

Auswirkungen von ESG-Konzepten und nachhaltigen Investments auf das Rendite-Risiko-Profil von Kapitalanlagen

Executive Summary

Das Thema nachhaltiger Investitionen und in der Folge der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in der institutionellen Kapitalanlage hat in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Versicherer müssen die aufsichtsrechtlichen Anlagegrundsätze Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Qualität auf Ebene des Gesamtportfolios erfüllen. Es ist daher unabdingbar, nachhaltiges Investieren in Einklang mit diesen Grundsätzen zu bringen.¹ Wesentliches Merkmal ist hierfür aus Investorensicht der **risikoadjustierte Anlageerfolg**.

Grundsätzlich zu unterscheiden ist zwischen nachhaltigen Geldanlagen, wie z. B. Investitionen in erneuerbare Energien oder grüne Anleihen **und nachhaltigen Anlagekonzepten, welche ESG²-Kriterien systematisch in die Kapitalanlage sowie in das Risikomanagement einbeziehen**. In der vorliegenden Untersuchung werden diese beiden Aspekte getrennt voneinander betrachtet. Hinsichtlich der Ertragsentwicklung von Finanzanlagen, die unter ESG-Aspekten getätigt werden, wird die **risikoadjustierte Rendite** der Anlagen untersucht. Grüne Anlagen werden anhand der erzielbaren **Rendite grüner Anleihen** im Vergleich zur Rendite konventioneller Anleihen untersucht. Dazu werden öffentliche Studien sowie Metastudien herangezogen, welche sich diesen Themen widmen.

Die Studien zeigen hinsichtlich der Auswirkungen von integrierten ESG-Konzepten auf das Rendite-Risiko-Profil der Investments weiterhin **kein eindeutiges Bild**. Es kann jedoch festgestellt werden, dass durch eine Fokussierung auf materielle Werttreiber **Risiken auf Ebene des Portfolios reduziert** werden können. Die Auswirkungen hängen jedoch stark von der gewählten Strategie ab. In Bezug auf Investments in **grüne Anleihen** deuten die derzeit vorliegenden Studien dagegen überwiegend auf **negative Effekte für die am Primärmarkt erzielbare Rendite** hin. Weitergehende Analysen und Untersuchungen sind jedoch notwendig. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir die **Arbeiten der EU-Kommission zur Verbesserung der ESG-Datenlage und zur Einführung einer allgemeingültigen Taxonomie für grüne Wirtschaftsaktivitäten** ausdrücklich.

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:

Abteilung Kapitalanlagen
E-Mail: kapitalanlagen@gdv.de

www.gdv.de

¹ Die vorliegende Untersuchung ist eine Aktualisierung der Studie „Analyse zur Ertragsentwicklung nachhaltiger Investments“, veröffentlicht am 28. Juni 2018 auf www.gdv.de.

² Environmental (Umwelt), Social (Soziales) und Governance (gute Unternehmensführung)

Die **wichtigsten Ergebnisse** sind:

- **Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Investmentprozess kann sich positiv auf das Rendite-Risiko-Profil der Anlageportfolios auswirken:** Der Großteil der Studien liefert jedoch weiterhin neutrale oder gemischte Ergebnisse.
- **Die Anwendung der richtigen ESG-Strategie und hier besonders die Fokussierung auf die materiellen Werttreiber ist der entscheidende Erfolgsfaktor für die Implementierung:** Der ESG-Faktor „**Governance**“ ist der Werttreiber mit der höchsten finanziellen Relevanz (Materialität).
- Eine **deutliche Einschränkung des Anlageuniversums**, z. B. durch Negativlisten oder Mehrfachscreenings, kann bei zunehmender Portfoliokonzentration oder erhöhtem Tracking Error **zu negativen Ertrags- und Risikoeffekten** führen.
- Bei Emission weisen **Grüne Anleihen für Investoren eine leicht geringere Rendite** auf als Anleihen gleicher Laufzeit und Bonität. Zudem ist die **Liquidität geringer**.
- Die Verwendung von ESG-Kriterien kann einen **positiven Einfluss auf das Risikomanagement bzw. die Reduktion von extremen Verlusten („tail risks“)** haben: ESG-Analysen liefern zusätzliche Informationen zum systematischen Risiko von Unternehmen, die über reine Finanzkennzahlen hinausgehen.
- Durch die Integration von ESG-Kriterien können **physische Risiken** (z. B. Schäden an Gebäuden, Infrastruktur) sowie **Transitionsrisiken** (z. B. Regulierungsänderungen) reduziert werden. Diese Risiken sind nicht-linear und können bei einer nicht angemessenen Berücksichtigung große Belastungen darstellen.

Die dargestellten Erkenntnisse zeigen, dass es aus Sicht eines Versicherers nicht nur aufgrund regulatorischer Anforderungen oder der Erwartungshaltung externer Stakeholder sinnvoll ist, sich mit der Integration von ESG-Konzepten in der Kapitalanlage und im Risikomanagement auseinanderzusetzen. Vielmehr sprechen **auch finanzrationale Gründe** dafür. Dessen ungeachtet bleiben **wesentliche Renditetreiber nachhaltiger Investments weiterhin 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 in den ausgewerteten Studien häufig nicht explizit berücksichtigt. Es fehlen zudem 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 unter Nachhaltigkeitskriterien gemanagter Investments hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Die Global Sustainable Investment Alliance schätzt, dass Ende 2018 mehr als 31 Billionen USD unter Berücksichtigung nachhaltiger Anlagekriterien verwaltet wurden³. Dies entspricht rund einem Drittel aller global verwalteter Assets unter Management (93 Billionen USD). Hiervon entfällt der größte Anteil auf die Verwendung von Ausschlusskriterien (Negativscreening), gefolgt von der ESG-Integration in den Investmentprozess und der aktiven Stimmrechtsausübung (Shareholder Engagement). Rund die Hälfte der nachhaltigen Assets wird in Europa (49 %) verwaltet, 26 % entfallen auf die USA.

Trotz des erheblichen Bedeutungszuwachses steht die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Anlegern z. T. noch unter dem **Vorbehalt, dass die Implementierung von ESG-Analysen mit zusätzlichen Kosten verbunden ist, was 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.⁴

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.

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

³ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review, 2018

⁴ European Sustainable Investment Forum (Eurosif): European SRI Study, 2016

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

Seit einigen Jahren schon 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, ISS-ekom 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 Anwendung⁵. Schließlich liegen mittlerweile längere Zeitreihen vor, sodass ein langfristiger Ertragseffekt empirisch besser messbar geworden ist.

Gemäß der **Markteffizienzhypothese** reflektieren Kurse von Wertpapieren jederzeit sämtliche verfügbaren Marktinformationen. **Hohe risikoadjustierte Erträge, die Anleger mit integrierten ESG-Kriterien durch Fehlbewertungen an den Märkten abschöpfen, sollten demnach auf Dauer verschwinden**, da die übrigen Kapitalmarktteilnehmer die Auswirkungen von ESG-Kriterien auf die Gewinnentwicklung ebenfalls ausnutzen werden.⁶ Gleichgewichtsmodelle für Vermögenswertpreise lassen sogar erwarten, dass Unternehmen mit starken Stakeholder-Beziehungen und hohen ESG-Scores geringere erwartete Renditen aufweisen, wenn verstärkte Investitionen der Anleger die Preise dieser Vermögenswerte in die Höhe treiben.⁷ Dies gilt insbesondere, wenn die erhöhte Nachfrage nicht mit Fundamentaldaten einhergeht, d. h. falls zukünftige Cash-Flows nachhaltiger Unternehmen nicht im gleichen Maße steigen bzw. deren Risiken fallen.

⁵ Erstmals umfassend UNEP Finance Initiative and Mercer: A review of key academic and broker research on ESG factors, 2007

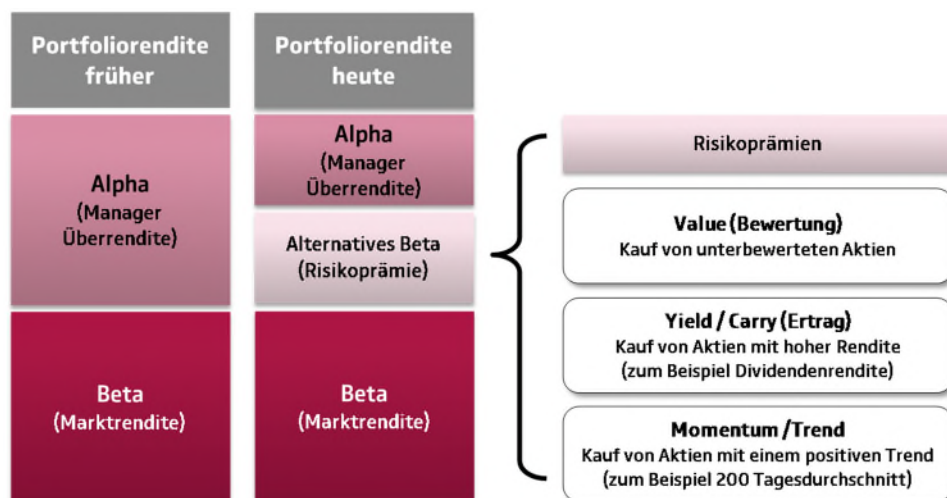
⁶ Borgers, Derwall, Koedijk, ter Horst: Stakeholder Relations and Stock Returns: On Errors in Investors' Expectations and Learning, 2013

⁷ Heinkel, Kraus, Zechner: The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, 2001
u. Hong, Kacperczyk: The Price of Sin, 2009

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)**.

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 die Größe bzw. Marktkapitalisierung der Unternehmen die Kursentwicklung nachhaltig beeinflusst und sich je nach Marktphase sowohl positiv als auch renditemindernd auswirken kann.⁸

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**.⁹ 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

⁸ Fama, French: Common risk factors in the returns on stocks and bonds, 1992

⁹ AllianceBernstein: Jenseits von Beta – Die Rolle Alternativer Investments im neuen Licht, 2017

gehören insbesondere solche Strategien, die das Rendite-Risiko-Profil 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. Dagegen gibt es Evidenzen für ESG-induzierte Volatilitäten von Aktienrenditen europäischer Unternehmen. Eine fehlende Risikoprämie könnte hierbei auf einen fehlenden Gleichgewichtszustand der Aktienmärkte bzgl. der Rolle von ESG für erwartete Aktienrenditen zurückzuführen sein.¹⁰

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. In der Literatur haben sich **vier Methoden zur Analyse der Ertragsentwicklung nachhaltiger Kapitalanlagen** etabliert:

- (1) Vergleich der risikoadjustierten Renditeentwicklung von Nachhaltigkeitsindizes mit klassischen Marktindizes.
- (2) Vergleich von Investmentfonds, welche Nachhaltigkeitskonzepte anwenden, mit traditionellen Investmentfonds ohne Nachhaltigkeitskonzept.
- (3) Analyse hypothetischer Portfolios, welche anhand von ESG-Kriterien zusammengestellt werden.
- (4) Beurteilung einzelner Unternehmen hinsichtlich des Zusammenhangs von finanzieller Performance (Marktwert bzw. Bilanzkennzahlen) und ESG-Kriterien.

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

¹⁰ Hübel, B., & Scholz, H. (2020). Integrating sustainability risks in asset management: The role of ESG exposures and ESG ratings. *Journal of Asset Management*, 21, 52–69.

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 relativ selten bzw. nicht ausreichend Gegenstand von Studien. Die bisher vorliegenden Metastudien deuten darauf hin, dass sich **nachhaltiges Investieren positiv auf den Ertrag auswirken kann, oftmals jedoch gar keinen Einfluss auf den Ertrag hat.**

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. In den letzten Jahren ist jedoch auch der Anleihemarkt verstärkt in den Fokus gerückt.

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.

Eine **Metaanalyse zweiter Ordnung der Universität Hamburg**¹¹ 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. Hierzu wurde 2018 eine aktualisierte Version veröffentlicht.¹² 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.

¹¹ Friede, Busch, Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 2015

¹² Friede, Busch: The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis, 2018

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 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.¹³¹⁴

In jüngster Zeit wurden angesichts des stark gewachsenen Emissionsvolumens vermehrt **Studien zur erzielbaren Rendite grüner Anleihen** veröffentlicht. Angesichts der großen Bestände festverzinslicher Anlagen an den Kapitalanlagen der Versicherer und einer erwarteten steigenden Nachfrage nach grünen Produkten sind grüne Anleihen grundsätzlich eine interessante Investmentalternative für die Assekuranz. Die bisher veröffentlichten Studien zeigen jedoch **heterogene Ergebnisse in Bezug auf die erzielbaren Renditen**. Der Großteil der Studien identifiziert eine geringfügig geringere Rendite von grünen Anleihen gegenüber konventionellen Anleihen des gleichen Emittenten¹⁵ bzw. zeigt, dass Investoren Nachhaltigkeit grundsätzlich einen Wert beimessen¹⁶. In der bisher umfangreichsten Studie zur erzielbaren Rendite grüner Anleihen zeigen Kapraun und Scheins (2019)¹⁷, dass **grüne Anleihen am Primärmarkt durchschnittlich eine geringere**

¹³ Giese, Lee; Melas, Nagy: Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance, 2017

¹⁴ Nagy, Kassam, Lee: Can ESG add Alpha? An Analysis of ESG Tilt and Momentum Strategies, 2015

¹⁵ z. B: Zerbib: The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds, 2019 & Barclays: The Cost of Being Green, 2015

¹⁶ z. B: Hartzmark, Sussman: Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows, 2019

¹⁷ Kapraun, Scheins: (In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?, 2019

Rendite aufweisen, als klassische Anleihen des selben Emittenten, insbesondere bei verlässlichen Emittenten wie Staaten und supranationalen Organisationen wie der Weltbank. Versicherer sind typische Investoren am Primärmarkt und halten Anleihen häufig bis zur Fälligkeit. Sie würden somit eine geringere Rendite im Vergleich zu einer konventionellen Anleihe des gleichen Emittenten erzielen bei gleichem Emittentenrisiko. Am Sekundärmarkt hingegen schwindet die negative Renditeprämie und grüne Anleihen können hier sogar tlw. eine höhere Rendite aufweisen. Hintergrund ist die geringere Liquidität grüner Anleihen, sodass diese in der Regel eine zusätzliche Liquiditätsprämie aufweisen.

Da ein **Großteil der vorhandenen Studien zur Ertragsentwicklung von Finanzanlagen, die unter ESG-Aspekten getätigt werden, 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 abschließende Zusammenfassung des aktuellen Forschungsstandes im Sinne einer Metaanalyse dar. Ziel ist es, tiefere 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 sowie geringere physische Risiken** aufweisen.¹⁸ Folglich sollten diese Unternehmen von **günstigeren Refinanzierungskosten** profitieren¹⁹. Dieser Zusammenhang kann bei der Selektion berücksichtigt werden.
- **Negative und positive Screenings dürfen das Investmentuniversum nicht zu stark einschränken oder zu hoch konzentrierten Portfolios führen:** Die Ergebnisse der untersuchten Studien²⁰²¹²²²³

¹⁸ Anbinder, Glöggler, Schmidt (Metzler): Nachhaltig investieren verbessert die Portfolioqualität, 2016

¹⁹ Friede, Busch, Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 2015

²⁰ Schroders: Demystifying negative screens: The full implications of ESG exclusions, 2018

²¹ Trinks, Scholtens: The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing, 2015

²² Morningstar: Investors turning away from negative ESG screening, 2017

²³ Wallis, Klein: Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, 2014

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 abschneiden²⁴:** 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 kombiniert²⁵ und wertvolle Zusatzinformationen für das Risikomanagement gewonnen werden können²⁶.
- **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.

IV. Fazit

Die **Berücksichtigung nachhaltiger Investmentstrategien steht mit Blick auf das Rendite-Risiko-Profil von Portfolios grundsätzlich im Einklang mit den treuhänderischen Pflichten der Versicherer**. ESG-Kriterien können zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles beitragen. Je weniger Ausschluss- und Positivkriterien mit wesentlichen Einschränkungen

²⁴ MSCI: Optimizing ESG Risk Factors in Portfolio Construction, 2013

²⁵ Bender, Sun, Wang: Thematic Indexing, Meet Smart Beta! Merging ESG into Factor Portfolios, 2017

²⁶ Ossiam Asset Management, Sustainable and Smart Beta, Deloitte Performance Magazine Issue 21, 2016

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 abhängig von der unternehmensspezifischen Situation** und mit **nicht unerheblichem Aufwand und Kosten verbunden.** Die richtige ESG-Strategie kann daher nur individuell für jedes einzelne Versicherungsunternehmen bestimmt werden.

Für eine abschließende allgemeingültige Bewertung der Ertragsentwicklung von unter ESG-Kriterien gemanagten Investmentportfolios **fehlt noch immer eine quantitativ und qualitativ ausreichende Datenbasis.** Aus Sicht der Versicherungswirtschaft sind daher die **Bemühungen der EU-Kommission uneingeschränkt zu begrüßen, die ESG-Datenbasis zu verbessern und allgemeingültige Nachhaltigkeitsdefinitionen über eine Taxonomie einzuführen.**

Dagegen zeigen die bisherigen Studien, dass **Investitionen in grüne Anleihen am Primärmarkt mit Renditeeinbußen für die Investoren** einhergehen können. Wenngleich diese Renditenachteile am Primärmarkt bisher sehr gering ausfallen, könnte dieser Nachteil jedoch durch eine stark steigende Nachfrage von institutionellen Investoren nach solchen Anlagen infolge der fortschreitenden Regulierung und eines Booms bei nachhaltigen Produkten weiter zunehmen. Vor diesem Hintergrund ist es **im Sinne von Kunden und Unternehmen gleichermaßen wichtig**, dass das **Angebot an nachhaltigen Investments und speziell grüner Anleihen möglichst bald deutlich ausgeweitet** wird.

Berlin, den 13.04.2021

Literaturverzeichnis

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

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

Barclays: Sustainable investing and bond returns, 2016

Barclays: The Cost of Being Green, 2015

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

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

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

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

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review, 2018

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

Friede, Busch: The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis, 2018

Galema, Plantinga, Scholtens: The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment, 2008

Giese, Lee; Melas, Nagy: Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance, 2017

Gompers, Ishii, Metrick: Corporate Governance and Equity Prices, 2003

Hartzmark, Sussman: Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows, 2019

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

Hoepner, Nilsson: Expertise among SRI fixed income funds and their management companies, 2017

Höck, Klein, Landau, Zwergel: The effect of environmental sustainability on credit risk, 2020

Hübel, B., & Scholz, H. Integrating sustainability risks in asset management: The role of ESG exposures and ESG ratings. Journal of Asset Management, 21, 52–69; 2020

IMF: Global Financial Stability Report, Kapitel 6 Sustainable Finance, 2019

Kapraun, Scheins: (In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?, 2019

Leite & Céu Cortez: The performance of European socially responsible fixed income funds, 2016

Miroshnychenko, Barontini, Testa: Green practices and financial performance: A global outlook, 2017

Morningstar: Investors turning away from negative ESG screening, 2017

MSCI: Optimizing ESG Risk Factors in Portfolio Construction, 2013

Nagy, Kassam, Lee: Can ESG add Alpha? An Analysis of ESG Tilt and Momentum Strategies, 2015

Oikonomou et. al.: The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings, 2014

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

Revelli, Viviani: Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis, 2015

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

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

University of Oxford, Arabesque Partners: From the Stockholder to the Stakeholder - How Sustainability Can Drive Financial Outperformance, 2015

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

Wallis, Klein: Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, 2014

Zerbib: The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds, 2019

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
UNEP Finance Initiative and Mercer: Demystifying Responsible Investment Performance - A review of key academic and broker research on ESG factors (2007)	1963-2007	Aktien	Weltweit	20 Studien u. Metastudien	Korrelationsanalyse, Regressionsanalyse, Mehrfaktormodelle	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktie, 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
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 Mehr-Faktor-Modelle (u.a. Carhat 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
Galema, Plantinga, Scholtens: The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment (2008)	1992-2006	Aktien	US-Aktien	Corporate Social Responsibility Scores für div. ESG-Kriterien von KLD Research & Analytics (KLD)	Cross-Sectional Regressionsanalyse, Carhat 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 individuellen KLD Scores - Methodik und dessen Definitionen.	negativ bzw. neutral
IMF: Global Financial Stability Report, Kapitel 6 Sustainable Finance (2019)	2010-2019	Aktien	USA	S&P 500 Index sowie S&P 500 Index exkl. Sektoren mit hohen CO2-Emissionen	Regressionsanalyse, Volatilitätsanalyse	E	Screening	Index	Volatilität des Index exkl. CO2-intensiver Sektoren ist tendenziell höher, es lässt sich jedoch kein eindeutiger Effekt auf das Risiko-Rendite-Profil feststellen.	negativ bzw. neutral	Fokussierung der Studie liegt auf Emissionsintensität, andere Nachhaltigkeitsaspekte sind nicht berücksichtigt.	neutral

Studie	Zeitraum Daten	Asset-klasse(n)	Region	Daten	Methodik	ESG-Dimensionen	ESG-Strategie	Level	Zentrale Aussage	Ergebnis	Wesentliche Kritik	Bewertung GDV
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	positiv bzw. neutral	Aufgrund von Unterschieden in der Methodik starke Unterschiede in den ESG-Ratings (MSCI vs. Sustainalytics) zu beobachten: Positive, jedoch geringe Korrelation. Warum trotzdem vergleichbare Ergebnis erzielt werden, muss genau erforscht werden. Gründe für Überrendite unklar.	positiv bzw. neutral
MSCI: Deconstructing ESG Ratings Performance (2020)	2006-2019	Aktien	Weltweit	MSCI World Index	Regressionsanalyse	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration	Unternehmen, Aktien	Unternehmen mit guten ESG Scores weisen bessere Cash Flows, geringere unternehmensspezifische Risiken sowie eine höhere Unternehmensbewertung auf. Über einen längeren Zeitraum kann dies auch in einer verbesserten Aktienperformance resultieren, wenn sich ESG-Risiken materialisieren.	positiv	Autor ist selbst Anbieter von ESG-Informationen weshalb dieser nicht unabhängig ist	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 Bond-emissionen 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
Höck, Klein, Landau, Zwerger: The effect of environmental sustainability on credit risk (2020)	2006-2017	Credit Default Swaps (CDS)	Europa	149 Unternehmen	Regressionsanalyse	E	Screenings, ESG-Integration	Unternehmen	Umweltfreundliche Unternehmen haben niedrigere CDS-Spreads. Kreditrisiko und somit Refinanzierungskosten fallen aufgrund geringerer regulatorischer, finanzieller, Event- und Reputationsrisiken geringer aus. Jedoch zeigt sich dieser Effekt nur bei Unternehmen mit guter Bonität.	positiv	Betrachtung lediglich einer kleinen Stichprobe (149 Unternehmen) sowie ausschließlich von Umweltaspekten.	positiv bzw. neutral

Studie	Zeitraum Daten	Assetklasse(n)	Region	Daten	Methodik	ESG-Dimensionen	ESG-Strategie	Level	Zentrale Aussage	Ergebnis	Wesentliche Kritik	Bewertung GDV
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 bzw. neutral	In Marktschwächephasen haben Portfoliomanager die Möglichkeit, den Cashanteil auszubauen, um die Performance zu verbessern. Mischfonds und deren Aktienperformance kann Ergebnisse verfälschen. Veränderungen der Anlagestrategien im Zeitablauf.	positiv bzw. neutral
Hoepner, Nilsson: Expertise among SRI fixed income funds and their management companies (2017)	2000-2013	SRI-Fonds (Anleihen)	Weltweit	108 SRI Anleihefonds	Überrendite, Multi-Index-Model	ESG	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Fonds	SRI Anleihefonds können höhere durchschn. Rendite, geringeres Risiko und höhere risikoadjustierte Rendite als traditionelle Anleihefonds erzielen.	positiv	Autoren weisen darauf hin, dass gemischte Anleihefonds besser abschneiden als reine Staatsanleihe-/Unternehmensanleihefonds. Das deutet darauf hin, dass aktive Veränderungen der Anlagestrategie die Ergebnisse verzerren könnten.	positiv bzw. neutral
Zerbib: The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds (2019)	2013-2017	Anleihen (Green Bonds)	Weltweit	1.065 Green Bonds	Matching Methode, Regressionsanalyse	E	n/a	Anleihen	Green Bonds weisen eine negative Prämie i.H.v. 2 BP zu konventionellen Anleihen auf. Investoren scheinen bereit, eine minimal negative Prämie für umweltfreundliche Investments zu akzeptieren.	negativ bzw. neutral	Der Einfluss von Umweltpräferenz hat lediglich einen kleinen Effekt auf den Preis von Anleihen.	neutral
Kapraun, Scheins: (In)-Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium? (2019)	2009-2018	Anleihen (Green Bonds)	Weltweit	1.520 Green Bonds, 202.394 konventionelle Anleihen am Primärmarkt; 4.609 Paare von Green Bonds u. konventionellen Anleihen am Sekundärmarkt	Fixed Effects Regressionsanalyse	E	n/a	Anleihen	Renditen von Green Bond Emissionen am Primärmarkt liegen unter denen konventioneller Anleihen des gleichen Emittenten. Am Sekundärmarkt besteht keine negative Renditeprämie angesichts niedriger Liquidität und einer damit verbundenen Liquiditätsprämie.	negativ bzw. neutral	Standards wie die „Green Bond Principles“ (ICMA) sind nicht bindend, dadurch ist eine objektive Einstufung erschwert, was "grün" ist. Somit umfasst die Studie zu einem merklichen Teil chinesische Green Bonds, welche kritisch gesehen werden können. Versicherer sind typische Primärmarktinvestoren und halten Anleihen i.d.R. bis zur Fälligkeit, somit fällt die dort vorliegende negative Prämie vollständig an. Die höhere Rendite am Sekundärmarkt ist, wie die Autoren zeigen, hingegen auf eine geringere Liquidität zurückzuführen.	negativ bzw. neutral

Studie	Zeitraum Daten	Asset-Klasse(n)	Region	Daten	Methodik	ESG-Dimensionen	ESG-Strategie	Level	Zentrale Aussage	Ergebnis	Wesentliche Kritik	Bewertung GDV
Barclays: The Cost of Being Green (2015)	2014-2015	Anleihen (Green Bonds)	Weltweit	Global Credit Index exkl. Besicherte Anleihen und Non Investment Grade Anleihen	Cross-Sectional Regressionsanalyse	E	n/a	Anleihen	Grüne Anleihen weisen im Untersuchungszeitraum von Januar 2014 bis August 2015 durchschnittlich 17 BP geringeren Spread auf, als konventionelle Anleihen.	negativ	Die gezeigte geringere Rendite von grünen Anleihen gegenüber konventionellen Anleihen bezieht sich aufgrund der geringeren Datenverfügbarkeit lediglich auf einen sehr kurzen Zeitraum. Dadurch ist die Aussagekraft eingeschränkt.	negativ bzw. neutral
Wallis, Klein: Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing (2014)	1986-2012	Aktien, Anleihen	Weltweit	35 Studien zur Performanceanalyse von Portfolios, 18 Studien zur Corporate Financial Performance (CFP)	Metaanalyse	ESG	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktie, Portfolios, Fonds, Indizes	Performanceanalyse: 42,9% der Studien zeigen neutrale Ergebnisse, 40% positive, 17,1% negative CFP-Analyse: 72,2% der Studien zeigen positive Ergebnisse, 16,7% negative und 11,1% neutrale oder uneinheitliche Ergebnisse.	positiv bzw. neutral	Unklare Kausalität; Es wird nicht geklärt, ob bessere CFP Resultat eines nachhaltigeren Verhaltens ist oder ob Unternehmen mit höherer CFP größere Kapazitäten haben, um Investitionen in Nachhaltigkeit zu finanzieren.	positiv bzw. neutral
Revelli, Viviani: Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis (2015)	1972-2012	Aktien, Anleihen	Weltweit	85 Studien u. Metastudien	Metaanalyse	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktie, Portfolios, Fonds, Indizes	Empirische Untersuchungen ergeben heterogene Ergebnisse. Basierend auf der Effektstärke: 26% negativ, 53% neutral, 21% positiv. Insgesamt kann kein signifikanter Zusammenhang zwischen SRI und Performance festgestellt werden.	neutral	Heterogene Ergebnisse sind durch unterschiedliche SRI Dimensionen der zugrunde liegenden Studien bedingt.	neutral
Miroshnychenko, Barontini, Testa: Green practices and financial performance: A global outlook (2017)	2002-2014	Aktien, Anleihen	Weltweit	3.490 Unternehmen, Thomson Reuters (ASSET4 Datenset)	Cross-Sectional Regressionsanalyse	E	n/a	Unternehmen	Corporate Environmental Performance (CEP) wirkt sich positiv auf Tobin's q u. ROE als Proxy für CFP aus.	positiv	Betrachtung lediglich einer geringen, selektiven Auswahl an Umweltaspekten (Emissionsreduktion, Ressourcenreduktion, Produktinnovation). Ausschließlich Betrachtung von Umweltaspekten auf CFP.	positiv bzw. neutral
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, Aktie, 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 ein kleiner Teil der Studien befasst sich mit der Investorperformance. Hier fallen die Ergebnisse deutlich schlechter aus.	neutral
Friede, Busch: The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis (2018)	1970-2015	Aktien, Anleihen, Immobilien	Weltweit	25 Metastudien (umfasst 1.214 individuelle Studien)	Metaanalyse	ESG und E, S, G	Screenings, ESG-Integration, Engagement, Themeninvestments	Unternehmen, Aktie, Portfolios, Fonds, Indizes	In 95% der untersuchten Fälle kann ein positiver Zusammenhang zwischen ESG und der Corporate Financial Performance festgestellt werden.	positiv	Nur ein kleiner Teil der Studien befasst sich mit der Investorperformance. Hier fallen die Ergebnisse deutlich schlechter aus.	neutral

Quelle: GDV