

Analyse zur Ertragsentwicklung nachhaltiger Investments

Executive Summary

Das Thema Nachhaltige Investments hat spätestens seit dem Pariser Klimaabkommen in der öffentlichen Debatte in Deutschland stark an Beachtung gewonnen. Versicherer müssen die aufsichtsrechtlichen Anlagegrundsätze Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Qualität auf Ebene des Gesamtportfolios erfüllen. Es stellt sich daher die Frage, ob nachhaltiges Investieren im Einklang mit diesen Grundsätzen steht. Gegenstand dieser Untersuchung ist die **Ertragsentwicklung von Finanzanlagen, die unter ESG-Aspekten getätigt werden**. Unter der Ertragsentwicklung verstehen wir den **risikoadjustierten Anlageerfolg**, den ein Anleger erzielen kann. Die Analyse erfolgt primär auf Basis von ausgewählten öffentlichen Studien bzw. Metastudien zur Rendite nachhaltiger Investments.

Die Auswertung dieser Studien hat ergeben, dass die Renditewirkung nachhaltiger Investments nicht eindeutig ist. Es kann aber **ein positiver Zusammenhang mit der Ertragsentwicklung festgestellt werden**, wenn die „richtige“ Strategie angewendet wird. Auf diese Weise lassen sich Portfoliorisiken minimieren. **Entscheidend ist dabei, dass sich Investoren auf die materiellen Werttreiber konzentrieren**. Eine „falsche“ Strategie kann dagegen zu deutlichen Ertragseinbußen und höheren Portfoliorisiken führen.

Die Kapitalmarktforschung steht bezüglich der Berechnung und Erklärung des Rendite-Risiko-Profiles von nachhaltigen Kapitalanlagen allerdings erst am Anfang, da bislang nur wenige wirklich belastbare empirische Informationen vorliegen. Deshalb und auch aus grundsätzlichen Erwägungen sollte die weitere Verbreitung nachhaltiger Kapitalanlagen auf Basis freiwilliger Marktinitiativen erfolgen und nicht politisch vorgegeben werden.

Die **wichtigsten Ergebnisse** sind im Einzelnen:

- **Die Berücksichtigung von ESG¹-Kriterien im Investmentprozess kann sich positiv auf den Ertrag bzw. die risikoadjustierten Erträge der Portfolios auswirken:** Der Großteil der Studien liefert jedoch neutrale oder gemischte Ergebnisse.
- **Die Auswahl der richtigen Strategie – insbesondere die Fokussierung auf die materiellen Werttreiber – ist der entscheidende Erfolgsfaktor für die Implementierung von ESG-Strategien:** Studien haben materielle Werttreiber u. a. im Hinblick

¹ Environmental (Umwelt), Social (Soziales) und Governance (gute Unternehmensführung)

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020-5000
Fax: +49 30 2020-6000

51, rue Montoyer
B - 1000 Brüssel
Tel.: +32 2 28247-30
Fax: +32 2 28247-39
ID-Nummer 6437280268-55

Ansprechpartner:
Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung
E-Mail: k.wiener@gdv.de

Tim Ockenga
Leiter Abteilung Kapitalanlagen
E-Mail: t.ockenga@gdv.de

Hendrik Potthoff
Abteilung Kapitalanlagen
E-Mail: h.potthoff@gdv.de

www.gdv.de



auf ESG-Faktoren, Regionen und Branchen identifiziert. Der ESG-Faktor „**Governance**“ hat sich dabei als Werttreiber mit der höchsten Relevanz (Materialität) herausgestellt.

- Eine **deutliche Einschränkung des Anlageuniversums**, z. B. durch Negativlisten oder Mehrfachscreenings (abnehmender Grenznutzen), kann bei zunehmender Portfoliokonzentration oder erhöhtem Tracking Error **zu negativen Ertragseffekten** führen.
- **Ausgewählte ESG-Strategien** können zu einer **Überrendite** gegenüber dem Markt bzw. Benchmarks führen und somit zur Ertragerhöhung des Portfolios genutzt werden. Eine Konzentration auf materielle ESG-Kriterien ist entscheidend.
- **Es besteht ein positiver Einfluss von ESG-Kriterien auf das Risikomanagement bzw. die Reduktion von extremen Verlusten („tail risks“)**: ESG-Analysen liefern zusätzliche Informationen zum systematischen Risiko von Unternehmen, die über reine Finanzkennzahlen hinausgehen. Ein vollständigeres Risikobild kann das Rendite-Risiko-Profil verbessern. ESG-Kriterien können **Smart-Beta-Strategien (Rendite-Risiko-Optimierung)** ergänzen. Sie unterstützen die Vereinnahmung von Risikoprämien und verbessern das Risikomanagement.
- **Die Renditetreiber nachhaltiger Investments sind noch nicht ausreichend erforscht:**
 - **Hohe Korrelationen** zwischen ESG-Kriterien und dem Portfolioertrag sind **kein Beweis für Kausalitäten** bzw. Ursachen- und Wirkungszusammenhänge.
 - **Die Kosten der Implementierung und laufenden ESG-Analyse** werden häufig nicht explizit berücksichtigt.
 - **Bisherige Studien konzentrieren sich hauptsächlich auf Aktieninvestments** und sind daher für Versicherer mit ihren auf festverzinslichen Wertpapieren fokussierten Anlageportfolios nur bedingt aussagekräftig.
 - Es fehlen noch tiefergehende wissenschaftliche Studien, die sich mit den **materiellen Werttreibern von nachhaltigen Investments** beschäftigen und den Einfluss auf den langfristigen Ertrag hinreichend deutlich erklären.

I. Einleitung

Das weltweite Volumen nachhaltiger Investments ist in den vergangenen Jahren stark angestiegen. Ende 2016 wurden mehr als 23 Billionen USD unter Berücksichtigung nachhaltiger Anlagekriterien verwaltet². Dies entspricht einem Anteil von gut einem Viertel aller global verwalteten Assets unter Management (84,9 Billionen USD). Aktuell werden über die Hälfte der nachhaltigen Investments in Europa (53 %) verwaltet, gefolgt von den USA (38 %). Auf Basis des Anlagevolumens ist die Anwendung von Ausschlusskriterien (Negativscreening) die meist genutzte Investmentstrategie, gefolgt von der ESG-Integration in den Investmentprozess und der aktiven Stimmrechtsausübung (Shareholder Engagement).

Trotz des erheblichen Bedeutungszuwachses steht die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei institutionellen Anlegern z. T. unter dem **Vorbehalt, dass die Implementierung von ESG-Analysen mit hohen Kosten verbunden ist und letztendlich zu Lasten der erzielbaren Renditen** geht. Eine Umfrage des European Sustainable Investment Forums (2016) hat gezeigt, dass europäische Anleger „negative Auswirkungen auf den Ertrag“ als bedeutendstes Hindernis für die Implementierung von nachhaltigen Investmentstrategien ansehen.³

Die **moderne Portfoliotheorie** beschreibt den Zusammenhang zwischen der Rendite und dem Risiko einer Anlage. Durch Streuung (Diversifikation) kann die risikoadjustierte Rendite optimiert werden. Eine Einschränkung des Investmentuniversums, insbesondere wenn diese auf nicht-finanziellen Faktoren beruht, erhöht demnach das unsystematische Risiko, mindert Diversifikationseffekte und ist mit zusätzlichen Kosten (z. B. durch Research) verbunden. Je stärker das Investmentuniversum verkleinert oder von der Benchmark (Marktportfolio) abgewichen wird, desto stärker fallen demnach die negativen Effekte aus. Dies legt aus theoretischer Sicht die Vermutung nahe, dass nachhaltiges Investieren mit geringeren risikoadjustierten Erträgen verbunden sein könnte.

Die nachfolgende Grafik soll die Optionen der Anleger veranschaulichen. Ausgehend vom Ist-Zustand (Portfolio A) können durch Umschichtungen der Kapitalanlagen unterschiedliche Ziele erreicht werden:

- (1) **Erhöhung der Rendite bei gleichem Risiko** (Pfeil nach oben).
- (2) **Senkung des Risikos bei gleicher Rendite** (Pfeil nach links).

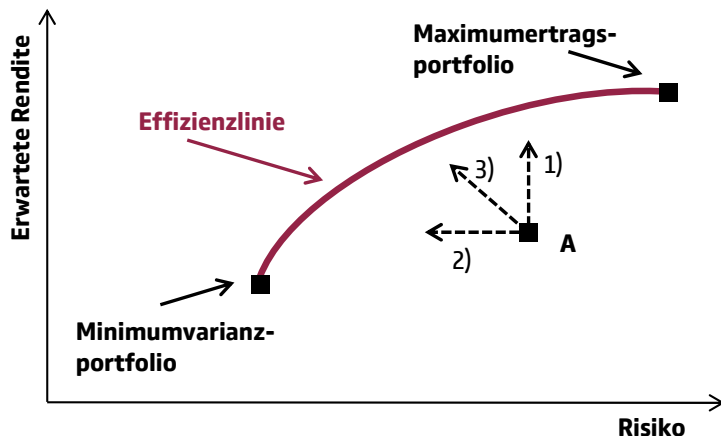
² Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review, 2016

³ European Sustainable Investment Forum (Eurosif): European SRI Study, 2016

(3) **Kombination aus (1) und (2)** (Pfeil nach links oben).

Auswahl der optimalen Rendite-Risiko-Kombination

Grafik 1



Quelle: Portfoliotheorie nach Markowitz

Zur Beurteilung der Ertragseffekte nachhaltiger Kapitalanlagen haben wir daher aktuelle Studien und Metaanalysen ausgewertet sowie Experteninterviews geführt. Metaanalysen fassen vorhandene Forschungsarbeiten quantitativ bzw. statistisch zusammen und liefern einen umfassenden Überblick zum aktuellen Stand der Forschung. Anhand der Experteninterviews konnten wir die Problemstellung schärfen sowie die Plausibilität der Ergebnisse unserer Analyse verifizieren und mit praktischen Erfahrungen aus dem Kapitalanlagenmanagement der Versicherer ergänzen.

II. Theoretische Grundlagen zur Analyse von ESG-Studien

In jüngster Zeit nimmt die Anzahl der Studien mit positiven Ergebnissen hinsichtlich der Ertragsentwicklung von nachhaltigen Kapitalanlagen erkennbar zu. Dies kann zum einen auf die laufende Weiterentwicklung und Optimierung der Anlagestrategien zurückzuführen sein. So werden von Emittenten immer mehr Daten zu ESG-relevanten Themen veröffentlicht und von Anbietern wie Bloomberg, MSCI oder Sustainalytics z. B. im Rahmen von Nachhaltigkeitsratings bereitgestellt. Des Weiteren wurde der Investmentansatz von reinen Negativscreenings, bei denen das Investmentuniversum teilweise deutlich eingeschränkt wurde, verstärkt auf Positiv-Screenings umgestellt. Zusätzlich fand vermehrt eine Verlagerung von Screening-Ansätzen hin zur ESG-Integration in den Investment-Prozess statt. Hier kommen im Rahmen der Einzeltitelauswahl ESG-

Kriterien zur Anwendung⁴. Insgesamt konzentrieren sich ESG-Strategien verstärkt auf unternehmensindividuelle und materielle Treiber, die langfristig positiv auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen wirken. Schließlich liegen mittlerweile längere Zeitreihen vor, sodass ein langfristiger Ertragseffekt empirisch besser messbar geworden ist.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht verursachen Unternehmen, die nicht nachhaltig wirtschaften, **negative externe Effekte** (Externalitäten). **Diese Kosten dürften aufgrund eines steigenden gesellschaftlichen Drucks (Regulierung, Steuern etc.) mittel- bis langfristig internalisiert werden**, sodass sich positive Effekte nachhaltiger Investments eher langfristig nachweisen lassen sollten.

Gemäß der **Markteffizienzhypothese** reflektieren Kurse von Wertpapieren jederzeit sämtliche verfügbaren Marktinformationen. **Hohe risikoadjustierte Erträge, die Anleger durch Fehlbewertungen an den Märkten abschöpfen, sollten demnach aufgrund von Marktbewegungen auf Dauer verschwinden**, da die übrigen Kapitalmarktteilnehmer die Auswirkungen von ESG-Kriterien auf die Gewinnentwicklung ebenfalls ausnutzen werden.⁵ Darüber hinaus lassen Gleichgewichtsmodelle für Vermögenswertpreise erwarten, dass Unternehmen mit starken Stakeholder-Beziehungen sogar geringere erwartete Renditen aufweisen, wenn verstärkte Investitionen der Anleger die Preise dieser Vermögenswerte in die Höhe treiben.⁶ Auch aus diesem Grund scheinen ESG-Strategien, die in Unternehmen mit starken ESG-Scores investieren, eher negativ auf die Ertragsentwicklung zu wirken, da dann tendenziell in solche Unternehmen investiert wird, die keine bzw. kaum noch Risikoprämien aufweisen.

Für einen Anleger ist es nur dann sinnvoll in **Aktien (Aktienrisiko)** zu investieren, wenn die risikoadjustierte Aktienrendite höher ist als die einer risikolosen Anlage. Dieser Renditezuschlag wird als **Risikoprämie (Aktienprämie)** bezeichnet. Traditionell wurde dem Risiko, das mit einer bestimmten Anlageklasse verbunden ist, nur eine einzige Risikoprämie gegenübergestellt. Das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** z. B. beschreibt die Rendite eines Wertpapiers in Abhängigkeit der **Risikoprämie des Marktes (Ein-Faktor-Modell)**.

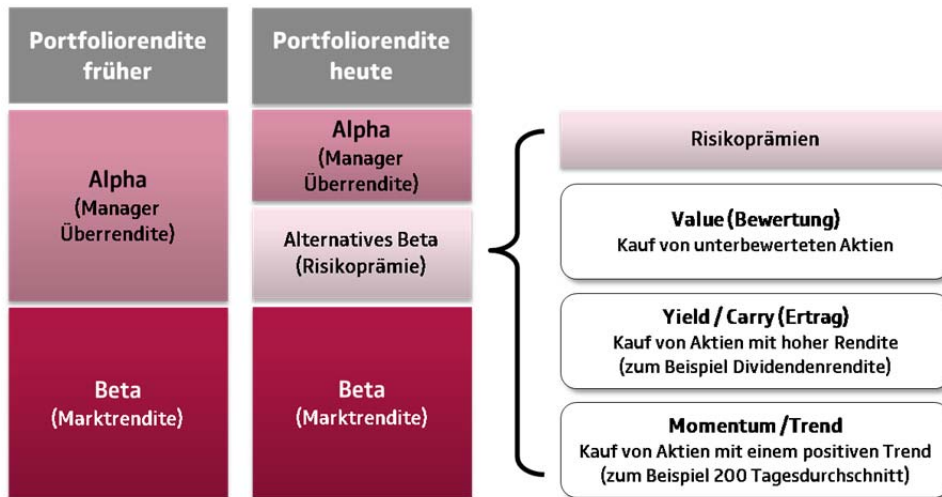
⁴ Erstmals umfassend UNEP Finance Initiative and Mercer: A review of key academic and broker research on ESG factors, 2007

⁵ Borgers, Derwall, Koedijk, ter Horst: Stakeholder Relations and Stock Returns: On Errors in Investors' Expectations and Learning, 2013

⁶ Heinkel, Kraus, Zechner: The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, 2001 u. Hong, Kacperczyk: The Price of Sin, 2009

Entwicklung von Risikoprämien

Grafik 2



Quelle: Berenberg

In diesem Zusammenhang misst **Beta** die Marktrendite. Der Teil, der nicht durch die Marktrendite erklärt werden kann, wird als **Alpha** bezeichnet. Das CAPM wurde in den vergangenen Jahrzehnten stetig weiterentwickelt und das Aktienrisiko in verschiedene Teilrisikoprämien zerlegt (**Mehr-Faktor-Modell**). So haben Fama und French gezeigt, dass **Aktienenerträge stark von Risikoprämien und dem Timing bestimmt** werden.⁷ U. a. haben sie bewiesen, dass die Größe bzw. Marktkapitalisierung der Unternehmen die Kursentwicklung nachhaltig beeinflusst und sich je nach Marktphase sowohl positiv als auch renditemindernd auswirken kann.

Die differenziertere Betrachtung ermöglicht es, einen Großteil der Aktienmarktrendite durch systematische Zusammenhänge zu erklären. Empirische Studien bestätigen die **hohe Abhängigkeit der Aktien- und Anleihestrategien vom Beta bzw. der Marktrendite**. Laut einer Untersuchung von AllianceBernstein von 2017 erzielte beispielsweise zwischen 1990 und 2016 ein durchschnittliches Aktienportfolio, gemessen am MSCI World Index, 96 % seines Ertrags durch Beta und nur 4 % durch Alpha.⁸ Es ist daher zu erwarten, dass nur wenige Anleger tatsächlich ein echtes Alpha auf Basis von ESG-Kriterien generieren können.

Smart-Beta-Strategien, die gezielt in Risikoprämien investieren, können zur **Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles** eingesetzt werden. Hierzu gehören insbesondere solche Strategien, die das Rendite-Risiko-Profil

⁷ Fama, French: Common risk factors in the returns on stocks and bonds, 1992

⁸ AllianceBernstein: Jenseits von Beta – Die Rolle Alternativer Investments im neuen Licht, 2017

durch die **Ausrichtung des Portfolios auf Titel mit bestimmten Eigenschaften bzw. Renditequellen** verbessern. **ESG-Kriterien können diesen Prozess unterstützen und zu besseren Ergebnissen führen.** Das Vorhandensein einer systematischen ESG-Risikoprämie, für die eine ökonomische Begründung existiert und durch die sich dauerhaft Erträge erwirtschaften lassen, konnte demgegenüber bisher nicht abschließend nachgewiesen werden. Daneben gibt es noch Ansätze, bei denen die Portfoliokonstruktion auf einem effizienteren Risikomanagement basiert.

Die **Verhaltensökonomie (Behavioural Finance)** versucht, das Investitionsverhalten der Anleger unter Berücksichtigung von psychologischen und verhaltenswissenschaftlichen Einflüssen zu erklären. Im Mittelpunkt steht die These, dass Anleger im Widerspruch zur neoklassischen Annahme häufig irrational und ineffizient handeln und sich bei Entscheidungen auf einfache Regeln (Heuristiken) verlassen. Investment- und Availability-Heuristiken könnten Erklärungsansätze liefern, warum sich nachhaltige Investmentkonzepte noch nicht stärker durchgesetzt haben.

III. Überblick zum aktuellen Stand der Forschung und zu Ergebnissen empirischer Studien

Die in der Literatur vorhandenen Studien zur Rendite nachhaltiger Kapitalanlagen untersuchen eine Vielzahl unterschiedlicher ESG-Strategien, weshalb ein direkter Vergleich der Ergebnisse vielfach nicht möglich ist. Zudem können die Untersuchungszeiträume und die Auswahl der untersuchten Märkte sowie generell die Ausrichtung des Untersuchungsformats einen deutlichen Einfluss auf die Ergebnisse haben. Insgesamt wird die Kapitalmarktforschung durch den Mangel an belastbaren Daten und einer fehlenden konsistenten Definition nachhaltiger Investments stark eingeschränkt bzw. hat sich in der Vergangenheit auf die Aspekte konzentriert, zu denen ausreichendes Datenmaterial vorlag. Dazu gehört u. a. ein Fokus auf relative Erträge (Alpha) von Aktieninvestments, die anhand von Regressionsmodellen ermittelt werden, sowie die theoretische Überprüfung einzelner ESG-Strategien anhand historischer Renditekennzahlen. Die Auswirkungen auf ganze Portfolios institutioneller Anleger sowie die risikoadjustierte Performance nach Kosten war bisher selten bzw. nicht ausreichend Gegenstand von Studien. Die vorhandenen Metastudien deuten darauf hin, dass sich nachhaltiges Investieren positiv auf den Ertrag auswirken kann, oftmals jedoch gar keinen Einfluss auf den Ertrag hat.

Eine **Metaanalyse zweiter Ordnung der Universität Hamburg**⁹ aus dem Jahr 2015 hat mehr als 2000 empirische (Meta-)Studien und Aktualisierungsstudien zum Zusammenhang von ESG-Kriterien und der Financial Performance sowie des Ertrags für Anleger untersucht. Zwar findet die Metaanalyse eindeutige Belege für einen positiven Zusammenhang von ESG-Kriterien und der (Corporate) Financial Performance (CFP). Im Hinblick auf die Rendite der Anleger fällt das Ergebnis der Autoren jedoch weniger deutlich aus. Demnach stellen nur 15,5 % der untersuchten Studien einen positiven Zusammenhang zwischen der Berücksichtigung von ESG-Kriterien und dem Ertrag der Anleger fest, 11 % einen negativen Zusammenhang. Fast drei Viertel der Studien kommen demgegenüber zu neutralen oder gemischten Ergebnissen. Die Autoren schlussfolgern, dass **Anleger durchschnittlich nicht in der Lage sind, das existierende ESG-Alpha nach Kosten abzuschöpfen**. Die Autoren führen die weniger positiven Ergebnisse im Vergleich zu der CFP im Wesentlichen auf drei Gründe zurück:

- (1) Gemäß des „Drowned out by Noise“-Arguments wird ein potenziell existierendes ESG-Alpha durch verschiedene, sich überlappende markt- und nicht marktbezogene Faktoren innerhalb der Anlegerportfolios verdeckt.
- (2) Viele ESG-Fonds wenden eine Mischung von negativen und positiven Screenings an, welche zu Verzerrungen und einer Aufhebung unterschiedlicher Effekte führen.
- (3) Mit einem ESG-Ansatz fallen typischerweise höhere Kosten durch zusätzliches Research oder umfangreichere Anforderungen an das Portfoliomanagement an. Nur Studien über ESG-Portfolios, insbesondere Investmentfonds, beinhalten Managementgebühren und andere Kosten.

Eine **Metaanalyse**¹⁰, die **Mercer** in Zusammenarbeit mit der **Asset Management Working Group der UN Environment Programme Finance Initiative** durchgeführt hat, zeigt, dass die Integration von ESG-Kriterien in den Investmentprozess nicht mit Ertragseinbußen verbunden ist. Allerdings sind die Ergebnisse stark vom untersuchten ESG-Faktor, der Region und dem Beobachtungszeitraum abhängig.

⁹ Friede, Busch, Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 2015

¹⁰ UNEP Finance Initiative and Mercer: A review of key academic and broker research on ESG factors, 2007

Die **Kapitalmarktforschung hat sich bisher primär auf den Zusammenhang zwischen ESG-Kriterien und der Corporate Financial Performance konzentriert**. Die CFP misst jedoch lediglich die positiven Effekte, die auf Ebene der Emittenten auftreten und sich in finanziellen (Reporting-) Kennziffern niederschlagen und ist somit aus Anlegersicht nur eingeschränkt als Indikator für die Vorteilhaftigkeit von nachhaltigen Investmentstrategien geeignet. Die untersuchten Metaanalysen sind zudem durch eine unscharfe Trennung zwischen Ertragsstrategien und Risikomanagementansätzen gekennzeichnet. Der Fokus lag bisher auf den Aktienmärkten, wobei häufig ähnliche Methoden (Korrelations- und Regressionsanalysen) angewandt wurden.

Entsprechende Analysen für festverzinsliche Portfolios fehlen noch in ausreichender Zahl und Qualität. Die Abgrenzung marktbasierter Renditequellen (Beta) von den individuellen Fähigkeiten der Portfoliomanager (Alpha) ist nicht immer auf den ersten Blick möglich. Der akademische Nachweis eines echten Alphas ist ebenso schwierig wie die Identifikation von nachhaltigen Risikoprämien, die sich konsistent und langfristig in mehreren Anlageklassen und unter verschiedenen Marktbedingungen zeigen. Dabei sollten sie sich auf eine lange Historie transparenter und nachprüfbarer Daten sowie robuste Analysen stützen können.

Da ein **Großteil der vorhandenen Studien neutrale oder nicht eindeutige Ergebnisse** geliefert hat, haben wir ausgewählte Studien zu einzelnen Ertragsaspekten bzw. ESG-Kriterien intensiver untersucht und in einer Tabelle zusammengefasst (vgl. Anlage „Beurteilung ausgewählter Studien zur Performance nachhaltiger Investments“). Die Auswahl der genannten Studien erfolgte im Hinblick auf Teilbereiche nachhaltigen Investierens, die besondere Relevanz für unsere Analyse besitzen. Sie stellt keine Zusammenfassung des aktuellen Forschungsstandes im Sinne einer Metaanalyse dar. Ziel ist es, tiefergehende Erkenntnisse und Hinweise zu den in der Praxis auftretenden Herausforderungen bei der Berechnung des ESG-Ertrags identifizieren zu können. Dazu gehören u. a.:

- Grundsätzlich sollten **Unternehmen mit starken ESG-Scores und einer guten Unternehmensführung solidere Bilanzen** aufweisen.¹¹ Folglich sollten diese Unternehmen von **günstigeren Refinanzierungskosten** profitieren¹². Dieser Zusammenhang kann von Investoren bei der Selektion berücksichtigt werden.

¹¹ Anbinder, Glöggler, Schmidt (Metzler): Nachhaltig investieren verbessert die Portfolioqualität, 2016

¹² Friede, Busch, Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 2015

- **Negative und positive Screenings dürfen das Investmentuniversum nicht zu stark einschränken oder zu hoch konzentrierten Portfolios führen:** Die Ergebnisse der untersuchten Studien¹³¹⁴¹⁵ deuten darauf hin, dass bei ESG-Screenings die Wahrscheinlichkeit für negative Ertragseffekte am höchsten ist, insbesondere bei Ausschlusskriterien. Allerdings sind die Studienergebnisse auch hier insgesamt nicht eindeutig und hängen stark von der Definition und dem Umfang der Einschränkung ab.
- **In Marktphasen, in denen Anleger eher risikoreicher investieren, sollten Unternehmen mit starken ESG-Scores und -Ratings schlechter, in Stressphasen jedoch besser als der Markt abschneiden¹⁶:** Downside-Risiken lassen sich daher abmildern. So zeigen Studien, dass Unternehmen mit schlechtem ESG-Exposure tendenziell höhere Gesamtrisiken sowie spezifische Risiken verzeichnen.
- **Smart-Beta-Strategien setzen gezielt auf spezifische Renditequellen (Risikoprämien), um die Diversifikation eines Portfolios und das Risikoexposure zu verbessern:** Studien deuten darauf hin, dass ESG-Kriterien erfolgreich mit Smart-Beta-Strategien kombiniert¹⁷ und wertvolle Zusatzinformationen für das Risikomanagement gewonnen werden können¹⁸.
- **ESG-Strategien sollten in Abhängigkeit der untersuchten Anlageklasse gewählt werden:** Bei Anleihen gilt noch mehr, dass ESG-Kriterien zur Unterstützung und Verbesserung des Risikomanagements anstatt zur Alpha-Generierung eingesetzt werden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass **ESG-Kriterien zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles eines Portfolios beitragen können**. Im Ergebnis wird die Effizienz der Portfolios gesteigert, d. h. bei einem gegebenen Risiko wird die höchstmögliche erwartete Rendite erzielt oder bei gegebener Rendite weist das Portfolio das geringstmögliche Risiko auf. Es geht also in **erster Linie um eine Optimierung des Portfolios, nicht um die Generierung von Überrenditen** im Vergleich zum Markt (Alpha).

¹³ Schroders: Demystifying negative screens: The full implications of ESG exclusions, 2018

¹⁴ Trinks, Scholtens: The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing, 2015

¹⁵ Morningstar: Investors turning away from negative ESG screening, 2017

¹⁶ MSCI: Optimizing ESG Risk Factors in Portfolio Construction, 2013

¹⁷ Bender, Sun, Wang: Thematic Indexing, Meet Smart Beta! Merging ESG into Factor Portfolios, 2017

¹⁸ Ossiam Asset Management, Sustainable and Smart Beta, Deloitte Performance Magazine Issue 21, 2016

IV. Fazit

Die Berücksichtigung nachhaltiger Investmentstrategien kann mit Blick auf das Ertragspotenzial und somit den Anlagegrundsatz der Rentabilität durchaus im Einklang mit den treuhänderischen Pflichten der Versicherer stehen. Je weniger Ausschluss- und Positivkriterien mit wesentlichen Einschränkungen des Investmentuniversums verbunden sind und je besser materielle rendite- und risikorelevante ESG-Kriterien identifiziert werden, desto eher kann sogar eine risikoadjustierte Überrendite generiert werden. Allerdings sind die untersuchten Studienergebnisse stark von der Definition und dem Umfang der Einschränkungen abhängig. Darüber hinaus kann eine ESG-Analyse das Kapitalanlagenrisikomanagement verbessern und das Risiko extremer Verluste reduzieren.

Eine erfolgreiche ESG-Strategie ist allerdings mit Aufwand und Kosten verbunden, die bei entsprechenden Skalenvorteilen eher tragbar sind. Die richtige ESG-Strategie kann daher nur individuell für jedes einzelne Versicherungsunternehmen bestimmt werden.

Eine abschließende und allgemeingültige Bewertung der Ertragsentwicklung nachhaltiger Investments kann noch nicht vorgenommen werden. Einerseits fehlt noch eine quantitativ und qualitativ ausreichende Datenbasis zur Rendite nachhaltiger Kapitalanlagen sowie zu deren spezifischen Risiken. Andererseits ist aus Sicht der Versicherer ein stärkerer Fokus der Kapitalmarktforschung auf nachhaltige Anleiheinvestments wünschenswert, da mehr als 80 % der Kapitalanlagen deutscher Versicherer in festverzinsliche Wertpapiere investiert wird.

Berlin, den 28.06.2018

Anlage: Beurteilung ausgewählter Studien zur Performance nachhaltiger Investments

Studie	Zeitraum Daten	Asset-klasse(n)	Region	Daten	Methodik	ESG-Dimensionen	ESG-Strategie	Level	Zentrale Aussage	Ergebnis	Wesentliche Kritik	Bewertung GDV
Friede, Busch, Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies (2015)	1970-2015	Aktien, Anleihen, Immobilien	Weltweit	ca. 2.200 individuelle Studien	Metaanalyse und Vote-Count-Studien	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktien, Portfolios, Fonds, Indizes	90% der untersuchten Studien stellen einen nicht-negativen Zusammenhang zwischen ESG und der Corporate Financial Performance fest. Mehrzahl der Studien stellt positiven Zusammenhang fest.	positiv	Nur ca. 150 der über 2.000 Studien befassen sich mit der für Investoren maßgeblichen Investorperformance. Hier fallen die Ergebnisse deutlich schlechter aus.	neutral
UNEP Finance Initiative and Mercer: Demystifying Responsible Investment Performance - A review of key academic and broker research on ESG factors	1963-2007	Aktien	Weltweit	20 Studien u. Metastudien	Korrelationsanalyse, Regressionsanalyse, Mehrfaktormodelle	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktien, Portfolios, Fonds, Indizes	50 % der untersuchten Studien zeigen Belege für einen positiven Zusammenhang von ESG-Kriterien und der Portfolioperformance, 35 % keinen und 15 % einen negativen. Insgesamt werden keine Belege für einen negativen Einfluss von ESG gesehen.	positiv bzw. neutral	Tlw. zu kurze Datenhistorie, eingeschränkte Vergleichbarkeit durch unterschiedliche Datenquellen, unterschiedliche Analyseobjekte (ESG-Kriterien).	neutral
Morningstar: Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty (2016)	1990-2016	Aktien, Anleihen	Weltweit	Fonds- und Indexdaten (Morningstar Rating, MSCI Indizes) angereichert um externe Studien	Überrendite, Korrelationsanalyse	ESG- und E, S, G	Fokus auf Positive u. Negative Screenings bzw. ESG-Integration	Portfolios, Fonds, Indizes	Nachhaltigkeitsfonds und -indizes zeigen eine vergleichbare Performance zu konventionellen Ansätzen. Unternehmen mit besseren ESG-Scores u. -Ratings können eine Überrendite erzielen. Fokus auf unternehmensindividuelle ESG-Kriterien statt Negativscreenings kann zu besseren risiko-adjustierten Erträgen führen.	positiv	Morningstar Sustainability Rating ermittelt aggregierte Daten zur Nachhaltigkeit von Unternehmen. Ermöglicht keine Identifikation von materiellen ESG-Kriterien. Einfacher Performancevergleich nachhaltiger und konventioneller Indizes, ohne Ursachen genauer zu untersuchen.	positiv bzw. neutral
Gompers, Ishii, Metrick: Corporate Governance and Equity Prices (2003)	1990-1999	Aktien	US-Aktien	Konstruktion eines Governance Indexes auf Basis von 1.500 Einzelunternehmen	Korrelationsanalyse und Mehrfaktor-Modelle (u.a. Carhart 4-Faktor-Modell)	G	Positives Screening	Index	Long-Short-Aktienstrategie auf Basis des Governance-Faktors hat in den 1990er Jahren eine Überrendite von 8,5% p.a. erwirtschaftet. Unternehmen mit besseren Aktionärsrechten haben einen höheren Firmenwert, höhere Gewinne, höheres Umsatzwachstum, geringen Kapitaleinsatz und führten weniger Übernahmen durch.	positiv	Hohe Korrelationen kein Beweis für kausale Zusammenhänge. Ergebnisse beziehen sich auf die 1990er Jahre, ohne die Ergebnisse auf Basis anderer Zeiträume oder Regionen zu überprüfen.	positiv bzw. neutral
University of Oxford, Arabesque Partners: From the Stockholder to the Stakeholder - How Sustainability Can Drive Financial Outperformance (2015)	1970-2014	Aktien	Weltweit	200 individuelle Quellen (Studien, Metaanalysen, Branchenreports, Bücher u. Zeitungsartikel)	Metaanalyse, Korrelationsanalyse	E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Portfolio, Index	Signifikante Korrelation zwischen nachhaltigen Geschäftspraktiken und der ökonomischen Performance. Unternehmen mit robusten Nachhaltigkeitspraktiken zeigen eine bessere operationelle Performance. Umsichtige Nachhaltigkeitspraktiken haben einen positiven Effekt auf die Investorperformance.	positiv	Nur 41 Studien von 200 untersuchen den Zusammenhang zwischen ESG und Finanzmarktperformance, Hohe Korrelationen kein Beweis für kausale Zusammenhänge.	neutral

Quelle: GDV

Studie	Zeitraum Daten	Asset-Klasse(n)	Region	Daten	Methodik	ESG-Dimensionen	ESG-Strategie	Level	Zentrale Aussage	Ergebnis	Wesentliche Kritik	Bewertung GDV
Bauer, Derwall, Otten: The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada (2006)	1994-2003	Aktien	Kanada	Risiko-adjustierte Performance von ESG-Aktiefonds mit Fokus auf Kanada	Carhart 4-Faktor-Modell	ESG und E, S, G	Positive u. Negative Screenings	Fonds	Sämtliche Performanceunterschiede zwischen ESG-Fonds und konventionellen Fonds sind nicht signifikant.	neutral	Veraltete Datenbasis und fehlende Überprüfung für andere Märkte, Regionen bzw. Zeiträume.	neutral
Galema, Plantinga, Scholtens: The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment (2008)	1992-2006	Aktien	USA	Corporate Social Responsibility Scores für div. ESG-Kriterien von KLD Research & Analytics (KLD)	Cross-Sectional Regressionsanalyse, Carhart 4-Faktor-Modell	ESG Faktoren: Community Involvement, Corporate Governance, Diversity, Employee Relations, Product Quality	Positive u. Negative Screenings	Portfolio	Keine risiko-adjustierte ESG-Performance von Aktien, ESG-Kriterien beeinflussen Aktien durch eine Senkung des KBV-Ratios (hohe Nachfrage für kleines ESG-Investmentuniversum) und nicht durch die Generierung von Alpha.	negativ	Fokus auf US-Aktien, Übertragbarkeit auf europäische oder andere regionale Aktienmärkte nicht nachgewiesen. Ergebnisse abhängig von der speziellen KLD Scores - Methodik und vorgegebenen Definitionen.	negativ bzw. neutral
Barclays: Sustainable investing and bond returns (2016)	2009-2016	Anleihen	US Investment Grade Corporate Bonds	MSCI und Sustainalytics Ratings	ESG-Tilt-Strategien für unterschiedliche ESG-Kriterien und Isolation der ESG-Effekte von anderen möglichen Risikoquellen	ESG und E, S, G	ESG-Integration, kein automatischer Ausschluss von Unternehmen	Portfolio	ESG-Kriterien können auch sinnvoll auf Anleihen angewandt werden, ohne negativ auf die Erträge zu wirken. Kleine, aber konstante Überrendite. Positiver Effekt für Governance-Faktor am stärksten. Unternehmen mit dem stärksten G-Faktor, verzeichnen die geringsten Ratingherabstufungen. Kein signifikanter Effekt von ESG-Kriterien auf die Preise von Anleihen.	neutral, positiv	Aufgrund von Unterschieden in der Methodik starke Unterschiede in den ESG-Ratings (MSCI vs. Sustainalytics) zu beobachten: Positive, jedoch geringe Korrelation. Warum trotzdem vergleichbare Ergebnisse erzielt werden, muss genau erforscht werden. Gründe für Überrendite unklar.	positiv bzw. neutral
Oikonomou et. al. : The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings (2014)	1992-2008	Anleihen	US Corporate Bonds	Credit Spreads und Emittentenratings für 3.240 Bondemissionen von 742 Emittenten sowie Corporate Social Responsibility (CSR) - Scores	Regressionsanalyse, 3-Faktor-Modell (Credit Spread, Emittentenrating, spekulative Ratingklasse) auf CSR-Score	E und S	n/a	n/a	Eine gute Corporate Social Responsibility (CSR) - Performance der Unternehmen wird durch enge Spreads honoriert, eine schlechte durch weitere Spreads bestraft. Gute CSR-Performance verringert Risikoprämien und die Fremdkapitalkosten. Die Zusammenhänge sind für langlaufende Anleihen deutlicher als für kurzlaufende.	positiv	Fokus auf Risikoprämien und Kreditqualität (Ratings). Daher eher Risikomanagement- als Ertragsthema (z. B. Wahrscheinlichkeit für Ratingverschlechterungen sowie Identifikation und Vermeidung drohender Ausfälle).	positiv bzw. neutral
Leite & Céu Cortez: The performance of European socially responsible fixed income funds (2016)	2002-2014	SRI-Fonds (Anleihen)	DE, FR, UK	63 SRI Anleihefonds (davon 36 reine Anleihefonds und 27 Mischfonds)	4-Faktor-Performance-Attributionsanalyse (Variablen: Anleihenmarkt, Ausfallspread, Option, Aktienmarkt)	E	Individuelle ESG-Strategien der untersuchten SRI-Fonds	Portfolio	In den meisten Fällen zeigen europäische SRI Anleihefonds keine statistisch signifikanten Ertragsunterschiede im Vergleich zu konventionellen Fonds (franz. Fonds: ähnliche Performance, dt. Fonds: Outperformance, engl. Fonds: Underperformance). Keine signifikanten Unterschiede in unterschiedlichen Marktphasen. SRI-Fonds bieten zusätzlichen Schutz in Marktschwächephasen.	positiv	In Marktschwächephasen haben Portfoliomanager die Möglichkeit, den Cashbestand auszubauen (geringeres Aktienexposure), um die Performance zu verbessern. Mischfonds und damit Aktienperformance kann Ergebnisse verfälschen. Veränderungen der Anlagestrategien im Zeitablauf.	positiv bzw. neutral

Quelle: GDV