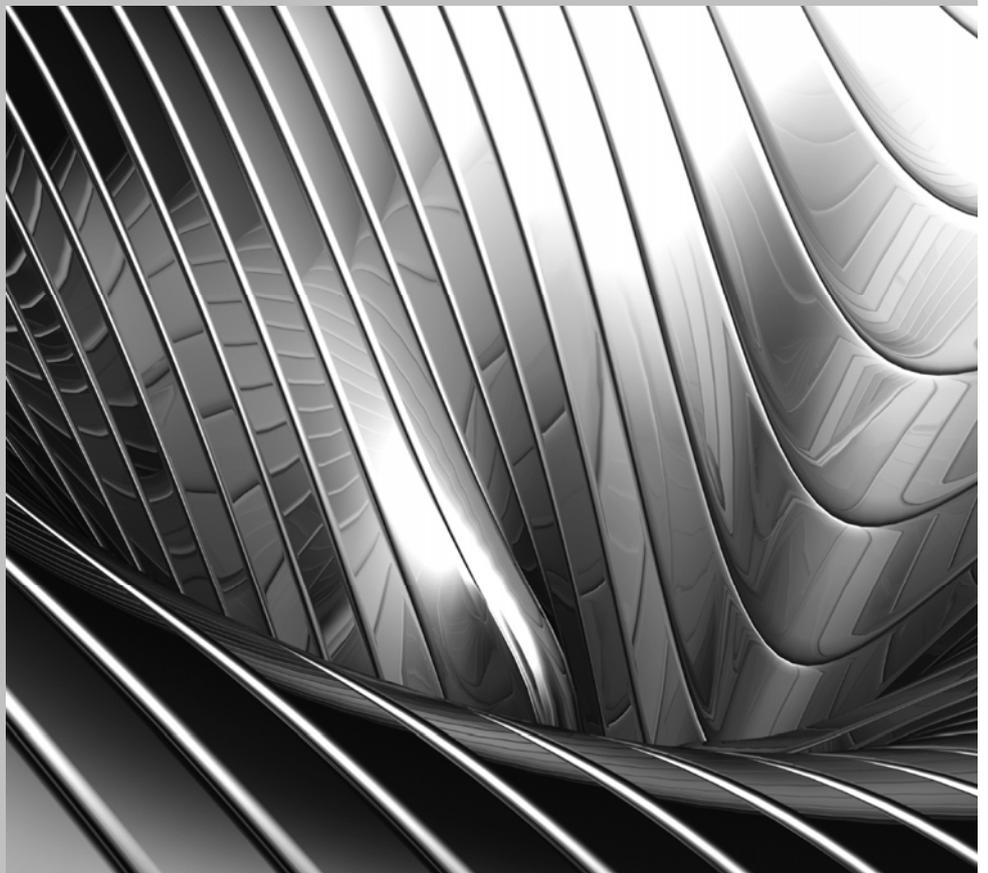




RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES  
STEINBEIS-HOCHSCHULE BERLIN

## Nachhaltige Investments aus dem Blick der Wissenschaft: Leistungsversprechen und Realität

- Analysebericht -



### Autoren:

- Jens Kleine
- Matthias Krautbauer
- Tim Weller

**München, im Februar 2013**

#### **Steinbeis Research Center for Financial Services**

▪ Possartstraße 9 ▪ 81679 München (Germany) ▪ Fon: +49 (0)89 20 20 84 79-0 ▪ Fax: +49 (0)89 20 20 84 79-11

Direktoren: Prof. Dr. Jens Kleine + Prof. Dr. Markus Venzin

#### **Steinbeis-Hochschule Berlin**

▪ Steinbeis-Haus ▪ Gürtelstr. 29A/30 ▪ 10247 Berlin (Germany) ▪ Fon: +49 (0)30 29 33 09-0

**Studie zur Analyse der Performanceunterschiede zwischen nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**

**Meta-Analyse mit Wertentwicklung der Idee des „aktiven Nachhaltigkeitsmanagements“**

**Aktuell herrscht vielfach die Meinung vor, dass nachhaltige Kapitalanlagen Performancenachteile haben**

## **Einführung**

Das Thema Nachhaltigkeit hat in den letzten Jahren allgemein, aber auch speziell im Bereich der Kapitalanlagen, unverkennbar an Bedeutung gewonnen. Unter nachhaltigen Anlagen oder Social Responsible Investments (SRI) werden dabei eine Reihe unterschiedlicher Investments subsumiert. Grundsätzlich legen nachhaltige Anlagen einen Schwerpunkt auf ökologische, soziale und ethische Kriterien, welche in unterschiedlicher Zusammensetzung und auch Strenge bei Investitionen berücksichtigt werden. Aufgrund dieser speziellen Ausrichtung der Anlagen wird in diesem Zusammenhang häufig die Frage der Performance nachhaltiger Geldanlagen, im Vergleich zu traditionellen, diskutiert. Um diese Fragestellung zu beantworten wurde vom Research Center for Financial Services der Steinbeis-Hochschule Berlin, mit Förderung der Union Investment, die Studie „Nachhaltige Investments aus dem Blick der Wissenschaft: Leistungsversprechen und Realität“ durchgeführt. Ziel des Forschungsprojektes ist es, die Unterschiede in der Wertentwicklung nachhaltiger und traditioneller Kapitalanlagen zu vergleichen. Hierbei soll sowohl eine Gesamtanalyse als auch eine assetklassenspezifische Betrachtung erfolgen. Darüber hinaus wird auf die Unterschiede zwischen aktiven und passiven Ansätzen im Bereich Nachhaltigkeit eingegangen. Zur Analyse wird eine Meta-Studie durchgeführt. Dadurch soll aufgrund des bereits vielfach analysierten Untersuchungsgegenstandes sowohl eine große Analysetiefe und -breite als auch eine hohe Objektivität sichergestellt werden. Neben der in diesem Bereich bisher umfangreichsten Meta-Studie wurden Erfolgspotentiale von verschiedenen SRI Management Ansätzen analysiert.

## **Ausgangssituation**

Der Markt für nachhaltige Investments ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Alleine in Deutschland waren Ende 2011, gemäß den Daten des Forums nachhaltiger Geldanlagen, mehr als 20 Mrd. Euro in entsprechende Investmentprodukte angelegt. Unter Berücksichtigung von Kundeneinlagen und Zertifikaten liegt das Volumen sogar bei mehr als 60 Mrd. Euro. Nachdem das Angebot an nachhaltigen Investments deutlich ausgebaut wurde, stellt sich vielen Investoren, die vor der Entscheidung stehen, ob sie in ein nachhaltiges Anlageprodukt investieren sollen, die Frage,

ob „mit gutem Gewissen anlegen“ auch gleichzeitig „mit schlechterer Performance anlegen“ bedeutet. Vielfach herrscht bei den Anlegern aktuell noch die Meinung vor, dass eine Anlage in Kapitalmarktprodukte mit Nachhaltigkeitsfokus Performanceverluste zur Folge hat. Maßgeblich verantwortlich für dieses Stimmungsbild sind die oftmals gezeigten Ergebnisse der Performancevergleiche von nachhaltigen mit traditionellen Kapitalmarktindizes (Abb. 1).

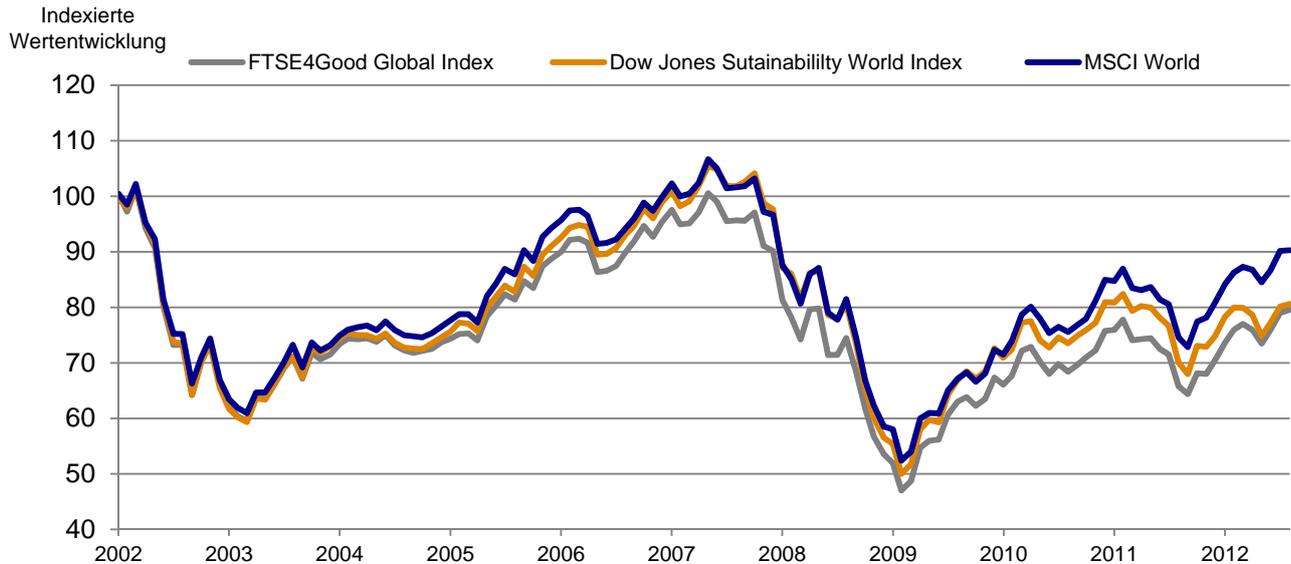


Abb. 1.: Performancevergleich globaler Indizes

**Heißt ein Vergleich der Performance traditioneller und nachhaltiger Indizes, Apfel mit Birnen zu vergleichen?**

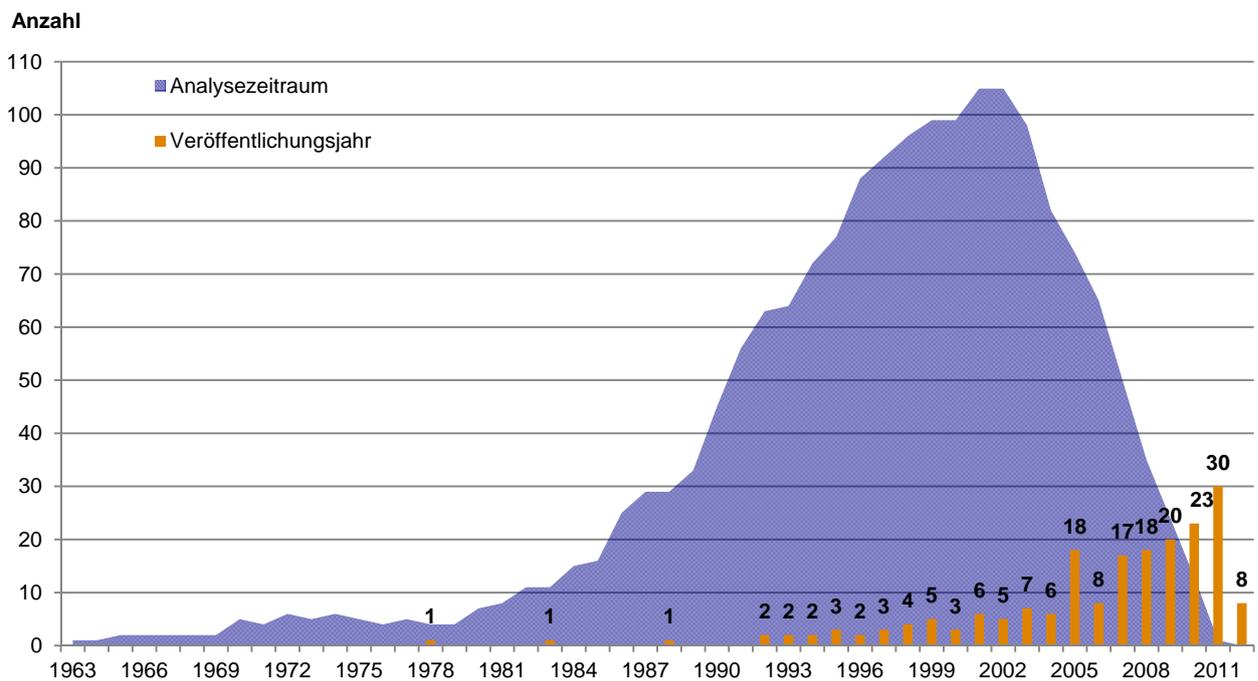
**Nachhaltige Anlagen umfassen weit mehr als nur Indizes**

Wie bei anderen Performancevergleichen stellt sich jedoch auch bei einem Vergleich von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen die Frage nach der Sinnhaftigkeit bzw. der Aussagekraft eines Vergleiches. Ist es möglich, auf Basis eines reinen Performancevergleiches von zwei Indizes über die endgültige Güte unterschiedlicher Anlagen zu urteilen oder besteht das Risiko eines Vergleiches von „Äpfeln mit Birnen“? So bleibt die Wertentwicklung der in Abbildung 1 dargestellten Nachhaltigkeitsindizes zwar hinter der des MSCI World zurück, die Gründe hierfür sind aber nicht auf den ersten Blick ersichtlich. Speziell vor dem Hintergrund, dass die Strategien für nachhaltige Geldanlagen, neben Indizes, weit mehr Möglichkeiten umfassen, stellt sich die Frage, ob nachhaltige Anlagen strukturimmanente, rein auf die Nachhaltigkeit zurückzuführende, Performancenachteile haben oder ob die Gründe für die Underperformance der Indizes auf andere Faktoren zurückzuführen sind. Um diese Fragestellung valide beantworten zu können ist es zum einen notwendig eine ganzheitliche Analyse von nachhaltigen Anlagen, wie z.B. Fonds, durchzuführen. Zum anderen muss im Rahmen einer Analyse auf die tatsächlichen Treiber der Unterschiede eingegangen werden.

**In der Meta-Studie wurden  
195 Untersuchungen  
analysiert**

**Untersuchungsdesign und Struktur der Stichprobe**

Um die angeführte Fragestellung zu beantworten, wurde eine Meta-Studie durchgeführt. Ähnlich der Entwicklung des Produktuniversums sowie der in nachhaltige Anlagen investierten Mittel, ist auch die Zahl der wissenschaftlichen Veröffentlichungen zum Thema Nachhaltigkeit in den letzten Jahren signifikant angestiegen (Abb. 2). Die vorliegende Analyse umfasst 195 themenrelevante Studien, welche wissenschaftlichen Ansprüchen genügen. Durch die große Breite des Themas wurden Studien mit unterschiedlichen Schwerpunkten und Vorgehensweisen einbezogen.

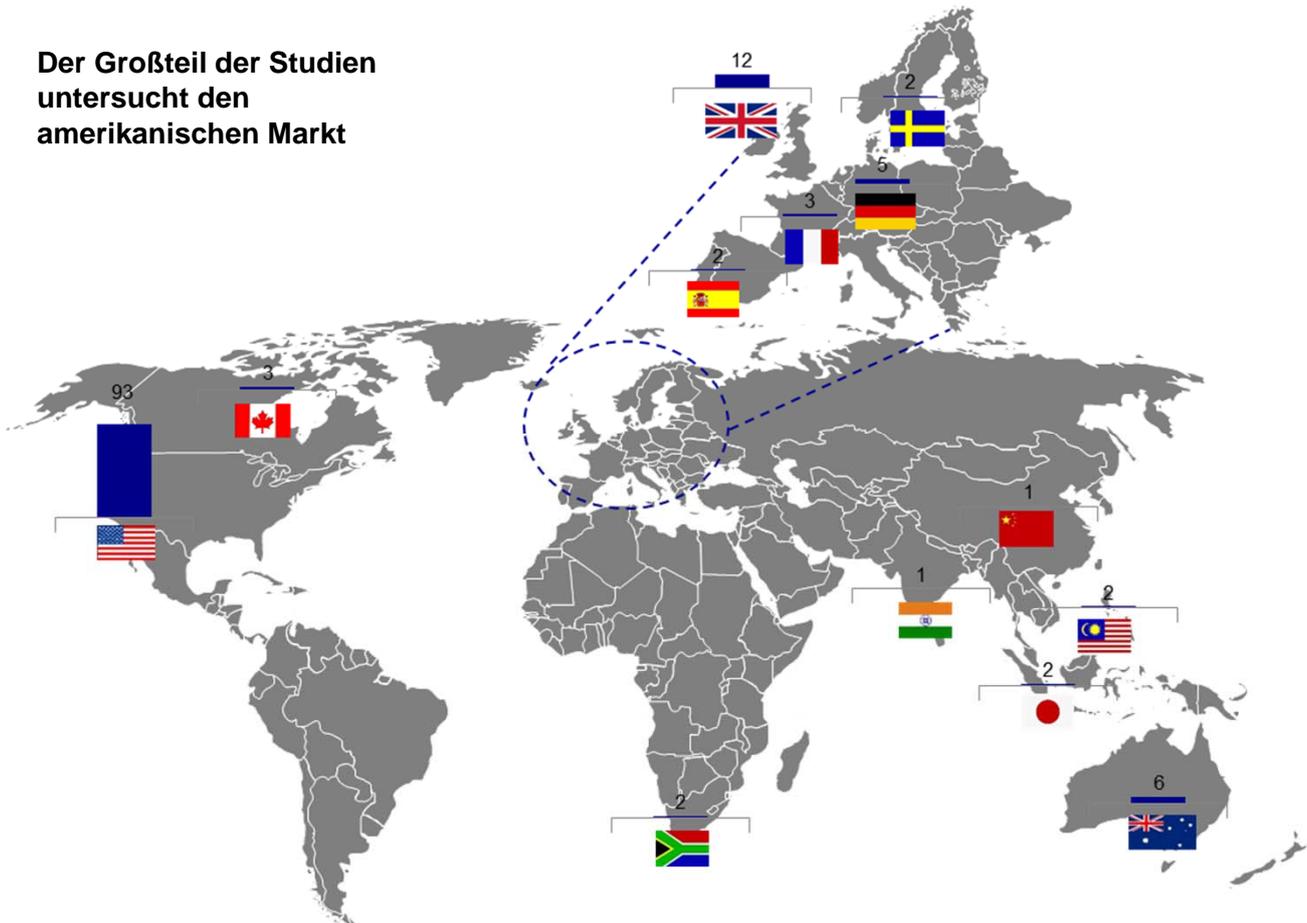


**Abb. 2.: Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen**

Der Vorteil einer Meta-Studie liegt darin, dass auf Basis der Vielzahl an bereits vorliegenden Forschungsergebnissen im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen eine valide und objektive Übersicht über die Gesamtforschungsergebnisse und Ergebnistendenzen erstellt werden kann. Hierbei kann auf zahlreiche Untersuchungen mit unterschiedlichen Schwerpunkten und methodischen Ansätzen zurückgegriffen werden, was es ermöglicht viele unterschiedliche Bereiche zu beleuchten. Neben der Durchführung der Meta-Studie wurden Ansätze und Konzepte eines „aktiven Nachhaltigkeitsmanagers“ weiterentwickelt sowie die Erfolgspotentiale eines Angebotes abgeleitet.

Regional liegt der Fokus der Untersuchungen zumeist auf Nordamerika (Abb. 3).

**Der Großteil der Studien untersucht den amerikanischen Markt**



**Abb. 3.: Regionale Untersuchungsschwerpunkte der Studien;** Ohne Meta-Studien; Zudem je eine Studie aus Libyen, der Schweiz, den Niederlanden und Belgien; teilweise Mehrfachzählung, da einzelne Studien mehrere Länder abdecken. Studien, welche im Untersuchungsfokus mehr als zwei Kontinente berücksichtigen, wurden als weltweite Untersuchungen angesehen

**Die überwiegende Anzahl der Studienergebnisse wurde im Rahmen von Artikeln in Zeitschriften veröffentlicht**

Daneben hatten 34 Studien einen weltweiten Untersuchungsrahmen. 11 Untersuchungen hatten einen Fokus auf den europäischen Kontinent. Einzelländer in Europa wurden, ebenso wie der asiatische Raum, bisher dagegen nur selten untersucht.

Mehr als die Hälfte der Veröffentlichungen erfolgte in Zeitschriften. Hierbei erschienen jedoch nur rund 25 Artikel in einem mindestens mit A-gerateten Magazin. Die übrigen Publikationen wurden beispielsweise im Rahmen von Papers auf den Markt gebracht.

**Die Mehrheit der Untersuchungen wies nachhaltigen Geldanlagen kein schlechteres Rendite-Risiko-Profil zu**

**Gesamtergebnisse**

Für die Auswertung der Untersuchungen und die Bewertung der Ergebnisse wurden im Rahmen der vorliegenden Meta-Studie mehrere Cluster gebildet. Es erfolgte jeweils eine separate Analyse der Ergebnisse der veröffentlichten Meta-Studien sowie der Arbeiten zu Aktien, Anleihen und Krediten, Fonds, Indizes und mehreren Assetklassen. Darüber hinaus wurden themenrelevante Studien, welche interessante Sachverhalte jenseits eines Performancevergleichs von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen lieferten, dem Bereich Sonstiges zugeordnet. Für die Bewertung wurden alle Studien, unabhängig von Art und Umfang, gleich gewichtet. Über alle Assetklassen hinweg existieren sowohl absolut als auch relativ nur sehr wenige oder teilweise sogar keine Untersuchungen, die nachhaltigen Anlagen ein eindeutig schlechteres Rendite-Risiko-Profil zuweisen (Abb. 4).

	Analyse-dimension der Studien	Anzahl der untersuchten Studien	Studienergebnisse zum Einfluss der Nachhaltigkeitsorientierung auf das Anlageergebnis				
			Positiv	Neutral	Negativ	Mixed*	Gesamtergebnis
Untersuchungen mit direkten Vergleichen der Wertentwicklung nachhaltiger und traditioneller Geldanlagen	Meta-Studien	13	5	4	-	4	
	Aktien	55	21	20	1	13	
	Anleihen und Kredite	18	9	1	2	6	
	Fonds	74	11	26	9	28	
	Indizes	11	2	7	-	2	
	Mehrere Assetklassen	7	-	3	1	3	
	Σ (Performanceanalyse im engeren Sinne)	178	48	61	13	56	
	Sonstige**	17	13	1	1	2	
	Σ (Gesamt)	195	61	62	14	58	

**Abb. 4.: Überblick über die Ergebnisse der analysierten Studien;** \*) Studien mit positiven, negativen und/ oder neutralen Teilergebnissen \*\*) Die Untersuchungen aus dem Bereich Sonstiges beschäftigen sich im weitesten Sinne mit der Frage der Wertentwicklung nachhaltiger Anlagen, stellen jedoch keine echten Performanceuntersuchungen dar, vielmehr werden Variablen, wie der Verschuldungsgrad oder der Unternehmenswert, analysiert. Untersuchungen mit einem neutralen Ergebnis konnten weder signifikante Vor- noch Nachteile für nachhaltige Anlage im Vergleich zu traditionellen Kapitalanlagen identifizieren. Zudem ist eine Untersuchung, im Rahmen derer rein methodische Überlegungen angestellt wurden, als neutral eingestuft

**Tendenziell wirkten sich Nachhaltigkeitsaspekte bei einer Gesamtbetrachtung sogar (leicht) positiv aus**

So weisen beispielsweise im Analysecluster der Aktien 21 Studien nachhaltigen Anlagen eine positivere Wertentwicklung zu. 20 Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass keine signifikanten Unterschiede zwischen nachhaltigen und konventionellen Anlagen bestehen. Nur eine Studie weist nachhaltigen Aktien ein negativeres Rendite-Risiko-Profil zu.

**Die Behauptung, dass nachhaltige Anlagen eine schlechtere Performance liefern ist nicht haltbar**

Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich auch im Bereich der Anleihen und Kredite. Während von den 18 analysierten Studien 9 zu dem Ergebnis kommen, dass nachhaltige Anlagen für Anleger vorteilhaft sind, stellen nur zwei Untersuchungen diese als für den Investor nachteilig dar. Neben dieser positiven Grundtendenz existiert über alle Cluster hinweg auch eine Vielzahl von Untersuchungen welche nachhaltigen Anlagen weder eine bessere noch ein schlechtere Performance zuweisen. Auf Basis dieser Daten kann die Aussage, dass nachhaltige Anlagen per se eine schlechtere Performance als traditionelle aufweisen, als nicht haltbar angesehen werden. Vielmehr bieten nachhaltige Anlagen eine ähnliche Performancecharakteristik und haben tendentiell sogar Vorteile. Die vielfach angemahnten Performancenachteile von nachhaltigen Anlagen sind in erster Linie auf die oftmals referenzierten Ergebnisse „einfacher Performancevergleiche“ von Indizes, ohne eine Berücksichtigung der tatsächlichen Werttreiber, zurückzuführen. Diese Ergebnisse sind jedoch missverständlich und praktisch auch nur bedingt aussagekräftig. Denn Indizes stellen nur eine vergleichsweise einfache Form von nachhaltigen Geldanlagen dar, bei welchen beispielsweise kein aktives Nachhaltigkeitsresearch erfolgt. Dadurch treten bei einem Vergleich der Indizes deutliche relative Performanceunterschiede auf. Diese sind jedoch nicht auf die Frage nachhaltig oder nicht, sondern vielmehr das Indexuniversum und beispielsweise den regionalen Fokus, aber auch die durchschnittlichen Unternehmensgrößen sowie den Branchenmix im Index zurückzuführen.

**Nachhaltige Fonds weisen keine schlechtere Performance als Traditionelle auf****Ergebnis Fonds**

Auch speziell im Bereich der Investmentfonds deuten die durchgeführten Vergleiche von nachhaltigen und konventionellen Fonds weltweit tendenziell darauf hin, dass sich die Wertentwicklung der beiden Fondstypen insgesamt nicht signifikant unterscheidet. Um neben einer globalen Aussage für die Assetklasse auch Aussagen zu den unterschiedlichen Teilbereichen treffen zu können, wurden, aufgrund der Heterogenität der Stichproben, in der Auswertung mehrere Cluster gebildet (Abb. 5).

Analysedimension der Studien	Anzahl der untersuchten Studien	Studienergebnisse zum Einfluss der Nachhaltigkeitsorientierung auf das Anlageergebnis				
		Positiv	Neutral	Negativ	Mixed	Gesamtergebnis
SRI-Fonds vs. konventionelle Fonds	30	5	12	3	10	
SRI-Fonds vs. konventionelle Indizes	17	3	7	2	5	
SRI-Fonds vs. konventionelle Indizes und Fonds	16	1	6	4	5	
SRI-Fonds vs. konventionelle und nachhaltige Indizes	3	1	-	-	2	
SRI-Fonds vs. SRI-Fonds	5	-	-	-	5	
Σ*	71	10	25	9	27	

Abb. 5.: Zusammenfassung der Ergebnisse der im Bereich Fonds analysierten Studien \*) 3 Studien ohne konkrete Zuordnung

Die Analysen von nachhaltigen Fonds im Vergleich zu konventionellen Fonds und Indizes förderten zumeist keine Nachteile nachhaltiger Anlagen zutage. Allerdings konnten hier regionale Unterschiede identifiziert werden. Beim Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen Fonds mit traditionellen Indizes konnten in der Mehrheit keine deutlichen Renditeunterschiede erkannt werden. Zudem kam keine der Studien, welche die Wertentwicklung von nachhaltigen Investmentfonds mit nachhaltigen und konventionellen Indizes vergleicht, zu dem Ergebnis, dass SRI-Fonds vergleichsweise negativ abschneiden. Studien, welche ausschließlich unterschiedliche Nachhaltigkeitsfonds miteinander verglichen, kamen häufig zu dem Ergebnis, dass das angewendete Screening-Verfahren einen deutlichen Einfluss auf die Performance hat. Einige Studien weisen Fonds mit Best-in-Class-Ansätzen, aufgrund von Vorteilen bei der Portfoliozusammensetzung bzw. dem Anlageuniversum, in diesem Zusammenhang die besten Renditen zu.

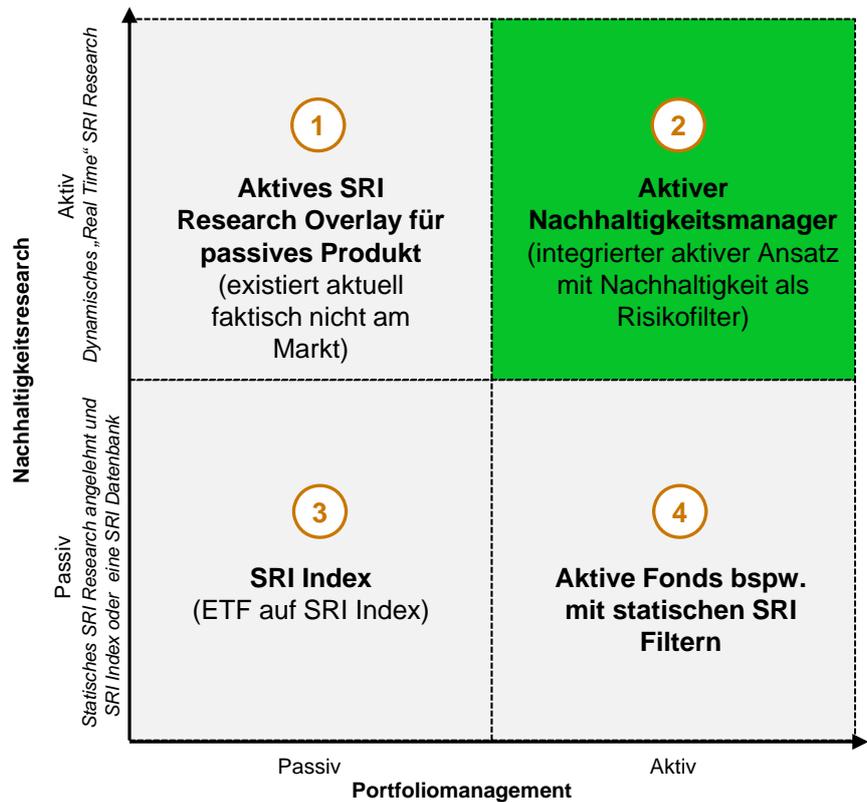
### Unterschiede bei nachhaltigen Investmentfonds

Auf Basis eigener Überlegungen, unter anderem basierend auf den Ergebnisse der Meta-Studie, wurde ein Modell entwickelt, welches zur Einordnung von nachhaltigen Investments genutzt werden kann. Grundsätzlich erfolgt dabei eine Unterteilung in vier Management Ansätzen von Nachhaltigkeitsfonds.

**Grundsätzlich existieren vier Typen von Management Ansätzen von nachhaltigen Fonds**

Es kann sowohl auf der Ebene des Portfoliomanagements als auch des Nachhaltigkeitsresearchs zwischen aktiven und passiven Ansätzen unterschieden werden (Abb. 6).

**Nur aktive Nachhaltigkeitsmanager vereinen aktives Portfoliomanagement und aktives Nachhaltigkeitsresearch**



**Abb. 6: Matrix der aktiven und passiven Managementmöglichkeiten im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen mit Produktbeispielen**

**Ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager hat die Möglichkeit die Nachhaltigkeits- und Renditeanforderungen nach Investorenbedarf zu steuern**

Auf Ebene des Portfoliomanagements kann, wie allgemein in der Kapitalanlage verbreitet, aktiv und passiv angelegt werden. Dabei entscheidet der Manager entweder frei, im Rahmen der Anlagerichtlinien, oder aber es wird ausschließlich ein Indexportfolio nachgebildet. Neben aktiven und passiven Ansätzen auf Ebene des Portfoliomanagements kann auch beim, für eine nachhaltige Anlage essentiellen Nachhaltigkeitsresearch, zwischen aktiven und passiven Ansätzen unterteilt werden. Passives Nachhaltigkeitsresearch setzt einzig auf bestehende Indizes, Ratings oder Datenbanken auf. Aktives Nachhaltigkeitsresearch stellt im Gegensatz dazu einen dynamischen Ansatz dar, welcher es dem Fondsmanagement ermöglicht, durch eigene Marktbeobachtungen möglichst zeitnah für die Nachhaltigkeitsbewertung relevante Sachverhalte zu berücksichtigen.

**Nachhaltigkeit als Risikofilter**

Die Vorteile aktiver Nachhaltigkeitsmanager, welche aktives Portfoliomanagement mit aktivem Nachhaltigkeitsresearch vereinen, liegen in der Möglichkeit das Thema Nachhaltigkeit aktiv als Risikofilter zu nutzen. Nur ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager hat die Möglichkeit alle im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit auftretenden Risikotypen effektiv zu managen und dadurch die Anlageergebnisse gegebenenfalls zu verbessern (Abb. 7).

**Nur aktive Nachhaltigkeitsmanager haben die Möglichkeit Nachhaltigkeit als Risikofilter zu nutzen**

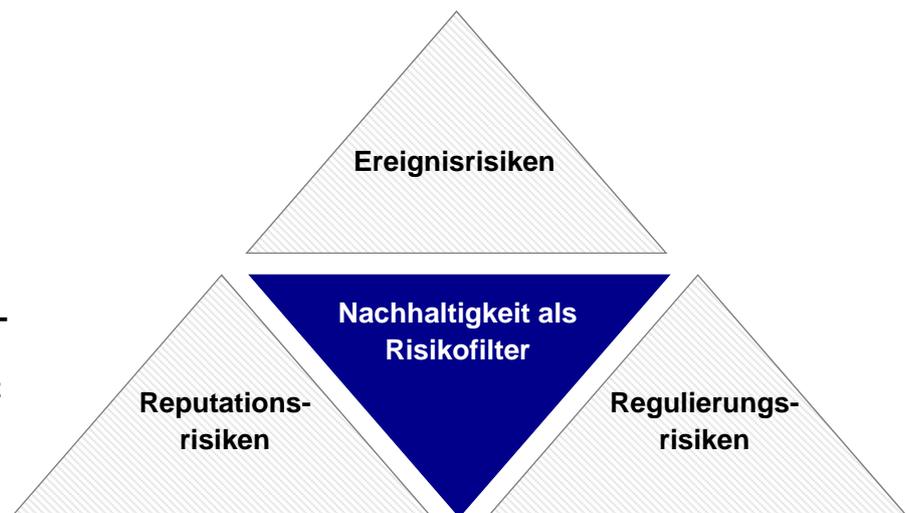


Abb. 7: Risikotypen, welche von einem aktiven Nachhaltigkeitsmanager als Risikofilter berücksichtigt werden können

**Aktives Management ermöglicht schnelle Reaktionen auf Ereignisse**

So haben aktive Nachhaltigkeitsmanager durch laufendes, aktives Research die Möglichkeit, unmittelbar oder sogar proaktiv auf nachhaltigkeitsrelevante Ereignisse zu reagieren. Zudem besteht die Möglichkeit Nachhaltigkeitsresearch mit fundamentalen Betrachtungen zu verzahnen. Darüber hinaus kann im Rahmen eines „Engagement-Ansatzes“ über den Dialog aktiv Einfluss auf die Unternehmen ausgeübt werden. Aus Anlegersicht bieten sich zudem Chancen, da aufgrund der Freiheitsgrade des Managements auch die Möglichkeit besteht, individuelle Nachhaltigkeitsanforderungen und -kriterien zu berücksichtigen.

**Fazit**

Das Thema Nachhaltigkeit hat in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Dabei wird in der aktuellen Diskussion oftmals behauptet, dass nachhaltige Geldanlagen automatisch einen Renditeverlust für den Anleger zur Folge haben. Diese Hypothese fußt jedoch auf einer nur unzureichenden Analysetiefe und kann, auf Basis einer Vielzahl von wissenschaftlichen Untersuchungen, nicht als fundiert

**Mit einem guten Gewissen  
anlegen heißt nicht mit  
einem schlechteren Ergebnis  
anlegen!**

angesehen werden. Insgesamt existieren in allen Assetklassen kaum Studien, welche nachhaltigen Geldanlagen ein, für den Investor, negativeres Rendite-Risiko-Profil zuweisen. Vielmehr gibt es tendenziell sogar mehr Untersuchungen die nachhaltigen Anlagen eher Vorteile zumessen. Zusammenfassend kann deshalb festgestellt werden, dass die Entscheidung in nachhaltige Anlagen zu investieren nicht automatisch bessere oder schlechtere Renditen zur Folge hat, als wenn die Mittel in eine traditionelle Anlage fließen. Wie bei Kapitalanlagen im Allgemeinen, ist es jedoch auch bei nachhaltigen Anlagen im Speziellen entscheidend, die für den Investor „richtige Anlage“ auszuwählen. Durch den deutlichen Ausbau der Angebotspalette in den letzten Jahren stehen hierfür zahlreiche Möglichkeiten zur Verfügung. Die Anleger müssen sich jedoch speziell bei nachhaltigen Anlagen bewusst sein, dass es anders als bei vielen anderen Investments, gilt, das beste aus „zwei Welten“ zu vereinen. So muss es einer nachhaltigen Anlage gelingen möglichst optimal sowohl die Nachhaltigkeits- als auch die Kapitalmarktziele (Renditeanforderungen etc.) zu befriedigen. Eine einseitige Optimierung einer Dimension zu Lasten der anderen kann in diesem Zusammenhang nicht als zielführend angesehen werden. Aktive Manager können den Anlegern in diesem Zusammenhang einen Mehrwert bieten, da diese individuelle Anforderungen berücksichtigen können und zudem die Möglichkeit haben, im Rahmen eines dynamischen Ansatzes, Nachhaltigkeit als zusätzlichen Risikofilter zu nutzen.

*Die Studie „Nachhaltige Investments aus dem Blick der Wissenschaft: Leistungsversprechen und Realität“ ist eine Untersuchung des Research Center for Financial Services der Steinbeis-Hochschule Berlin, mit Förderung der Union Investment, zur Analyse der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen. Ziel ist die Darstellung der Unterschiede in der Performance unterschiedlicher nachhaltiger und traditioneller Kapitalanlagen sowie die Skizzierung möglicher Einflussfaktoren. Für die Studie wurden 195 wissenschaftliche Studien zum Vergleich der Wertentwicklung von traditionellen und nachhaltigen Kapitalanlagen im Rahmen einer umfassenden Untersuchung analysiert. Darüber hinaus wurden eigene Berechnungen vorgenommen. Die Autoren der Studie sind Prof. Dr. Jens Kleine, Inhaber des Lehrstuhls für Finanzdienstleistungen an der Steinbeis-Hochschule Berlin und Matthias Krautbauer, Alessandro Munisso, Andreas Bonifacic und Tim Weller, wissenschaftliche Mitarbeiter am Research Center for Financial Services.*

▪ <b>Ziele und Methodik</b>	<b>13</b>
▪ <b>Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen</b>	<b>15</b>
▪ <b>Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen</b>	
– Meta-Studien	26
– Aktien	29
– Anleihen und Kredite	50
– Fonds	57
– Indizes	85
– Mehrere Assetklassen	102
– Sonstige	107
▪ <b>Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen</b>	<b>112</b>
▪ <b>Fazit</b>	<b>121</b>
<b>Anhang</b>	<b>125</b>