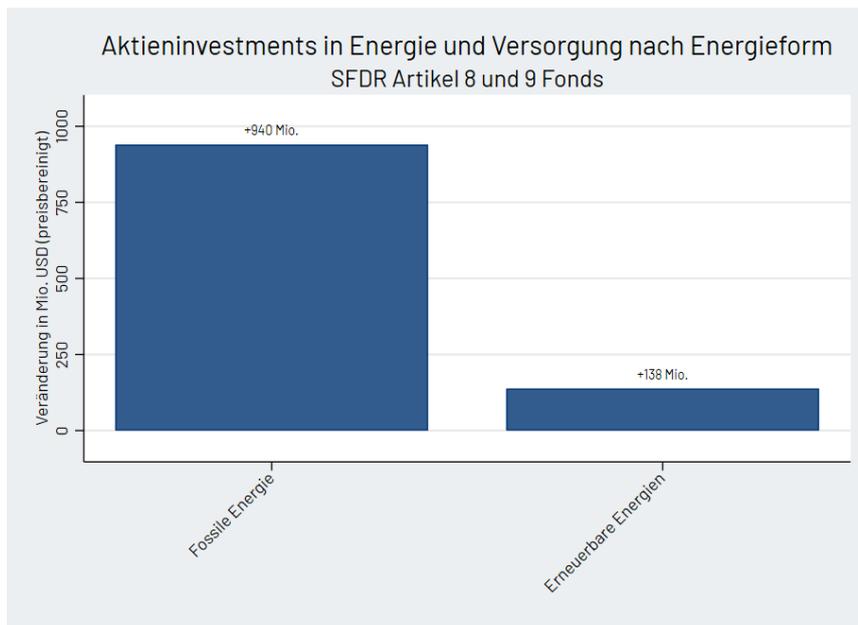
Diese Abbildung zeigt den jeweiligen Anteil am Portfolio von Aktien von Unternehmen aus dem Energie- und Tech-Sektor von in Europa erhältlichen SFDR Artikel 8 und 9 Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.12.2022. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel.

4.2. MEHR AKTIEN-ZUKÄUFE IM BEREICH DER FOSSILEN ENERGIE ALS VON ERNEUERBAREN ENERGIEN

Die Aufteilung der Aktieninvestments auf diese groben Branchen sagt relativ wenig über ihre Nachhaltigkeit aus. So gibt es in allen der oben genannten Branchen Unternehmen, die zum nachhaltigen Umbau von Wirtschaft und Gesellschaft beitragen und andere, die diesen eher behindern. Um die Umschichtung der Portfolios grüner Fonds zu bewerten, betrachten wir deshalb eine Branche genauer, in der die Unterscheidung zwischen nachhaltig und weniger nachhaltig unumstritten ist: den Energiesektor.

Abbildung 5 zeigt, wie viel von dem neu in den Energiesektor investierten Geld in Aktien von Unternehmen floss, die auf fossile Energien setzen und wie viel Geld in Aktien von Unternehmen, die erneuerbare Energien verkaufen.²³ Der ohnehin deutlich größere Aktienbesitz, den die untersuchten Fonds Ende 2021 an fossilen Energien im Vergleich zu erneuerbaren Energien verzeichneten (23,3 Milliarden US-Dollar im Vergleich zu 7,9 Milliarden US-Dollar), weitete sich über die ersten drei Monate des Jahres 2022 aus: So kauften vermeintlich nachhaltige Fonds Aktien fossiler Unternehmen im Wert von 940 Millionen US-Dollar zu, ein Zuwachs von 3,9 Prozent. Lediglich 138 Millionen US-Dollar flossen in erneuerbare Energien (+1,8 Prozent).

Abbildung 5



Diese Abbildung zeigt, in welchem Wert in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 Fonds und SFDR Artikel 9 Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 innerhalb des Sektors Energie Aktien von Unternehmen im Bereich fossile und erneuerbare Energien zugekauft haben. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt.

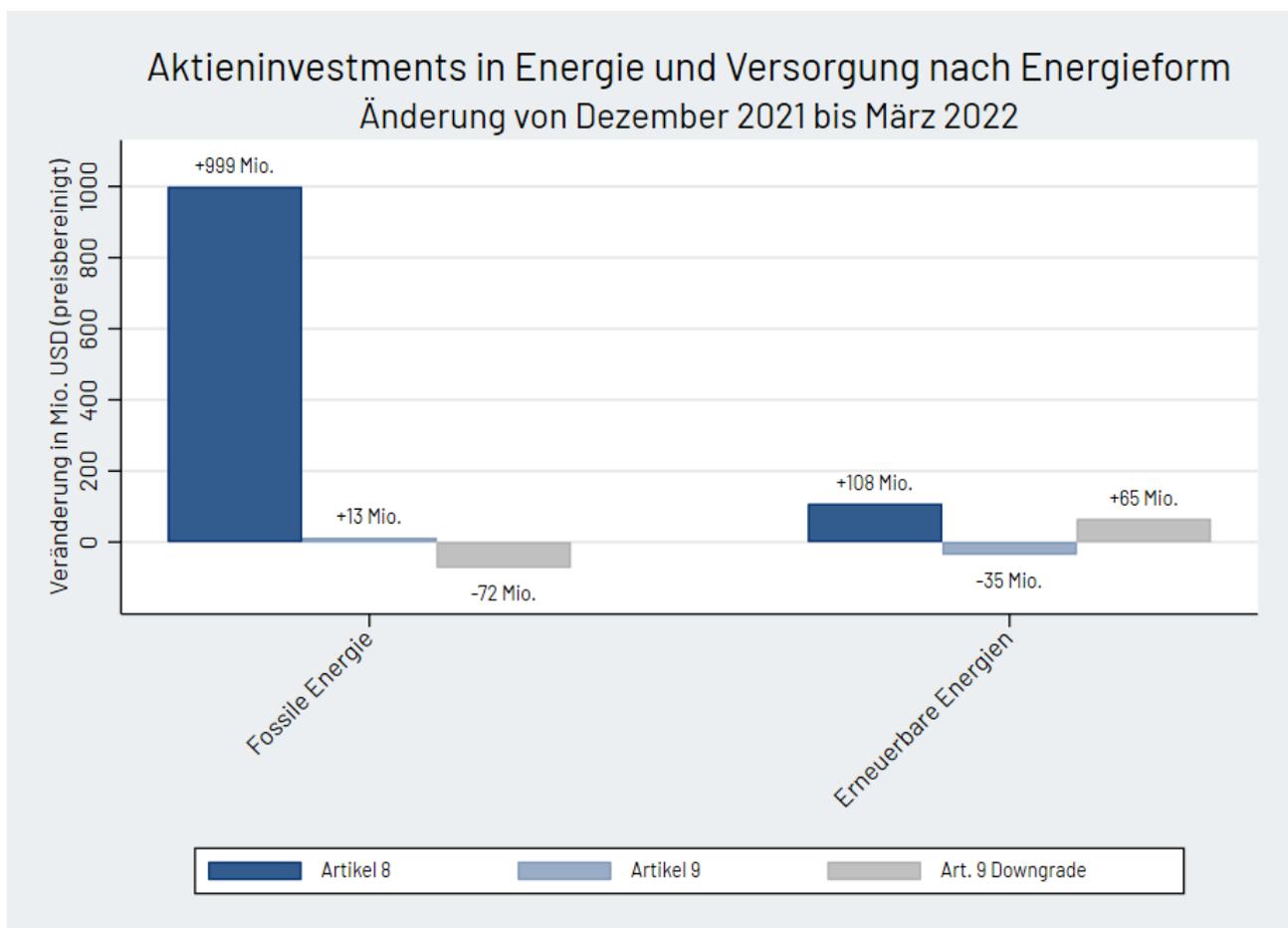
Anmerkung: Die hier dargestellte Veränderung für „Fossile Energien“ und „Erneuerbare Energien“ summiert sich nicht zur Gesamtänderung der Energiebranche aus Abbildung 1 auf, da die Energie-Branche noch einen dritten Sektor umfasst, nämlich „Energy Equipment & Services“ (Energie-Ausrüstung und -Dienstleistungen).

²³ Die Branche „Energie“ umfasst noch einen dritten Sektor, nämlich „Energy Equipment & Services“ (Energie-Ausrüstung und -Dienstleistungen). Da dieser in aggregierter Form nicht eindeutig als nachhaltig oder weniger nachhaltig gilt, stellen wir ihn in diesem Graph nicht dar. Deshalb ist die Summe des Zuflusses in „Fossile Energie“ und „Erneuerbare Energien“ kleiner als der in Abbildung 1 dargestellte Gesamtzufluss in die Branche „Energie“.

Abbildung 6 zeigt, dass Artikel 8 Fonds diesen Zuwachs wiederum größtenteils zu verantworten haben: Sie investierten über die drei ersten Monate des Jahres 2022 999,5 Millionen US-Dollar in fossile Energie-Aktien, ein Zuwachs von 4,3 Prozent. Auch Artikel 9 Fonds investierten zusätzliche 12,7 Millionen US-Dollar in Fossile, eine Erhöhung um 5 Prozent im Vergleich zu den 255 Millionen US-Dollar, die bereits Ende 2021 in fossile Unternehmen investiert waren. Nur die Fonds, die zwischen September 2022 und Januar 2022 von Artikel 9 zu Artikel 8 zurückgestuft wurden, verkauften 72 Millionen US-Dollar an fossilen Aktien, eine Verringerung um 15,8 Prozent. Prozentual sind diese Fonds auch die, die ihre Investments in erneuerbare Energien am kräftigsten ausbauten: Der Zukauf von Aktien im Wert von 65 Millionen US-Dollar entspricht einem Zuwachs von 29,5 Prozent.

Diese Zahlen legen die Vermutung nahe, dass der öffentliche Druck wirkt: Fondsanbieter, die ihre Fonds herabstufen – möglicherweise, weil sie bereits einmal heftig der Kritik des Greenwashings ausgesetzt waren – achten in Zukunft eventuell mehr darauf, sich wirklich in die richtige Richtung zu bewegen. Der Zuwachs an Erneuerbaren sieht bei den Artikel 8 Fonds mit einem Plus von 2 Prozent deutlich schwächer aus. Artikel 9 Fonds verkauften sogar 35 Millionen US-Dollar und damit 1,6 Prozent ihrer erneuerbaren Investments.

Abbildung 6

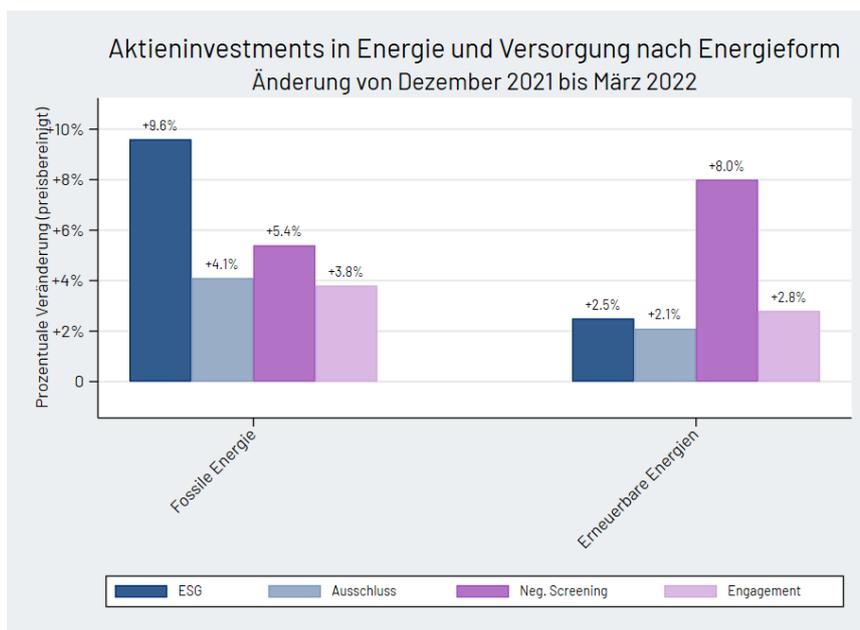


Diese Abbildung zeigt, in welchem Wert in Europa erhältliche SFDR Artikel 8, Artikel 9 Fonds und von 9 auf 8 herabgestufte Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 innerhalb des Sektors Energie Aktien von Unternehmen im Bereich fossile und erneuerbare Energien zugekauft oder verkauft haben. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der ICB nach FTSE Russell. Die Werte sind preisbereinigt.

Abbildung 7 zeigt die prozentualen Veränderungen des Aktieninvestments in fossile und erneuerbare Energien für die unterschiedlichen Nachhaltigkeitsstrategien. Alle Fonds-Typen, außer den Fonds, die Negatives Screening betreiben, bauten in den ersten Monaten des Jahres 2022 ihren fossilen Aktienbesitz deutlich mehr aus als ihren erneuerbaren. Selbst die Fonds, die Negatives Screening betreiben, kauften, in US-Dollar gerechnet, mehr zusätzliche fossile als erneuerbare Aktien: Die fossilen Neuinvestitionen von 350 Millionen US-Dollar wirken nur als Prozentsatz geringer, weil die untersuchten Screening-Fonds Ende 2021 mehr als viermal so viel Geld in fossile Energien investiert hatten wie in erneuerbare.

Als „nachhaltig“ beworbene Fonds, die Engagement betreiben, könnten ihren Zuwachs an fossilen Energien von 3,8 Prozent damit rechtfertigen, dass sie fossile Unternehmen durch Engagement zu einem nachhaltigen Geschäftsmodell drängen möchten und deshalb zu Recht weiter in den Sektor investieren. Während Engagement jedoch prinzipiell durchaus erfolgreich sein kann²⁴, sind die Erfolgsaussichten bei den alteingesessenen fossilen Unternehmen, die zwar möglicherweise ihre grünen Geschäftsfelder ausbauen, sich gleichzeitig aber für die weitere Förderung fossiler Energieträger einsetzen, gering. Die Initiative der Net-Zero Asset Owners argumentiert beispielsweise, dass Engagement gerade in Sektoren mit schwer vermeidbaren Emissionen nur begrenzt wirksam ist, wenn die Ziele der Investor*innen im Konflikt mit den betriebswirtschaftlichen Zielen des betroffenen Unternehmens stehen.²⁵

Abbildung 7



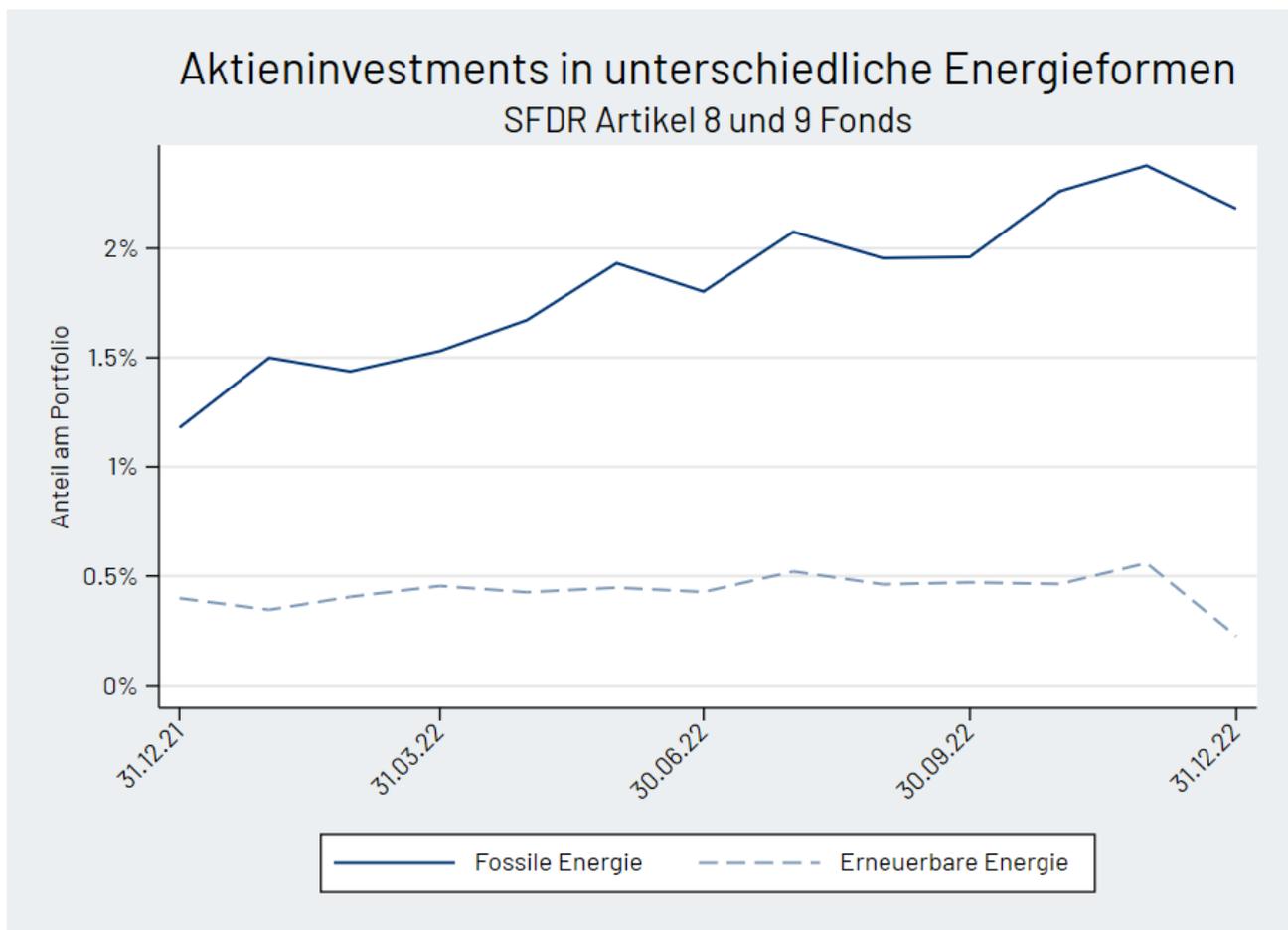
Diese Abbildung zeigt, um wie viel in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 und Artikel 9 Fonds entsprechend ihrer Anlagestrategie zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 ihre Aktienbestände von Unternehmen aus Energie-Finanz- und Tech-Sektor verändert haben, relativ zum jeweiligen Bestand Ende 2021. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt. Anmerkung: Fonds, die mehrere Investment-Ansätze verfolgen, tauchen entsprechend in mehreren Kategorien auf.

²⁴ Broccardo, Eleonora, Oliver Hart, and Luigi Zingales, 2022, „Exit versus voice.“ *Journal of Political Economy* 130, no. 12 (2022): 3101-3145. https://www.journals.uchicago.edu/doi/full/10.1086/720516?casa_token=MhY-H0jD-DQAAAAA:GbXVTtzu2oRBDvFeTIRjdrVxY6WZREAFeg-lhryFFdO_NNAFKE2YrX9ERo2JaJCc03yp70PDBoC

²⁵ Net-Zero Asset Owner Alliance, April 2022, The Future of Investor Engagement: A call for systematic stewardship to address systemic climate risk. <https://www.unepfi.org/industries/investment/change-rules-of-the-game-asks-10-4trn-net-zero-asset-owner-alliance-in-new-paper-on-investor-action/>

Dass grüne Fonds die Bedeutung der fossilen Energien für ihr Portfolio über das Jahr 2022 weiter ausbauen, zeigt sich in Abbildung 8, die den Anteil fossiler und erneuerbarer Energien am Gesamtportfolio zeigt. Während der Anteil fossiler Energien am Portfolio Ende 2021 dreimal so groß war wie der Anteil an Erneuerbaren (1,2 Prozent Fossile versus 0,4 Prozent Erneuerbare), war er bis Ende Dezember 2022 auf den zehnfachen Wert der Erneuerbaren geklettert (2,2 Prozent Fossile versus 0,2 Prozent Erneuerbare). Dies verdeutlicht besonders gut das verstärkte Greenwashing des untersuchten Aktienportfolios. Es wurde nicht nur insgesamt weniger in saubere Energien investiert als in klimaschädliche; klimaschädliche Positionen wurden zusätzlich im betrachteten Zeitraum sogar noch ausgebaut.

Abbildung 8

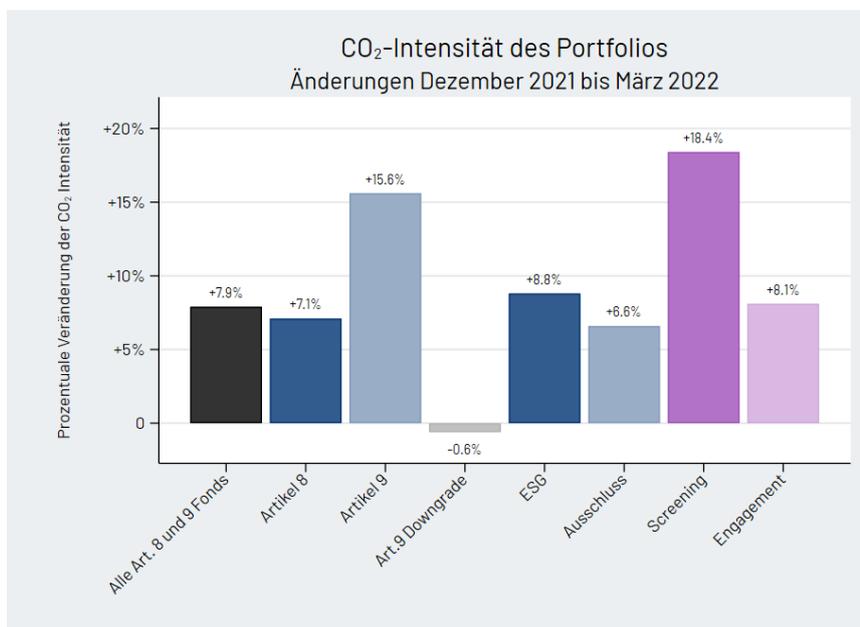


Diese Abbildung zeigt den Anteil von Aktien am Portfolio von Unternehmen aus den jeweiligen Bereichen in SFDR Artikel 8 und 9 Fonds, die in Europa erhältlich sind, zwischen 31.12.2021 und 31.12.2022. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel.

Im Einklang mit dem Ausbau fossiler Investments verstärkte sich auch die CO₂-Intensität der untersuchten Fonds-Portfolios. Abbildung 9 zeigt hierfür, wie sich die durchschnittliche CO₂-Intensität der untersuchten Fonds zwischen Ende 2021 und Ende März 2022 veränderte: Über alle Fonds hinweg erhöhte sich die CO₂-Intensität um 7,9 Prozent. Artikel 8 Fonds wurden um 7,1 Prozent CO₂-intensiver, Artikel 9 Fonds sogar um 15,5 Prozent. Artikel 9 Fonds waren damit Ende März 2022 mit einer CO₂-Intensität von 176 Tonnen CO₂/Million US-Dollar deutlich klimaschädlicher als Artikel 8 Fonds (CO₂-Intensität von 120 Tonnen CO₂/Million US-Dollar).²⁶

Die herabgestuften Fonds zeigen mit 87 Tonnen CO₂/Millionen US-Dollar nicht nur bereits Ende 2021 die geringste CO₂-Intensität aller untersuchten Subgruppen, sie verringern diesen Wert auch über die drei Monate leicht (-0.6 Prozent). Dies könnte ein weiteres Anzeichen für die höhere Sensibilität der schon einmal herabgestuften Fonds sein, oder aber ein Hinweis darauf, dass Fondsgesellschaften, die freiwillig den Status des Artikel 9 abgelegt haben, gleichzeitig die sind, die es ernst mit der Nachhaltigkeit meinen. Während Fonds mit ESG-Ansatz, Ausschluss und Engagement-Strategie ihre CO₂-Intensität um 6,6 bis 8,8 Prozent erhöht haben,²⁷ stieg die CO₂-Intensität der Fonds mit einer Screening-Strategie um 18 Prozent auf 127 Tonnen CO₂/Million US-Dollar.

Abbildung 9



Diese Abbildung zeigt die prozentuale Veränderung der CO₂-Intensität der Portfolios von in Europa erhältlichen SFDR Artikel 8, Artikel 9 Fonds und von Artikel 9 auf 8 herabgestufter Fonds nach SFDR-Kategorie und entsprechend ihrer Anlagestrategie zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022, relativ zum jeweiligen Wert Ende 2021. Datenquelle ist Morningstar Direct.

Die Betrachtung der Neuinvestments in der Energie-Branche zeigt: Als „nachhaltig“ beworbene Fonds haben im Aggregat – mit Ausnahme der Subgruppe der von Artikel 9 auf Artikel 8 herabgestuften Fonds – den sowieso bestehenden Überhang von fossilen gegenüber erneuerbaren Energien in Reaktion auf den Kriegsausbruch noch ausgeweitet. Im Einklang damit ist die CO₂-Intensität der Portfolios deutlich gestiegen.

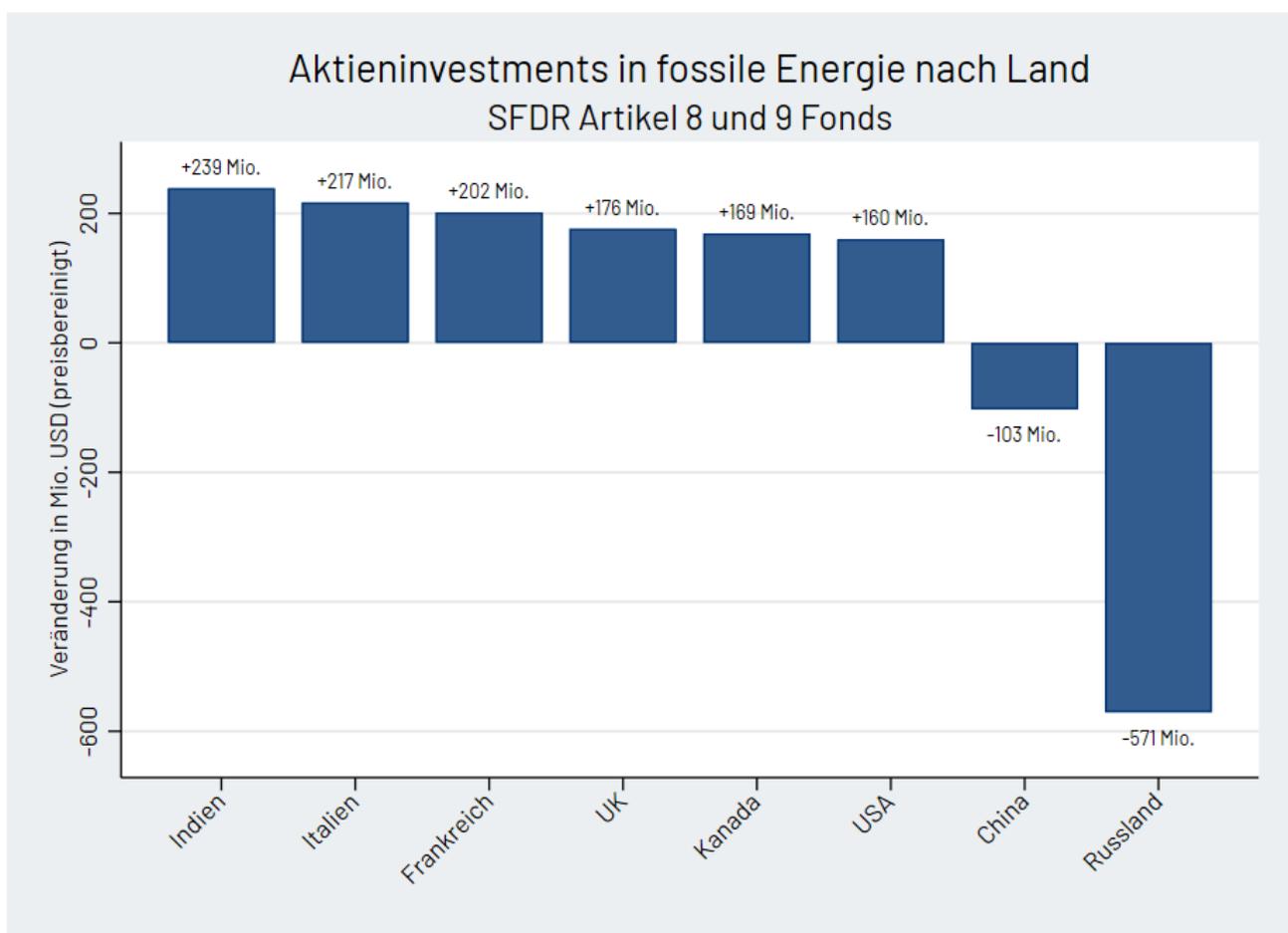
²⁶ Es gilt allerdings zu beachten, dass auch Firmen, die erneuerbare Energien anbieten, oft CO₂-intensiver sind als beispielsweise Firmen des Finanzsektors, obwohl erstere meist mehr zur Transformation Richtung Nachhaltigkeit beitragen. Zudem gilt es zu beachten, dass manche Sektoren zwar CO₂-arm sind, aber dennoch nicht nachhaltig sind.

²⁷ ESG-Ansatz: Anstieg auf 112 Tonnen CO₂/Million US-Dollar; Ausschluss: Anstieg auf 116 Tonnen CO₂/Million US-Dollar, Engagement-Strategie: Anstieg auf 123 Tonnen CO₂/Million US-Dollar

4.3. ZU- UND VERKÄUFE FOSSILER UNTERNEHMEN NACH LÄNDERN

Welche Art fossiler Unternehmen profitierte vom Zukauf der Aktien durch vermeintlich nachhaltige Fonds? Hierfür betrachten wir in Abbildung 10 die Zu- und Verkäufe fossiler Unternehmen nach deren Sitz. Wie im Kontext des russischen Angriffs auf die Ukraine und der darauf folgenden Sanktionen zu erwarten, verkauften Fonds in erheblichem Maße fossile Aktien russischer Unternehmen und in geringerem Maße Aktien chinesischer Unternehmen²⁸ und kauften stattdessen Aktien indischer, italienischer, französischer, britischer, kanadischer und US-amerikanischer Konzerne.²⁹ Diese Bewegungen decken sich mit den politischen Sanktionen gegenüber Russland und den Bemühungen um Flüssiggas aus alternativen Quellen.

Abbildung 10



Diese Abbildung zeigt, in welchem Wert in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 Fonds und SFDR Artikel 9 Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 Aktien von Unternehmen im fossilen Sektor zugekauft oder verkauft haben entsprechend der jeweiligen Unternehmenssitz. Datenquelle ist Morningstar Direct, die Sektoraufteilung folgt der Industry Classification Benchmark nach FTSE Russel. Die Werte sind preisbereinigt.

²⁸ Verkäufe im Wert von 570 Mio. US-Dollar bzw. 103 Mio. US-Dollar.

²⁹ Aktien indischer Konzerne (+239 Mio. US-Dollar), italienischer (+217 Mio. US-Dollar), französischer (+202 Mio. US-Dollar), britischer (+176 Mio. US-Dollar), kanadischer (+169 Mio. US-Dollar) und US-amerikanischer (+160 Mio. US-Dollar).

4.4. WELCHE UNTERNEHMEN BESONDERS PROFITIEREN

Ein genauerer Blick auf die Unternehmen, deren Aktien am meisten zugekauft wurden, zeigt, dass tatsächlich vor allem die großen europäischen und indischen Öl-Multis profitieren. Tabelle 2 listet hierfür die zehn fossilen Unternehmen auf, die zwischen Ende 2021 und März 2022 am meisten zusätzliche Investments von grünen Fonds erhalten haben. Der italienische Ölkonzern Eni SpA ist hier mit 226 Millionen US-Dollar Spitzenreiter. Auf das Unternehmen entfielen 77,1 Prozent mehr Investments als noch Ende 2021. Eni SpA wirbt zwar mit einem Plan für Klimaneutralität bis 2050³⁰, würde aber mit seinem geplanten Umbauplan, basierend auf konservativen Schätzungen, noch im Jahr 2050 14 Prozent mehr CO₂ ausstoßen als mit einem 1,5 Grad-Pfad vereinbar. Stand 2022 machten erneuerbare Energien weniger als 7 Prozent des Energie-Mixes aus. Zudem wäre der Konzern die Exploration zahlreicher Öl- und Gasfelder, deren Ausbeutung mit der Einhaltung des Pariser Klimaabkommens unvereinbar ist.³¹ Hinter Eni SpA folgen das indische Unternehmen Reliance Industries Ltd. und das französische Unternehmen TotalEnergies SE.

Tabelle 2: Wer von den "nachhaltigen" Neuinvestments profitiert

Diese Tabelle zeigt die zehn fossilen Unternehmen, von denen in Europa erhältliche SFDR Artikel 8 Fonds und SFDR Artikel 9 Fonds zwischen 31.12.2021 und 31.03.2022 am meisten Aktien zugekauft haben, sowie der Wert dieser Zukäufe in Millionen US-Dollar und in Prozent am Aktienbesitz Ende 2021. Datenquelle ist Morningstar Direct. Die Werte sind preisbereinigt.

Unternehmen		Zusätzliches Investment durch nachhaltige Fonds ³²	
Name	Land	in Mio. US-Dollar	in Prozent des Investments Ende 2021
Eni SpA	Italien	226	77,1
Reliance Industries Ltd	Indien	209	15,4
TotalEnergies SE	Frankreich	203	6,6
Cheniere Energy Inc	USA	172	39,3
Shell PLC	UK	161	13,1
Enbridge Inc	Kanada	147	22,8
Repsol SA	Spanien	95	19,2
Glencore PLC	Schweiz	87	33,8
Aker BP ASA	Norwegen	84	63,3
Pioneer Natural Resources Co	USA	78	17,3

³⁰ Eni.com, Eni's strategy against climate change.

<https://www.eni.com/en-IT/net-zero/strategy-climate-change.html>

³¹ Reclaim Finance, März 2022, IS ENI ON TRACK FOR 1.5°C? Reality check for financial institutions.

<https://reclaimfinance.org/site/wp-content/uploads/2022/03/ENI-company-briefing-March-2022.pdf>

³² Der Wert, den ein Unternehmen laut dieser Tabelle erhalten hat, kann das zusätzliche Investment in fossile Energien in seinem Heimatland aus Abbildung 10 übersteigen, wenn Aktien von anderen Unternehmen des Landes verkauft wurden.

5. ERKENNTNISSE FÜR VERBRAUCHER*INNEN

Während grüne Fonds weiterhin mit großen Versprechen zur Zukunftsfähigkeit werben³³, investieren sie vielfach in Unternehmen, die für Kund*innen nicht als nachhaltig gelten, allen voran in den fossilen Sektor. Die vorliegende Studie belegt, dass das Gros des Investments grüner Fonds nicht nur weiterhin von dem abweicht, was sich Verbraucher*innen üblicherweise unter einem grünen Investment vorstellen. Das Missverhältnis zwischen dem teils blumigen Marketing nachhaltiger Fonds und deren Inhalt hat sich durch die neue Marktsituation sogar noch verschärft. Angesichts der anhaltenden Greenwashing-Vorwürfe stellt sich für Verbraucher*innen häufig die Frage, ob es sich überhaupt lohnt, einen nachhaltigen Fonds zu kaufen, beziehungsweise welche Produktgruppen oder Label denn im Vergleich nachhaltiger investieren oder weniger von Greenwashing betroffen sind.

Hierzu muss zunächst betont werden, dass diese Studie aggregierte Werte enthält. Auch unter den untersuchten Fonds gibt es also welche, die überhaupt nicht in fossile Energien investieren und bei der Aktienauswahl strenge Kriterien anlegen. Hier fallen die Fonds einiger Anbietenden mit Spezialisierung im grünen Marktsegment, also Anbietende, die seit ihrer Gründung nur nachhaltige Produkte vermarkten, positiv auf.³⁴ Sie zeichnen sich in der Auswertung dadurch aus, dass sie weder zum Ende 2021 noch zu den Zeitpunkten Ende März und Ende Dezember 2022 Aktien im Bereich der fossilen Energie besitzen. Da diese Gruppe nur sehr wenige Fonds umfasst und nicht klar definiert ist, untersuchen wir diese Fonds im vorangehenden Kapitel nicht explizit als Subgruppe.

Über die Nachhaltigkeit von Artikel 8 und Artikel 9 Fonds können keine pauschalen Aussagen getroffen werden. Die von Artikel 9 auf Artikel 8 abgestuften Fonds haben überraschenderweise ihr sowieso relativ kleines Investment in fossile Energien reduziert und die CO₂-Intensität ihres Portfolios verringert. Hieraus sollte nicht der Schluss gezogen werden, dass herabgestufte Fonds notwendigerweise grüner sind. Die Anzahl dieser Fonds war in unserer Analyse mit 71 relativ gering, sodass die Ergebnisse durch einzelne Vorreiter verzerrt sein könnten. Gleichzeitig weist das Ergebnis darauf hin, dass Fonds, die mehr im Rampenlicht stehen oder Reputationsverlust fürchten, sich eventuell mehr darum bemühen, dass die Anlagen eher dem Bild von Nachhaltigkeit entsprechen, das Kund*innen haben.

Dieses Ergebnis illustriert, wie Reputationsrisiken der Fondsgesellschaften von Konsument*innen möglicherweise als Hebel genutzt werden können: Stimmen die Kund*innen bei Greenwashing-Fällen mit den Füßen ab, schätzen Anbietende das Risiko eines Imageschaden durch fossile Investitionen durch Fonds, Kredite oder Anleihegeschäft offenbar höher ein und ändern möglicherweise auch an anderen Stellen ihr Verhalten. In jedem Fall empfiehlt es sich als Konsument*in, beim Kauf eines Fonds genau nachzufragen, welche Aktien oder Wertpapiere im Portfolio enthalten sind. Hierzu kann man sich in den Jahres- und Halbjahresberichten oder über Datenbanken wie faire-fonds.info selbst ein Bild machen oder bei Beratung und Verkauf nach der Liste der Unternehmen, in die investiert wurde, fragen.

³³ Zum Beispiel Union Invest mit „Gute Gründe, Ihr Geld nachhaltig anzulegen: Nachhaltigkeit bedeutet: heute so zu leben, dass auch die nächste Generation gut leben kann.“ oder Deka mit „Sinnvestieren ist, wenn nachhaltigen Ideen Flügel wachsen.“

³⁴ Dazu haben wir die hauseigenen oder exklusiv angebotenen Fonds von GLS Bank, Triodos Bank, Umweltbank, Ethikbank und Tomorrow Bank ausgewertet. Mangels einer allgemeingültigen Definition von Ökobanken haben wir diese Gruppe auf Basis der Liste der Ökobanken des Nachhaltigkeitsblogs Utopia (<https://utopia.de/bestenlisten/die-besten-gruenen-banken/>) und deren im Datensatz befindlichen Fonds zusammengestellt.

Darüber hinaus ist es wichtig zu wissen, dass sich durch Geldanlagen in Aktienfonds nur eine begrenzte Nachhaltigkeitswirkung erzielen lässt. Für gewöhnlich erwerben Fonds Aktien von Unternehmen am Sekundärmarkt. Die Unternehmen bekommen dadurch kein „frisches“ Geld für Investitionen. Käufe und Verkäufe am Sekundärmarkt können nachhaltigen Unternehmen durch geringere Kapitalkosten zwar einen Wettbewerbsvorteil verschaffen beziehungsweise die Kapitalkosten weniger nachhaltiger Unternehmen durch Divestment erhöhen, ihr direkter Einfluss ist jedoch begrenzt. Da Divestment zur Folge hat, dass betroffene Unternehmen tendenziell ihren CO₂-Ausstoß senken,³⁵ können glaubwürdige Divestment-Drohungen auch als Teil von Engagement-Ansätzen Wirkung entfalten. Impact-Investitionen im engeren Sinne, also solche, die direkt Projekte wie Windparks finanzieren oder Beteiligungen an zukunftsweisenden Unternehmen eingehen, sind in dieser Studie nicht abgebildet. Sie fallen nicht in die Kategorie der hier untersuchten, an Privatanleger*innen gerichteten Aktienfonds.

6. FAZIT

Als „nachhaltig“ beworbene Fonds haben in Reaktion auf die veränderte Marktsituation zwischen Ende Dezember 2021 und Ende März 2022 ihr Portfolio angepasst: Sie verkauften Aktien der Technologie- und Finanzbranche und kauften dafür zusätzliche Aktien von Energiefirmen. Die Zukäufe im Bereich Energie kamen vor allem Unternehmen zugute, die fossile Energien vertreiben. Dies weitete den sowieso deutlich höheren Anteil dieser Unternehmen im Vergleich zu erneuerbaren Energien im Portfolio noch aus. Die betrachteten Aktienanlagen sind dadurch durchschnittlich um 7,9 Prozent CO₂-intensiver geworden.

Die Analyse zeigt nur begrenzt Unterschiede zwischen verschiedenen Anlagestrategien und Fonds nach Klassifizierung der Offenlegungsverordnung. Wer selbst nach anspruchsvollen nachhaltigen Geldanlagen sucht, sollte daher immer genau nachfragen, welche Wertpapiere im Fonds wirklich enthalten sind und wie genau die Nachhaltigkeitsstrategie angewandt wird.

Insgesamt muss jedoch auch betont werden: Die Wirkung von nachhaltigen Geldanlagen, besonders durch Aktienfonds, ist für die Transformation begrenzt.³⁶ Erheblich wichtiger sind für die nachhaltige Transformation politische Rahmenbedingungen wie die Energiepolitik, klimaadäquate Subventionen, eine nachhaltige Industriepolitik und die Bepreisung von CO₂. Stimmen diese Rahmenbedingungen, werden klimaschädliche Investitionen automatisch unrentabel und eine nachhaltige Geldanlage die Regel.

³⁵ Martin Rohleder, Marco Wilkens, Jonas Zink, 2022, The effects of mutual fund decarbonization on stock prices and carbon emissions, Journal of Banking & Finance, Volume 134.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426621003034>

³⁶ Senn et. al., 2022, Die Grenzen von Sustainable Finance – Wie das Finanzsystem zu einem stärkeren Hebel für eine nachhaltige Wirtschaft werden kann, Finanzwende Recherche, Berlin.
<https://www.finanzwende-recherche.de/unsere-themen/nachhaltige-finanzmaerkte/grenzen-sustainable-finance/>