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

Einführung

Studie zur Analyse der Performanceunterschiede zwischen nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen

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

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

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

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).

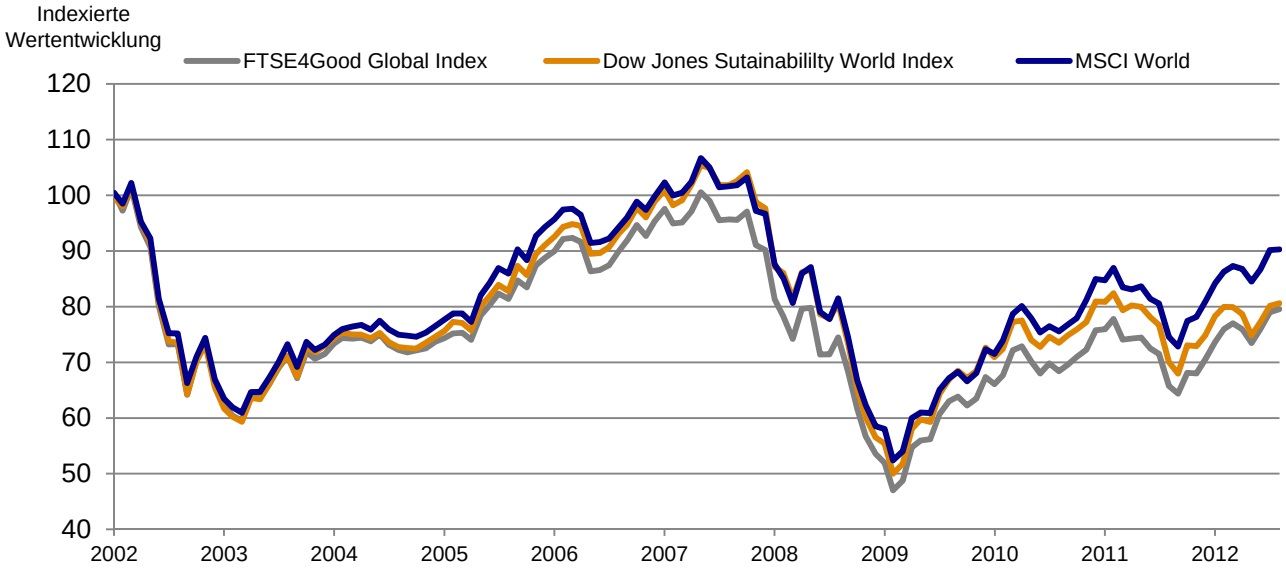


Abb. 1.: Performancevergleich globaler Indizes

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

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 Vergleichs 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.

Nachhaltige Anlagen umfassen weit mehr als nur Indizes

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.

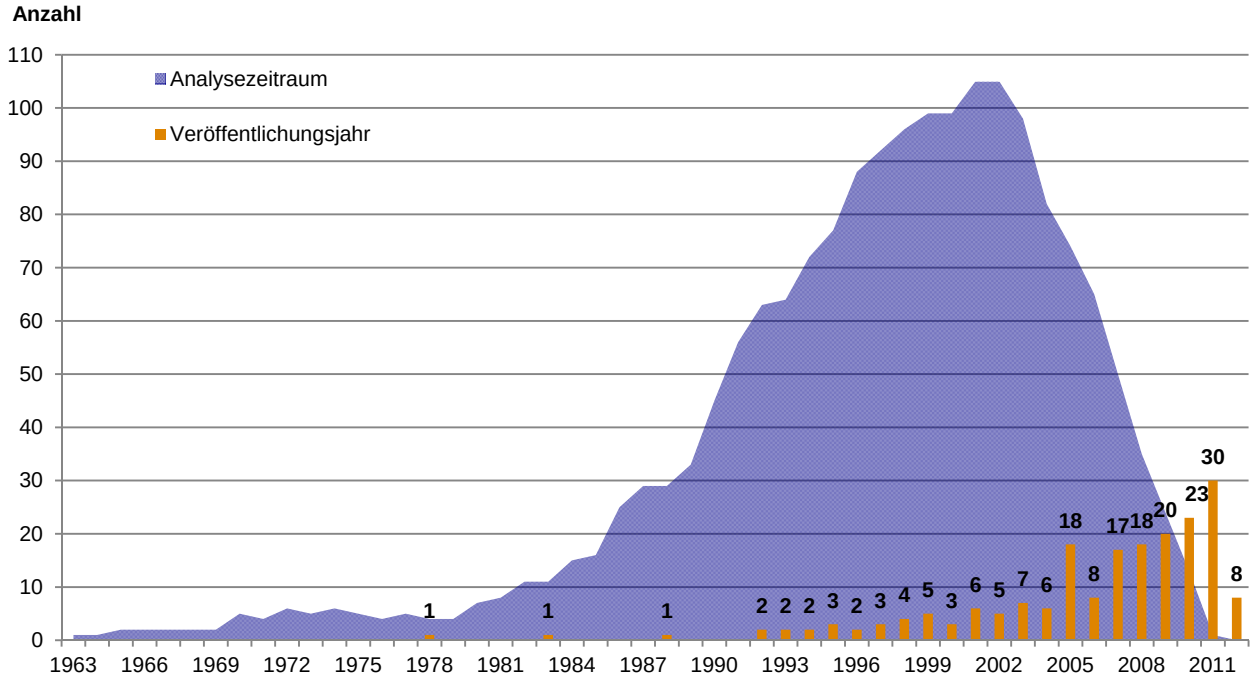


Abb. 2.: Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen

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

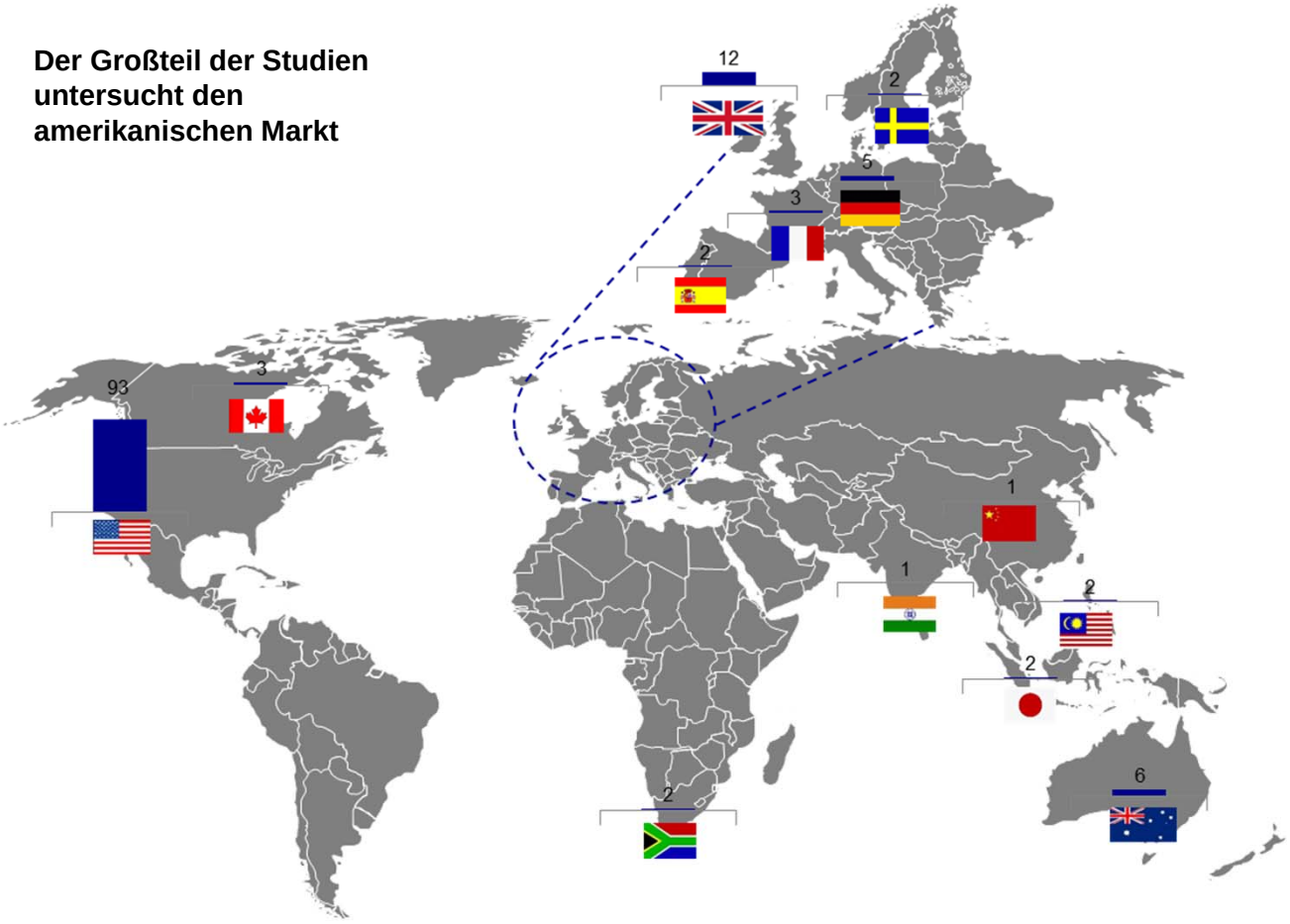


Abb. 3.: Regionale Untersuchungsschwerpunkte der Studien; Ohne Meta-Studien; Zudem je eine Studie aus Libyen, der Schweiz, den Niederlanden und Belgien; teilweise Mehrfachzählunge,n da einzelne Studien mehrere Länder abdecken. Studien, welche im Untersuchungsfokus mehr als zwei Kontinente berücksichtigen,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

Gesamtergebnisse

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

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**	

Positives Ergebnis — Negatives Ergebnis; Durchschnitt

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 beispielswiese 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, zurückführen. 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 Performance-unterschiede 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.

Ergebnis Fonds

Nachhaltige Fonds weisen keine schlechtere Perfor-mance als Traditionelle auf

Auch speziell im Bereich der Investmentfonds deuten die durchgeführten Vergleiche von nachhaltigen und konven-tionellen 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	
∑*	**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

Grundsätzlich existieren vier Typen von Management Ansätzen von nachhaltigen Fonds

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.

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

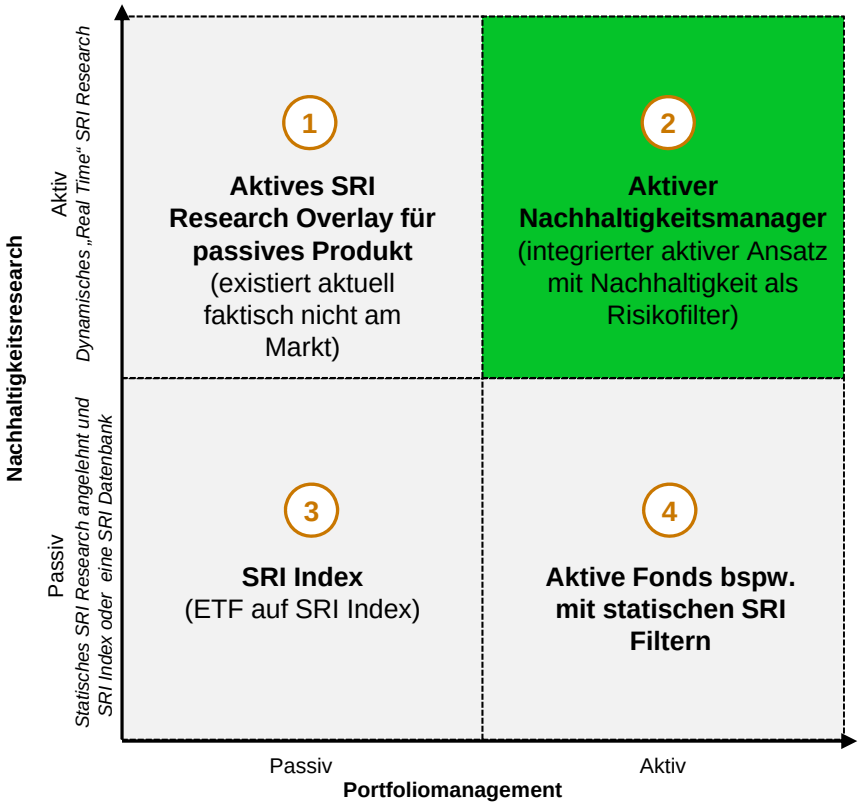


Abb. 6: Matrix der aktiven und passiven Managementmöglichkeiten im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen mit Produktbeispielen

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 Nachhaltigkeitsresarch 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 Nachhaltigkeits-manager haben die Möglichkeit Nachhaltigkeit als Risikofilter zu nutzen

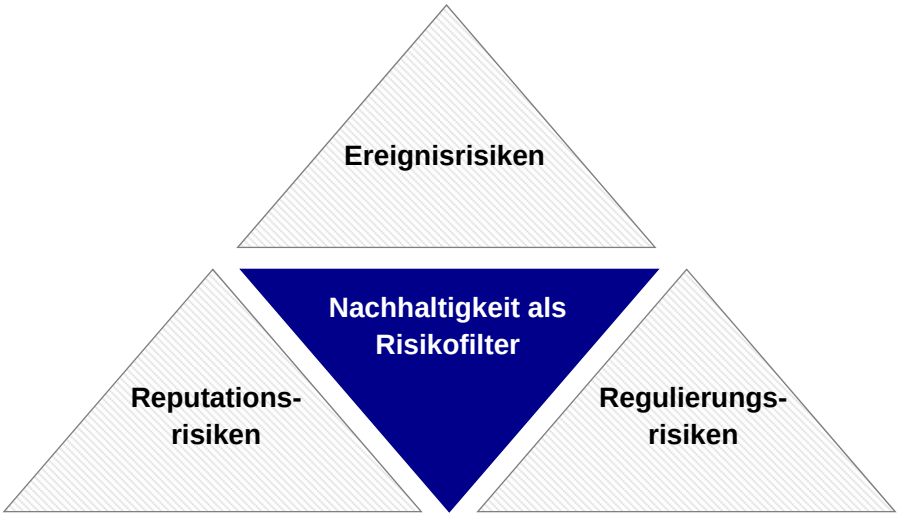


Abb. 7: Risikotypen, welche von einem aktiven Nachhaltigkeitsmanager als Risikofilter berücksichtigt werden können

Aktives Management ermöglicht schnelle Reaktionen auf Ereignisse

So haben aktive Nachaltigkeitsmanager 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 tendentiell 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.

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

Ziele und Methodik:

- 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. Neben der in diesem Bereich bisher umfangreichsten Meta-Studie wurden Erfolgspotentiale von verschiedenen SRI Management Ansätzen analysiert.
- Zur Analyse dient eine Meta-Studie, dadurch soll aufgrund des bereits vielfach analysierten Untersuchungsgegenstandes sowohl eine große Analysetiefe und -breite als auch eine hohe Objektivität sichergestellt werden.
- Die in der Studie dargestellten Prognosen und Berechnungen basieren auf den derzeitigen Marktbedingungen und -gegebenheiten. Bei nicht vorhersehbaren Veränderungen der Rahmenbedingungen und/ oder Entwicklungen an den Kapitalmärkten müssen die Prognosen neu berechnet werden

Vorgehen:

- Für die Untersuchung wurde eine Meta-Studie durchgeführt, diese umfasste die Analyse von 195 themenrelevanten Studien
- Weiterhin stützt sich die Studie auf eigene Berechnungen

Autoren:

- **Prof. Dr. Jens Kleine** ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzdienstleistungen an der Steinbeis-Hochschule Berlin
- **Matthias Krautbauer, Alessandro Munisso, Andreas Bonifacic** und **Tim Weller** sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Research Center for Financial Services der Steinbeis-Hochschule Berlin

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Inhalt

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Zur Erstellung der Meta-Studie wurden nur Untersuchungen herangezogen, die wissenschaftlichen Ansprüchen genügen

Vorgehen bei der Untersuchung

- Allgemein wurden für die Meta-Studie nur Untersuchungen berücksichtigt, welche in ihrer methodischen Herangehensweise und insbesondere den genutzten Analysemodellen einem wissenschaftlichen Anspruch genügen
- Durch die Breite des Themas wurden Studien mit unterschiedlichen Schwerpunkten und auch unterschiedlichen methodischen Vorgehensweisen berücksichtigt
- Zur Verbesserung der Übersichtlichkeit wurden die Untersuchungen in die Bereiche Meta-Studien, Aktien, Anleihen und Kredite, Fonds, Indizes, mehrere Assetklassen und Sonstige unterteilt
- Bei der Zusammenfassung der Studienergebnisse wurden alle Studien, unabhängig von Art und Umfang, gleich gewichtet
- Studien, die nicht für das oben beschriebene Raster geeignet sind bzw. keinen Bezug zur Fragestellung der Auswirkungen einer Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten haben, wurden nicht berücksichtigt

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Im Rahmen der Analyse wurden 195 Studien untersucht, die Mehrheit der Untersuchungen wies nachhaltigen Geldanlagen kein eindeutig besseres oder schlechteres Rendite-Risikoprofil zu

Überblick über die analysierten Studien

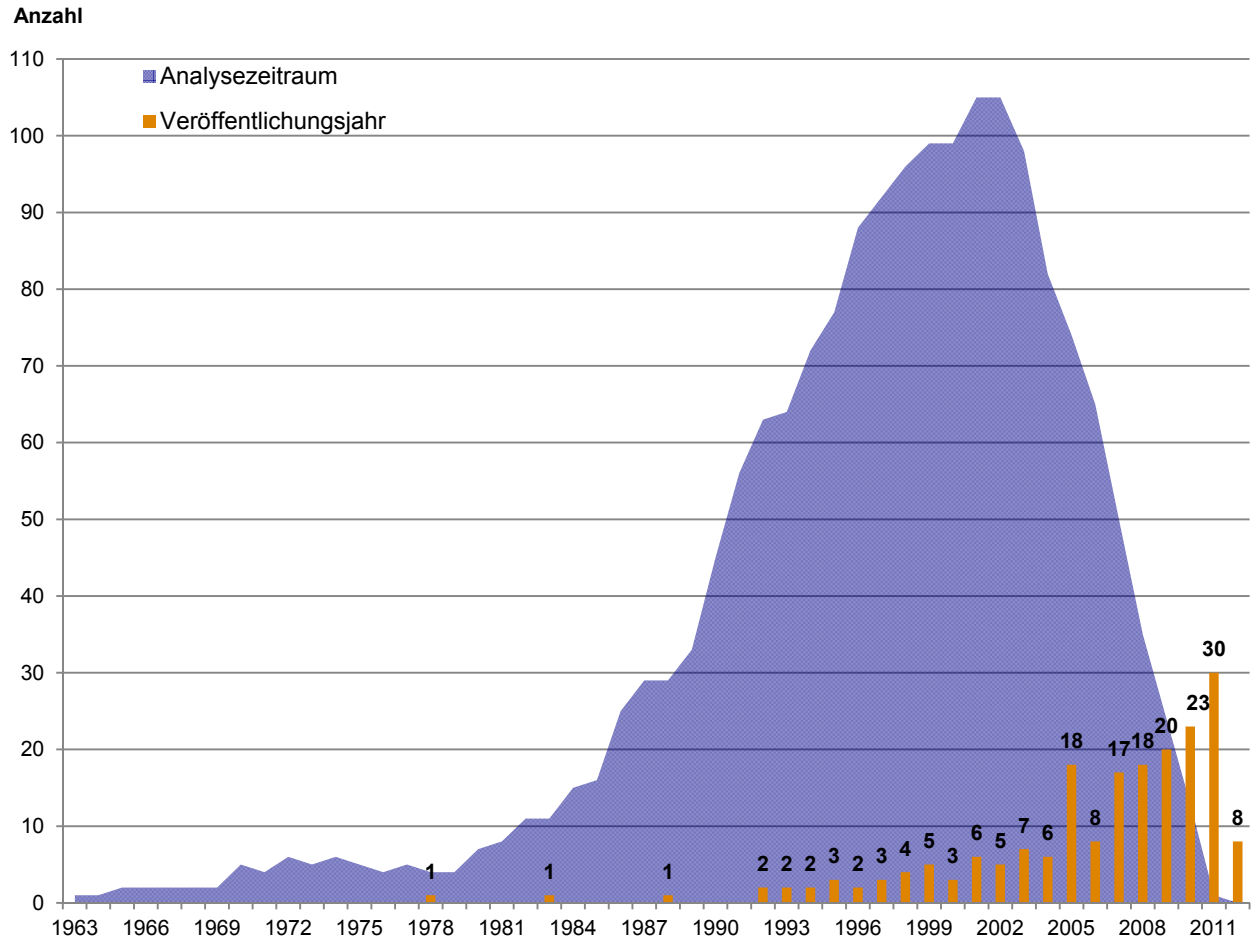
	Analyse-dimension der Studien	Anzahl der untersuchten Studien	Studienergebnisse zum Einfluss der Nachhaltigkeitsorientierung auf das Anlageergebnis				
			Positiv	Neutral	Negativ	Mixed*	Gesamtergebnis
Untersuchungen mit direkten Vergleichen der Wertentwicklung nachhaltiger und traditioneller Geldanlagen	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	
	∑ (Performanceanalyse im engeren Sinne)	**178**	**48**	**61**	**13**	**56**	
	Sonstige**	17	13	1	1	2	
	∑ (Gesamt)	**195**	**61**	**62**	**14**	**58**	

Positives Ergebnis + — Durchschnitt — Negatives Ergebnis -

*) 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, im Vergleich zu traditionellen Kapitalanlagen, identifizieren. Zudem ist eine Untersuchung, im Rahmen derer rein methodische Überlegungen angestellt wurden, als neutral eingestuft

Die deutliche Mehrheit der Studien wurde nach dem Jahr 2000 veröffentlicht, speziell in den letzten Jahren ist eine erhebliche Ausweitung der Studienanzahl zu beobachten

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen



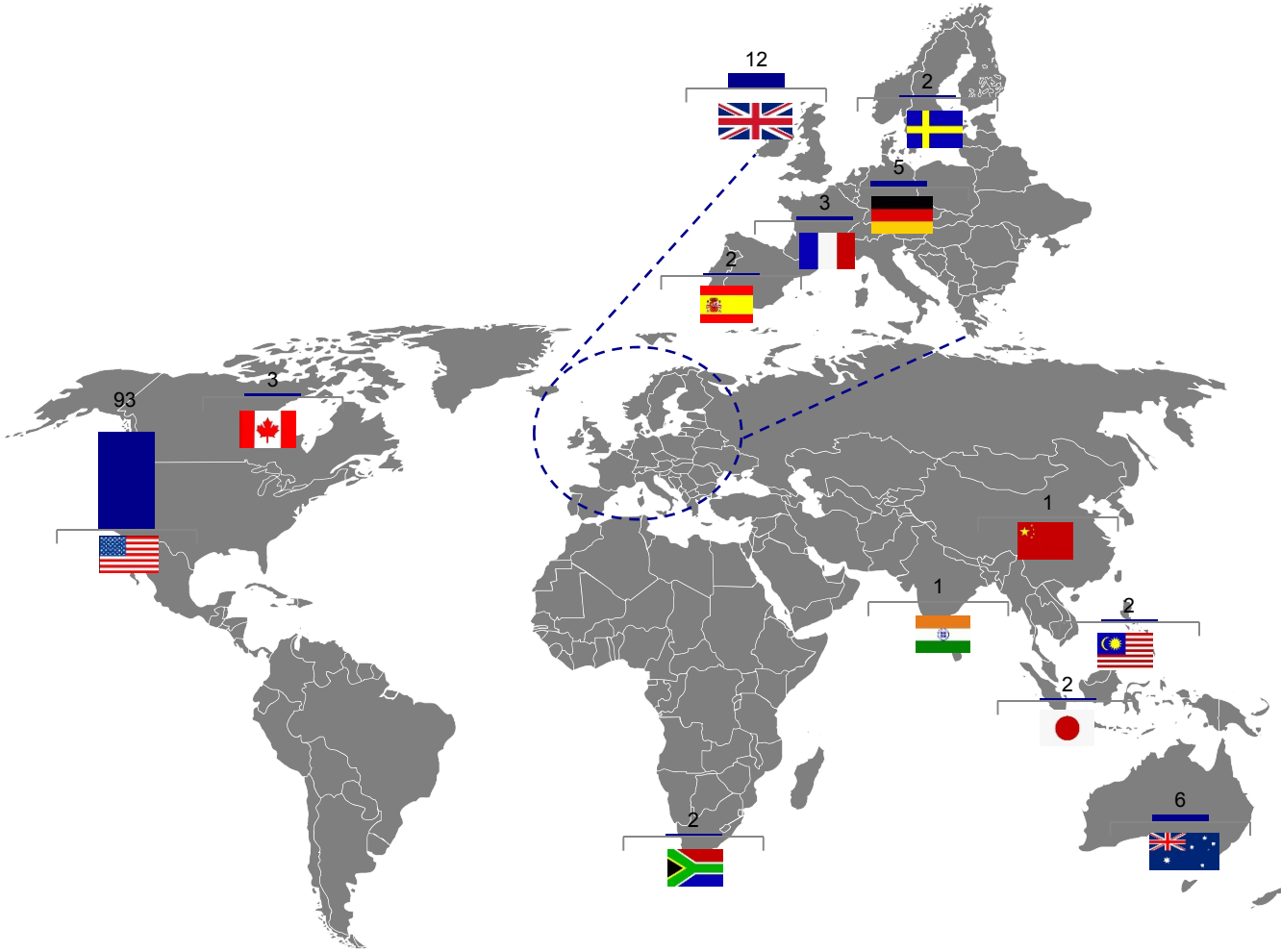
Ableitung

- Die Anzahl der Veröffentlichungen zur Analyse der Unterschiede von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen hat seit der Jahrtausendwende signifikant zugenommen, speziell in den letzten Jahren wurden zahlreiche Studien veröffentlicht
- Die Analysezeiträume der Studien liegen aufgrund der retrospektiven Betrachtungsweise der Untersuchungen zumeist einige Jahre zurück

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Der Großteil der Studien untersucht den US-amerikanischen Markt, Einzelländer in Europa wurden dagegen erst vergleichsweise selten analysiert

Regionale Untersuchungsschwerpunkte der Studien



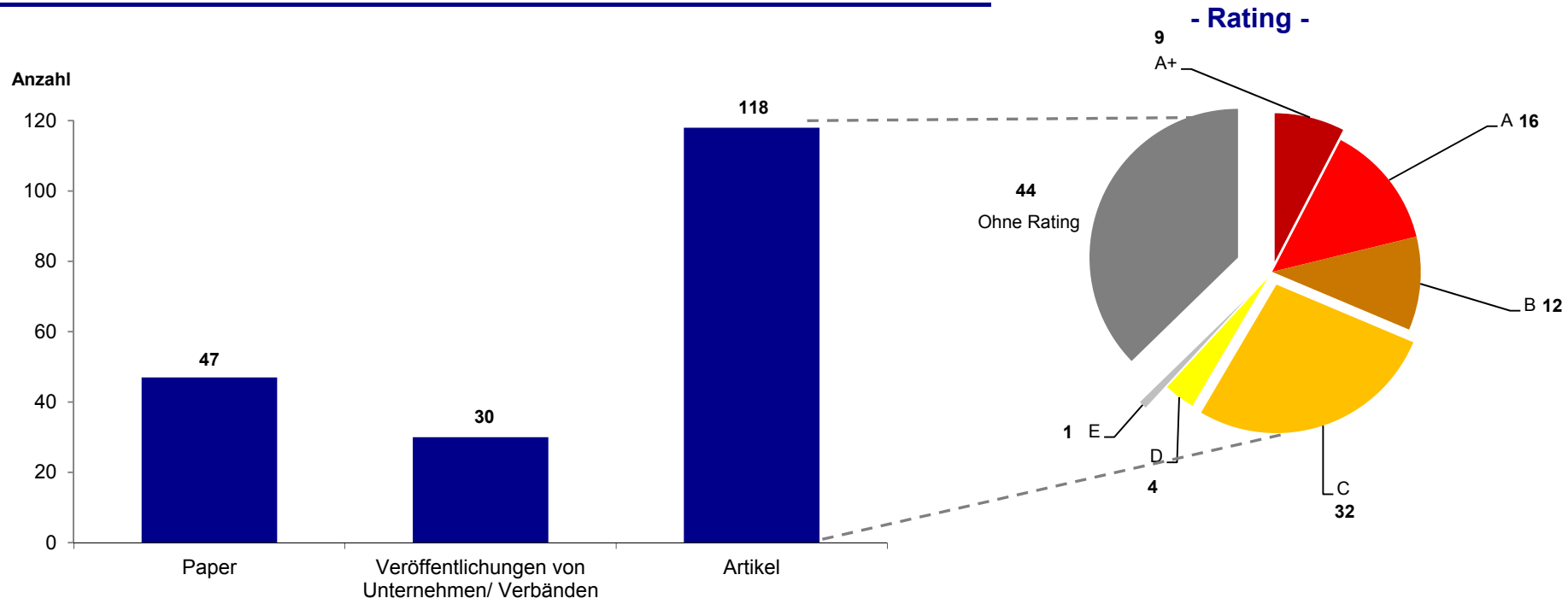
Ableitung

- Neben den Studien, welche Einzelländer untersuchen, existieren
  - **34** Studien mit einem weltweiten Untersuchungsrahmen*
  - **11** Analysen für den europäischen Kontinent
  - **1** Untersuchung des asiatischen Raums
- Insgesamt hatte die deutliche Mehrheit der bisherigen Untersuchungen den Schwerpunkt auf den nordamerikanischen Markt gelegt
- Europäische Einzelländer sowie der asiatische Raum wurden bisher nur selten untersucht

Ohne Meta-Studien; Zudem je eine Studie aus Libyen, der Schweiz, den Niederlanden und Belgien; teilweise Mehrfachzählungen, 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, 9 Artikel erschienen in A+ gerateten Magazinen

Veröffentlichungsmedium und ggf. Rating* des Journals



- Mehr als die Hälfte der Artikel erschien in Zeitschriften, die Übrigen wurden im Rahmen von Papers oder Unternehmens- und Verbandsveröffentlichungen auf den Markt gebracht
- Nur 25 Artikel erschienen in Zeitschriften mit einem „A+“ oder „A-Rating“, wie bspw. dem „Journal of Financial Economics“, dem „The Journal of Finance“ oder dem „Strategic Management Journal“
- 44 Studien wurden über Artikel in Zeitschriften ohne VHB-Rating veröffentlicht

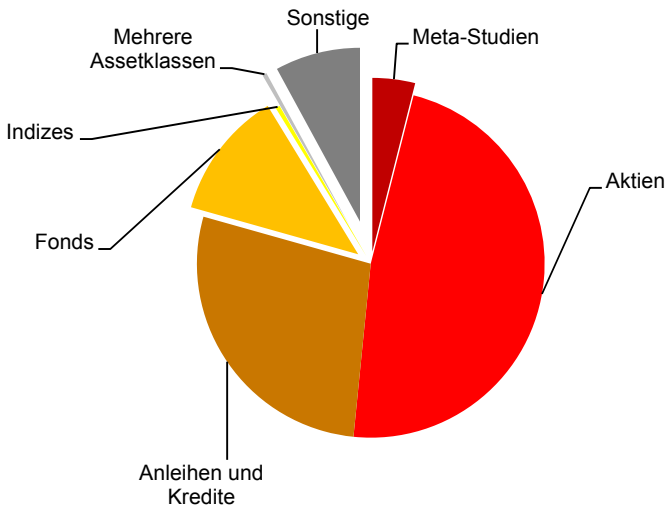
*) Ratings der Zeitschriften gemäß VHB-Rating

Nur innerhalb der Anlageklassen Aktien sowie Anleihen und Kredite wurden Artikel in einer Zeitschrift mit A+ Rating veröffentlicht

Anzahl der Artikel in Zeitschriften mit A/ A+ Rating nach Bereichen

	A	A+
Meta-Studien	1	-
Aktien	5	7
Anleihen und Kredite	5	2
Fonds	3	-
Indizes	-	-
Verschiedene Assetklassen	-	-
Sonstige	2	-

- Verteilung der A/A+ Ratings -



- Mehr als die Hälfte aller Artikel in Zeitschriften mit einem „A+“ oder „A-Rating“ befassten sich mit Aktien
- Es wurden keine Artikel über Indizes oder verschiedene Assetklassen in einem Magazin mit einem „A/ A+“ Rating publiziert
- Nur zwei Meta-Studien wurden im Rahmen eines Artikels veröffentlicht, wobei nur die Studie „Does human capital matter? A meta-analysis of relationship between human capital and firm performance” in einem gerateten Magazin erschien

Ratings der Zeitschriften gemäß VHB-Rating

21 der in einer Zeitschrift mit einem A/ A+ Rating veröffentlichten Studien behandeln exklusiv die Vereinigten Staaten von Amerika

Ergebnisse der Artikel in Zeitschriften mit einem A/ A+ Rating

	Positiv	Neutral	Mixed	Negativ	Gesamt-ergebnis	Land
Meta-Studien	1	-	-	-	+	k.A.
Aktien*	6	3	1	1	+	
Anleihen und Kredite	1	-	4	2	+/-	
Fonds	1	1	1	-	+/-	
Indizes	-	-	-	-	-	-
Verschiedene Assetklassen	-	-	-	-	-	-
Sonstige	2	-	-	-	+	

- Von 25 Artikeln in Magazinen mit einem A/ A+ Rating kamen 11 zu einem positiven Ergebnis, nur 3 Studien wiesen nachhaltigen Anlagen einen negativere Wertentwicklung zu
- Nur 2 Artikel untersuchten ein Anlageuniversum außerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika, wobei 1 Artikel die Performance von nachhaltigen Anlagen in den USA, UK sowie Deutschland analysierte

*) Eine Studie ohne Bewertung (Studie zur Methodik)

Drei Artikel wurden in der, mit einem Rating von A+ klassifizierten, Zeitschrift „Academy of Management Journal“ veröffentlicht, vier Artikel im „Strategic Management Journal“ (A Rating)

Übersicht der Artikel in einer Zeitschrift mit einem Rating von A/ A+ (1/2)

Titel der Studie	Autor	Journal	Rating	Klasse
Does human capital matter? A meta-analysis of relationship between human capital and firm performance	Crook, Combs, Ketchen, Todd, Woehr	Journal of Applied Psychology	A	Meta-Studie
An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance	Herremans, Akathaporn, McInnes	Accounting, Organizations and Society	A	Aktien
Competitiveness through management of diversity: Effects on stock price valuation	Wright, Ferris, Hiller, Kroll	Academy of Management Journal	A+	Aktien
Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?	McWilliams, Siegel	Strategic Management Journal	A	Aktien
Corporate Social Responsibility and stock market performance	Alexander, Buchholz	Academy of Management Journal	A+	Aktien
Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Edmans	Journal of Financial Economics	A+	Aktien
Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors’ expectations	Core, Guay, Rusticus	The Journal of Finance	A+	Aktien
Market response to environmental information produced outside the firm	Shane, Spicer	Accounting Review	A	Aktien
Shareholder value, stakeholder management and social issues: What´s the bottom line?	Hillman, Keim	Strategic Management Journal	A	Aktien
The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns	Davidson, Worrell	Academy of Management Journal	A+	Aktien
The impact of environmental management on firm performance	Klassen, McLaughlin	Management Science	A+	Aktien
The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context	Richard, Murthi, Ismail	Strategic Management Journal	A	Aktien
The price of sin: The effects of social norms on markets	Hong, Kacperczyk	Journal of Financial Economics	A+	Aktien

Drei Artikel wurden im „Journal of Banking and Finance" (A Rating) veröffentlicht, je zwei Artikel im „Review of Financial Studies" sowie „Journal of Financial Economics" (A+ Rating)

Übersicht der Artikel in einer Zeitschrift mit einem Rating von A/ A+ (2/2)

Titel der Studie	Autor	Journal	Rating	Klasse
Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance	Barnett, Salomon	Strategic Management Journal	A	Fonds
International evidence on ethical mutual fund performance and investment style	Bauer, Koedijk, Otten	Journal of Banking and Finance	A	Fonds
Mutual fund attributes and investor behavior	Bollen	Journal of Financial and Quantitative Analysis	A	Fonds
Corporate disclosure quality and the cost of debt	Sengupta	The Accounting Review	A	Anleihen und Kredite
Do shareholder rights affect the cost of bank loans?	Chava, Purnanandam	Review of Financial Studies	A+	Anleihen und Kredite
Does corporate governance matter to bondholders?	Klock, Mansi, Metrick	Journal of Financial and Quantitative Analysis	A	Anleihen und Kredite
Governance mechanisms and bond prices	Cremers, Nair, Wei	Review of Financial Studies	A+	Anleihen und Kredite
Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the U.S. pulp and paper and chemical industries	Schneider	Contemporary Accounting Research	A	Anleihen und Kredite
The effects of corporate governance on firms' credit ratings	Ashbaugh, Collins, LaFond	Journal of Accounting and Economics	A	Anleihen und Kredite
The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans	Goss, Roberts	Journal of Banking and Finance	A	Anleihen und Kredite
Does corporate social responsibility affect the cost of capital?	Ghoul, Guedhami, Kwok, Mishra	Journal of Banking and Finance	A	Sonstige
Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting	Dhaliwal, Li, Tsang	The Accounting Review	A	Sonstige

Das Design der Studien hat sich im Zeitablauf gewandelt, die Komplexität der Untersuchungen hat in den letzten Jahren tendenziell zugenommen

Entwicklungen der Studiendesigns im Zeitablauf

- In den Anfängen der Forschung zur Wertentwicklung von nachhaltigen Geldanlagen wurde fast ausschließlich der US-Markt analysiert, die erste Untersuchung des europäischen Marktes fand im Jahr 2001 statt
- Während in den Anfangsjahren der Nachhaltigkeitsforschung auch oftmals Studien zu Einzelkriterien (E, S, G) durchgeführt wurden, werden aktuell eher komplexere Nachhaltigkeitsbegriffe und -einflüsse untersucht
- Die Messgrößen der Nachhaltigkeit haben sich im Zeitablauf verändert, während zu Beginn überwiegend Ratings für Einzelfaktoren oder Indexzugehörigkeiten herangezogen wurden, hat sich das Kriterienspektrum in den letzten Jahren deutlich erweitert
- Anders als in der Vergangenheit handelt es sich aktuell nicht mehr überwiegend um quantitative Studien zur Analyse von Performanceunterschieden, vielmehr werden gegenwärtig auch die Gründe sowie die Vor- und Nachteile für verschiedene Nachhaltigkeitsansätze untersucht
- Speziell Studien zum Einfluss unterschiedlicher Screening-Verfahren auf die Wertentwicklung von nachhaltigen Geldanlagen haben in den letzten Jahren deutlich an Relevanz gewonnen

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - **Meta-Studien**
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Im Rahmen des Forschungsprojektes wurden 13 Meta-Studien zum Vergleich der Wertentwicklung von traditionellen und nachhaltigen Kapitalanlagen untersucht

Detaillierte Übersicht - Meta-Studien/ Literature Review (1/2)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Anzahl der analysierten Studien	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren
A tale of values-driven and profit-seeking social investors	Derwall, Koedijk, ter Horst, (2010)	32	Neutral
Corporate social and financial performance: A meta-analysis	Orlitzky, Schmidt, Rynes (2003)	52	Positiv
Does human capital matter? A meta-analysis of relationship between human capital and firm performance	Crook, Combs, Ketchen, Todd, Woehr (2011)	66	Positiv
Does it pay to be good? A meta analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance?	Margolis, Elfenbein, Walsh (2007)	167	Positiv
Going beyond a long-lasting debate: What is behind the relationship between coporate social and financial performance	Perrini, Russo, Tencati, Vurro (2009)	k.A.	Neutral
People and profits? The search for a link between a companies social and financial performance	Margolis, Walsh (2001)	k.A.	Positiv
Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts	Mercer (Hrsg.) (2009)	36	Gemischt (Tendenziell positiv, teilweise neutral)

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Die Anzahl der im Rahmen der vorliegenden Studie analysierten Untersuchungen übertrifft die der bereits in der Vergangenheit durchgeführten Meta-Studien

Detaillierte Übersicht - Meta-Studien/ Literature Review (2/2)

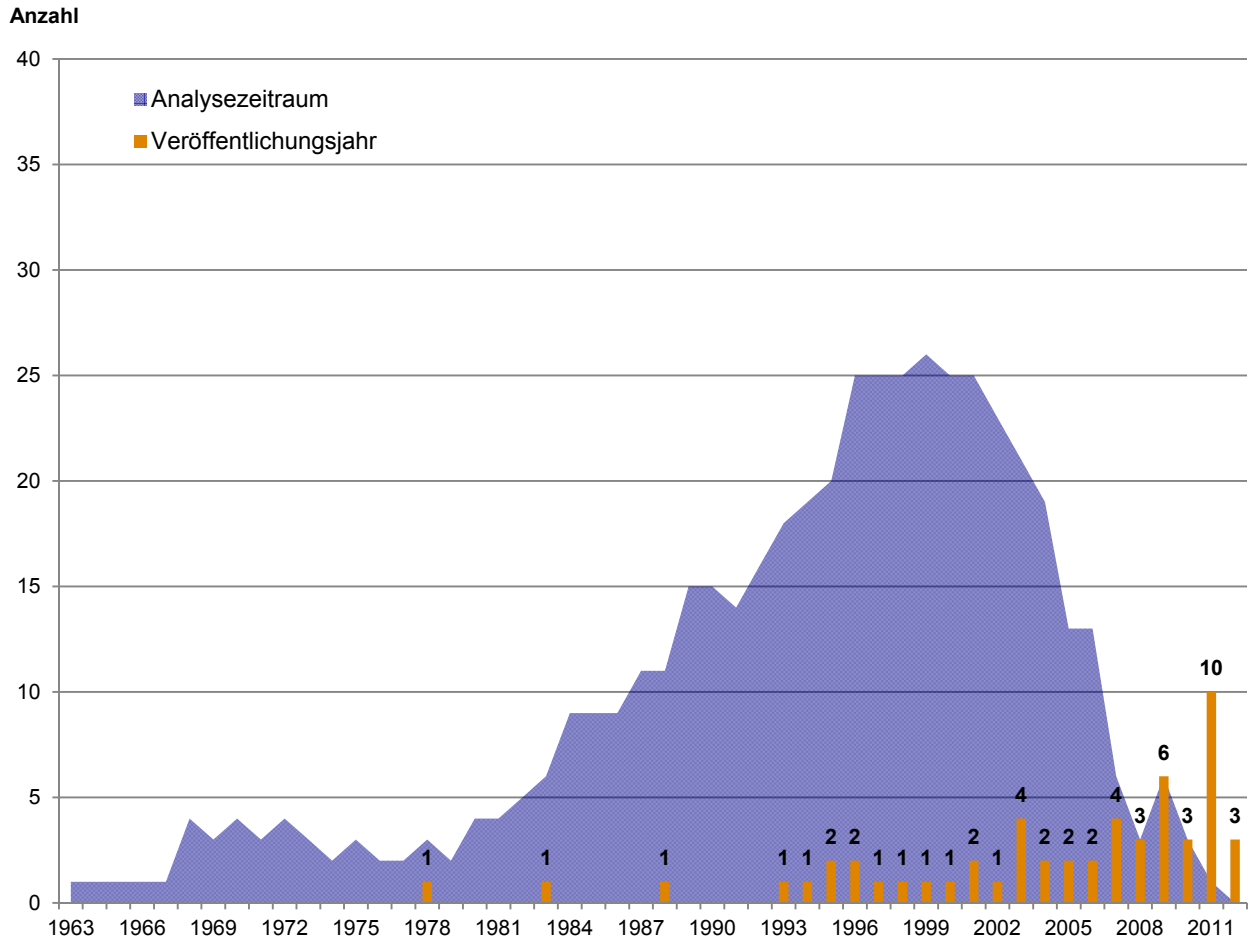
Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Anzahl der analysierten Studien	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren
Socially responsible investments: Methodology, risk exposure and performance	Renneboog, ter Horst, Zhang (2007)	16	Gemischt (USA und UK mit neutralen Ergebnissen, negative Ergebnisse für Europa sowie Australien)
Sustainable investing establishing long-term value and performance	Fulton, Kahn, Sharples (2012)	>100	Gemischt (Dimensionen „Corporate Cost of Capital“ und „Corporate Financial Performance“ eher positiv, Fund Performance positiv bis neutral)
The performance of socially responsible investment funds: A meta-analysis	Rathner (2012)	25	Neutral
The performance of socially responsible investments: A review of scholarly studies published 2008-2010	Sjöström (2011)	21	Neutral
The worth of values: A literature review on the relation between corporate, social and financial performance	Van Beurden, Gossling (2008)	36	Positiv
Wettbewerbsvorteile durch CSR: Eine Meta-Studie zu den Wettbewerbsvorteilen von CSR und Empfehlungen zur Kommunikation an Unternehmen	Loew, Clausen (2010)	25	Gemischt (Performanceanalyse ergab keine Vor- oder Nachteile für nachhaltige Anlagen; daneben konnte jedoch in nicht direkt performancerelevanten Bereichen eine Vielzahl von Wettbewerbsvorteilen festgestellt werden)

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - **Aktien**
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Insgesamt wurden im Bereich Aktien 55 Studien untersucht, mehr als die Hälfte der Untersuchungen wurde innerhalb der letzten 10 Jahre veröffentlicht

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen bei Aktien



Ableitung

- Die Anzahl der Veröffentlichungen hat auch bei Studien zu nachhaltigen Aktieninvestments seit der Jahrtausendwende stark zugenommen
- Die Analysezeiträume der Studien zu nachhaltigen Aktien beleuchten insbesondere die Jahre 1990 bis 2005

Die Mehrheit der analysierten Studien untersuchte den amerikanischen Markt, wobei unterschiedliche Nachhaltigkeitsdimensionen berücksichtigt wurden

Struktur der Stichprobe der im Bereich Aktien analysierten Studien

- 38 Studien analysierten ausschließlich den US-Markt, vier haben einen Fokus auf Europa gelegt, fünf haben den weltweiten Markt analysiert, die übrigen Untersuchungen haben einen anderen geografischen Fokus
- 26 Untersuchungen analysierten die Wertentwicklung unter der Berücksichtigung der drei Dimensionen E, S, G; neun Studien haben einen reinen Fokus auf die Umwelt, fünf auf Governance und neun auf soziale Aspekte (übrige berücksichtigen zwei Kriterien) gelegt
- Grundsätzlich wurde in den Studien ein breites Spektrum von Indikatoren zur Messung von Nachhaltigkeit genutzt, am häufigsten wurden jedoch unterschiedliche Ratings herangezogen
- Die erste Studie, welche den europäischen Aktienmarkt untersuchte, wurde im Jahr 2001 veröffentlicht, davor wurde ausschließlich der amerikanische Markt untersucht
- Bisher existiert nur eine Analyse, die sich explizit mit dem deutschen Markt auseinandersetzt

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Im Rahmen der Studie „Active management of socially responsible portfolios“ konnte gezeigt werden, dass nachhaltige Portfolios keine höheren Kosten aufweisen als konventionelle Aktienportfolios

Detaillierte Übersicht - Aktien (1/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
A socially responsible portfolio selection strategy	**Herzel, Nicolosi (2011)**	**1992 - 2008**	**E, S, G**	**Screening/ Rating**	**Neutral**	**USA**
▪ Anwendung einer Portfoliostrategie, welche den Tracking Error des Domini Social Index (DSI) minimiert und das Nachhaltigkeitslevel verbessert (das Nachhaltigkeitslevel des DSI ist insbesondere in der Dimension G eher gering). Die derartig optimierten Portfolios haben höhere durchschnittliche Renditen (Ergebnis jedoch nicht signifikant). Zudem wird gezeigt, dass ein Positiv-Screening der Nachhaltigkeitsdimension S zur vergleichsweise besten Performance führt. Generell ist ein Mindestmaß an aktivem Management nötig um bessere Ergebnisse als der DSI zu erzielen						
Active management of socially responsible portfolios	**Fabretti, Herzel (2012)**	**2006**	**E, S, G**	**KLD-Scores/ Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Die Kosten des Managements für Nachhaltigkeitsportfolios sind nicht höher als für konventionelle Aktienportfolios. Auch die intensivsten Nachhaltigkeits-Screeningprozesse sind nur vergleichsweise wenig aufwendig						
An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance	**Herremans, Akathaporn, McInnes (1993)**	**1982 - 1987**	**S**	**Investorenwahrnehmung**	**Positiv**	**USA**
▪ Unternehmen mit besserer Corporate Responsibility-Reputation haben eine höhere Aktienrendite (bei geringerem Risiko)						
Business ethics: A quantitative analysis of the impact of unethical behavior on public traded corporations	**Gunthrophe (1997)**	**1988 - 1992**	**G**	**Geschäftsgebaren**	**Positiv**	**k.A.**
▪ Unethisches Verhalten hat eine statistisch signifikante, abnormal negative Rendite zur Folge						

In der Studie „A socially responsible portfolio selection strategy“ konnte von den Autoren eine Strategie zur Verbesserung des Nachhaltigkeitslevels des Domini Social Index entwickelt werden

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ A socially responsible portfolio selection strategy	**Autor**	▪ Herzel, Nicolosi
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2011 ▪ 1992 - 2008	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ SIRP (Sustainable Investment Research Platform) Working Paper 11-09 (k.A.)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA ▪ k.A.
Forschungs-frage	▪ Welches Screening ist am besten für die Portfolio Selection?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines CAPM- und 4-Faktor-Carhart-Modells wurde mittels der KLD-Ratings die Wertentwicklung von nachhaltigen Geldanlagen untersucht. Zudem wurde auf die Bedeutung des Screeningverfahrens für die Aktienrendite eingegangen		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Im Rahmen der Untersuchung konnte eine Portfoliostrategie entwickelt werden, welche den Tracking Error des Domini Social Index (DSI) minimiert und das Nachhaltigkeitslevel verbessert ▪ Die derartig optimierten Portfolios haben höhere durchschnittliche Renditen (Ergebnis jedoch nicht signifikant) ▪ Zudem wird gezeigt, dass ein Positiv-Screening der Nachhaltigkeitsdimension S zur vergleichsweise besten Performance führt ▪ Generell ist ein Mindestmaß an aktivem Management nötig um bessere Ergebnisse als der DSI erzielen zu können		

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Die Untersuchung „Comparing big givers and small givers: Financial correlates of corporate philanthropy“ konnte keinen Zusammenhang zwischen Spenden und der Entwicklung des Marktwertes eines Unternehmens aufzeigen

Detaillierte Übersicht - Aktien (2/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
CERCLA and deep pockets: Market response on the Superfund program	**Harper, Adams (1996)**	**1980 - 1989**	**E**	**EPA-Rating** (Umweltverschmutzung)	**Positiv**	**USA**
▪ Deep-Pocket Unternehmen (amerik. Slang für „extensive financial wealth or resources”) werden vom Markt überproportional bestraft, wenn der Verdacht besteht, für Umweltverschmutzungen verantwortlich zu sein						
Comparing big givers and small givers: Financial correlates of corporate philanthropy	**Seifert, Morris, Bartkus (2003)**	**1997 - 1998**	**S**	**Spendenbereitschaft**	**Neutral**	**USA**
▪ Kein Zusammenhang zwischen Spenden und Financial Performance (gemessen durch Marktbewertung oder Unternehmenskennzahlen). Allerdings entstehen Wettbewerbsvorteile bzw. -nachteile, welche die zukünftige Profitabilität eines Unternehmens beeinflussen und durch den Kapitalmarkt entsprechend bepreist werden						
Competitiveness through management of diversity: Effects on stock price valuation	**Wright, Ferris, Hiller, Kroll (1995)**	**1986 - 1992**	**G**	**Rating** (Personalmanagement)	**Positiv**	**USA**
▪ Positive Auszeichnungen sind mit steigenden Aktienkursen verbunden, Ankündigungen von Vergleichen (aufgrund von Klagen etc.) mit fallenden Aktienkursen						
Corporate environmental performance: Consistency of metrics and identification of drivers	**Semenova (2010)**	**2003 - 2008**	**E**	**Ratings** (Umweltverschmutzung)	**Neutral**	**Weltweit**
▪ Umweltratings messen die tatsächliche Umweltperformance von Unternehmen relativ gut und konsistent						

In der Analyse „Corporate governance and equity prices“ konnte gezeigt werden, dass eine Investmentstrategie, in welcher Unternehmen mit den höchsten Stakeholder-Rechten erworben werden, überdurchschnittliche Renditen generieren kann

Detaillierte Übersicht - Aktien (3/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Corporate equality and equity prices: Doing well while doing good?	**Fu, Sahn (2009)**	**2002 - 2006**	**S**	**Corporate Equality/ Screening**	**Positiv**	**USA**
▪ Unternehmen mit einem höheren Grad an „Corporate Equality“ erzielen höhere Aktienrenditen und werden höher bewertet. Auf der Produktseite wirkt sich „Corporate Equality“ positiv auf den Absatz aus, auf der Personalseite auf die Möglichkeit gute Mitarbeiter zu finden sowie die Produktivität der Mitarbeiter						
Corporate governance and equity prices	**Gompers, Ishii, Metrick (2003)**	**1990 - 1999**	**G**	**Activism** (Shareholder-Rechte)	**Positiv**	**USA**
▪ Eine Investmentstrategie, welche die 10% der Unternehmen mit den meisten Shareholder-Rechten kauft und diejenigen 10% mit den geringsten verkauft, erwirtschaftete im Untersuchungszeitraum eine abnormale Rendite von 8,5% p.a. Außerdem verfügen Unternehmen mit vielen Shareholder-Rechten über einen höheren Unternehmenswert, höhere Erträge, ein höheres Absatzwachstum, geringere Kapitalkosten und führen weniger Akquisitionen durch						
Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures	**Brammer, Brooks, Pavelin (2006)**	**2002 - 2005** (1-, 2- und 3-Jahreszeiträume)	**E, S**	**Verschiedene Indikatoren** (Umwelt, Beschäftigung, gesellschaftliche Aktivitäten)	**Gemischt**	**UK**
▪ Negativer, jedoch nicht signifikanter Zusammenhang zwischen „Social Performance“ (Umwelt und gesellschaftliche Aktivitäten) und erzielter Rendite. Leicht positiver Zusammenhang zwischen „Social Performance“ (Beschäftigung) und Rendite. CSR-Aktivitäten erwecken den Anschein, den Shareholder-Value durch gestiegene Ausgaben zu senken, wodurch die Performance negativ beeinflusst wird						
Corporate Social Responsibility & shareholder returns - evidence from the Indian capital market	**Vasal (2009)**	**2005 - 2008**	**E, S, G**	**Investorenwahrnehmung** (CSR)	**Neutral**	**Indien**
▪ Positive aber nicht signifikant abnormale Rendite des CSR-Portfolios						

Die Studie „Corporate Social Responsibility and financial performance“ zeigt, dass auf dem US-Markt ein positiver Zusammenhang zwischen CSR und Wertentwicklung besteht

Detaillierte Übersicht - Aktien (4/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Corporate Social Responsibility and financial performance	**Tsoutsoura (2004)**	**1996 - 2000**	**E, S, G**	**KLD-Rating/ KLD-Scores**	**Positiv**	**USA**
▪ Die Beziehung zwischen Corporate Social Responsibility und „Financial Performance“ ist positiv und signifikant. Die Studie unterstützt die Meinung, dass sich sozial verantwortliches Handeln messbar auf die Wirtschaftsleistung auswirkt						
Corporate Social Responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?	**McWilliams, Siegel (2000)**	**1991 - 1996**	**E, S, G**	**KLD-Rating**	**Neutral**	**USA**
▪ Wenn CSR isoliert betrachtet wird, besteht ein positiver Zusammenhang zwischen CSR-Performance und Profitabilität. Werden zusätzlich die FuE-Aktivitäten betrachtet, wird der Einfluss von CSR neutral. CSR-Aktivitäten sind hoch mit FuE-Aktivitäten korreliert, letztendlich sind jedoch die FuE-Aktivitäten für die Profitabilität ausschlaggebend und weniger die CSR-Aktivitäten						
Corporate Social Responsibility and socially responsible investing: A global perspective	**Hill, Ainscough, Shank, Manullang (2007)**	**1995 – 2005** (3-, 5- und 10-Jahreszeitraum)	**S**	**Indexzugehörigkeit/ Screening Fonds**	**Gemischt**	**Weltweit** (Europa, Asien, USA)
▪ 3-Jahreszeitraum: Positive abnormale Rendite im europäischen Markt; 5-Jahreszeitraum: Keine signifikant abnormale Rendite in einer der Regionen; 10-Jahreszeitraum: Positive abnormale Rendite im amerikanischen und europäischen Markt. Ergebnisse sind möglicherweise durch kulturelle Einflüsse bedingt. In Europa und den USA werden unternehmerische Handlungen, die beispielsweise die Gleichheit fördern, mehr „belohnt" als dies in Asien der Fall ist						
Corporate Social Responsibility and stock market performance	**Alexander, Buchholz (1978)**	**1970-1974/ 1971-1973**	**S**	**Ranking**	**Neutral**	**USA**
▪ Kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem CSR-Grad und abnormalen Renditen sowie Risiken. Eine Begründung des Ergebnisses könnte sein, dass Aktienmärkte effizient sind, wodurch die mit CSR-Aktivitäten verbundenen Informationen bereits eingepreist sind. Zudem ist es möglich, dass die Effekte von CSR sich bereits vor dem Untersuchungszeitraum ausgewirkt haben						

Die Untersuchung „Does Corporate Social Responsibility matter in Asian Emerging Markets?“ deutet einen positiven Zusammenhang zwischen CSR und Marktwerten an

Detaillierte Übersicht - Aktien (5/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Der Einfluss ökologischer und sozialer Nachhaltigkeit auf den Shareholder Value europäischer Aktiengesellschaften	**Ziegler, Rennings, Schröder (2002)**	**1996 - 2001**	**E, S, G**	**Branchen Analyse**	**Neutral**	**Europa**
▪ Signifikant positiver Einfluss der Umweltperformance der Branche. Teilweise weniger signifikanter, negativer Einfluss der Sozialperformance. Kein signifikanter Einfluss der Umwelt- und Sozialaktivitäten innerhalb der Branchen (weder besser noch schlechter). Zusammenfassend: Bei Betrachtung der Gesamtnachhaltigkeit einer Branche kann kein signifikanter Einfluss nachgewiesen werden (weder besser noch schlechter)						
Do markets value Corporate Social Responsibility?	**Gregory, Whittaker, Yan (2011)**	**1991 - 2008**	**E, S, G**	**KLD-Indikatoren**	**Neutral**	**USA**
▪ Die CSR-Aspekte „Community“, „Diversity“ und „Employee“ werden positiv vom Markt bewertet. Der Aspekt „Environment“ wurde anfangs nicht bewertet, wurde jedoch mit der Zeit wichtiger. Der KLD-Indikator „Governance“ hat einen negativen Zusammenhang mit der Bewertung. Die Art und Weise wie dieser erhoben wird, weicht jedoch von der typischen Erhebungsweise in der Corporate Governance-Literatur ab. Unternehmen mit hohen CSR-Werten verfügen tendenziell über ein geringeres Beta und eine geringere Book-to-Market Ratio. Unternehmen mit einer bessern CSR-Performance werden vom Markt im Durchschnitt höher bewertet. Allerdings haben Portfolios, die auf Basis von CSR-Werten gebildet werden keine Outperformance. Die Maximierung des Shareholder Values und eine verantwortungsvolle Unternehmensführung stehen nicht in einem Zielkonflikt. Unternehmen mit hohen CSR-Werten profitieren von geringeren Kapitalkosten und einer geringeren Wahrscheinlichkeit von Ereignissen, die sich negativ auf den Cash Flow auswirken. CSR-Engagement könnte ein Indikator für vorausschauendes Management sein						
Does Corporate Social Responsibility matter in Asian Emerging Markets?	**Cheung, Tan, Ahn, Zhang (2010)**	**2001 - 2004**	**E, S, G**	**Rating**	**Positiv**	**Asien** (Emerging Markets)
▪ Signifikant positiver Zusammenhang zwischen CSR-Rating und Marktbewertung. Zudem signifikant positiver Zusammenhang zwischen der Veränderung des CSR-Rating und der marktadjustierten Performance. Grenzen der Untersuchung: CSR kann positiven, aber auch negativen Einfluss haben, dies ist vom jeweiligen Markt abhängig. Die Messung von CSR ist oftmals von der Bekanntgabe relevanter Informationen abhängig, die allerdings oftmals nur schwer zu verifizieren und abzuschätzen sind						
Does the market value environmental performance?	**Konar, Cohen (2001)**	**1989**	**E**	**Ökologische Performance**	**Positiv**	**USA**
▪ Tobin´s q hängt positiv mit den FuE-Ausgaben, dem Marktanteil, der Unternehmenswachstumsrate und den Werbeausgaben zusammen und negativ mit den „tangible Assets“ eines Unternehmens. Bei Betrachtung des Wertes der intangiblen Assets hängen sowohl TRI als auch LAW signifikant negativ mit dem Tobin´s q zusammen (bei TRI stärker ausgeprägt). Unternehmen mit einer besseren ökologischen Performance verfügen über eine höhere Bewertung ihrer intangiblen Assets. Ökologische Reputation ist ein möglicher Indikator für gutes Management						

Die im Jahr 2011 veröffentlichte Studie „Does the stock market fully value intangibles?" konnte einen positiven Zusammenhang zwischen der Arbeitszufriedenheit und der Aktienrendite ermitteln

Detaillierte Übersicht - Aktien (6/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	**Edmans (2011)**	**1984 - 2009**	**S**	**Ranking** (Arbeitszufriedenheit)	**Positiv**	**USA**
▪ Signifikante Korrelation zwischen Arbeitszufriedenheit und zukünftiger Aktienrendite. Intangible Assets werden durch den Markt nicht vollständig bewertet						
Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms	**Oberndorfer, Wagner, Ziegler (2011)**	**1999 - 2002**	**E, S, G**	**Listing in Index**	**Gemischt**	**Deutschland**
▪ Signifikant negative abnormale Renditen bei der Aufnahme in den DJSI World Index und kein Einfluss bei der Aufnahme in den DJSI Stoxx Index. Unter der Annahme, dass das Listing in einem Nachhaltigkeitsindex ein angemessener Indikator für CSR-Performance ist, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die CSR-Performance nicht vom Markt honoriert wird						
Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations	**Core, Guay, Rusticus (2006)**	**1990 - 1999**	**G**	**Index** (Eigentümerstruktur, Shareholder-Rechte)	**Neutral**	**USA**
▪ 1. Unternehmen mit geringen Shareholder-Rechten besitzen eine niedrigere „Operating Performance" (gemessen am ROA) 2. Unterschiede in der „Operating Performance" überraschen die Marktteilnehmer nicht 3. Differenzen in den Übernahmewahrscheinlichkeiten können die abweichenden Renditen nicht erklären 4. Abweichende Renditen können nicht durch Marktreaktionen auf Ankündigungen von Übernahmen oder Investitionsausgaben erklärt werden 5. Ergebnisse lassen nicht darauf schließen, dass der Grad der Shareholder-Rechte Einfluss auf zukünftige abnormale Renditen hat 6. Abnormale Renditen sind eher durch zeitraumspezifische und/ oder durch Unterschiede in den erwarteten Renditen zu erklären						
Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance	**Bauer, Guenster, Otten (2003)**	**2000 - 2001**	**G**	**Rating**	**Neutral**	**Europa**
▪ Keine bedeutenden Zusammenhänge zwischen der Corporate Governance und dem Unternehmenswert, „Operational Performance" und Aktienrendite im Euroraum. Die Corporate Governance-Qualität ist bereits in den Aktienkursen eingepreist						

Die im Jahr 2005 durchgeführte Untersuchung „Is it better to be naughty or nice?“ konnte keinen eindeutig positiven Zusammenhang zwischen Wertentwicklung und Nachhaltigkeit feststellen

Detaillierte Übersicht - Aktien (7/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentli-chungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeits-dimensionen	Nachhaltigkeits-ansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeits-faktoren	Region
Fokus Nachhaltigkeit - Nachhaltigkeitsanalyse als Alpha-Quelle?	**Zürcher Kantonalbank (Hrsg.) (2011)**	**1998 - 2009**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Europa**
▪ Signifikant negatives Alpha bei Verwendung des CAPM. Nicht-signifikantes negatives Alpha bei Verwendung eines 4-Faktoren-Modells. Allgemein ist das Branchen-Leader Universum überdurchschnittlich hoch kapitalisiert. Zwischen 2005 und 2009 wiesen vor allem gering kapitalisierte Unternehmen eine überdurchschnittliche Wertentwicklung auf. Das Auswahlverfahren beim Branchen-Leader Universum führt dazu, dass die besten Performer der Vergangenheit (Momentum) nur unterdurchschnittlich vertreten sind						
Industry risk moderates the relation between environmental and financial performance	**Semenova, Hassel (2008)**	**2003 - 2006**	**E, S, G**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Positiver Zusammenhang zwischen dem Umweltrisiko einer Branche und der „Operating Performance“. Negativer Zusammenhang zwischen dem Umweltrisiko einer Branche und dem Marktwert. In Branchen mit geringem Umweltrisiko kann die „Operational Performance“ durch eine höhere „Environmental Preparedness“ und „Environmental Performance“ verbessert werden. Der Effekt der „Environmental Performance“ auf den Marktwert ist in Branchen mit geringem Umweltrisiko höher. Allgemein führt die „Environmental Preparedness“ sowohl in Branchen mit hohem als auch mit niedrigem Umweltrisiko zu Reputationsgewinnen bezogen auf den Marktwert. Da Unternehmen in umweltbelastenden Branchen häufig von Investoren gemieden werden, ist der Marktwert im Vergleich zu weniger umweltbelastenden Branchen relativ gesehen geringer. Umweltmaßnahmen in umweltbelastenden Branchen sind in der Regel aufwendiger als in weniger umweltbelastenden Branchen und wirken somit auch stärker auf die „Operational Performance“						
Is it better to be naughty or nice?	**Shank, Manullang, Hill (2005)**	**1994 - 2003/ 1999 - 2003/ 2001- 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ 3-Jahreszeitraum: Positive, aber nicht signifikante Überrendite beider Portfolien (SRI und Sin) im Vergleich zum Markt; 5- und 10-Jahreszeitraum: Positive und signifikante Überrendite des SRI Portfolios, positive aber nicht signifikante Überrendite des Sin-Portfolios. 3-Jahreszeitraum: SRI-Portfolien sind nicht mehr als andere Anlagen in der Lage, Rezessionen besser zu bewältigen; 5- und 10-Jahreszeitraum: Eine gründlich durchgeführte SRI-Auswahl kann eine nutzenmaximierende („value-maximizing“) Strategie darstellen, da diese ein besseres risikoadjustiertes Ertragspotential aufweist. Entscheidend ist letztendlich jedoch die Analyse der Kriterien eines SRI-Rating						
Is socially responsible investing really beneficial? New empirical evidence for the US and European stock markets	**Mollet, Ziegler (2012)**	**1998 - 2009**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ Es besteht kein Zusammenhang zwischen der „Corporate Sustainability Performance“ und der Aktienrendite. Große Unternehmen sind überdurchschnittlich in SRI-Portfolios repräsentiert. Einfaktoren-Modelle können zu irreführenden Ergebnissen führen, weil andere Risikofaktoren unberücksichtigt bleiben, wodurch es zu abweichenden Ergebnissen kommen kann						

Im Rahmen der Studie „Is Socially Responsible Investing really beneficial? New empirical evidence for the US and European stock markets“ wurde aufgezeigt, dass große Unternehmen grundsätzlich überdurchschnittlich stark in SRI-Portfolios repräsentiert sind

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ Is socially responsible investing really beneficial? New empirical evidence for the US and European stock markets	**Autor**	▪ Mollet, Ziegler
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2012 ▪ 1998 - 2009	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ CCRS Working Paper Series, Working Paper No. 01/12 (Paper)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA/ Europa ▪ 591/ 575
Forschungs-frage	▪ Wie wirkt sich SRI auf die Aktienrendite aus?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines CAPM und Carhart 4-Faktor-Modells wurde die „Corporate Sustainability Performance“ von Unternehmen auf Basis eines Screenings der Züricher Kantonalbank und deren Auswirkungen auf die Aktienrendite untersucht		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Insgesamt wurde festgestellt, dass kein Zusammenhang zwischen der Corporate Sustainability Performance und der Aktienrendite besteht ▪ Große Unternehmen sind grundsätzlich überdurchschnittlich stark in SRI-Portfolios repräsentiert ▪ Methodisch wurde festgestellt, dass Einfaktoren-Modelle zu irreführenden Ergebnissen führen können, da zahlreiche Risikofaktoren unberücksichtigt bleiben, wodurch es zu Verzerrungen der Ergebnisse kommen kann		

Die Studie „Labor market reputation and the value of the firm“ stellte fest, dass sich eine gute Reputation am Arbeitsmarkt positiv auf den Unternehmenswert auswirkt

Detaillierte Übersicht - Aktien (8/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Labor market reputation and the value of the firm	**Chauvin, Guthrie (1994)**	**1986 - 1991**	**S**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Ankündigungen, die auf eine gute Arbeitsmarktreputation hindeuten, werden positiv vom Markt aufgenommen und erhöhen somit den Unternehmenswert. Die Steigerung des Unternehmenswerts kann dadurch begründet werden, dass der Markt annimmt, dass durch die Steigerung der Arbeitsmarktreputation Unternehmen verstärkt produktive Mitarbeiter anlocken, halten und motivieren können. Zudem kaufen Verbraucher bevorzugt Produkte von Unternehmen mit einer hohen Arbeitsmarktreputation, was sich positiv auf den Absatz auswirkt						
Labor-friendly corporate practices: Is what is good for employees good for shareholders?	**Faleye, Trahan (2010)**	**1998 - 2005**	**S**	**Ranking** (Arbeitszufriedenheit)	**Positiv**	**USA**
▪ Die Ankündigung von arbeitnehmerfreundlichen Richtlinien sind mit positiven, abnormalen Renditen verbunden. Arbeiternehmerfreundliche Unternehmen outperformen weniger arbeitnehmerfreundliche Unternehmen sowohl hinsichtlich der langfristigen Aktienrendite als auch hinsichtlich des operativen Ergebnisses. Je höher der Bedarf an hochqualifizierter Arbeit ist, desto wahrscheinlicher ist es, auf arbeitnehmerfreundliche Unternehmen zu treffen und desto höher ist auch der Nutzen von Arbeitnehmerfreundlichkeit. Arbeitnehmerfreundlichkeit wirkt sich positiv auf die Produktivität und Profitabilität aus. Der Nutzen aus arbeitnehmerfreundlichen Maßnahmen erscheint deutlich höher zu sein als die dafür aufzuwendenden Kosten						
Market response to environmental information produced outside the firm	**Shane, Spicer (1983)**	**1970, 1972, 1974, 1975, 1977**	**E**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Unternehmen, die in den CEP-Reports erwähnt werden, erfahren eine signifikant negative abnormale Rendite, zwei Tage vor dem Erscheinen von Artikeln über den CEP-Report. Am Tag des Erscheinens von Artikeln zum CEP-Report weisen Unternehmen, die dort schlechter abschneiden, signifikant schlechtere Renditen als Unternehmen, die im CEP-Report besser abschneiden auf						
Performance of portfolios composed of British SRI stocks	**Brzeszczynski, McIntosh (2011)**	**2000 - 2010**	**E, S, G**	**Listing in Global 100** (100 nachhaltigsten Unternehmen der Welt)	**Positiv**	**UK**
▪ Positive abnormale Rendite des SRI-Portfolios im Vergleich zum FTSE-100 und FTSE4Good, auch nach Transaktionskosten. Die Outperformance ist weder durch ein höheres Risiko, noch durch eine anfängliche Unterbewertung zu begründen						

Die Studie „Portfolio performance and environmental risk“ konnte auf risikoadjustierter Basis keinen signifikanten Zusammenhang zwischen Umweltrisiken und der Performance ermitteln

Detaillierte Übersicht - Aktien (9/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Portfolio performance and environmental risk	**Olsson (2007)**	**2004 - 2006**	**E**	**Rating**	**Neutral**	**USA**
▪ Kein signifikanter Zusammenhang zwischen Umweltrisiko und Performance auf risikoadjustierter Basis						
Revisiting the vexing question: Does superior corporate social performance lead to improved financial performance?	**Lee, Faff, Langfield-Smith (2009)**	**1998 - 2002**	**E, S, G**	**Ranking**	**Gemischt**	**Weltweit**
▪ Negativer Zusammenhang zwischen „Corporate Social Performance“ (CSP) und „Corporate Financial Performance“ (CFP) aus Marktsicht. Kein Zusammenhang zwischen CSP und CFP auf Unternehmensebene. Die Hypothese, dass CSP einen positiven Einfluss hat, kann widerlegt werden. Unternehmensebene: Kein oder kein linearer Zusammenhang zwischen CSP und operativer Performance; Marktsicht: CSP spielt in die Bewertung eines Unternehmens mit ein, wodurch Unternehmen mit einer hohen CSP mit einer Prämie gehandelt werden						
Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What´s the bottom line?	**Hillman, Keim (2001)**	**1994 - 1996**	**E, S, G**	**Stakeholder Management/ Social Issue Participation**	**Gemischt**	**USA**
▪ Signifikant positive Korrelation von „Market Value Add“ (MVA) und Stakeholder Management (SM). Signifikant negative Korrelation zwischen MVA und „Social Issue Participation“ (SIP). Ein gutes Stakeholder-Management kann zu Wettbewerbsvorteilen führen, welcher nicht leicht kopierbar ist. Darüber hinaus gehende Maßnahmen (SIP) sind dagegen auch vom Wettbewerb leicht durchführbar und verursachen lediglich Kosten, bieten aber keine Differenzierungsmöglichkeit						
Socially responsible firms and stock returns: Evidence from Japanese constituents in FTSE4Good Index	**Nakajima (2011)**	**2001 - 2010**	**E, S, G**	**Listing in Index**	**Neutral**	**Japan**
▪ Es konnten leicht positive, signifikante Alphas ermittelt werden. Allerdings war eine abnehmende statistische Signifikanz zu verzeichnen, wenn Tests zur Vermeidung von Biases hinzugezogen werden						

Im Rahmen der Studie „The cost of sustainability in optimal portfolio decisions“ wurde festgestellt, dass die Kosten eines S-Screenings über denen eines E-, oder G-Screenings liegen

Detaillierte Übersicht - Aktien (10/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Stakeholder relations and financial performance	**Scholtens, Zhou (2008)**	**1991 - 2004**	**E, S, G**	**KLD-Scores**	**Gemischt**	**USA**
▪ Die unterschiedlichen Dimensionen der „Stakeholder Relations“ wirken nicht gleich, sondern können unterschiedliche Vorzeichen bzgl. der „Financial Performance“ aufweisen. Insgesamt besteht immer ein Trade Off zwischen Shareholder- und Stakeholder-Interessen, dessen Mix vom Unternehmen optimal gestaltet werden muss. Bis zu einem gewissen Punkt sind Investitionen in „Stakeholder Relations“ gut für ein Unternehmen, da sie mehr Nutzen als Kosten verursachen. Ab einem bestimmten Punkt kippt das Verhältnis aufgrund der damit verbundenen Kosten jedoch (U-Shape)						
Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk ?	**Manescu (2011)**	**1992 - 2008**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Ergebnisse von 1992 - 2003 positiv und von 2003 - 2008 negativ. Hinweis dass der negative Effekt eine Kompensation für geringe „nicht Nachhaltigkeitsrisiken" war. Geringer negativer Effekt der Faktoren Menschenrechte und Produktsicherheit auf die risikoadjustierten Renditen (2003 - 2008). Einige ESG Kriterien sind möglicherweise wertrelevant aber haben keinen direkten Einfluss auf den Aktienpreis. Firmen mit schlechten Arbeitnehmerbewertungen hatten höhere Renditen als besser bewertete Firmen						
The cost of sustainability in optimal portfolio decisions	**Herzel, Nicolosi, Starica (2011)**	**1993 - 2008**	**E, S, G**	**KLD-Scores/ Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Größte „Kosten" durch S-Screening, mittlere für G, kleinste für E. Das S-Screening ist am „stärksten", d.h. es schließt am meisten Firmen aus dem Index aus. Der Vergleich der Performance des Nachhaltigkeitsportfolios und des konventionellen Portfolios (auf drei Risikolevels, min. Risiko, Marktrisiko, max. Risiko) zeigt, dass konventionelle Portfolios evtl. eine bessere Diversifikation bieten (nur mit Short-Selling)						
The Eco-Efficiency premium puzzle	**Derwall, Guenster, Bauer, Koedijk (2005)**	**1995 - 2003**	**E**	**Eco-Efficiency**	**Positiv**	**USA**
▪ Aktienportfolio der besten „Eco-Efficient Aktien“ outperformed ein anderes Aktienportfolio risikoadjustiert						

Die Untersuchung „The effect of positive corporate social actions on shareholder wealth“ zeigt keine abnormalen Renditen von nachhaltigen Geldanlagen in Aktien

Detaillierte Übersicht - Aktien (11/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The economic performance of European stock corporations. Does sustainability matter?	**Rennings, Schröder, Ziegler (2003)**	**1996 - 2001**	**E, S**	**Rating**	**Gemischt**	**Europa**
▪ Die Nachhaltigkeitsperformance („Social“ und „Environmental Performance“) hat insgesamt keinen Einfluss auf den Shareholder Value. Allerdings hat die „Environmental Performance“ einen positiven Einfluss auf den Shareholder Value. Im Gegensatz dazu hat die „Social Performance“ einen negativen Einfluss auf den Shareholder Value						
The economic value of corporate Eco-Efficiency	**Guenster, Bauer, Derwall, Koedijk (2011)**	**1997 - 2004**	**E**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Die ROA der „Eco-Efficientcy Unternehmen“ sind im Vergleich etwas besser. Es besteht ein positiver, zeitversetzter Zusammenhang zwischen „Eco-Efficiency“ und Unternehmensbewertung (Tobins´q). Umweltbezogene Aktivitäten werden, gemessen an der Unternehmensbewertung, immer wichtiger. Gegenwärtig liegt eine Unterbewertung von „Eco-Efficiency Unternehmen“ vor						
The effect of CSR on stock performance: New evidence for the USA and Europe	**Von Arx, Ziegler (2008)**	**2003 - 2006**	**E, S**	**CSR-Aktivität**	**Neutral**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ „Environmental“ und „Social Activities“ haben einen Einfluss auf die Aktienperformance, dieser ist jedoch nicht linear (in USA stärker als in Europa). Sowohl in den USA als auch Europa ist der Einfluss weder signifikant positiv noch negativ. Die Ergebnisse sind stark davon abhängig welches ökonometrische Modell verwendet wird						
The effect of positive corporate social actions on shareholder wealth	**Hall, Rieck (1998)**	**1982 - 1995**	**E, S**	**Spenden**	**Neutral**	**USA**
▪ Die Analyse im Rahmen der Studie konnte keine signifikant abnormalen Renditen aufdecken						

Im Rahmen der Studie „The effect of CSR on stock performance: New evidence for the USA and Europe“ wurde beobachtet, dass die Modellwahl einen deutlichen Effekt auf den Einfluss von Nachhaltigkeit bei der Aktien-Performance haben kann

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ The effect of CSR on stock performance: New evidence for the USA and Europe	**Autor**	▪ Von Arx, Ziegler
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2008 ▪ 2003 - 2006	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ CCRS Working Paper Series ▪ Working Paper No. 04//08
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA/ Europa ▪ 175/ 281
Forschungs-frage	▪ Wie wirkt sich SRI auf die Aktienrendite aus?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines CAPM, Fama-French 3-Faktor-Modell und eines Carhart 4-Faktor-Modells wurde der Einfluss von „Corporate Sustainability Performance“ auf die Aktien-Performance in den USA und Europa untersucht		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Auf der Grundlage eines CAPM, hat CSR einen negativen Einfluss auf die Performance (US-Markt) ▪ Bei der Verwendung eines FF oder Carhart-Modells verschwindet der negative Effekt ▪ Es wurde beobachtet, dass ein β welches mit dem CAPM berechnet wurde, im Vergleich zu $\beta's$ aus dem FF oder Carhart-Modell nur wenig Erklärungskraft im US Markt und fast gar keine in Europa hat		

Im Rahmen der Studie „The impact of environmental management on firm performance“ konnte gezeigt werden, dass eine gute Umweltperformance zu besseren Renditen führt

Detaillierte Übersicht - Aktien (12/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The effect of socially responsible investing on portfolio performance	**Kempf, Osthoff (2007)**	**1991 - 2003/ 1992 - 2004**	**E, S, G**	**KLD-Indikatoren**	**Gemischt**	**USA**
▪ Investoren können eine abnormale Rendite erzielen, indem sie die Aktien von Unternehmen mit einem hohen SRI-Rating kaufen und solche mit einem niedrigen verkaufen. Dies funktioniert sowohl mit Positiv-Screenings als auch einem Best-in-Class-Ansatz, aber nicht durch Negativ-Screenings. Der Best-in-Class-Ansatz führt zu den höchsten Alphas. Innerhalb des Best-in-Class-Ansatzes werden die besten Ergebnisse erzielt, wenn mehrere Screens gleichzeitig durchlaufen werden und sich auf extreme Ausprägungen beschränkt wird. Auch nach Abzug der Transaktionskosten sind die Alphas konstant						
The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns	**Davidson, Worrell (1988)**	**1970 - 1980**	**E, S, G**	**Corporate Illegalities/ Corporate Irresponsibility**	**Neutral**	**USA**
▪ Gründe für die fehlende Übereinstimmung von Ergebnissen zum Einfluss von CSR auf die Financial Performance sind a) ungeeignete Maße zur Messung von CSR b) ungeeignete Maße zur Messung der „Financial Performance“ c) ungeeignete statistische Modelle. Statistisch signifikante, negative abnormale Rendite am Tag vor der Bekanntmachung einer „Corporate Illegality“. „Corporate Illegalities“ können zukünftige Cash Flows negativ beeinflussen. In der Folge führt eine Information, die auf illegale Aktivitäten hinweist dazu, dass entsprechend der Effizienzmarkthypothese, die Preise nach unten angepasst werden, sobald diese Information zur Verfügung steht (methodische Studie)						
The impact of Eco-Efficiency alphas on an actively managed US equity portfolio performance	**Gluck, Becker (2004)**	**1998 - 2003**	**E, S**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Beste Performance bei den extremsten Nachhaltigkeitsbewertungen (kurvilinear)						
The impact of environmental management on firm performance	**Klassen, McLaughlin (1996)**	**1985 - 1991/ 1989 - 1990**	**E**	**Nexis-Reporting/ Positiv- und Negativevents**	**Positiv**	**USA**
▪ Gute Umweltperformance führt zu signifikant positiven, abnormalen Renditen, eine schlechte Umweltperformance zu signifikant negativen Renditen. Positive Folgen sind die Stärkung der Marktposition sowie Kosteneinsparungen. Negativ fallen die Kosten für die Beseitigung der Umweltverschmutzung und Strafen ins Gewicht						

Die Untersuchung „The effect of socially responsible investing on portfolio performance“ stellte fest, dass die Investoren durch den Kauf von Unternehmen mit hohem SRI-Rating und gleichzeitigen Verkauf von solchen mit niedrigem Rating Vorteile generieren können

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ The effect of socially responsible investing on portfolio performance	**Autor**	▪ Kempf, Osthoff
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2007 ▪ 1991 – 2003; 1992 - 2004	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ European Financial Management, Vol. 13, No. 5, 908–922 (B)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA ▪ 650
Forschungs-frage	▪ Können Investoren die Performance ihres Portfolios erhöhen, indem sie Aktien mit hohen SRI-Ratings kaufen und solche mit geringen verkaufen?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines Carhart 4-Faktoren-Modells wurde analysiert, inwiefern sich die Nachhaltigkeit eines Unternehmens (gemessen an unterschiedlichen KLD-Indikatoren) auf die Aktienrendite auswirkt		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Die Investoren können eine abnormale Rendite erzielen, indem sie die Aktien von Unternehmen mit einem hohen SRI-Rating kaufen und solche mit einem niedrigen verkaufen (auch nach Transaktionskosten signifikant) ▪ Die Ergebnisse sind sowohl mit Positiv-Screenings als auch einem Best-in-Class-Ansatz zu erzielen, nicht aber durch Negativ-Screenings ▪ Der Best-in-Class-Ansatz führt zu den höchsten Alphas (beste Ergebnisse wurden erzielt, wenn mehrere Screens gleichzeitig durchlaufen werden und sich auf extreme Ausprägungen beschränkt wird)		

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Die Analyse „The price of sin: The effects of social norms on markets“ konnte eine bessere Wertentwicklung sogenannter „Sündenaktien“ identifizieren

Detaillierte Übersicht - Aktien (13/14)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context	**Richard, Murthi, Ismail (2007)**	**1997 - 2002**	**S**	**Tobins q** Ethnische Vielfalt (Racial diversity)	**Positiv**	**USA**
▪ Positiver Zusammenhang zwischen dem Grad der „Diversity“ und dem Tobin´s q. Der Zusammenhang zwischen „Diversity“ und dem Tobin‘s q ist bei service-orientierten Unternehmen stärker ausgeprägt. Langfristig entwickeln heterogene Gruppen dieselben Routinen ihr Wissen zu teilen wie homogene Gruppen. Allerdings haben heterogene Gruppen den Vorteil, dass ihr Wissen vielfältiger ist						
The price of sin: The effects of social norms on markets	**Hong, Kacperczyk (2009)**	**1965 - 2006**	**E, S, G**	**Auswahl von Unternehmen der Tabak-, Alkohol- und Glücksspielindustrie**	**Negativ**	**USA**
▪ Im 2-, 3- und 4-Faktoren-Modell erzielen „sin stocks“ eine signifikante Überrendite. Im CAPM ist dies ebenso, aber weniger signifikant (10% Level)						
The private cost of socially responsible investing	**Diltz (1995)**	**1989-1991**	**E, S, G**	**Ratings des Council on Economic Priorities**	**Neutral**	**USA**
▪ Ein Ethical Screening führt weder zu einer Verschlechterung noch zu einer Verbesserung der Portfolio Performance						
The rewards for environmental conscientiousness in the U.S. capital markets	**Yamashita, Sen, Roberts (1999)**	**1993** (Event Study) **1986 -1995** (Korrelationsstudie)	**E**	**EC-Scores des CEP** (Council on Economic Priorities)	**Gemischt**	**USA**
▪ Im Rahmen der Event Study war kein Zusammenhang feststellbar, die Korrelationsstudie deutet auf einen leicht positiven Zusammenhang zwischen dem EC-Rang und der 10-Jahres-Aktienrendite hin						

Eine Studie für den schwedischen Markt konnte aufzeigen, dass Firmen mit einem hohen E- und S-Rating zu höheren Aktienkursen neigen

Detaillierte Übersicht - Aktien (14/14)

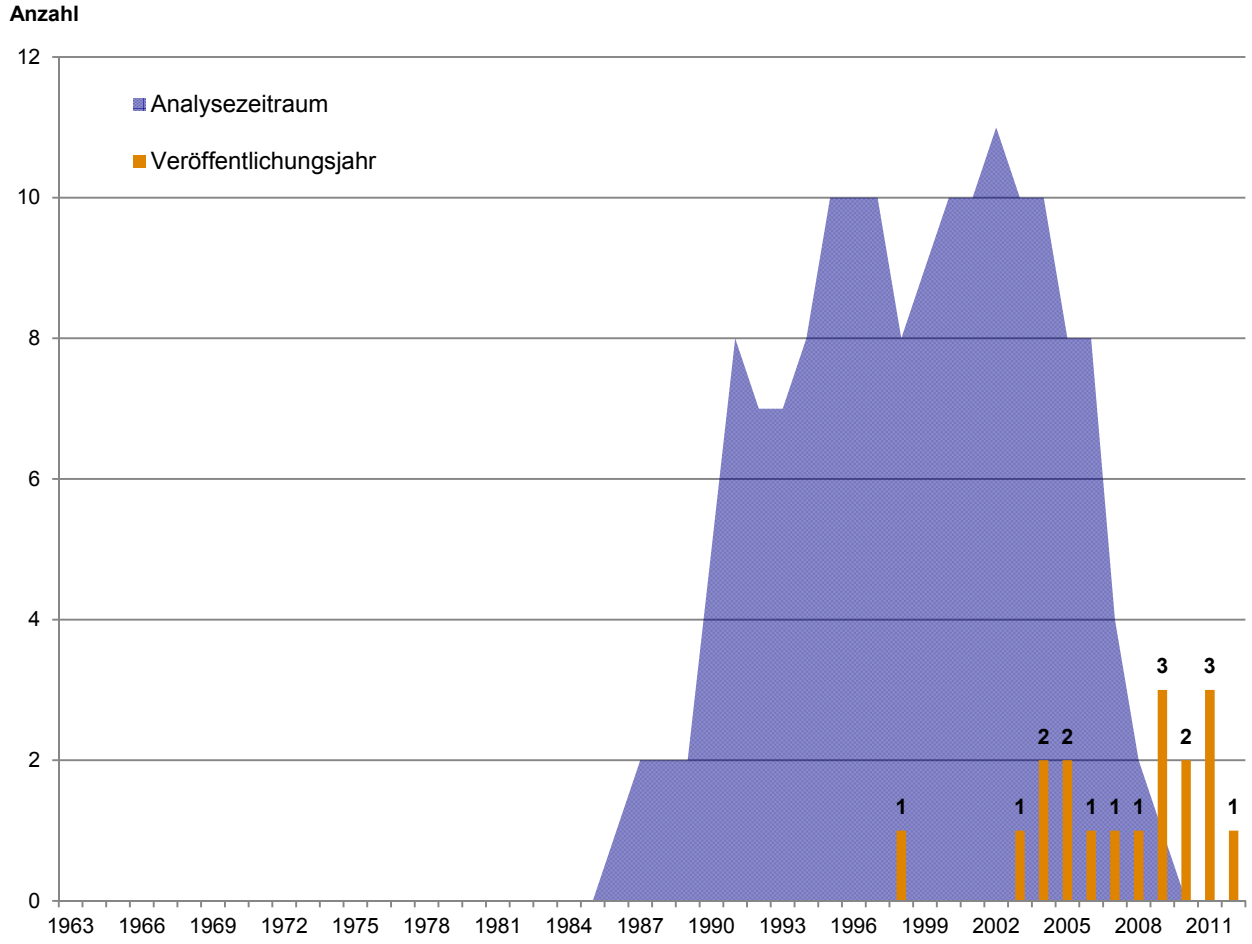
Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The value relevance of environmental and social performance: Evidence from Swedish SIX 300 companies	**Semenova, Hassel, Nilsson (2009)**	**2005 - 2008**	**E, S**	**Rating**	**Positiv**	**Schweden**
▪ Firmen mit hohem E-, S-Rating neigen zu höheren Aktienkursen. Es besteht eine positive Beziehung zwischen E-, S-Information und Marktreaktionen						
The wages of social responsibility	**Statman, Glushkov (2009)**	**1992 - 2007**	**E, S, G**	**KLD-Rating**	**Neutral**	**USA**
▪ Es gibt keinen Zusammenhang zwischen hohem SR-Score und der Aktienrendite, da sich die unterschiedlichen Faktoren gegenseitig teilweise aufheben und der Ausschluss von ganzen Branchen sich negativ auswirkt. Die Lösung wäre ein Best-in-Class-Ansatz, der sich auf bestimmte SR-Faktoren beschränkt						
„ESG Alpha“ in China	**Barnett, Chen, Hoepner, Li (2012)**	**2006 – 2011**	**E, S, G**	**Westliche und chinesische ESG-Kriterien**	**Gemischt**	**China**
▪ Erstmals wurde der Einfluss westlicher und chinesischer Nachhaltigkeitskriterien auf das Anlageverhalten innerhalb des chinesischen Marktes (1.806 Unternehmen) untersucht. Einige der westlichen ESG-Kriterien hatten einen moderaten Einfluss auf das Anlageverhalten westlicher Investoren bei A-Shares. Die chinesischen ESG-Kriterien hatten einen starken Einfluss auf die chinesischen Investoren (A-Shares). Bei non-A Shares haben die europäischen ESG-Kriterien ebenso wie die chinesischen keinen Einfluss						

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - **Anleihen und Kredite**
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Innerhalb des Bereichs Anleihen und Kredite befassen sich nur wenige Untersuchungen mit direkten Performanceanalysen, meist wurden Finanzierungskosten untersucht

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen bei Anleihen und Krediten



Ableitung

- Fast alle Studien wurden in den letzten 10 Jahren veröffentlicht
- Im Bereich der Anleihen und Kredite legen fast alle Studien ausschließlich einen Fokus auf die USA (14 von 18)

In der Studie „Corporate disclosure quality and the cost of debt" wurde ein Zusammenhang zwischen dem „Corporate Disclosure Quality" Rating und den Kapitalkosten festgestellt

Detaillierte Übersicht - Anleihen (1/5)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Corporate disclosure quality and the cost of debt	**Sengupta (1998)**	**1987 - 1991**	**G**	**Vigeo-Rating**	**Positiv**	**k.A.**
▪ Die Autoren fanden Hinweise auf einen Zusammenhang zwischen der Qualität der Unternehmensveröffentlichungen und den Kapitalkosten						
Corporate environmental management and credit risk	**Bauer, Hann (2011)**	**1995 - 2006**	**E**	**KLD-Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Die Autoren stellten signifikante Auswirkungen des Umweltmanagements von Unternehmen auf das Kreditrisiko von Anleihen fest. Schlechtes Umweltmanagement ist mit höheren Kosten für die Fremdfinanzierung und einer geringeren Bonität verbunden. Die Ergebnisse implizieren, dass sich potenzielle Fremdkapitalgeber mit Umweltbelangen verbundene Rechts- und Reputationsrisiken über den Zinssatz vergüten lassen						
Do shareholder rights affect the cost of bank loans?	**Chava, Livdan, Purnanandam (2009)**	**1990 - 2004**	**G**	**G-Index/ Eigentümerstruktur**	**Negativ**	**USA**
▪ Höhere Kreditkosten durch zunehmendes Übernahmerisiko bei Streubesitz ohne klaren Mehrheitseigentümer. Aspekte der Unternehmensführung sind lediglich auf den Übernahmeschutz beschränkt						
Does corporate governance matter to bondholders?	**Klock, Mansi, Metrick (2005)**	**1990 - 2000**	**G**	**Governance-Index/ Eigentümerstruktur**	**Negativ**	**USA**
▪ Firmen mit besseren Schutzmaßnahmen gegen Übernahmen haben geringere Kosten bei der Fremdfinanzierung. Aspekte der Unternehmensführung sind lediglich auf den Übernahmeschutz beschränkt						

Die Studie „Employee relations and credit risk" zeigt, dass Unternehmen mit besseren Arbeitsverhältnissen geringere Kosten bei der Fremdkapitalfinanzierung, höhere Kreditratings und geringere firmenspezifische Risiken aufweisen

Detaillierte Übersicht - Anleihen (2/5)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors	**Sanjeev, Partha (2003)**	**1991 - 2006**	**G**	**Corporate Governance Mechanismen**	**Positiv**	**USA**
▪ Durch die Reduzierung von Agency-Kosten und Informationsasymmetrien sowie eine im Allgemeinen gute Corporate Governance können die Ratingergebnisse verbessert und die Kreditkosten reduziert werden						
Employee relations and credit risk	**Bauer, Derwall, Hann (2009)**	**1995 - 2006**	**S**	**Eigenes Rating** (KLD-Daten)	**Positiv**	**USA**
▪ Unternehmen mit stärkeren Arbeitnehmerbeziehungen und besseren Arbeitsverhältnissen haben geringere Kosten bei der Fremdkapitalfinanzierung, höhere Kreditratings und geringere firmenspezifische Risiken						
Employee relations and the likelihood of occurrence of corporate financial distress	**Kane, Velury, Ruf (2005)**	**1991 - 2001**	**S**	**KLD-Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Arbeitnehmerbeziehungen haben einen Einfluss auf mögliche zukünftige finanzielle Zwangslagen von Unternehmen. Arbeitnehmerbeziehungen können ein Indikator für beginnende/ zukünftige finanzielle Probleme darstellen. Eine gute Atmosphäre innerhalb der Belegschaft ist hilfreich, um Krisen zu überwinden						
Environmental externalities and cost of capital	**Chava (2011)**	**2000 - 2007**	**E**	**Verschiedene** (KLD, EPA)	**Gemischt**	**USA**
▪ Banken verlangen signifikant höhere Zinsen auf Kredite von Unternehmen mit Umweltschutzproblemen. Weniger Banken beteiligen sich an Unternehmen mit fragwürdigem Umweltverhalten. Es besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und der „Environmental Strength" (ES). Anderseits haben Unternehmen mit einer guten ES allgemein keine geringeren Kosten, aber zumindest geringere Zinsen bei Krediten. Der Autor vermutet, dass die positive Beziehung zwischen höherer erwarteter Rendite (spread on bank loans) und dem Umweltverhalten eines Unternehmens teilweise auf nachhaltige Anleger zurückgeht (welche negative Aktien ausschließen (Screening))						

In der Studie „Environmental liabilities, bond ratings and bond yields" wurde festgestellt, dass Umweltschutzverpflichtungen einen direkten Einfluss auf die Rendite der Anleihen haben

Detaillierte Übersicht - Anleihen (3/5)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Environmental liabilities, bond ratings and bond yields	**Graham, Maher (2006)**	**k.A.**	**E**	**k.A.**	**Positiv**	**USA**
▪ Umweltschutzverpflichtungen haben einen direkten Einfluss auf die Rendite der Anleihen. Die EPA-Schätzungen über mögliche durch ein Unternehmen verursachte Umweltschäden beeinflussen das Anleihen-Rating und somit indirekt die Rendite						
Environmental liability information and bond ratings	**Graham, Maher, Northcut (2011)**	**1990 - 1992, 1986 - 1997**	**E**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Die Autoren zeigen eine negative Verbindung von Verbindlichkeiten, entstanden aus der Verursachung von Umweltschäden, und dem Anleihen-Rating auf. Die Berücksichtigung von Umweltaspekten im Rating-Modell erhöht dessen Genauigkeit geringfügig						
Governance mechanisms and bond prices	**Cremers, Nair, Wei (2007)**	**1990 - 1997**	**G**	**Rating**	**Gemischt**	**USA**
▪ Die Auswirkungen der „Governance" auf das Kreditrisiko ist von der Anfälligkeit des Unternehmens für eine Übernahme abhängig. Aktionärskontrolle ist mit höheren Renditen verbunden, falls das Unternehmen offen gegenüber einer Übernahme ist. Aktionärskontrolle ist mit geringeren Renditen verbunden, falls das Unternehmen vor Übernahmen geschützt ist. Ein steigendes Kreditrisiko ist mit „starken Aktionären" verbunden. Eine Stärkung der Aktionärskontrolle ist nicht automatisch positiv für alle Anleihengläubiger, vor allem nicht für jene Anleiheninhaber, welche Eventrisiken ausgesetzt sind						
Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the U.S. pulp and paper and chemical industries	**Schneider (2010)**	**1999 - 2004**	**E**	**Rating**	**Positiv**	**USA**
▪ Das Risiko Umweltschäden hervorzurufen und für deren Beseitigung verantwortlich zu sein, stellt ein unternehmerisches Risiko dar. Dieses Risiko spiegelt sich auch in den Anleihenpreisen wider						

In der Analyse „Sovereign bonds and socially responsible investment" wurde gezeigt, dass es möglich ist, Nachhaltigkeits-Portfolios bestehend aus Anleihen zu konstruieren, ohne dabei signifikante Effizienzverluste zu erleiden

Detaillierte Übersicht - Anleihen (4/5)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeits-dimensionen	Nachhaltigkeits-ansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeits-faktoren	Region
Sovereign bonds and socially responsible investment	**Drut (2010)**	**1994 - 2008**	**E, S, G**	**Vigeo-Rating**	**Neutral**	**Weltweit** (20 Industrieländer)
▪ Der Autor zeigt, dass es möglich ist, Nachhaltigkeits-Portfolios aus Anleihen zu konstruieren, ohne einen signifikanten Verlust in der Effizienz des Rendite-Risiko-Profils hinnehmen zu müssen						
The effects of corporate governance attributes on credit ratings and bond yields	**Bradley, Chen, Dallas, Snyderwine (2008)**	**2001 - 2007**	**G**	**GIM Index** (Aktionärsrechte), **EINDEX**	**Gemischt**	**USA**
▪ Es wurde ein positiver Zusammenhang zwischen Anti-Übernahme-Mechanismen und Kredit-Ratings für Unternehmen mit Investment-Grade-Ratings und ein negativer Zusammenhang für eher spekulative Unternehmen nachgewiesen. Die Autoren identifizierten eine signifikante Beziehungen zwischen der Qualität der Unternehmensführung und dem Kreditrisiko (keine einfache Kausalität, komplexe Struktur der Faktoren)						
The effects of corporate governance on firms' credit ratings	**Ashbaugh, Collins, LaFond (2004)**	**2002**	**G**	**Verschiedene** (bspw. G-Score, Kreditratings)	**Gemischt**	**USA**
▪ Kreditratings sind: 1. Negativ assoziiert mit der Anzahl der Großaktionäre (min. 5% Eigentum am Unternehmen) 2. Positiv assoziiert zu „schwachen" Aktionärsrechten im Sinne der Übernahmeabwehr 3. Positiv assoziiert mit dem Grad der finanziellen Transparenz 4. Positiv verbunden mit der Unabhängigkeit des Verwaltungsrates sowie den Fähigkeiten und dem Aktienbesitz des Verwaltungsrates, und negativ mit der Macht des Vorstandsvorsitzenden innerhalb des Verwaltungsrates						
The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans	**Goss, Roberts (2009)**	**1991- 2000, 2001 - 2006**	**E, S, G**	**KLD-Scores**	**Gemischt**	**USA**
▪ Für die Mehrheit der Firmen ist der Einfluss von CSR nicht wirtschaftlich relevant. Allerdings bewerten Banken Unternehmen mit einer guten CSR in der Regel positiver weshalb diesen auch bessere Finanzierungskonditionen zugestanden werden						

In der weltweiten Studie „Corporate Social Responsibility and access to finance" wurde gezeigt, dass Unternehmen mit einer besseren CSR-Performance deutlich niedrigere Kapitalkosten haben

Detaillierte Übersicht - Anleihen (5/5)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The impact of environmental risk on the UK banking sector	**McKenzie, Wolfe (2004)**	**k.A.**	**E**	**Verschiedene**	**Gemischt**	**Europa**
▪ Banken sind bei der Kreditvergabe an potenzielle „Umweltsünder" eher um einen Reputationsverlust als um die Kreditrisiken besorgt. Tatsächliche Ausfallkosten entstehen nur bei kleineren Unternehmen (aufgrund der entstehenden Kosten für die Beseitigung der Umweltverschmutzung)						
Corporate Social Responsibility and access to finance	**Cheng, Beiting, Ioannisoannou, Serafeim (2012)**	**2002 - 2009**	**E, S, G**	**Rating**	**Positiv**	**Weltweit** (49 Länder)
▪ Unter der Verwendung eines großen Querschnitts von Unternehmen in 49 Ländern stellten die Autoren fest, dass Unternehmen mit einer besseren CSR-Performance deutlich niedrigere Kapitalkosten haben. Die Transparenz und das „Stakeholder Engagement" spielten bei der Berechnung der Kapitalkosten eine wichtige Rolle						

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - **Fonds**
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Die Untersuchung im Bereich der Wertentwicklung von Investmentfonds umfasst 74 Studien mit unterschiedlichen Schwerpunkten, im Rahmen der Studie wurden Nachhaltigkeitsfonds mit verschiedenen Arten von Fonds und Indizes verglichen

Positives Ergebnis | Negatives Ergebnis

Durchschnitt

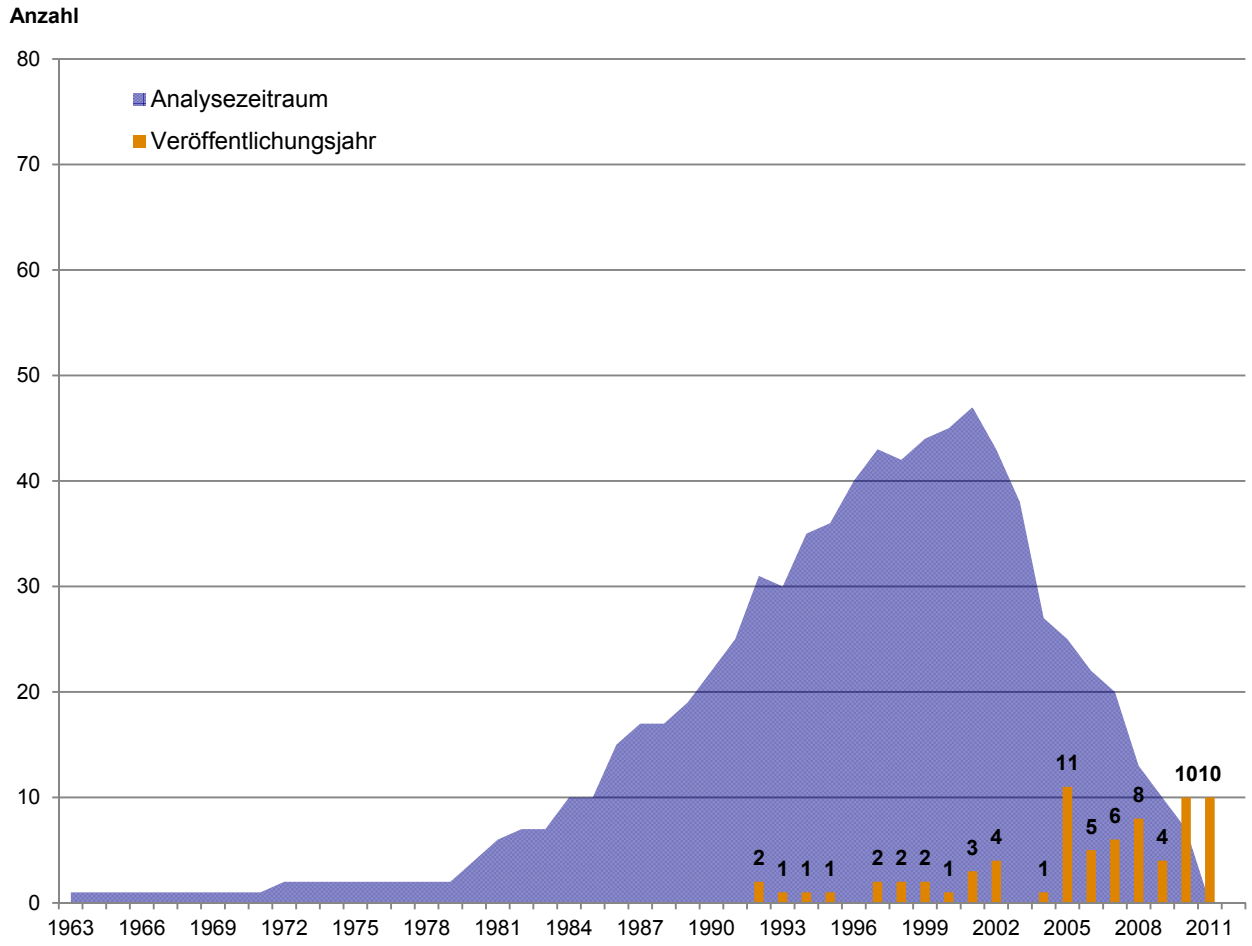
Zusammenfassung der Ergebnisse der im Bereich Fonds analysierten Studien

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	
∑*	**71**	**10**	**25**	**9**	**27**	

*) 3 Studien ohne konkrete Zuordnung

Die deutliche Mehrheit der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen Fonds wurde nach dem Jahr 2000 durchgeführt, speziell in den letzten Jahren nahm die Zahl der Studien zu

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen bei Fonds



Ableitung

- Die Anzahl der Veröffentlichungen zur Analyse von nachhaltigen Fonds im Vergleich zu anderen Fonds, aber auch Indizes, stieg vor allem in den letzten Jahren deutlich an
- Die Analysezeiträume der Studien liegen zumeist zwischen 1980 und 2010, der Höhepunkt wurde im Jahr 2002 erreicht

Der regionale Fokus der meisten Untersuchungen liegt bisher auf den USA, in den letzten Jahren wurden jedoch auch vermehrt andere Regionen betrachtet

Struktur der Stichprobe der im Bereich Fonds analysierten Studien

- 33 Studien untersuchten ausschließlich den amerikanischen Markt, sechs haben einen Fokus auf Europa gelegt, vierzehn haben den weltweiten Markt analysiert, die übrigen Untersuchungen haben einen anderen geografischen Fokus
- 62 Untersuchungen analysierten die Wertentwicklung unter der Berücksichtigung der drei Dimensionen E, S, G; neun Studien untersuchten nur eine Dimension, drei zogen zwei Analysedimensionen heran
- Die häufigsten Kriterien zur Messung bzw. Feststellung der Nachhaltigkeit waren Screenings und Index-Benchmarks
- Bis zum Jahr 2001 wurden in den Studien nur anglo-amerikanisch geprägte Märkte wie USA, UK und Kanada untersucht, erst danach wurde der Untersuchungsfokus auf andere Regionen, z.B. Europa, ausgedehnt

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Studien, welche die Auswirkungen des Screening-Verfahrens auf den Erfolg nachhaltiger Fonds untersuchten, wiesen dem Best-in-Class-Ansatz oftmals die besten Ergebnisse zu

Zusammenfassung der Ergebnisse der im Bereich Fonds analysierten Studien

SRI-Fonds vs. konventionelle Fonds	Die durchgeführten Vergleiche von nachhaltigen und konventionellen Fonds deuteten weltweit tendenziell darauf hin, dass sich die Wertentwicklung der beiden Fondstypen nicht signifikant unterscheidet
SRI-Fonds vs. konventionelle Indizes	Beim Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen Fonds mit traditionellen Indizes konnten in der Mehrheit keine deutlichen Renditeunterschiede identifiziert werden
SRI-Fonds vs. konventionelle Indizes und Fonds	Die Analyse von nachhaltigen Fonds im Vergleich zu konventionellen Fonds und Indizes brachten zumeist keine Nachteile nachhaltiger Anlagen zutage, allerdings bestehen regionale Unterschiede
SRI-Fonds vs. konventionelle und nachachhaltige Indizes	Keine der betrachteten Studien kam zu dem Ergebnis, dass nachhaltige Fonds im Vergleich mit nachhaltigen und konventionellen Indizes negativ abschneiden
SRI-Fonds vs. SRI-Fonds	Vergleichende Studien von Nachhaltigkeitsfonds wiesen häufig dem angewendeten Screening-Verfahren einen deutlichen Einfluss auf die Performance zu, Fonds mit Best-in-Class-Ansätzen hatten oftmals die beste Rendite

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Die Studie „Are SRI funds more resilient towards the global financial crisis?“ deutete eine bessere Performance nachhaltiger Fonds in der Krise an, insgesamt hatten diese jedoch schlechtere Ergebnisse

Detaillierte Übersicht - Fonds (1/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Are SRI Funds more resilient towards the global financial crisis?	**Nakai, Yamaguchi, Takeuchi (2011)**	**2008**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Japan**
▪ Die SRI-Fonds performten in der Finanzkrise besser, insgesamt war die Performance der Nachhaltigkeitsfonds allerdings schlechter als die der konventionellen Fonds (regionale Unterschiede in der Investorenbasis zwischen Europa und USA mit mehrheitlich institutionellen Anlegern und Japan mit überwiegend Privatanlegern)						
Are the Spanish ethical fund managers skilful?	**Ferruz, Marco, Vargas (2008)**	**2000 - 2007**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Spanien**
▪ Die Ergebnisse zur Performance sind nicht signifikant. Allerdings steigt die Anpassungsfähigkeit des Managers an die Marktbedingungen mit zunehmender Fondsgröße						
Australian Socially Responsible Funds: Performance, risk and screening intensity	**Humphrey, Lee (2011)**	**1996 - 2008**	**E, S, G**	**Screening** (Positiv, negativ)	**Neutral**	**Australien**
▪ Insgesamt keine Unterschiede bezüglich Performance und Risiko. Geringe Anzeichen dafür, dass ein Einfluss von Positiv-, Negativ-Screenings auf die Gesamtkapitalrendite besteht. Zudem schwache Anzeichen darauf, dass Fonds mit einer höheren Screeninganzahl eine bessere risikoadjustierte Performance erzielen. Bezogen auf das Risiko kann ein Positiv-Screening zu einer signifikanten Verbesserung (Risikoreduzierung) führen, ein Negativ-Screening erhöht das Risiko dagegen und verringert zudem die Anpassungsfähigkeit						
Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance	**Barnett, Salomon (2006)**	**1972 - 2002**	**Überwiegend S**	**Screening** (verschiedene Intensität, positiv, negativ)	**Gemischt**	**USA**
▪ Die Performance ist vom Screeningverfahren und der -intensität abhängig. Niedrige und hohe Screeninglevel erhöhen die Performance, mittlere Level wirken sich dagegen negativ aus						

Die Studie „Corporate Social Responsibility and financial performance“ konnte für den europäischen Markt aufzeigen, dass die Fondsperformance mit besserem Nachhaltigkeitsrating ansteigt

Detaillierte Übersicht - Fonds (2/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Comparative performance of islamic versus secular mutual funds	**Elfakhani, Hassan, Sidani (2005)**	**1997 - 2002**	**E, S, G**	**Screening** (religiös)	**Gemischt**	**Weltweit**
▪ Die beste Performance haben im Allgemeinen (religiöse) Emerging Market Fonds gefolgt von Fonds in Amerika und Südafrika. In allen drei Regionen können die Fonds eine bessere Rendite erzielen als die Benchmark. In Asien anlegende Fonds erzielten die schlechtesten Ergebnisse. Zyklusbezogen konnten insbesondere in der Boom- und Rezessionsphase gute Ergebnisse erzielt werden. Generell konnte ein „Learning Effect“ sowie gute Hedge-Fähigkeiten gegen Marktschwankungen und Rezessionen beobachtet werden						
Corporate Social Responsibility and financial performance	**Van de Velde, Vermeir, Corten (2005)**	**2000 - 2003**	**E, S, G**	**Vigeo-Rating**	**Positiv**	**Europa**
▪ Fonds mit besserem Nachhaltigkeits-Rating haben eine bessere Performance als Fonds mit einem niedrigen Nachhaltigkeitsrating (kurzer Betrachtungszeitraum beeinflusst die Signifikanz der Ergebnisse)						
Do green Exchange Traded Funds outperform the S&P500?	**Sabbaghi (2011)**	**2005 - 2010**	**G**	**Screening**	**Gemischt**	**Weltweit**
▪ In dem Zeitraum von 2005 - 2008 war die Performance der „grünen ETFs“ besser als die der Benchmark. Ab 2008 zeigten diese hingegen eine schlechtere Performance. Außerdem gelang es den „grünen ETFs” nicht, einen Hedge gegenüber der Marktvolatilität zu bieten						
Do socially responsible fund managers really invest differently?	**Benson, Brailsford, Humphrey (2006)**	**1994 - 2003**	**Überwiegend S**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Kein Unterschied in den Managerfähigkeiten (Stock Picking). Generell schlagen sowohl bei den SRI als auch konventionellen Fonds nur wenige den Markt						

Die Untersuchung „Does social investing generate higher returns?“ zeigt, dass Nachhaltigkeits-fonds mit einem Best-in-Class-Screening eine bessere Performance erzielen

Detaillierte Übersicht - Fonds (3/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentli-chungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeits-dimensionen	Nachhaltigkeits-ansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeits-faktoren	Region
Does social investing generate higher returns?	**Statman, Glushkov (2010)**	**1992 - 2007**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**k.A.**
▪ Ein Best-in-Class-Screening ermöglicht bei Nachhaltigkeitsfonds eine bessere Performance. Ein Negativ-Screening hat eine schlechtere Performance zur Folge. Allerdings weisen auch „Sin-Fonds“ eine positive Rendite auf						
Doing well while doing good? Revisited: A study of socially responsible firms' short-term versus long-term performance	**Shank, Manullang, Hill (2005)**	**1993 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Auf kurze Sicht verhielt sich die Performance der Nachhaltigkeitsfonds neutral, langfristig gesehen war diese dagegen positiv						
Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds	**Hamilton, Joe, Statman (1993)**	**1981 - 1991/ 1986 - 1990**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Die Performance der Nachhaltigkeitsfonds, welche vor 1985 gegründet wurden, ist im Vergleich zu den konventionellen Fonds positiv. Fonds welche nach 1985 gegründet wurden, zeigten hingegen eine negative Performance						
Effect of positive screens on financial performance: Evidence from ethical mutual fund industry	**Ferruz, Muñoz, Vicente (2011)**	**1994 - 2010**	**S**	**Screening** (positiv, negativ)	**Gemischt**	**USA**
▪ Ein Positiv-Screening wirkt sich neutral auf die Performance aus. Ein Negativ-Screening hat hingegen negative Auswirkungen. Zudem nimmt die Stockpicking-Fähigkeit des Managements bei einem Negativ- und Religiösen-Screening negative Ausprägungen an. Ein Positiv-Screening hat keine signifikanten Auswirkungen auf die Stockpicking-Fähigkeit des Managements						

Die Studie „Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis" zeigte keinen signifikanten Performanceunterschied zwischen den Fondsarten

Detaillierte Übersicht - Fonds (4/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?	**Bauer, Otten, Rad (2006)**	**1992 - 1996/ 1996 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Australien**
▪ Kein signifikanter Performanceunterschied zwischen Nachhaltigkeitsfonds und konventionellen Fonds. Von 1992 - 1996 underperformen die „domestic" (inländischen) Nachhaltigkeitsfonds. Zwischen 1996 - 2003 existierten fast keine erkennbaren Unterschiede (es wird angenommen, dass es sich um eine Übergangs- bzw. Gewöhnungsphase („Learning Effect") handelt). Geringe Unterschiede ergaben sich je nach Verwendung eines bedingten und nicht bedingten Modells						
Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effect	**Gregory, Matatko, Luther (1997)**	**1986 - 1994**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Negativ**	**UK**
▪ Bei Durchschnittsbetrachtungen wiesen Nachhaltigkeitsfonds eine tendenziell schlechtere Performance auf. Die meisten Nachhaltigkeitsfonds haben tendenziell eine Small Cap Bias						
Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis	**Kreander, Gray, Power, Sinclair (2005)**	**1995 - 2001**	**E, S**	**Index Benchmark**	**Neutral**	**Europa**
▪ Das Fähigkeiten des Market Timing sind unabhängig von einem nachhaltigen oder konventionellen Anlagefokus. Außerdem wurde kein signifikanter Performanceunterschied von nachhaltigen und konventionellen Fonds (Benchmarkvergleich) beobachtet						
Evaluating the performance of socially responsible investment funds: A holdings data analysis	**Stenström, Thorell (2007)**	**2001 - 2007**	**E, S, G**	**Screening** (Positiv, negativ, Engagement)	**Gemischt**	**Weltweit** (insb. Europa, USA)
▪ Die beste Performance erreichten Portfolios mit Ausschlüssen von „unethischen" Werten auf Basis eines „norm-based Screening"						

Die Untersuchung „Financial performance of SRI funds between 2002 and 2009“ konnte zeigen, dass nachhaltige Fonds eine bessere Performance erzielten als der MSCI World

Detaillierte Übersicht - Fonds (5/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Exploring the cost of investing in socially responsible mutual funds: An empirical study	**Blanchett (2010)**	**1991 - 2010**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Allgemein keine signifikanten Ergebnisse. Nachhaltigkeitsfonds zeigen eine geringe Underperformance (reine Rendite), konnten risikoadjustiert jedoch eine leichte Outperformance erzielen						
Financial payback from environmental and social factors in Australia	**Rey, Nguyen (2005)**	**1995 - 2004**	**E, S, G**	**Screening**	**Positiv**	**Australien**
▪ Bei Corporate Social Responsibility (CSR) Portfolios nimmt, ebenso wie bei Industry Sustainability (IS) Portfolios (geringere Effektstärke), die Performance mit einem besseren Ranking zu						
Financial performance of SRI funds between 2002 and 2009	**Weber, Mansfeld, Schirrmann (2010)**	**2002 - 2009**	**E, S, G**	**Screening**	**Positiv**	**Weltweit** (meist Europa)
▪ Nachhaltigkeitsfonds haben signifikant höhere Renditen als der MSCI World Index (sowohl in Bull- als auch in Bear-Phase)						
Green and good? The investment performance of US environmental mutual funds	**Climent, Soriano (2011)**	**1987 - 2009**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Gemischt**	**USA**
▪ Auf lange Sicht (1987 - 2009) schlechtere Performance der Nachhaltigkeitsfonds. Im Zeitraum von 2001 - 2009 ist dagegen kein signifikanter Unterschied der Fondsarten (SRI, Green, konventionell) mehr zu beobachten (Erklärung ist möglicherweise der „Learning Effect“)						

Im Rahmen der Analyse „International evidence on ethical mutual fund performance and investment style" konnten für den deutschen Markt keine Unterschiede aufgezeigt werden

Detaillierte Übersicht - Fonds (6/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
International diversification and microfinance	**Galema, Lensink Spierdijk (2008)**	**1997 - 2007**	**S**	**Thematisch**	**Gemischt**	**Weltweit**
▪ Es scheint eine regionale Abhängigkeit der Performance von Mikrofinanzanlagen zu existieren (Südamerika positiv, Afrika negativ)						
International evidence on ethical mutual fund performance and investment style	**Bauer, Koedijk, Otten (2005)**	**1990 - 2001**	**E, S, G**	**Index Benchmark/ Matching Ansatz**	**Gemischt**	**Deutschland, UK, USA**
▪ Nachhaltigkeitsfonds, welche nur innerhalb der USA anlegen, haben eine signifikant schlechtere Performance. International agierende US-Nachhaltigkeitsfonds haben dagegen eine neutrale Performance im Vergleich zu konventionellen Fonds. Nachhaltigkeitsfonds aus Deutschland weisen ebenfalls eine neutrale Performance auf. In den frühen Neunzigerjahren zeigten alle Nachhaltigkeitsfonds eine schlechte Performance. Zwischen 1998 - 2001 glich sich die Wertentwicklung den konventionelle Fonds an (möglicher „Learning Effect"). Generell hatten „ältere Nachhaltigkeitsfonds" (Auflage vor 1998) eine bessere Performance als „Jüngere" (zudem starke Small Cap Bias bei Deutschen und UK Fonds, allgemein eher Growth-Fokus)						
Investing in socially responsible mutal funds	**Geczy, Stambaugh, Levin (2005)**	**1963 - 2001**	**E, S, G**	**Screening** (positiv, negativ)	**Negativ**	**USA**
▪ Im Performance Vergleich erzielen die Nachhaltigkeitsfonds schlechtere Ergebnisse wobei die Ausprägungen variieren (je nach genutztem Analysemodell und Fähigkeiten der Fondsmanager)						
Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds	**Renneboog, ter Horst, Zhang (2011)**	**1992 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Weltweit** (17 Länder)
▪ Es konnte ein „smart money effect" beobachtet werden. Anleger in ethische Fonds scheinen weniger sensitiv gegenüber vergangenen negativen Renditen zu sein als Investoren in konventionellen Fonds (Mittelzu- und Abflüsse)						

Die Studie „Is there a cost to being socially responsible in investing?“ ergab keine Unterschiede in den Renditen nachhaltiger und konventioneller Fonds

Detaillierte Übersicht - Fonds (7/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Is faith-based investing rewarding? The case for Malaysian Islamic unit trust funds	**Hassan, Khan, Ngow (2010)**	**k.A.**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Neutral**	**Malaysia**
▪ Es existieren keine Unterschiede in der Performance. Allerdings sind religiöse Nachhaltigkeitsfonds mehr Small Cap-orientiert, konventionelle Fonds haben dagegen einen stärkeren Value-Fokus						
Is there a cost to being ethical? A study on the performance of Swedish ethical mutual funds	**Benjaminsson, Westerdahl (2002)**	**1999 - 2002**	**E, S, G**	**Screening** (Positiv, negativ)	**Neutral**	**Schweden**
▪ Die Performance von „älteren Fonds“ ist besser als die von „Neuen“ („Learning Effect"). Die Ergebnisse werden als Hinweis darauf gewertet, dass nicht der Aspekt der Nachhaltigkeit, sondern die Managerfähigkeiten, für den Erfolg eines Fonds entscheidend sind						
Is there a cost to being socially responsible in investing?	**Guerard (1997)**	**1982 - 1994**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Insgesamt kein statistisch signifikanter Unterschied bei den durchschnittlichen Renditen eines konventionellen und nachhaltigen Anlageuniversum im Zeitraum von 1987 - 1994. Allerdings kann es zu deutlichen Performanceunterschieden bei verschiedenen Fondsmanagern kommen						
Managerial abilities: Evidence from religious mutual fund managers	**Ferruz, Munoz, Vargas (2011)**	**1994 - 2010**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Negativ**	**USA**
▪ Die religiösen Fonds zeigten eine schlechtere Performance als der Markt und die konventionellen Fonds. Zudem wiesen die Fondsmanager der religiösen Fonds eine schlechte Stock Picking-Fähigkeit und ein schlechtes Market Timing auf. Ein möglicher Grund für die schlechte Stock Picking-Fähigkeit könnte die überwiegende Verwendung von Negativ-Screenings sein						

Die am amerikanischen und europäischen Markt durchgeführte Studie „Nachhaltigkeit und finanzielle Performance: Performance von nachhaltigen und „traditionellen“ Portfolios im Vergleich“ zeigt weder Rendite- noch Risikounterschiede zwischen den beiden Fondstypen

Detaillierte Übersicht - Fonds (8/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Microfinance investment funds - analysis of portfolio impact	**Oehri, Fausch (2008)**	**1999 - 2007**	**S**	**Thematisch**	**Positiv**	**Weltweit**
▪ Microfinance Investment Funds (MFIFs) können für ein Portfolio zur Diversifikation eine hilfreiche Ergänzung sein (Ergebnis abhängig von Zeitraum). Die MFIFs haben eine geringe Volatilität, eine geringe Korrelation zu anderen Assetklassen und eine adäquate Rendite. Sie eignen sich besonders für langfristige Anlagen speziell für institutionelle Investoren						
Mutual fund attributes and investor behavior	**Bollen (2007)**	**1980 - 2002**	**E, S, G**	**Screening**	**Positiv**	**USA**
▪ Nachhaltigkeitsfonds haben signifikant kleinere monatliche „Fund Flow Volatilitäten“ als konventionelle Fonds. Eine Untersuchung des Anlegerverhalten zeigt eine stärkere Reaktion der nachhaltigen Anleger bei größeren Renditen und eine schwächere Reaktion der nachhaltigen Anleger bei geringeren Renditen (nachhaltige Anleger sind „loyaler“)						
Nachhaltigkeit und finanzielle Performance: Performance von nachhaltigen und „traditionellen“ Portfolios im Vergleich	**Pföstl, Bruckner (2004)**	**1999 - 2003**	**E, S, G**	**Screening** (Best-in-Class-Ansatz)	**Neutral**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ In der Studie wurden weder signifikante Unterschiede der Renditen noch der Renditeschwankungen festgestellt						
Performance and performance persistence of ‘Ethical’ Unit Trusts in the UK	**Gregory, Whittaker (2007)**	**1989 - 2002**	**E, S, G**	**Index Benchmark/ Matching Ansatz**	**Neutral**	**UK**
▪ Es gibt Anzeichen für eine größere Performance Persistenz der Nachhaltigkeitsfonds. Der Autor beobachtet, dass die Performance zeitabhängig ist und deshalb die Ergebnisse modellabhängig (statisches oder zeitabhängiges Modell). Die Ergebnisse liefern Hinweise darauf, dass Nachhaltigkeitsfonds, welche in der Vergangenheit „winners“ waren, auch zukünftig Nachhaltigkeitsfonds, welche „losers“ waren, schlagen. Folglich wird empfohlen weiterhin auf die „winners“ zu setzen und die „losers“ zu meiden						

Im Rahmen der Studie „Performance of ethical mutual funds in Spain: Sacrifice or premium?“ konnte nachgewiesen werden, dass nachhaltige Investmentfonds am spanischen Markt eine bessere oder zumindest identische Rendite erzielen konnten

Detaillierte Übersicht - Fonds (9/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Performance evaluation of U.S. socially responsible mutual funds: Revisiting doing good and doing well	**Chang, Witte (2010)**	**1995 - 2010**	**E, S, G**	**Peergroup** (Unterschiedliche Ansätze)	**Gemischt**	**USA**
▪ Im Vergleich zu konventionellen Fonds ist die Performance der nachhaltigen Fonds negativ. Allerdings existieren innerhalb der Gruppe der nachhaltigen Fonds Performanceunterschiede („balanced“ und „fixed-income funds“ wiesen die beste Performance auf). Generell haben Nachhaltigkeitsfonds leichte Vorteile bspw. durch niedrigere Gebühren, eine geringe Häufigkeit der Portfolioumschichtungen und das Risiko						
Performance of Australia’s ethical funds	**Tippet (2001)**	**1991 - 1998**	**S, G**	**Screening**	**Negativ**	**Australien**
▪ Der Durchschnitt der drei größten Nachhaltigkeitsfonds hat eine signifikant schlechtere Performance als der All Ordinaries Index. Die Performance ist vom Screening abhängig. Das Screening kann profitable Branchen ausschließen und negativ für die Performance sein. Ein G-Screening hatte die beste Performance zur Folge						
Performance of ethical mutual funds in Spain: Sacrifice or premium?	**Fernandez-Izquierdo, Matallin-Saez (2008)**	**1998 - 2001**	**E, S, G**	**Peergroup**	**Positiv**	**Spanien**
▪ Nachhaltigkeitsfonds zeigten eine bessere oder gleiche Performance im Vergleich zum restlichen spanischen Markt (ähnliche Ergebnisse mit verschiedenen Modellen)						
Performance of socially and environmentally screened mutual funds	**Wheat (2002)**	**1999 - 2001**	**E, S**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Fonds welche ein Nachhaltigkeitsscreening anwenden haben eine ähnliche Performance jedoch ein höheres Risiko						

Die Studie „Social investing and modern portfolio theory“ zeigte keine Renditedifferenzen zwischen nachhaltigen und traditionellen Anlagen, empfiehlt jedoch eine Mischung beider Anlagen

Detaillierte Übersicht - Fonds (10/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Portfolio diversification and environmental, social or governance criteria: Must responsible investments really be poorly diversified?	**Hoepner (2010)**	**k.A.**	**E, S, G**	**Screening**	**Positiv**	**k.A.**
▪ Ein Negativ-Screening kann sich negativ auf die Diversifikation auswirken. Positiv- und Best-in-Class-Screenings haben dagegen positive Auswirkungen (es wird empfohlen ein Best-in-Class-Screening zu nutzen). Generell kann SRI das Risiko reduzieren. Besonders für Pensionsfonds sind SRI-Fonds aufgrund der Risikoanforderungen eine attraktive Anlage (theoretische Betrachtung, keine empirischen Belege)						
Risk-return of Belgian SRI funds	**Van Liedekerke, De Moor, Van Walleghem (2007)**	**1995 - 2005**	**E, S, G**	**Unterschiedliche Ansätze**	**Neutral**	**Weltweit** (insb. Belgien)
▪ Studie weist keine erkennbaren Performance Unterschiede aus. Zudem konnte auch kein „Learning Effect" beobachtet werden. Daneben scheint der belgische Nachhaltigkeitsmarkt unterentwickelt zu sein (vermutlich geben Berater zu wenig Empfehlungen für Nachhaltigkeitsanlagen)						
Shariah-compliant equities: Empirical evaluation of performance in the European market during credit crunch	**Alam, Rajjaque (2010)**	**2006 - 2009**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Positiv**	**Europa**
▪ Das schariakonforme Portfolio weist im Vergleich zu S&P 350 Europe und dem S&P ohne Finanzwerte eine bessere Performance sowie ein geringeres Risiko auf (zudem besseres Stock Picking). Die geringere Diversifikation wirkt sich nicht negativ aus (Ergebnisse sind nicht von der Finanzkrise abhängig). Zudem wird darauf hingewiesen, dass der Bereich der schariakonformen Anlagen innerhalb von CSR/ SRI ein schnell wachsender Markt ist						
Social investing and modern portfolio theory	**Hickman, Teets, Kohls (1999)**	**1991 - 1995**	**E, S, G**	**Screening** (Negativ)	**Neutral**	**USA**
▪ Keine signifikanten Unterschiede der Anlagen. Es wird eine Mischung traditioneller und nachhaltiger Geldanlagen empfohlen						

Die Untersuchung „Socially responsible investing in the global market: Performance of US and European funds“ zeigt für Europa keine Unterschiede zwischen nachhaltigen und traditionellen Fonds

Detaillierte Übersicht - Fonds (11/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Socially responsible investment screening: Strong empirical evidence of no significant cost for actively managed value-focused portfolios	**Stone, Guerard, Gultekin, Adams (2001)**	**1984 - 1997**	**E, S, G**	**Matching Ansatz/ Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Es konnten keine signifikanten Kosten der verschiedenen SRI-Screenings festgestellt werden						
Socially responsible investing and management style of mutual funds in the Euronext stock markets	**Plantinga, Scholtens (2002)**	**1994 - 2000**	**E, S, G**	**Matching Ansatz**	**Gemischt**	**Belgien, Frankreich, Niederlande**
▪ Die durchschnittliche monatliche Rendite der SRI-Anlagen ist in Belgien am höchsten und in Frankreich am niedrigsten. Der niederländische Markt weist die größte Volatilität der Renditen auf. Zudem existieren Unterschiede in der Marktentwicklung. Nachhaltigkeitsanlagen haben in Frankreich keine große Bedeutung, in den Niederlanden sind dagegen 1/3 aller Fonds nachhaltig						
Socially responsible investing and portfolio diversification	**Bello (2005)**	**1994 - 2001**	**S** (Überwiegend)	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Kein signifikanter Unterschied zwischen Nachhaltigkeitsfonds und konventionellen Fonds. Alle Fonds (nachhaltige und konventionelle) hatten eine schlechtere Performance als der Domini 400 Social Index und der S&P 500						
Socially responsible investing in the global market: Performance of US and European funds	**Cortez, Silva, Areal (2009)**	**1996 - 2007**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ Die Ergebnisse der Untersuchung sind regional unterschiedlich: Neutral (Europa), Negativ (USA, Österreich). Im Allgemeinen gibt es eine Übergewichtung von Small Caps und Growth-Titeln, außerdem wurde ein Home Bias festgestellt						

Im Gegensatz zu einer Reihe anderer Studien zeigt die Analyse „Socially responsible investing: Doing good versus doing well in an efficient market“ negative Ergebnisse nachhaltiger Fonds in einem effizienten Markt

Detaillierte Übersicht - Fonds (12/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Socially responsible investing: Better for your soul or your bottom line?	**Asmundson, Foerster (2001)**	**1990 - 1999**	**E, S**	**Index Benchmark**	**Neutral**	**Kanada**
▪ Im Performancevergleich ergaben sich keine Unterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Anlagen, jedoch wurde eine mögliche Erhöhung des Risikos durch nachhaltige Anlagen beobachtet						
Socially responsible investing: Doing good versus doing well in an efficient market	**O'Brien, Hylton (1992)**	**1987 - 1992**	**E, S, G**	**Screening**	**Negativ**	**USA**
▪ Negative Performance von Nachhaltigkeitsanlagen in einem effizienten Markt						
Socially responsible investing: Moral and optimal?	**Kadiyala (2009)**	**1992 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Studienergebnisse liefern kein einheitliches Ergebnis über die Performance nachhaltiger Geldanlagen. Während die Performance der SRI-Fonds negativ war, konnte ein selbst erstelltes SRI-Portfolio eine positive Performance erzielen. Generell konnte kein Nachweis dafür erbracht werden, dass SRI-Anlagen in Krisen weniger risikoanfällig sind						
Socially responsible investment fund performance the impact of screening intensity	**Lee, Humphrey, Benson, Ahn (2010)**	**1989 - 2006**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Die Screeninghäufigkeit hat einen negativen Einfluss auf die risikoadjustierte Performance (kein Einfluss auf die reine Rendite). Es wurde kein Einfluss auf unsystematische Risiken festgestellt. Daneben reduziert die Screeningintensität das Gesamtrisiko (kurvilinearer Zusammenhang). Zudem beeinflusst die Art des Screenings das Risiko. Aufgrund des kurvilinearen Risikozusammenhangs und der besseren Performance werden Fonds mit geringer Screeningintensität empfohlen						

Die Studie „Socially responsible investments in Europe: the effects of screening on risk and the clusters in the fund space“ identifizierte keinen Zusammenhang zwischen der Screeningintensität und der Rendite, aber einen signifikanten Einfluss auf das Risiko

Detaillierte Übersicht - Fonds (13/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Socially responsible investments in continental Europe: A multifactor style analysis	**Miglietta (2005)**	**1996 - 2004**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Gemischt**	**Europa**
▪ Auf Basis einer Analyse mittels des CAPM wurde eine schlechtere Performance aller Fonds (SRI und konventionell) im Vergleich zur Benchmark beobachtet. Im Gegensatz zu anderen Studien keine Small Cap Bias bei Verwendung eines Style Analysis Models (eher Large Cap). Zudem wurde in der Folge des „Platzens der Internetblase“ eine Orientierung hin zu Value- und eine Entfernung von Growth-Titeln beobachtet						
Socially responsible investments in Europe: The effects of screening on risk and the clusters in the fund space	**Laurel (2011)**	**1980 - 2010**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Europa**
▪ Die Screeningintensität hat keine Auswirkungen auf die Rendite aber eine kurvilineare auf das Risiko. Nachhaltigkeitsfonds können in Krisenzeiten wegen einer geringeren Volatilität sicherer sein. Ein Screening nach G hatte einen positiven Effekt auf die Performance (während der Finanzkrise 2008 - 2010), ein Screening nach „Controversial Business Involvement" hatte dagegen negative Auswirkungen auf die Performance. Auf lange Sicht waren sechs verschiede „Investment Style Cluster“ zu beobachten						
SRI Funds: Does more social mean less financial performance?	**Biehl, Hoepner (2011)**	**1998 - 2010**	**E, S**	**Screening**	**Gemischt**	**UK**
▪ Portfolios mit dem besten Nachhaltigkeits-Rating underperformen. Porfolios mit den niedrigsten sozialen Rating underperformen nicht signifikant. Grundsätzlich wurden jedoch keine klaren Zusammenhänge aufgedeckt. In der Studie wurde beobachtet, dass „nachhaltige Performance“ nicht automatisch schlechtere Performance bedeutet (allerdings wurde im Gegensatz zu anderen Studien kein linearer oder kurvilinearer Zusammenhang gefunden)						
Style and performance of Dutch socially responsible investment funds	**Scholtens (2005)**	**2001 - 2003**	**E, S, G**	**Unterschiedliche Ansätze**	**Gemischt**	**Weltweit** (USA, Europa, insb. Niederlande)
▪ Es zeigte sich kein signifikanter Performanceunterschied. Fonds aus den Niederlanden sind besonders im Umwelt- und Energiebereich aktiv. Dies war in der untersuchten Zeitperiode unvorteilhaft für deren Performance. Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern sind SRI-Fonds aus den Niederlanden Value- und nicht Growth-orientiert						

In der Untersuchung „Socially responsible investments in Europe: the effects of screening on risk and the clusters in the fund space" wurde gezeigt, dass die Screeningintensität keine Auswirkungen auf die Rendite hat, das Risiko jedoch signifikant beeinflusst

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ Socially responsible investments in Europe: the effects of screening on risk and the clusters in the fund space	**Autor**	▪ Laurel
Veröffentlichungsdaten/ Analysezeitraum	▪ 2011 ▪ 1980 - 2010	**Veröffentlichungsmedium (Rating)**	▪ SSRN Working Paper number 1883427 (Paper)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuchungsobjekte**	▪ Europa ▪ 529 in Europa domizilierte Fonds
Forschungsfrage	▪ Welche Auswirkung hat die Screeningintensität auf das Risiko von Nachhaltigkeitsfonds?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Auf Basis des CAPM wurde analysiert, welchen Einfluss die Screeningintensität (Daten vom European Social Investment Forum und Avanzi) auf das Risikoniveau von Nachhaltigkeitsfonds hat		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Insgesamt wurde festgestellt, dass die Screeningintensität keine Auswirkungen auf die Rendite hat, allerdings hat diese eine kurvilineare Auswirkung auf das Risiko ▪ Nachhaltigkeitsfonds können in Krisenzeiten, wegen einer geringeren Volatilität, eine sicherere Anlage darstellen ▪ Ein Screening nach G hatte einen positiven Effekt auf die Performance (während der Finanzkrise 2008 - 2010), ein Screening in Bezug auf „Controversial Business Involvement" hatte dagegen negative Auswirkungen auf die Performance ▪ Langfristig waren in der Stichprobe sechs verschiedene „Investment Style Cluster" zu beobachten		

Innerhalb der Studie „The external performance of socially-responsible mutual funds" konnten keine signifikanten Renditedifferenzen aufgedeckt werden

Detaillierte Übersicht - Fonds (14/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeits-dimensionen	Nachhaltigkeits-ansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeits-faktoren	Region
The cost of socially responsible investing	**Adler, Kritzman (2008)**	**20 Jahre**	**E, S, G**	**k.A.**	**Negativ**	**k.A.**
▪ Mit Hilfe einer Monte-Carlo-Simulation wurde das zukünftige Verhalten und die Performance von Nachhaltigkeitsanlagen simuliert (rein theoretische Studie)						
The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada	**Bauer, Derwall, Otten (2007)**	**1994 - 2003**	**E, S, G**	**Index und konstruierte Fondsbenchmark**	**Neutral**	**Kanada**
▪ Es konnten keine signifikanten Unterschiede zwischen konventionellen und nachhaltigen Fonds festgestellt werden (Tests mit verschiedenen Modellen (CAPM, 4-Faktor, Carhart und bedingten Modell))						
The external performance of socially-responsible mutual funds	**Reyes, Grieb (1998)**	**1986 - 1995**	**E, S, G**	**Peergroup** (Unterschiedliche Ansätze)	**Neutral**	**USA**
▪ Es wurden keine signifikanten Unterschiede zwischen den verschiedenen Anlagen beobachtet						
The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility	**Mill (2006)**	**1996 - 2004**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**UK**
▪ Bezogen auf die Performance ergaben sich keine Unterschiede nach dem Wechsel zu SRI, es wurden jedoch größere Renditeschwankungen festgestellt. Dabei ist die Volatilität bei neuen Nachhaltigkeitsfonds größer (mögliche Begründung ist ein „Learning Effect")						

Die Studie „The external performance of socially-responsible mutual funds“ kam zu dem Ergebnis, dass nur wenige nachhaltige Fonds eine bessere Performance hatten, allerdings wies auch kein Fonds eine signifikant negative Performance auf

Detaillierte Übersicht - Fonds (15/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The financial performance of Canadian and American environmental and social mutual funds	**Bouchra, Turcotte (1998)**	**1990 - 1997**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA, Kanada**
▪ Verschiedene Performancemaße führen teils zu verschiedenen Ergebnissen. Insgesamt konnten jedoch keine signifikanten Unterschiede beobachtet werden						
The financial performance of ethical investment funds	**Mallin, Saadouni, Briston (1995)**	**1986 - 1993**	**E, S, G**	**Matching Ansatz/ Screening**	**Positiv**	**UK**
▪ In der Studie wurde eine bessere Performance der ethischen Fonds festgestellt. Bei Betrachtung der risikoadjustierten Renditen war der Unterschied jedoch nur gering						
The financial performance of ethical investment trusts an Australian perspective	**Cummings (2000)**	**1986 - 1994**	**E, S, G** (Besonders S)	**Screening/ Index Benchmark**	**Gemischt**	**Australien**
▪ Minimal bessere Performance der Nachhaltigkeitsfonds im Vergleich zum Industry Average Index, aber leicht negativ zum All Ordinaries Accumulation Index und Small Cap Indizes. „Ältere Fonds“ zeigten eine bessere Performance als „Jüngere“						
The financial performance of European ethical funds	**Kreander, Gray, Power, Sinclair (2002)**	**1996 -1998**	**E, S, G**	**Index Benchmark/ Matching Ansatz**	**Neutral**	**Europa**
▪ Nur wenige Nachhaktigkeitsfonds zeigten eine bessere Performance, allerdings wies auch kein Fonds eine signifikant negative Performance auf. Generell hatte keine Fondsmanager eine positive Market Timing-Fähigkeit, bei einigen Managern waren diese sogar signifikant negativ						

Die Untersuchung „The investment performance of UK "ethical" unit trusts" kam zu dem Ergebnis, dass ethische Fonds eine leicht positive Performance und eine deutliche Small Cap Bias aufweisen

Detaillierte Übersicht - Fonds (16/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The impact of faith-based screens on investment performance	**Lyn, Zychowicz (2010)**	**2001 - 2008**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Positiv**	**USA**
▪ Die Performance von „faith based Funds" (religiöse) übertrifft den Markt. Darüber hinaus ist die Rendite ähnlich wie die der SRI-Fonds						
The investment performance of socially responsible investment funds in Australia	**Jones, van der Laan, Frost, Loftus (2008)**	**1986 - 2005**	**E, S, G**	**Screening**	**Negativ**	**Australien**
▪ Es wurde eine signifikant schlechtere Performance der Nachhaltigkeitsfonds (besonders von 2000 - 2005) im Vergleich zur Benchmark beobachtet. Allerdings haben australische Nachhaltigkeitsfonds eine bessere Wertentwicklung als konventionelle australische Fonds. In diesem Zusammenhang wird die bessere Performance der internationalen Nachhaltigkeitsfonds auch auf die Schwäche der internationalen Indizes im Vergleich zum ASX zurückgeführt						
The investment performance of UK „ethical" unit trusts	**Luther, Matatko, Corner (1992)**	**1984 - 1990**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Neutral**	**UK**
▪ Es wurde eine leicht positive Performance der ethischen Fonds festgestellt (nicht signifikant). Außerdem konnte eine Small Cap Bias identifiziert werden						
The performance of ethical unit trusts: Choosing an appropriate benchmark	**Luther, Matatko (1994)**	**1984 - 1992**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Neutral**	**UK**
▪ Grundsätzlich wurden keine signifikanten Performanceunterschiede zwischen SRI und konventionellen Fonds beobachtet. Im Allgemeinen zeigten die SRI-Fonds einen Small Cap Bias, wodurch ein Vergleich mit einer Small Cap Benchmark die relative Performance deutlich verbesserte						

Die Studie „The performance of socially responsible funds: does the screening process matters?" zeigte negative Auswirkungen einer zunehmenden Screeningintensität auf die Rendite

Detaillierte Übersicht - Fonds (17/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The performance of European socially responsible funds	**Cortez, Silva, Areal (2009)**	**1996 - 2007**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ Es ergaben sich keine Performanceunterschiede (Ergebnisse anderer Studien wurden bestätigt)						
The performance of socially responsible funds: does the screening process matters?	**Capelle-Blancard, Monjon (2011)**	**2004 - 2007**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Frankreich**
▪ Bei zunehmender Screeningintensität (in bestimmten Sektoren) wurde eine negative Performance festgestellt. Bei Best-in-Class-Produkten konnten keine Performanceunterschiede festgestellt werden						
The performance of socially responsible mutual funds: Incorporating sociopolitical information in portfolio selection	**Goldreyer, Diltz (1999)**	**1981 - 1997**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Konventionelle Fonds hatten eine geringe, nicht signifikant bessere Performance. Innerhalb der Nachhaltigkeitsfonds wiesen diejenigen Fonds, welche Positiv-Screenings verwendeten, die besten Ergebnisse auf						
The performance of socially responsible mutual funds: The role of fees and management companies	**Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, Santos (2010)**	**1997 - 2005**	**E, S, G**	**Peergroup** (Unterschiedliche Ansätze)	**Positiv**	**USA**
▪ Die Performance der Nachhaltigkeitsfonds spezialisierter Anbieter war signifikant besser. Die Fonds nicht spezialisierter Anbieter zeigten eine signifikant schlechtere Performance im Vergleich zu konventionellen Fonds. Zudem wiesen Nachhaltigkeitsfonds mit höherer Screeningintensität eine leicht positivere Performance auf (nicht signifikant). Des Weiteren wurde festgestellt, dass bei Nachhaltigkeitsfonds keine höheren Gebühren anfallen. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Investoren besonders auf die Spezialisierung der Anbieter achten sollen						

Die Studie „The Performance of socially responsible mutual funds: The role of fees and management companies" zeigte eine positive Performance von Nachhaltigkeitsfonds, speziell wenn diese von einem spezialisierten Anbieter angeboten werden

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ The Performance of socially responsible mutual funds: The role of fees and management companies	**Autor**	▪ Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, Santos
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2010 ▪ 1997 - 2005	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ Journal of Business Ethics, 94:243–263 (C)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA ▪ 455 SRI- und 8.476 Beobachtungspunkte von konventionellen Fonds innerhalb des Analysezeitraums
Forschungs-frage	▪ Wie unterscheidet sich die Wertentwicklung von nachhaltigen und konventionellen Fonds mit und ohne Berücksichtigung der Managementgebühr?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines bedingten Carhart 4-Faktor-Modells und einer Matched-Pair-Analyse wurde die Wertentwicklung unterschiedlicher Peergroups konventioneller und nachhaltiger Fonds (Datenbasis: Social Investment Forum) untersucht		
+ Ergebnisse der Studie	▪ In Summe konnte ein positives Ergebnis für die Wertentwicklung nachhaltiger Investmentfonds ermittelt werden ▪ Die Performance der Nachhaltigkeitsfonds spezialisierter Anbieter war signifikant besser als die von nicht spezialisierten Anbietern, zudem fallen bei Nachhaltigkeitsfonds keine höheren Gebühren an ▪ Nachhaltigkeitsfonds mit höherer Screeningintensität weisen eine leicht positivere Performance auf (nicht signifikant) ▪ Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Investoren besonders auf die Spezialisierung der Anbieter achten sollen		

Im Rahmen der Studie „To sin or not to sin? Now that's the question“ wurde für den US-Markt gezeigt, dass Sin-Fonds eine bessere Performance und Nachhaltigkeitsfonds eine schlechtere als die Benchmark aufweisen

Detaillierte Übersicht - Fonds (18/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds	**Renneboog, ter Horst, Zhang (2008)**	**1991 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Negativ**	**Weltweit** (USA, UK, Europa, Asia-Pacific)
▪ SRI-Fonds wiesen eine vergleichsweise schlechtere Performance auf. Die negative Performance der SRI-Fonds ist nicht auf die Diversifikation und das Market Timing zurückzuführen. Zudem haben die Investoren Probleme bei der Wahl des performanceseitig besten SRI-Fonds						
The price of ethics: Evidence from socially responsible mutual funds	**Renneboog, ter Horst, Zhang (2007)**	**1992 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**Weltweit** (USA, UK, Europa, Asia-Pacific)
▪ Negative Ergebnisse in Bezug auf die Rendite von Nachhaltigkeitsfonds in Europa und im Bereich Asia-Pacific. Jedoch keine Nachteile für Nachhaltigkeitsfonds in Bezug auf die Diversifikation. Die Screeningintensität hat Auswirkungen auf die Performance (G, S positiv für risikoadjustierte Renditen, andere Screenings bspw. E führen zu signifikant niedrigeren Renditen)						
The risk-adjusted performance of responsible investment funds in South Africa	**Viviers, Bosch, Smit, Buijs (2008)**	**1992 - 2006**	**E, S, G**	**Screening** (Shareholder activism, cause-base (targeted) investing)	**Gemischt**	**Südafrika**
▪ Es wurden drei unterschiedliche Zeiträume untersucht. In den ersten beiden zeigte sich eine schlechtere Performance, wohingegen im letzten Zeitraum eine bessere Performance der Nachhaltigkeitsfonds beobachtet wurde. Eine mögliche Erklärung hierfür ist ein „Learning Effect"						
To sin or not to sin? Now that's the question	**Chong, Her, Phillips (2006)**	**2002 - 2005**	**S** (Überwiegend)	**Index Benchmark/ Matching Ansatz**	**Negativ**	**USA**
▪ Die „Sin-Fonds“ zeigten eine bessere Performance als die Benchmark, die Performance der Nachhaltigkeitsfonds war dagegen schlechter als die der Benchmark						

Die Untersuchung „The price of ethics: evidence from socially responsible mutual funds“ konnte zeigen, dass sich G- und S-Screenings positiv auf die risikoadjustierte Rendite auswirken

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ The price of ethics: evidence from socially responsible mutual funds	**Autor**	▪ Renneboog, ter Horst, Zhang
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2007 ▪ 1992 - 2003	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 168 (Paper)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA, UK, Europa, Asia-Pacific ▪ 463 SRI-Fonds und 23.624 konventionelle Fonds
Forschungs-frage	▪ Welchen „Preis“ hat die Fokussierung von Fonds auf Nachhaltigkeit in Bezug auf die Rendite und das Risiko?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels eines CAPM und dem Worldscope valueweighted Equity Index sowie Daten von Standard & Poors Fund Service (Micropal), der Worldscope Database sowie der London Share Price Database wurden unterschiedliche Rendite-berechnungen vorgenommen		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Rein renditebezogen wurden negative Ergebnisse von Nachhaltigkeitsfonds in Europa und im Bereich Asia-Pacific festgestellt ▪ Bei Betrachtung der Diversifikation der Fonds konnten keine Nachteile von nachhaltigen Anlagen festgestellt werden ▪ Zudem wurde festgestellt, dass die Screeningintensität Auswirkungen auf die Performance hat ▪ G- und S-Screenings wirken sich positiv auf die risikoadjustierte Renditen aus, andere Screenings (bspw. E) führen zu signifikant niedrigeren Renditen		

Die Ergebnisse der Untersuchung „What is behind the financial performance of ethical funds? A study of the american market" zeigen für den US-Markt keine Unterschiede zwischen nachhaltigen und traditionellen Anlagen, passive Fonds profitieren von Kostenvorteilen

Detaillierte Übersicht - Fonds (19/19)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
What is behind the financial performance of ethical funds? A study of the American market	**Burlacu, Girerd-Potin, Dupre (2005)**	**1992 - 2003**	**E, S, G**	**Eigene Messung**	**Gemischt**	**USA**
▪ Ein passives Nachhaltigkeitsportfolio hatte eine bessere Performance, insgesamt ergab sich jedoch kein Performanceunterschied. Bei aktiv gemanagten Fonds wirkte sich die Kostenbelastung negativ aus						
Socially responsible fixed-income funds	**Derwall, Koedijk (2009)**	**1987 - 2003**	**E, S, G**	**Screening**	**Gemischt**	**USA**
▪ Ähnliche Performance des Nachhaltigkeits-Anleihen-Fonds und des konventionellen Fonds, das Mischportfolio zeigte dagegen eine positive Performance						

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Im Rahmen der Studie „Socially responsible fixed-income funds“ konnte gezeigt werden, dass nachhaltige und konventionelle Anleihenfonds eine ähnliche Rendite aufweisen

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

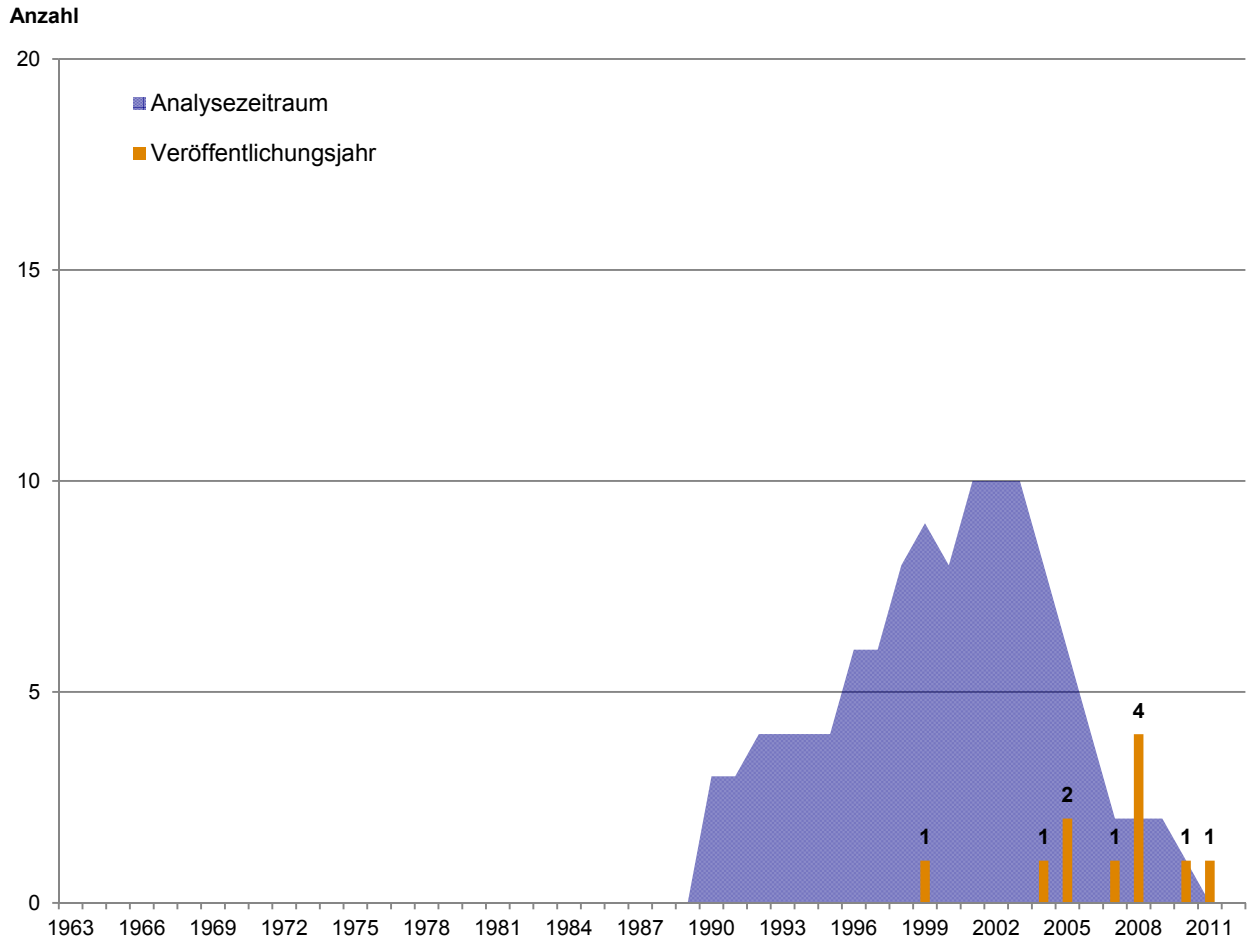
Titel der Studie	▪ Socially Responsible Fixed-Income Funds	**Autor**	▪ Derwall, Koedijk
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2009 ▪ 1987 - 2003	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ Journal of Business Finance & Accounting, 36(1) & (2), 210–229 (B)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA ▪ 15 SRI-Fonds, 9 SRI-Balaced-Fonds,
Forschungs-frage	▪ Welche Ergebnisse liefert ein Vergleich der Performance von Nachhaltigkeits-Anleihen-Fonds, gemischten Nachhaltigkeitsfonds und konventionellen Fonds?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Auf Basis eines 1- ,4- ,5- ,7- und 9-Faktor-Modells wurde mittels Performancedaten der CRSP US Mutual Fund Database, Datastream, Morningstar und The Investment Company sowie Nachhaltigkeitsdaten des US Social Investment Forum, Webseiten und Prospekten von Fonds ein Performancevergleich konventioneller und nachhaltiger Fonds durchgeführt		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Ähnliche Performance des Nachhaltigkeits-Anleihen-Fonds und des konventionellen Fonds ▪ Das Mischportfolio aus nachhaltigen und konventionellen Fonds zeigte eine positive Performance		

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - **Indizes**
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Der Bereich der Studien zu nachhaltigen Kapitalmarktindizes wurde erst vergleichsweise spät erschlossen, die erste Studie wurde im Jahr 1999 veröffentlicht

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen bei Indizes



Ableitung

- Bisher wurde der Bereich der nachhaltigen Indizes, anders als bei Aktien und Fonds, erst vergleichsweise selten wissenschaftlich analysiert
- Erst in den letzten Jahren gewann die Anzahl der Veröffentlichungen in diesem Bereich an Dynamik
- Der Untersuchungszeitraum der meisten Studien erstreckte sich von 1990 bis Anfang 2007

Im Rahmen der Analyse der Wertentwicklung von traditionellen und nachhaltigen Indizes wurden 11 Studien zur Auswertung herangezogen

Detaillierte Übersicht - Indizes (1/3)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Ethical investment: Empirical evidence from FTSE ISLAMIC INDEX	**Hussein (2004)**	**1996 - 2003**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Neutral**	**Weltweit**
▪ Insgesamt wiesen der nachhaltige und der konventionelle Index, über den gesamten Untersuchungszeitraum, eine identische Rendite auf (in der Bull-Periode signifikant bessere Performance, in der Bear-Periode schlechtere Performance)						
Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index	**Consolandi, Jaiswal-Dale, Poggiani, Vercelli (2008)**	**2001 - 2006**	**E, S, G**	**Rating** (Best-in-Class)	**Positiv**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ Aufnahme einer Aktie in den Nachhaltigkeitsindex wirkt sich positiv auf deren Wertenwicklung aus (die Herausnahme negativ)						
Is there a cost to faith-based investing: Evidence from FTSE Islamic indices	**Girard, Hassan (2008)**	**1998 - 2006**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Neutral**	**Weltweit**
▪ Konventionelle Indizes sind auf Value-Strategien und Mid Cap-Unternehmen fokussiert. Religöse Indizes haben einen Schwerpunkt auf Growth-Strategien und Small Cap-Titel. In Summe ist keine Aussage über Performanceunterschiede zwischen den verschiedenen Indextypen (nachhaltig/ konventionell) möglich. Bezogen auf die Diversifikation und das Risiko bestehen ebenfalls keine Unterschiede						
Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices	**Schröder (2007)**	**1990 - 2003**	**E, S, G**	**Index**	**Gemischt**	**Weltweit**
▪ Generell wird angemerkt, dass Studien zu Indizes Vorteile gegenüber Studien zum Vergleich der Fondsperformance aufweisen, da keine Transaktionskosten und Managementfähigkeiten berücksichtigt werden müssen. Bezüglich Renditeunterschieden gibt es kein eindeutiges Ergebnis						

Die Untersuchung „Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices“ gelangte zu dem Ergebnis, dass keine signifikanten Renditeunterschiede zwischen den Indizes bestehen

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices	**Autor**	▪ Schröder
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2007 ▪ 1990 - 2003	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (Paper)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ Weltweit ▪ 29 SRI-Aktienindizes
Forschungs-frage	▪ Welche Performance weisen unterschiedliche Nachhaltigkeitsindizes im Vergleich mit ihren Benchmarks auf?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Auf Basis einer Matched Pair Analysis und 29 Nachhaltigkeitsindizes wurde mittels CAPM und Mehrfaktorenmodellen die Performance unterschiedlicher Indizes untersucht		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Bezüglich der Renditen der Indizes konnten keine signifikanten Unterschiede identifiziert werden ▪ Generell wird methodisch angemerkt, dass Studien zu Indizes Vorteile gegenüber Studien zum Vergleich der Fondsperformance aufweisen, da keine Transaktionskosten und Managementfähigkeiten berücksichtigt werden müssen		

Die Studie „Managing risk exposures of socially screened portfolios" zeigte bei nachhaltigen Portfolios eine wachstumsorientiertere Ausrichtung als beim S&P 500

Detaillierte Übersicht - Indizes (2/3)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Managing risk exposures of socially screened portfolios	**Bartolomeo, Kurtz (1999)**	**1990 - 1999**	**S**	**Screening**	**Positiv**	**USA**
▪ Geringfügig bessere Performance der nachhaltigen Portfolios (Domini Social Index (DSI) und CORE-Portfolio). DSI ist jedoch wachstumsorientierter als der S&P 500						
Performance of Syariah and composite indices: Evidence from Bursa Malaysia	**Albaity, Ahmad (2008)**	**1999 - 2005**	**E, S, G**	**Screening** (Religiös)	**Neutral**	**Malaysia**
▪ Der Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) ist ein guter Indikator zur Prognose des Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI). Marginal schlechtere Performance des KLSI, wobei der KLCI höhere Returns, aber auch ein höheres Risiko aufweist (KLSI niedrigere Returns und ein niedrigeres Risiko). In Summe konnten risikoadjusitiert kaum Unterschiede festgestellt werden						
Socially responsible indexes: Composition, performance and tracking errors	**Statman (2005)**	**1990 - 2004**	**E, S, G**	**Index**	**Neutral**	**USA**
▪ Der Grad an Corporate Social Responsibility, gemessen an KLD Scores, schwankt zwischen den SRI-Indizes. Allerdings hat jeder der Nachhaltigkeitsindizes einen höheren Score als der S&P 500. Bei Betrachtung des gesamten Untersuchungszeitraums performten alle SRI-Indizes besser als der S&P 500 (allerdings nicht in jeder Subperiode, sondern vor allem in den Boomphasen, tendenziell vor dem Jahr 2000). Signifikante Alphas konnten jedoch nicht identifiziert werden						
Socially responsible investment in good and bad times	**Li, Cheung, Roca (2010)**	**2001 - 2009**	**E, S, G**	**Index**	**Neutral**	**USA**
▪ Allgemein haben SRI Indizes ein höheres Risiko, jedoch auch höhere Returns. Negative Effekte von Schocks dauern einen Monat an, danach dauert es 2-3 Monate bis eine Normalisierung eintritt. Das unsystematische Risiko von SRI-Indizes nimmt mit steigender Volatilität zu						

Die Analyse „Socially responsible investment in good and bad times“ zeigte das SRI-Indizes über alle Marktphasen hinweg eine höhere Rendite aber auch ein höheres Risiko aufweisen

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ Socially responsible investment in good and bad times	**Autor**	▪ Li, Cheung, Roca
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2010 ▪ 2001 - 2009	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 54 (k.A.)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ USA ▪ 7 Nachhaltigkeitsindizes
Forschungs-frage	▪ Wie entwickelt sich die Performance nachhaltiger Indizes in den unterschiedlichen Marktphasen?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels CAPM und eines Markow Switching-Modells und Daten von KLD Research & Analytics Inc. (KLD), Calvert and Financial Times Stock Exchange (FTSE) wurde die Wertentwicklung von 9 Indizes in unterschiedlichen Marktphasen analysiert		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Allgemein wurde festgestellt, dass SRI-Indizes ein höheres Risiko, aber auch eine höhere Rendite bieten (über alle Marktphasen hinweg konstant) ▪ Bei Krisen dauern negative Effekte von Schocks einen Monat an, danach braucht es 2-3 Monate zur Normalisierung ▪ Das unsystematische Risiko von SRI Indizes nimmt mit steigender Volatilität zu		

Im Rahmen der Untersuchung „The long-term performance of a social investment universe" konnten keine signifikanten Unterschiede zwischen nachhaltigen und traditionellen Anlagen identifiziert werden

Detaillierte Übersicht - Indizes (3/3)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Sustainable and responsible performance	**Vermeier, Van de Velde, Corten (2005)**	**1998 - 2004**	**E, S, G**	**ESG integration/ Screening**	**Neutral**	**Weltweit**
▪ Portfolios mit einem hohen Nachhaltigkeits-Rating zeigten eine bessere Performance als der Markt. Fonds mit einem niedrigen Nachhaltigkeits-Rating wiesen dagegen eine negative Performance auf (allg. keine signifikanten Ergebnisse)						
The financial performance of the FTSE4Good indices	**Collison, Cobb, Power, Stevenson (2008)**	**1996 - 2005**	**E, S, G**	**FTSE4Good-Kriterien**	**Neutral**	**Weltweit** (USA, UK, Europa, Rest der Welt)
▪ Aufgrund der Risikounterschiede zur Benchmark konnten die Indizes eine bessere Performance erzielen. Der längste Zeitraum in dem eine bessere Performance zu beobachten war, war jedoch bevor die Indizes handelbar wurden (2001)						
The long-term performance of a social investment universe	**Di Bartolomeo, Kurtz (2011)**	**1992 - 1999, 1999 - 2010**	**E, S, G**	**Indexzugehörigkeit**	**Gemischt** (Perioden von negativ und positiv)	**USA**
▪ Ergebnisse schwanken innerhalb der Untersuchungszeiträume (Unterschiede nicht signifikant)						

Neben der Durchführung einer Meta-Studie wurde im Rahmen der Untersuchung ein Performance-vergleich von nachhaltigen und traditionellen Kapitalmarktindizes durchgeführt

Aufbau und Struktur ausgewählter Nachhaltigkeitsindizes (1/3)

	FTSE4GOOD	Dow Jones Sustainability Index
Anzahl der Komponenten	732	340
Einführung	29. Juni 2001	8. September 1999
Backtested bis	k.A.	31. Dezember 1993
Marktkapitalisierung (Mio. USD)	7.420,8	9.063,8
Auswahl der Komponenten	▪ Das Anlageuniversum des FTSE4GOOD Index umfasst mehr als 2.000 Unternehmen in 23 Ländern ▪ Die Auswahl der Aktien erfolgt auf Basis eines Best-in-Class-Ansatzes sowie einiger Positiv- und Ausschlusskriterien ▪ Wichtige Kriterien sind Umweltmanagement, Programme gegen den Klimawandel, Einhaltung von Menschen- und Arbeitsrechten etc.	▪ Die Auswahl der Indexkomponenten erfolgt auf Basis der Ergebnisse des Researchs von SAM ▪ Der Index repräsentiert die 10% der besten Unternehmen aus dem 2.500 Unternehmen umfassenden Universums des Dow Jones Global Stock Market Index ▪ Grundsätzlich wird versucht die „Nachhaltigkeitsleader“ in 57 Branchen zu identifizieren ▪ Bewertungskriterien sind unter anderem Corporate Governance, Maßnahmen gegen den Klimawandel, Stakeholder Relations etc.
Methodik	▪ Der FTSE4GOOD Index setzt sich aus fünf Indizes, welche unterschiedliche geografische Regionen abdecken, zusammen	▪ Die Berechung des Index erfolgt auf Basis einer freefloat adjustierten Marktkapitalisierungsgewichtung
Anpassung/ Überprüfung der Zusammensetzung	▪ Halbjährlich (März und September)*	▪ Jährlich*

Quelle: Dow Jones (SAM), FTSE *) In Sonderfällen ggf. kurzfristiger Review

Als nachhaltige Indizes wurden der FTSE4GOOD und der Dow Jones Sustainability Index herangezogen

Aufbau und Struktur ausgewählter Nachhaltigkeitsindizes (2/3)

	FTSE4GOOD	Dow Jones Sustainability Index
Sektorgewichtung (in Prozent)		
Finanzen	25,8	18,9
Health Care	11,6	14,1
Konsumgüter	13,3	13,5
Industrie	6,5	12,7
Technologie	15,3	10,4
Basic Materials	5,6	9,4
Öl & Gas	4,9	6,9
Dienstleistungen	7,8	6,7
Telekommunikation	7,1	4,3
Versorger	2,2	3,1
Geographisches Exposure (in Prozent)		
Nordamerika	43,8	33,3
Europa	41,1	50,1
Asien (inkl. Australien)	15,1	14,9
Lateinamerika	-	1,3
Afrika	-	0,5

Quelle: Dow Jones (SAM), FTSE

Die Struktur der beiden Indizes unterscheidet sich teilweise signifikant, bei den Top Holdings der beiden existieren jedoch Gemeinsamkeiten

Aufbau und Struktur ausgewählter Nachhaltigkeitsindizes (3/3)

		FTSE4GOOD			Dow Jones Sustainability Index		
		Titel	Land	% am Index	Titel	Land	% am Index
Top Holdings	1	Apple	USA	4,50	General Electric	USA	2,80
	2	Microsoft	USA	2,14	IBM	USA	2,76
	3	AT&T	USA	1,74	Nestle	Schweiz	2,60
	4	Nestle	Schweiz	1,72	Johnson & Johnson	USA	2,42
	5	Johnson & Johnson	USA	1,54	Novartis	Schweiz	2,03
	6	CocaCola	USA	1,47	HSBC	UK	1,94
	7	Wells Fargo	USA	1,47	Vodafone	UK	1,78
	8	Procter & Gamble	USA	1,40	Intel	USA	1,65
	9	HSBC	UK	1,33	Samsung	Südkorea	1,60
	10	Google	USA	1,25	Roche	Schweiz	1,59

Quelle: Dow Jones (SAM), FTSE

Ingesamt umfasst die Analyse drei globale und zwei europäische SRI-Indizes

Untersuchungszeiträume der globalen SRI-Indizes

Globale SRI-Indizes	Zeitraum
FTSE4Good Global Index – 4GGL Index	31.12.2001 – 31.08.2012
Dow Jones Sustainability World Index – W1SGI Index	31.12.2001 – 31.08.2012
MSCI ESG World Index – GSIN Index	30.04.2009 – 31.08.2012

- Die globalen Indizes werden mit dem MSCI World Index verglichen, aufgrund der Datenverfügbarkeit variieren die Untersuchungszeiträume

Untersuchungszeiträume der europäischen SRI-Indizes

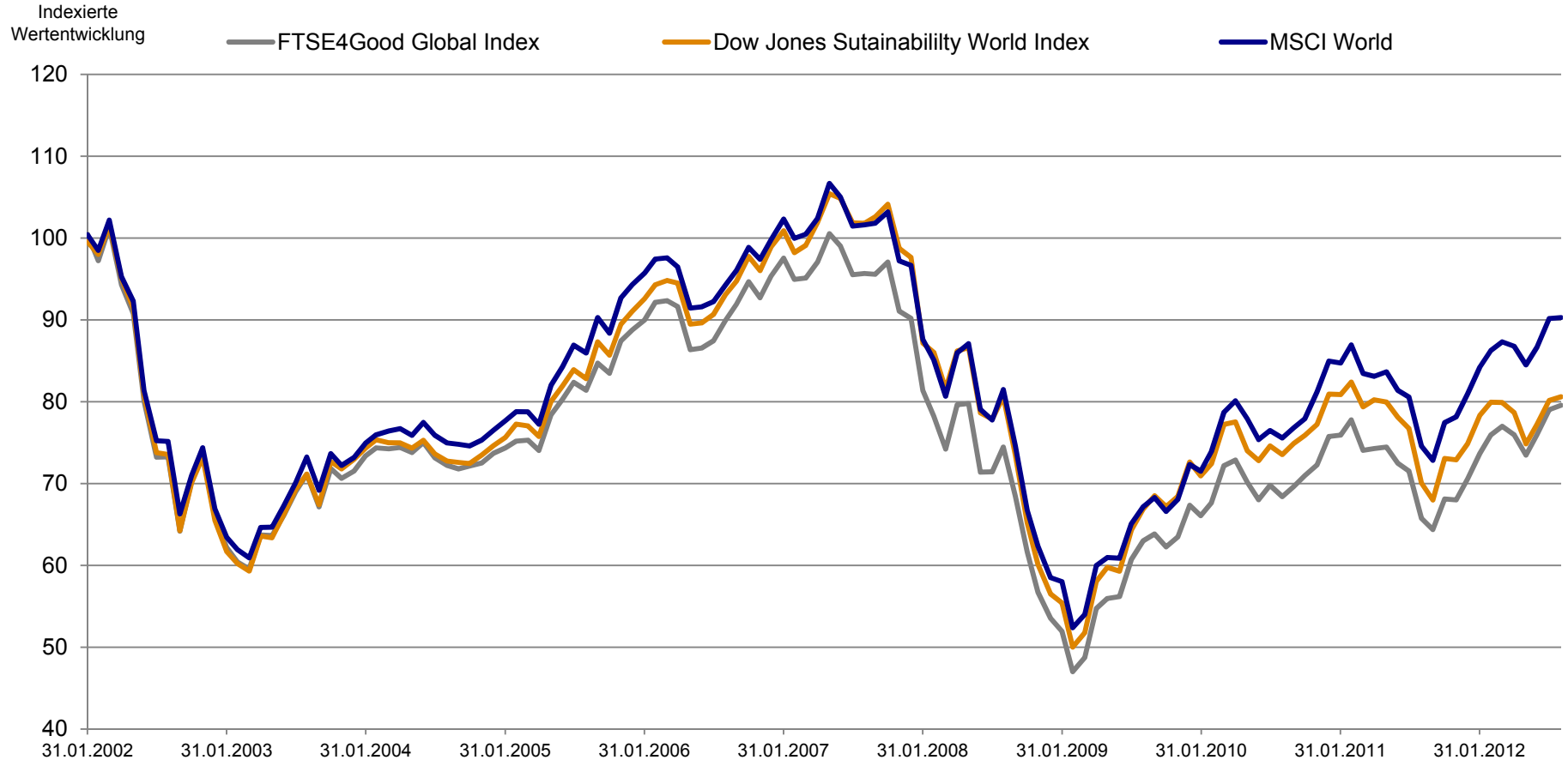
Europäische SRI-Indizes	Zeitraum
FTSE4Good Europe 50 Index – 4EU5X Index	31.12.2001 – 31.08.2012
Dow Jones Sustainability Europe Index – DJSEUR Index	31.12.2001 – 31.08.2012

- Für den europäischen Raum wurde der MSCI Europe als Benchmark verwendet

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Der FTSE4Good Global und der DJ Sustainability World wiesen im Beobachtungszeitraum eine schlechtere Performance als der MSCI World auf

Performancevergleich globaler Indizes



Quelle: Bloomberg Data

Das Risiko in Form der Volatilität der beiden SRI-Indizes ist im betrachteten Zeitraum höher als beim MSCI World

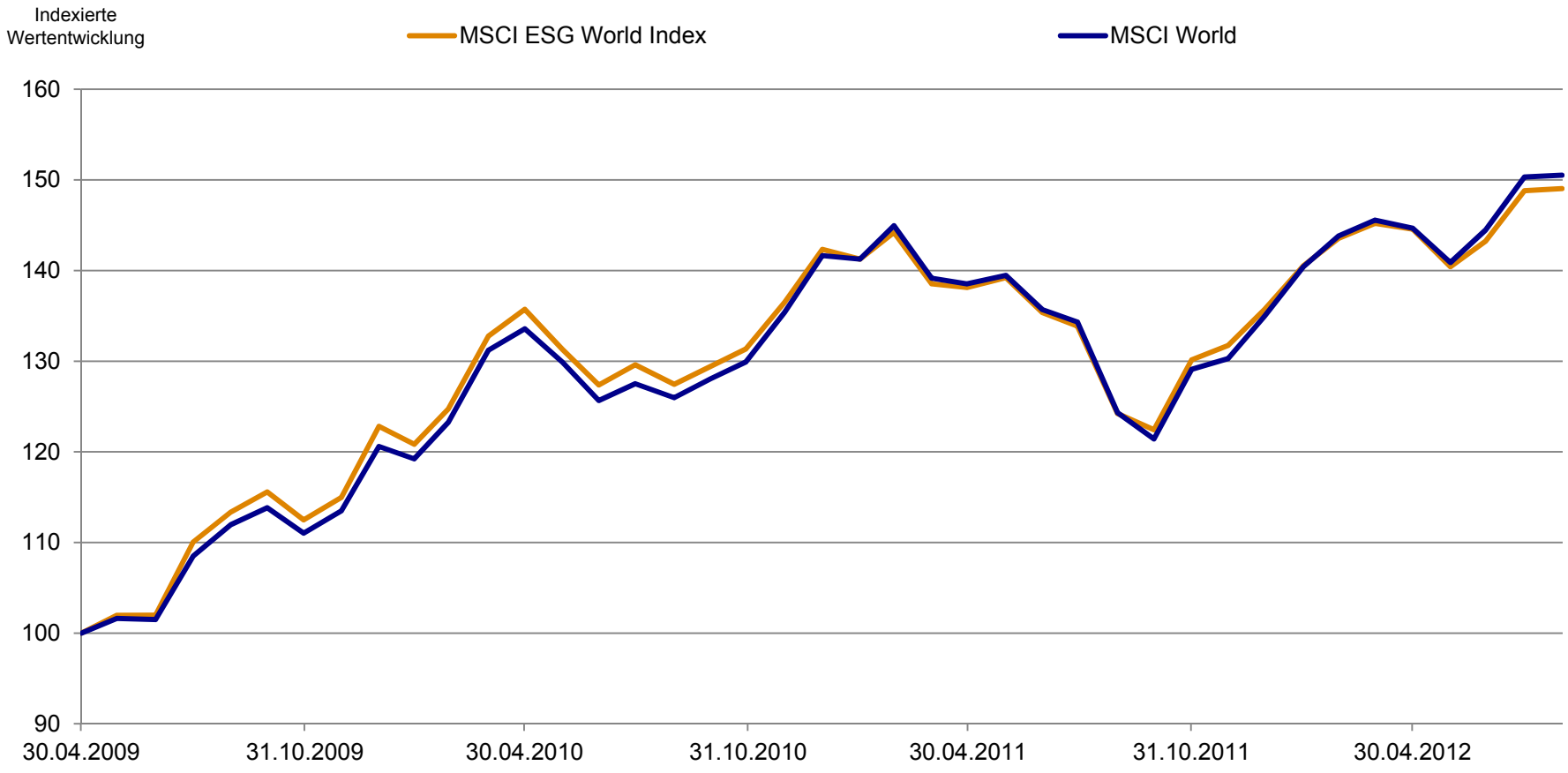
Rendite-Risiko-Profil

	FTSE4Good Global Index	Dow Jones Sustainability World Index	MSCI World
Index 31.12.2001	100.00	100.00	100.00
Index 31.08.2012	79.55	80.60	90.28
Rendite p.a.	-2.12%	-2.00%	-0.95%
Volatilität	15.49%	15.47%	14.74%
Sharpe Ratio	-0.28	-0.27	-0.21
Max. Drawdown	53.59%	52.56%	50.89%
Max. Monthly Loss	-12.39%	-12.67%	-11.80%
Max. Monthly Gain	12.29%	12.14%	11.07%

Quelle: Bloomberg Data

Die Wertentwicklung des MSCI ESG World Index unterscheidet sich im Betrachtungszeitraum nur unwesentlich vom MSCI World Index

Performancevergleich globaler Indizes



Quelle: Bloomberg Data

Das Risiko des MSCI ESG World Index ist, gemessen an der Volatilität, im betrachteten Zeitraum etwas höher als das des MSCI World

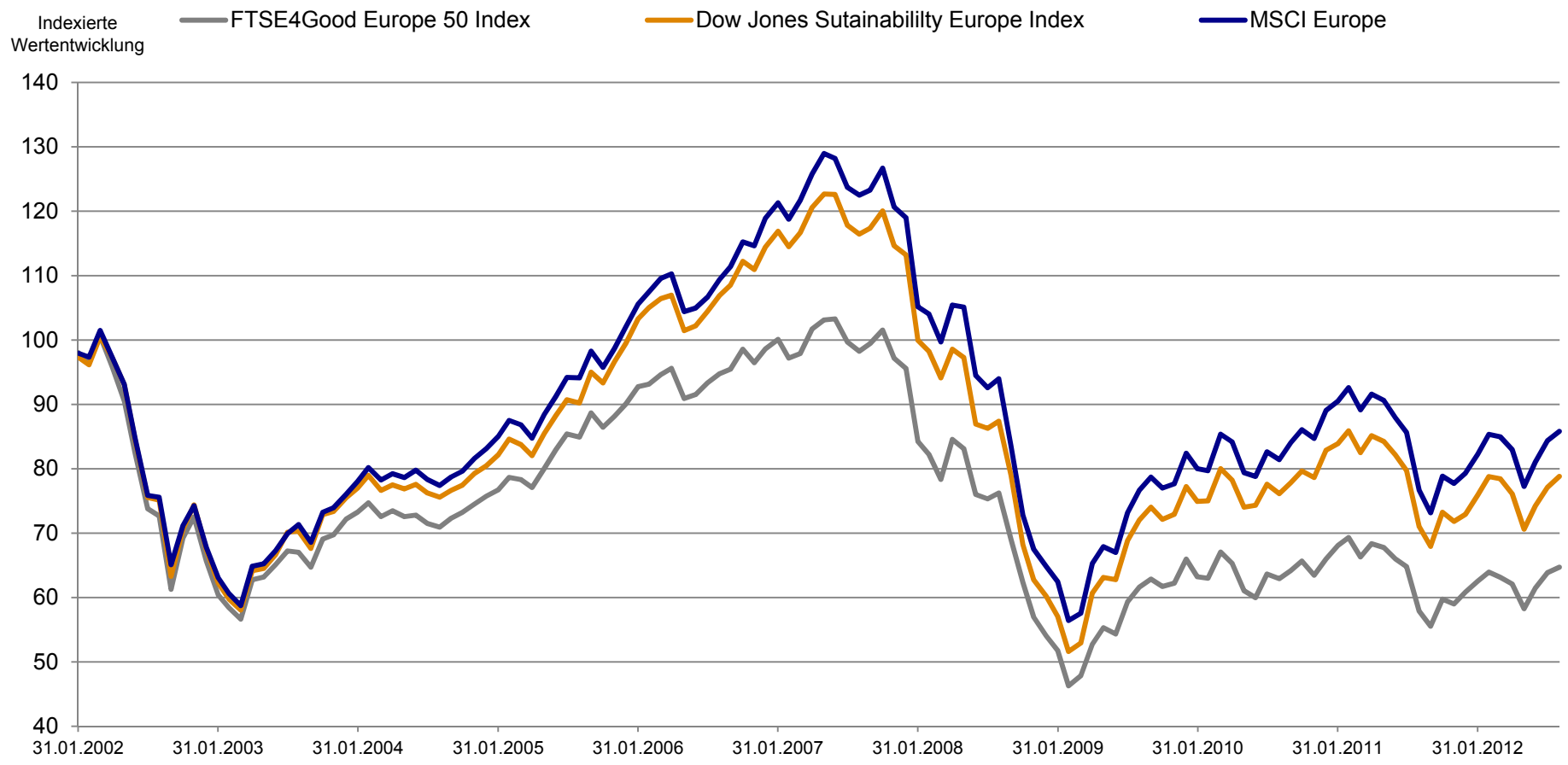
Rendite-Risiko-Profil

	MSCI ESG World Index	MSCI World
Index 31.03.2005	100.00	100.00
Index 31.07.2009	85.87	82.63
Rendite p.a.	-1.42%	-1.77%
Volatilität	16.60%	15.91%
Sharpe Ratio	-0.16	-0.19
Max. Drawdown	45.32%	50.89%
Max. Monthly Loss	-10.12%	-10.51%
Max. Monthly Gain	10.73%	11.07%

Quelle: Bloomberg Data

Sowohl der FTSE4Good Europe als auch der Dow Jones Sustainability Europe Index bleiben in ihrer Wertentwicklung hinter dem MSCI Europe zurück

Performancevergleich europäischer Indizes



Quelle: Bloomberg Data

Das Risiko der europäischen SRI-Fonds ist gleich, bzw. leicht höher als beim MSCI Europe

Rendite-Risiko-Profil

	FTSE4Good Europe 50 Global Index	Dow Jones Sustainability Europe Index	MSCI Europe
Index 31.12.2001	100.00	100.00	100.00
Index 31.08.2012	64.72	78.80	85.81
Rendite p.a.	-3.99%	-2.21%	-1.42%
Volatilität	16.55%	17.21%	16.52%
Sharpe Ratio	-0.37	-0.26	-0.22
Max. Drawdown	55.18%	57.92%	56.24%
Max. Monthly Loss	-15.66%	-15.75%	-13.89%
Max. Monthly Gain	12.96%	14.64%	13.38%

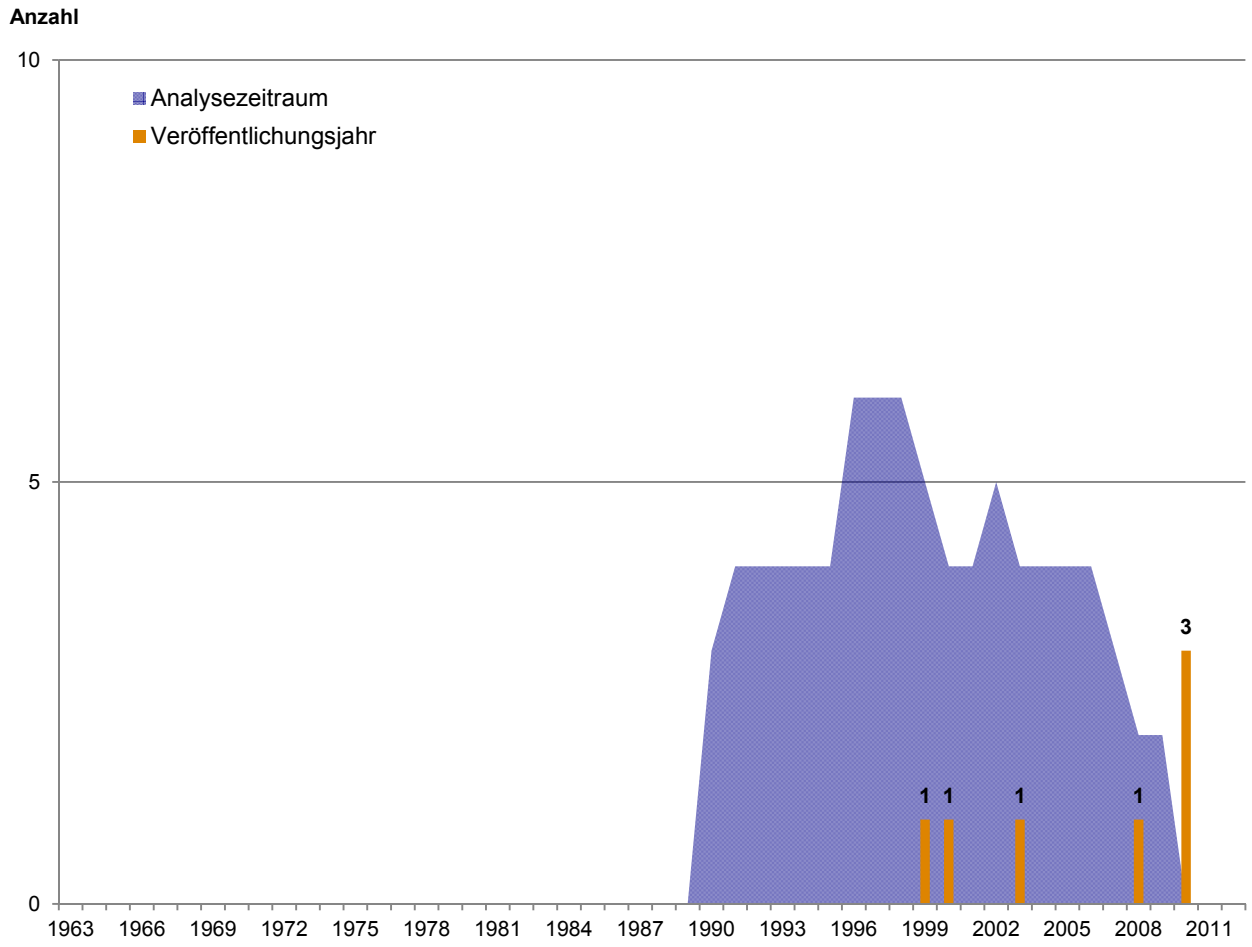
Quelle: Bloomberg Data

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - **Mehrere Assetklassen**
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Im Bereich der Studien, welche gleichzeitig mehrere Assetklassen auf einmal analysierten, wurden bisher erst relativ wenige Untersuchungen durchgeführt

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen (Mehrere Assetklassen)



Ableitung

- Insgesamt wurden bisher sieben Studien durchgeführt, welche sich gleichzeitig mit den Unterschieden von nachhaltigen und traditionellen Anlagen in mehreren Assetklassen befassten
- Während insgesamt die Veröffentlichungsintensität gering war, wurden in 2010 drei relevante Untersuchungen publiziert

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Im Rahmen der mehrere Assetklassen in UK umfassenden Untersuchung „Does ethical investment pay" wurde nachgewiesen, dass nachhaltige Anlagen im Allgemeinen ein ähnliches Rendite-Risiko-Verhältnis wie der FTSE All Share haben, wobei Risiko und Rendite jedoch geringer sind

Detaillierte Übersicht - Mehrere Assetklassen (1/2)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Does ethical investment pay	**Havemann, Webster (1999)**	**1991 - 1999**	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**UK**
▪ Allgemein weisen die nachhaltigen Anlagen eine ähnliche Risiko-Rendite-Struktur auf wie der FTSE ALL Share Index. Nachhaltigkeitsfonds haben ein etwas geringeres Risikoniveau, dadurch ist die Performance allerdings auch niedriger						
Performance Nachhaltiger Geldanlagen	**Michael Schröder (2008)**	**1996 - 2006** (Portfolio) **1997 - 2006** (Indizes)	**E, S, G**	**Rating mit Best-in-Class-Verfahren** (Bank Sarasin)	**Gemischt**	**Weltweit** (USA, Europa)
▪ Outperformance für das Top Portfolio in den USA und Europa (Sektor-Rating), negative Performance für das Differenzportfolio (nicht signifikant). Kein Performanceunterschied des DJSI und Ethical-Index in beiden Modellen. Underperformance des FTSE im Marktmodell (im FF-Modell nicht signifikant). Der Naturaktienindex zeigt eine Outperformance, hat aber auch eine höhere Volatilität (lässt sich nicht durch Benchmarks replizieren, repräsentiert eine eigene Aktienauswahl). Die große Ähnlichkeit der SRI-Indizes (DJSI, FTSE, Ethical) mit den konventionellen Benchmarks beruht auf der Anwendung des Best-in-Class-Ansatzes, was zu einer ähnlichen Struktur führt						
Socially responsible investing vs. vice investing	**Jo, Saha, Sharma, Wright (2010)**	**1990 - 2009**	**E, S, G**	**Index Benchmark**	**Gemischt**	**USA**
▪ Über den Zeitraum von einem Jahr war die Performance der SRI-Anlagen besser als die der „Sins". Auf lange Sicht gesehen wurde eine bessere Performance der „Sins" beobachtet						
Socially Responsible Investments in Germany, Switzerland and the United States - an analysis of investment funds and indices	**Schröder (2003)**	**1990 – 2002** (verschiedene Zeiträume)	**E, S, G**	**Screening**	**Neutral**	**Deutschland, Schweiz, USA**
▪ Meist keine schlechtere Performance, 44% der deutschen und schweizerischen Nachhaltigkeitsfonds haben sogar eine bessere Performance (nicht signifikant). Größter Einflussfaktor ist der US-Dollar. Einige Nachhaltigkeitsfonds haben eine spezielle Risiko-Rendite-Charakteristik im Gegensatz zu konventionellen Fonds						

Eine Analyse des französischen Marktes kam zu dem Ergebnis, dass aktiv gemanagte Nachhaltigkeitsfonds keinen Performancevorteil gegenüber Indizes bieten können

Detaillierte Übersicht - Mehrere Assetklassen (2/2)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Analysezeitraum	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region
Socially responsible mutual funds	**Statman (2000)**	**1990 - 1998**	**S**	**Screening**	**Neutral**	**USA**
▪ Die Rendite des Domini Social Index (DSI) ist ein wenig besser als die des S&P 500 (nicht signifikant). Risikoadjustiert bleiben die Renditen des DSI dagegen leicht hinter dem S&P 500 zurück (nicht signifikant). Nachhaltigkeitsfonds performen im Bereich der Fonds leicht besser (nicht signifikant). Allgemein bleibt die Wertentwicklung der Fonds jedoch hinter den Indizes zurück						
The performance of socially responsible and sustainable development in France: An update after the financial crisis	**Amenc, Le Sourd (2010)**	**2002 - 2009**	**E, S, G** (E gesondert)	**Screening**	**Gemischt**	**Weltweit** (insb. Europa)
▪ Insgesamt konnte häufig eine tendenziell negative Rendite (nicht signifikant über einen längeren Zeitraum) verzeichnet werden. Zudem wiesen die meisten Anlagen eine Small Cap Bias auf. Speziell „grüne Fonds“ weisen eine Growth Bias auf und boten in der Finanzkrise im Durchschnitt keinen Schutz für Market Downturns. Auf lange Sicht ist die Performance der „grünen" Fonds besser als die der SRI-Fonds, auf kurze Sicht sind keine Unterschiede erkennbar						
The performance of socially responsible investment - a study of the French market	**Le Sourd (2010)**	**1996 - 2007**	**E, S, G**	**Peergroup** (unterschiedliche Ansätze)	**Negativ**	**Frankreich**
▪ Aktiv gemanagte Nachhaltigkeitsfonds haben keinen Performancevorteil gegenüber Indizes, weshalb ETFs als mögliche Alternative genannt werden						

Die Studie „The performance of socially responsible and sustainable development in France: An update after the financial crisis" zeigte keine signifikanten Unterschiede in der Wertentwicklung nachhaltiger und traditioneller Kapitalanlagen

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ The performance of socially responsible and sustainable development in France: An update after the financial crisis	**Autor**	▪ Amenc, Le Sourd
Veröffentlichungsdaten/ Analysezeitraum	▪ 2010 ▪ 2002 - 2009	**Veröffentlichungsmedium (Rating)**	▪ EDHEC-Risk Institute (Paper)
ESG-Kriterien	▪ E, S, G (zudem gesonderte Auswertung nach E)	**Region/ Anzahl Untersuchungsobjekte**	▪ Europa/ Weltweit ▪ 172 bzw. 77 Fonds
Forschungsfrage	▪ Welche Performanceunterschiede bestehen zwischen SRI-Fonds, „grünen Fonds", konventionellen Fonds und Indizes?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Mittels CAPM und eines 4-Faktor-Modells wurden Matched Pair-Analysen auf Basis von Daten von Euro Performance und Datastream durchgeführt		
+/- Ergebnisse der Studie	▪ Insgesamt konnte bei nachhaltigen Anlagen häufig eine tendenziell negative Rendite verzeichnet werden, dieses Ergebnis war jedoch über einen längeren Zeitraum nicht signifikant ▪ Die meisten nachhaltigen Anlagen weisen eine deutliche Small Cap Bias auf, Value-Effekte sind weniger deutlich und von Zeitraum und Kategorie abhängig ▪ Auf lange Sicht ist die Performance der „grünen Fonds" besser als die der SRI-Fonds, auf kurze Sicht sind keine Unterschiede erkennbar		

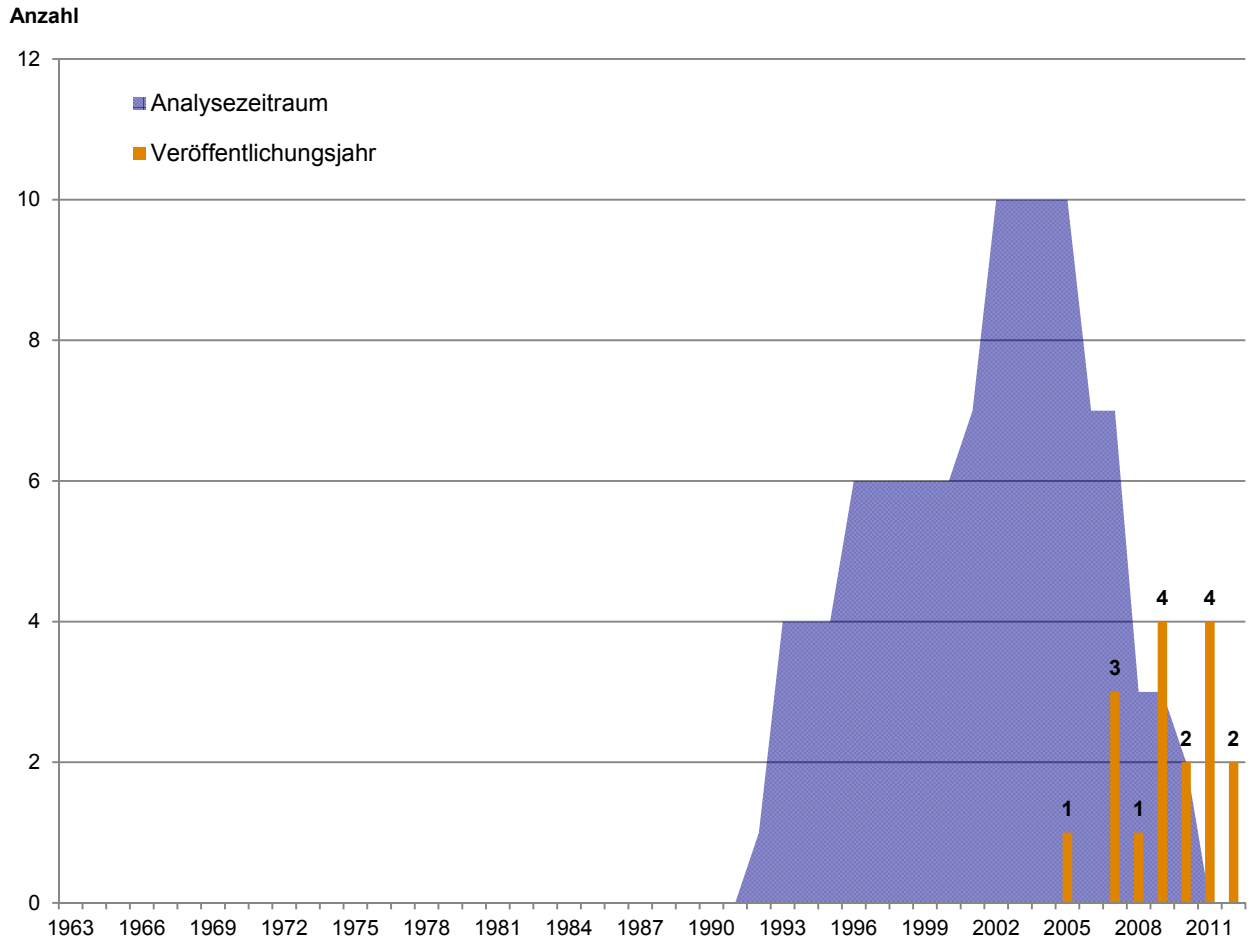
© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - **Sonstige**
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Innerhalb der Studien des Bereichs „Sonstige“ wurden keine direkten Performanceanalysen durchgeführt, jedoch wurden die Auswirkungen von unterschiedlichen Nachhaltigkeits-dimensionen, bspw. auf die Unternehmensbewertung, untersucht

Analysezeiträume und Veröffentlichungsjahre der Untersuchungen zur Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen in dem Bereich Sonstige



Ableitung

- Die meisten Studien aus dem Bereich „Sonstige“ wurden in den letzten Jahren publiziert
- Als Analysezeiträume der Studien aus dem Bereich „Sonstige“ wurden zumeist die Jahre 1990 bis 2005 herangezogen

Anders als bei Studien zum direkten Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Geldanlagen ist der angrenzende Forschungsbereich bisher erst vergleichsweise wenig analysiert worden

Struktur der Stichprobe der im Bereich der Sonstigen Untersuchungen analysierten Studien

- Das Spektrum der analysierten Fragestellungen ist im Bereich der „Sonstigen Studien“ deutlich größer als in den anderen Assetklassen, allerdings besteht generell ein mehr oder weniger starker Bezug zu finanzwirtschaftlichen Kennzahlen
- Auch bei den „Sonstigen Studien“ zum Thema Nachhaltigkeit liegt der Untersuchungsfokus mehrheitlich auf den USA, sieben Studien beschäftigten sich exklusiv mit dieser Region
- Im Gegensatz zu den Studien zur Wertenwicklung von Fonds, Aktien oder Indizes wurden im Bereich „Sonstiges“ häufig nur einzelne Nachhaltigkeitsdimensionen und ihre Auswirkungen betrachtet, nur selten wurden sowohl E-, als auch G- und S-Kriterien berücksichtigt
- Speziell die Untersuchungen der Auswirkungen einer Nachhaltigkeitsorientierung jenseits der reinen Performancebetrachtungen ist wissenschaftlich noch relativ jung, die erste im Rahmen der Meta-Studie analysierte Untersuchung stammt aus dem Jahr 2005, danach nahm die Veröffentlichungsintensität deutlich zu
- Bisher existiert nur eine Analyse, die sich explizit mit dem deutschen Markt auseinandersetzt

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Innerhalb des Untersuchungsbereichs „Sonstiges“ wurden 17 Studien analysiert, bei diesen Studien handelt es sich jedoch nicht um direkte Analysen der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Anlagen, vielmehr werden andere Faktoren verglichen

Detaillierte Übersicht - Sonstige (1/2)

Titel der Studie	Autor und Veröffentli-chungsjahr	Zeitraum der Studie	Nachhaltigkeits-dimensionen	Nachhaltigkeits-ansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeits-faktoren	Region	Untersuchungs-dimension
An empirical study of the relationship between Corporate Social Responsibility disclosure and organizational performance: evidence from Libya	Bayoud, Kavanagh, Slaughter (2012)	2007 - 2009	S	CSR-Berichte	Positiv	Libyen	Finanzielle Entwicklung
Capital structure, shareholder rights, and corporate governance	Jiraporn, Gleason (2005)	1993 - 2002	G	Engagement	Positiv	USA	Verschuldungs-quote
Cash, holdings, corporate governance and acquirer returns	Seoungpil, Chung (2010)	1996 - 2006	G	Indexzugehörigkeit	Gemischt	USA	Akquisitions-leistung
Clean and productive? Empirical evidence from the German manufacturing industry	Böhringer, Moslener, Oberndorfer, Ziegler (2009)	1996 - 2002	E	Screening	Positiv	Deutschland	Produktions-wachstum
Corporate governance and firm value: International evidence	Ammann, Oesch, Schmid (2009)	2003 - 2007	G	ESG-Integration (insb. G)	Positiv	Weltweit (Industrienationen)	Unternehmenswert
Corporate governance and firm value: The impact of social responsibility	Harjoto, Jo (2011)	1993 - 2004	G	Monitoring, Screening	Positiv	USA	Tobin's q
Corporate governance and performance: The REIT effect	Bauer, Eichholtz, Kok (2009)	2003 - 2005	G	Rating	Positiv	USA	REITs
Corporate governance quality and earnings management: Evidence from UK FTSE 100 and AIM	Khan, D'Silva (2012)	2007 - 2010	G	Rating	Negativ	UK	Finanzielle Entwicklung

Untersuchungsdimensionen der Studien waren unter anderem Vergleiche zu den Unternehmenswerten, der Unternehmensbewertung oder auch dem Zugang zu Kapital

Detaillierte Übersicht - Sonstige (2/2)

Titel der Studie	Autor und Veröffentlichungsjahr	Zeitraum der Studie	Nachhaltigkeitsdimensionen	Nachhaltigkeitsansatz	Ergebnisse des Einflusses von Nachhaltigkeitsfaktoren	Region	Untersuchungsdimension
Corporate governance, affirmative action and firm value: evidence from post-apartheid South Africa firms	Ntim, Opong, Danbolt (2010)	2002 - 2007	G	Index	Positiv	Südafrika	Unternehmenswert
Corporate Social Responsibility and implied cost of equity capital	Derwall, Verwijmeren (2007)	2001 - 2005	S, G	Rating (KLD)	Neutral	USA	Gewinnprognosen
Cost of capital and corporate governance: International evidence	Zhu (2009)	2002 - 2005	G	Rating	Positiv	Weltweit (22 Länder)	Tobin's q
Do US firms have the best corporate governance? A cross-country examination of the realtion between corporate governance and shareholder wealth	Aggarwal, Erel, Stulz, Williamson (2007)	2005	G	Index	Gemischt	Weltweit (23 Industrienationen inkl. USA)	Unternehmenswert
Does Corporate Social Responsibility affect the cost off capital?	Ghoul, Guedhami, Kwok, Mishra (2011)	1992 - 2007	S, G	Focused investing („sin industries“)	Positiv	Weltweit (Diverse)	Eigenkapitalfinanzierung
Financial outcomes of environmental risk and opportunity for US companies	Hassel, Semenova (2008)	2002 - 2006	E	Umweltrisiko	Positiv	USA	Tobin's q
Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations	Ameer, Othman (2011)	2006 - 2010	E, S, G	Unterschiedliche Ansätze	Positiv	Weltweit	Unterschiedliche Kennzahlen
Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting	Dhaliwal, Li, Tsang (2011)	1993 - 2007	E, S, G	CSR-Aktivität	Positiv	USA	Eigenkapitalkosten
Nachhaltig erfolgreich Wirtschaften: Eine Untersuchung der Nachhaltigkeitsleistung deutscher Unternehmen mit dem Sustainable-Value-Ansatz	Hahn, Liesen, Figge, Barkenmeyer (2007)	2000 - 2004	E, S, G	Sustainable-Value-Ansatz	Positiv	Deutschland	Ertrag-Kosten-Verhältnis

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Die grundsätzliche Zielsetzung von aktiven und passiven Managementansätzen unterscheidet sich deutlich

Allgemeiner Vergleich von aktiven und passiven Managementansätzen

	Aktiv	Passiv
Vorgehen	Um den Kapitalmarkt zu schlagen, versuchen Fondsmanager, durch gezielten Kauf und Verkauf von Wertpapieren, eine gegenüber dem Gesamtmarkt höhere Rendite zu erzielen	Ausschließliche Abbildung eines Kapitalmarktindex. Unter der Annahme effizienter Kapitalmärkte können keine dauerhaften Überrenditen erzielt werden, dadurch stellt der Index (sollte er dem theoretischen Marktportfolio entsprechen) das langfristige Performancemaximum dar
Vorteile	– Ziel ist die Umsetzung der Vorgaben des Investors bei gleichzeitig optimaler Rendite-Risiko-Struktur des Portfolios – Es besteht die Möglichkeit individuelle Restriktionen und Vorgaben zu berücksichtigen, speziell auch in Bezug auf die zu berücksichtigenden Nachhaltigkeitsfaktoren und -dimensionen – Manager können schneller auf Veränderungen des externen Umfelds reagieren – Chancen auf Überrenditen, z.B. durch Stockpicking – Möglichkeit der Fondsmanager, Teile des Vermögens in Liquidität umzuschichten oder mit Derivaten abzusichern – Motivation des Fondsmanagers möglichst renditestark anzulegen	– Kein besonderes Research notwendig, da keine eigene Titelselektion erfolgt – Geringe Kosten (kein Research, geringe Transaktionskosten) – An Index angelehnt, daher nie signifikant schlechter als der Index
Nachteile	– Aufwendiges Research und dadurch hohe Kosten – Fehlentscheidungen des Fondsmanagers beeinflussen Wertentwicklung des Fonds	– Maximale Wertentwicklung rein vom Index und dessen Wertentwicklung abhängig – Portfolio sollte möglichst repräsentativ gestaltet sein, es erfolgt keine reine Optimierung der Effizienz

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Ebenso wie im Portfoliomanagement kann auch im Nachhaltigkeitsresearch zwischen aktiven und passiven Ansätzen unterschieden werden

Unterschiede aktiver und passiver Ansätze im Nachhaltigkeitsresearch

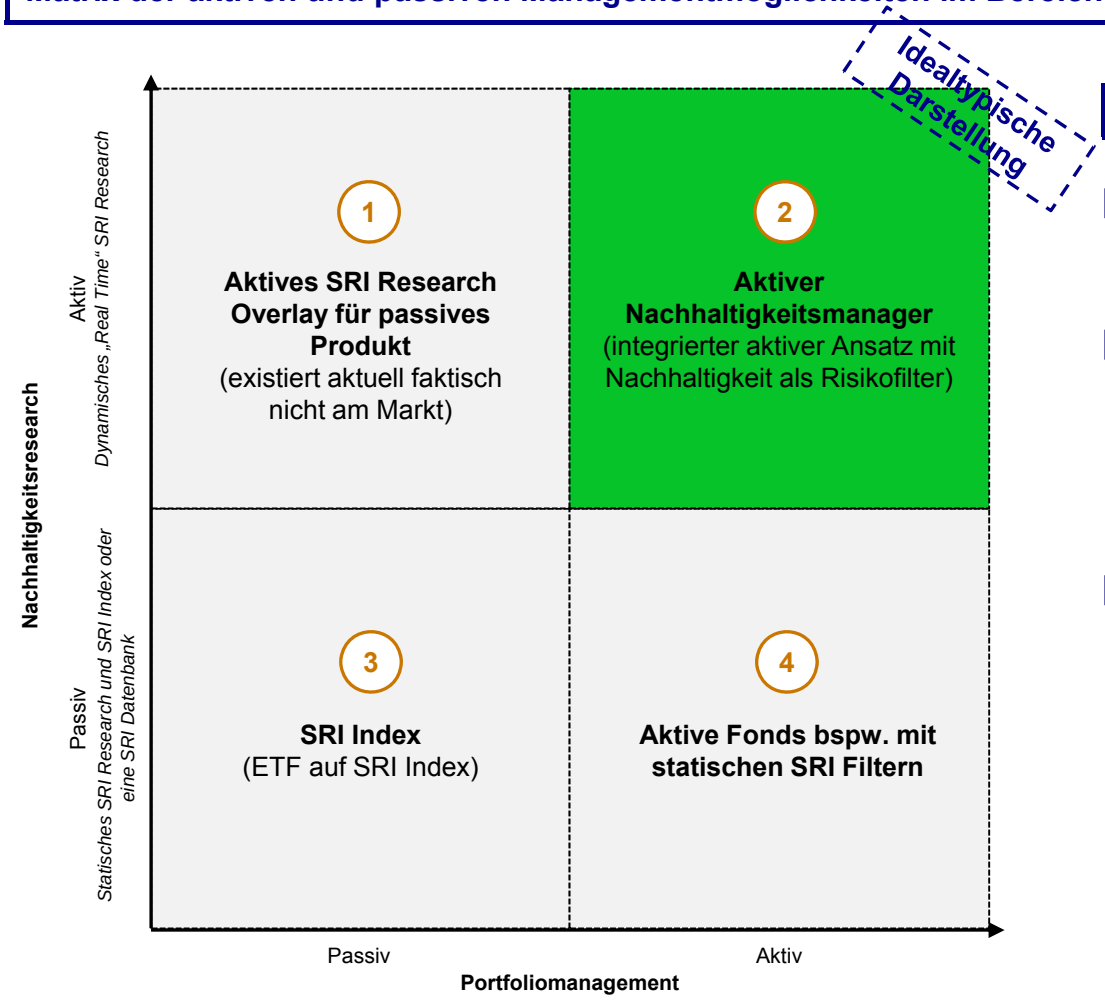
Definition:
Grundlage nachhaltiger Investments ist die Nachhaltigkeitsanalyse und -bewertung der jeweiligen Wertpapieranlagen und Anlagekandidaten – insb. Aktien und Anleihen. „Technologisches" Kernelement des Nachhaltigkeitsresearch ist das jeweilige Analyse- und Bewertungsmodell. Dieses soll die wesentlichen Aspekte von unternehmerischer Nachhaltigkeit abbilden und – bei Anwendung für nachhaltigkeitsorientierte Investoren – einen entsprechenden Mehrertrag (oder zumindest keinen Minderertrag) erwirtschaften. Die Dienstleistung des Nachhaltigkeitsresearch wird von den Produktemittenten und institutionellen Investoren i.d.R. bei so genannten Nachhaltigkeits-Researchagenturen zugekauft.

Aktiv	Passiv
Im Rahmen eines aktiven Nachhaltigkeitsresearch wird der Fondsmanger selbst im Bereich der Analyse in Bezug auf unterschiedliche Nachhaltigkeitsfragestellungen aktiv. Dies bedeutet nicht, dass vollständig auf den Bezug externer SRI-Daten und Beurteilungen verzichtet wird. Es erfolgt allerdings in jedem Fall ein aktives „Eingreifen" des Managers	Ein passiver Ansatz im Bereich des Nachhaltigkeitsresearch zeichnet sich dadurch aus, dass ausschließlich auf bestehende Ratings bzw. Einschätzungen (bspw. Indizes oder Datenbanken) zurückgegriffen wird. Das Management eines Fonds kann zwar im Portfoliomanagement einen aktiven Ansatz verfolgen. Speziell das Management der Nachhaltigkeitsaspekte erfolgt ohne eigene aktive Einflüsse rein auf Sekundärdaten
▪ Bessere Möglichkeiten zur Abstimmung von Portfoliomanagement und Nachhaltigkeitsresearch ▪ Schnelle Reaktionsmöglichkeiten ▪ Chance zur Berücksichtigung individueller Schwerpunkte ▪ Möglichkeit zur Nutzung des Themas Nachhaltigkeit als Risikofilter	▪ Geringe Kosten, da kein eigener Researchaufwand nötig ▪ Hohe Standardisierung und Vergleichbarkeit ▪ Objektivierung durch maximale Standardisierung der Prozesse
▪ Im Vergleich zu einem rein passiven Nachhaltigkeitsresearch höherer interner Aufwand ▪ Gefahr durch eine zu „eigene Definition" das Thema Nachhaltigkeit zu sehr „aufzuweichen"	▪ Keine Möglichkeit zur Anpassung an individuelle Anforderungen ▪ Eher statischer Ansatz, Indizes haben bspw. nur halbjährlich oder quartalsweise ein Rebalancing ▪ Keine direkte Anpassung an ad-hoc Ereignisse (Risikoevents werden u.U. mit zeitlicher Verzögerung im Index nachvollzogen)

Quelle: Friesenbichler (2010)

Bei Anlagen in nachhaltige Fonds kann in zwei Dimensionen aktiver und passiver Ansätze unterschieden werden, nur Fonds mit einem aktiven Portfoliomanagement und einem aktiven Nachhaltigkeitsresearch können als „echte“ aktive Nachhaltigkeitsfonds bezeichnet werden

Matrix der aktiven und passiven Managementmöglichkeiten im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen mit Produktbeispielen



Ableitung

- Im Bereich der indirekten nachhaltigen Anlagen über Investmentfonds kann in zwei Dimensionen aktiver und passiver Ansätzen unterschiede werden
- Auf Ebene des Portfoliomanagements kann, wie allgemein in der Kapitalanlage üblich, 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 essenziellen Nachhaltigkeitsresearch, zwischen aktiven und passiven Ansätzen unterteilt werden. Passives Nachhaltigkeitsresearch setzt einzig auf bestehenden Indizes, Ratings oder Datenbanken auf. Aktives Nachhaltigkeitsresearch stellt im Gegensatz dazu einen dynamischen Ansatz dar, welcher es dem Fondsmanagement ermöglicht, durch eigene Marktbeobachtungen in Real Time für die Nachhaltigkeitsbewertungen relevante Sachverhalte zu berücksichtigen

Aktive Nachhaltigkeitsmanager haben in zahlreichen Prozessschritten Vorteile gegenüber passiven Managementansätzen

Unterschiede von aktiven und passiven Managementansätzen speziell bei nachhaltigen Geldanlagen

		Aktiv	Passiv
Ansatz	Modell	▪ Fondsmanagement kann Fokussierung individuell bestimmen und dadurch auch verschiedene Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen	▪ Index hat in der Regel das Ziel einen Markt oder Teilmarkt möglichst repräsentativ abzubilden
	Flexibilitäts-grade	▪ Hohe Flexibilitätsgrade bei der Konstruktion (sowohl beim Portfolio als auch bei den Nachhaltigkeitskriterien)	▪ Indexkonstruktion folgt an sich einer eher starren Logik, Portfolio und Nachhaltigkeitskriterien müssen eher „Mainstream“ entsprechen
Universum	Titel	▪ Das Anlageuniversum kann flexibel festgelegt werden, Entscheidung über einzelne Titel durch eigene (Nachhaltigkeits-)Einschätzung	▪ Zur Verständlichkeit für die breite Nutzung des Index wird das Universum i.d.R. repräsentativ zusammengesetzt
	Kriterien	▪ Neben den evtl. durch einen externen Daten-lieferanten bezogenen (Nachhaltigkeits-)Daten können eigene Faktoren berücksichtigt werden	▪ Es besteht nicht die Möglichkeit individuelle Nachhaltigkeitskriterien zur berücksichtigen, Selektion auf Basis eines Standardkatalogs
(Reaktions-) zeit	Umstruktu-rierungen	▪ Ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager kann sowohl aus Portfolio- als auch Nachhaltigkeits-überlegungen jederzeit die Strukturen anpassen	▪ Veränderungen am Indexportfolio werden nur zu bestimmten Zeitpunkten vorgenommen, bspw. vierteljährlich
	Events	▪ Bei Events mit Einfluss auf die Nachhaltigkeits-bewertung aber auch das Portfolio besteht die Chance möglichst proaktiv zu reagieren	▪ Kurzfristige Reaktionen auf Events, welche die Nachhaltigkeitsbeurteilung der Unternehmen beeinflussen sind nur bedingt möglich

- Aktive Managementansätze können individueller an die Investorenbedürfnisse und Nachhaltigkeitsanforderungen angepasst werden
- Passive Anlagen stellen ein standard-isiertes Investment dar, welches nicht auf Einzelanleger angepasst wird

- Passive Nachhaltigkeitsanlagen haben das Ziel einen Markt repräsentativ abzubilden, keine Berücksichtigung individueller Nachhaltigkeitskriterien möglich
- Aktive Manager können bei der Selektion nachhaltiger Anlagen frei (auf Basis der Kundenanforderungen) agieren

- Bei Events, welche einen Einfluss auf die Nachhaltigkeitsbewertung der im Portfolio enthaltenen Titel haben, können aktive Manager zumeist deutlich schneller reagieren als Passive
- Umstrukturierungen im Portfolio können bei aktiven Manager proaktiv erfolgen

Aktiv:
- Aktive Nachhalltigkeitsmanager können bei der Portfoliozusammenstellung individuelle Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen
- Das Anlageuniversum und die Portfolio-zusammenstellungen können bei aktiven Nachhaltigkeitsmanagern flexibler erfolgen

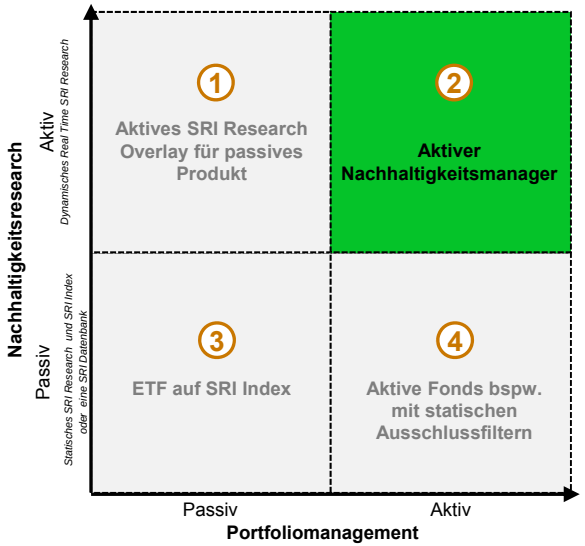
Passiv:
- Index hat in erster Linie das Ziel ein möglichst repräsentatives Portfolio darzustellen, welches den „Mainstream“ an Nachhaltigkeitskriterien abdeckt
- Bei Nachhaltigkeitsevents sind in der Regel keine sehr kurzfristigen Reaktionen möglich

Ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager hat die Möglichkeit das Thema Nachhaltigkeit ganzheitlich in den Investmentansatz zu integrieren und als zusätzlichen Risikofilter zu nutzen

Risikotypen	Ereignisrisiken	Reputationsrisiken	Regulierungsrisiken
Beispiele	▪ Olympus ▪ Fukushima ▪ BP/ Transocean ▪ Parmalat ▪ Enron	▪ Foxconn (Selbstmorde Arbeiter) ▪ Freeport (Menschenrechte) ▪ Wilmar (Regenwaldabholzung) ▪ Hershey (Kinderarbeit)	▪ CO_2 Regulierung ▪ Nuklearausstieg ▪ Glühlampenverbot ▪ Tabakindustrie (US Klagen) ▪ Asbestverbot und Klagen

SRI Research — Identifikation, Beurteilung

Portfoliomanagement — Ausschließen (Verkaufen), Verringern, Verändern (Engagement)



- Nur ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager, welcher im Rahmen von Anlageentscheidungen sowohl ein aktives Portfoliomanagement als auch ein aktives Nachhaltigkeitsresearch betreibt, hat die Möglichkeit alle im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit auftretenden Risikotypen effektiv und effizient zu managen
- Die Vorteile von SRI-Fonds der zweiten Generation liegen insbesondere
  - im zeitnahen Research und dadurch der Möglichkeit unmittelbar oder sogar proaktiv auf nachhaltigkeitsrelevante Ereignisse zu reagieren
  - im verzahnten Vorgehen durch die Kombination von qualitativen Bewertungen und fundamentalen Betrachtungen
  - in der Möglichkeit über den Dialog Einfluss auf Unternehmen auszuüben (Engagement)
  - in der Chance individuelle Schwerpunkte und Ansichten in der Nachhaltigkeitsstrategie zu berücksichtigen

Einige der untersuchten Studien deuten darauf hin, dass aktive Manager bei nachhaltigen Geldanlagen im Vorteil sind

A Socially Responsible Portfolio Selection Strategy (Stefano Herzel und Marco Nicolosi)

- Am Beispiel eines Vergleichs des Domini Social Index (DSI) mit Nachhaltigkeitsfonds wurde gezeigt, dass das Nachhaltigkeitsniveau des Index (speziell in der Dimension G) unter dem der Nachhaltigkeitsfonds lag. Durch ein aktives Fondsmanagement kann eine bessere Qualität der nachhaltigen Investmentprodukte erreicht werden. Zudem wurde festgestellt, dass ein Mindestmaß an aktivem Management notwendig ist, um den Index outzuperformen

The Financial Performance of SRI Funds between 2002 and 2009 (Olaf Weber, Marco Mansfeld und Eric Schirrmann)

- Für den Erfolg von Socially Responsible Investing, in Form von positiven Renditen für den Anleger, ist eine tiefgehende Finanzanalyse notwendig. Der Einfluss von Nachhaltigkeitsfaktoren ist an sich zu gering, um die Einflüsse der generellen Markttendenzen auszugleichen

The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies (Javier Gil-Bazo, Pablo Ruiz-Verdu, Andre A. P. Santos)

- Je spezialisierter ein Anbieter von Nachhaltigkeitsfonds ist, desto besser sind die Ergebnisse der Fonds. Nachhaltigkeitsfonds, welche nicht von spezialisierten Anbietern vertrieben werden, war es nicht möglich eine bessere Performance als konventionelle Fonds zu erzielen. Fonds von spezialisierten Anbietern lieferten dagegen eine signifikant bessere Performance als konventionelle Fonds

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Wenn aktive Manager ihre Möglichkeiten zur Verbesserung der Nachhaltigkeitsqualität der Portfolios nutzen, kann auch deren Performance verbessert werden

Einzeldarstellung der Studienergebnisse

Titel der Studie	▪ Corporate social responsibility and financial performance	**Autor**	▪ Van de Velde, Vermeir, Corten
Veröffentlich-ungsdaten/ Analyse-zeitraum	▪ 2005 ▪ 2000 - 2003	**Veröffentlich-ungsmedium (Rating)**	▪ Corporate Governance, Vol. 5 Iss: 3, pp.129 - 138
ESG-Kriterien	▪ E, S, G	**Region/ Anzahl Untersuch-ungsobjekte**	▪ Europa ▪ 204 im Jahr 2000 und 304 in 2003
Forschungs-frage	▪ Welcher Zusammenhang besteht zwischen Nachhaltigkeit und Performance?		
Messgrößen und genutzte Modelle	▪ Basierend auf den Scores von Vigeo wurde die Nachhaltigkeit (Unterkategorien Human Resources, Umwelt, Customers und Suppliers, Community und Society sowie Corporate Governance) gemessen und mittels eines Fama French-Modells in vier verschiedene Portfoliokategorien (Best, Good, Bad, Worst) analysiert		
+ **Ergebnisse der Studie**	▪ Auf einer „style-adjusted Basis“ erzielten Portfolios mit einem hohen Nachhaltigkeitsrating bessere Ergebnisse als Portfolios mit einem niedrigen Nachhaltigkeitsrating (möglicherweise geringe Signifikanz aufgrund des kurzen Untersuchungszeitraums) ▪ Dieselben Ergebnisse konnten auch bei drei der vier Unterkategorien festgestellt werden ▪ Zudem konnte beobachtet werden, dass Nachhaltigkeit ein komplexes Konzept ist, welches nicht auf ein spezifisches Thema reduziert werden kann		

Die Vorteile der aktiven Manager erstrecken sich in erster Linie auf die vier Dimensionen, Reaktionszeit, Portfoliostrukturierung, Nachhaltigkeitsqualität und Deckung der Investorenanforderungen

Vorteile aktiver Nachhaltigkeitsmanager nach Dimensionen

Reaktionszeit

- Aktive Manager arbeiten „nah am Markt“, dadurch können nachhaltigkeitsrelevante Entwicklungen oder Ereignisse zeitnah verfolgt oder gar antizipiert und entsprechende Maßnahmen im Portfolio umgesetzt werden
- Passive Anlagen im Bereich Nachhaltigkeit, bspw. Nachhaltigkeitsindizes, werden zumeist nur im Rahmen von regelmäßigen Umstrukturierungen neu gewichtet, bei besonderen Nachhaltigkeitsereignissen sind die Reaktionszeiten im Vergleich zu aktiven Managern oftmals länger

Portfolio-strukturierung

- Aktive Nachhaltigkeitsmanager haben bei der Portfoliostrukturierung höhere Freiheitsgrade als beispielsweise Indexanbieter. Anders als bei einem Index, welcher ein möglichst marktrepräsentatives Portfolio darstellen soll, können bei einem aktiven Nachhaltigkeitsfonds individuelle Nachhaltigkeitskriterien und -anforderungen berücksichtigt werden
- Das Anlageuniversum eines aktiven Nachhaltigkeitsmanagers kann durch ein ergänzendes, eigenes Nachhaltigkeitsresearch genauer analysiert werden, zudem kann die Strukturierung des Portfolios nutzenmaximierend, ohne die Berücksichtigung von Nebenbedingungen, erfolgen

Nachhaltigkeits-qualität

- Während in einem Index und folglich auch in passiven Produkten die Auswahl der nachhaltigen Anlagen rein auf Basis eines kriterien-orientierten zumeist externen Ratings erfolgt, besteht bei aktiven Managern zum einen die Möglichkeit mehrere Quellen in ihrem Gesamtrating zu berücksichtigen
- Ein aktiver Nachhaltigkeitsmanager hat die Chance im Rahmen eines integrierten Ansatzes Nachhaltigkeit als zusätzlichen Risikofilter zu nutzen. Dadurch können Nachhaltigkeitsrisiken in allen drei Dimensionen Reputation, Event und Regulierung besser abgedeckt werden

Spezielle Kundenan-forderungen

- Investoren haben bei aktiven Fonds, je nach Anlagevolumen etc., die Möglichkeit, individuelle Wünsche und Anforderungen in die Anlagerichtlinien des Fonds einfließen zu lassen (sowohl auf Ebene der Assetstruktur als auch der Nachhaltigkeitskriterien und -dimensionen)
- Das Fondsportfolio entspricht dem Wunsch einer möglichst effizienten Anlage unter Umständen mehr als der, eher auf Basis von Repräsentativitätsüberlegungen zusammengesetzte, Index

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Insgesamt existieren in allen Assetklassen kaum Studien, welche nachhaltigen Geldanlagen ein für den Investor negativeres Rendite-Risiko-Profil zuweisen

Zusammenfassung im Rahmen der Studie häufig beobachteter Ergebnisse (1/2)

Charakteristik der Anlagen

- Über alle Assetklassen hinweg existieren sowohl absolut als auch relativ nur sehr wenige Untersuchungen, die nachhaltigen Anlagen ein eindeutig schlechteres Rendite-Risiko-Profil zuweisen

- Nur wenige Studien wiesen auf einen signifikanten Zusammenhang (linear oder kurvilinear) zwischen der Rendite und dem Risiko einer Anlage mit einer nachhaltigen Ausrichtung hin (Schwerpunkt derartiger Beobachtungen bei Aktien)

Aktien

- Nachhaltige Aktieninvestments wiesen keine schlechtere Wertentwicklung auf als konventionelle, teilweise wird diesen sogar eine bessere Wertentwicklung unterstellt

Anleihen

- Nachhaltige Anleihen haben keine negativeren Rendite-Risiko-Profile als ihre konventionellen Peers (allerdings wurde der Bereich der Anleihen bisher auch vergleichsweise selten analysiert)

Fonds

- Fonds, die in nachhaltige Werte anlegen, bergen für den Investor keinen Performancenachteil, allerdings unterscheidet sich die Charakteristik der Fonds teilweise von Konventionellen

Indizes

- Die Wertentwicklung von nachhaltigen Kapitalmarktindizes blieb im Rahmen der betrachteten Untersuchungen risikoadjustiert in der Regel nicht eindeutig hinter der von konventionellen Indizes zurück, oftmals war eher eine ähnliche Wertentwicklung zu beobachten

Die Charakteristik nachhaltiger Anlagen unterscheidet sich allerdings oftmals von konventionellen Investments, zudem ist der Nachhaltigkeitsansatz für die Performance wesentlich

Zusammenfassung im Rahmen der Studie häufig beobachteter Ergebnisse (2/2)

Rendite-Risiko-Profil

- Nachhaltigen Geldanlagen bzw. Fonds wurden in den analysierten Studien teilweise eine Small Cap Bias zugeschrieben, diese Tendenz ist jedoch nicht über alle Untersuchungen hinweg konsistent und tendentiell von der genauen Strategie der Fonds abhängig (bspw. Clean Tech Fonds vs. benchmarkorientierte Anlagen)
- Einige Studien weisen nachhaltigen Fonds eher einen Growth-orientierten Stil zu, Value-Strategien waren im Rahmen der analysierten Studien weniger verbreitet
- Teilweise konnte bei Nachhaltigkeitsfonds eine Home Bias beobachtet werden

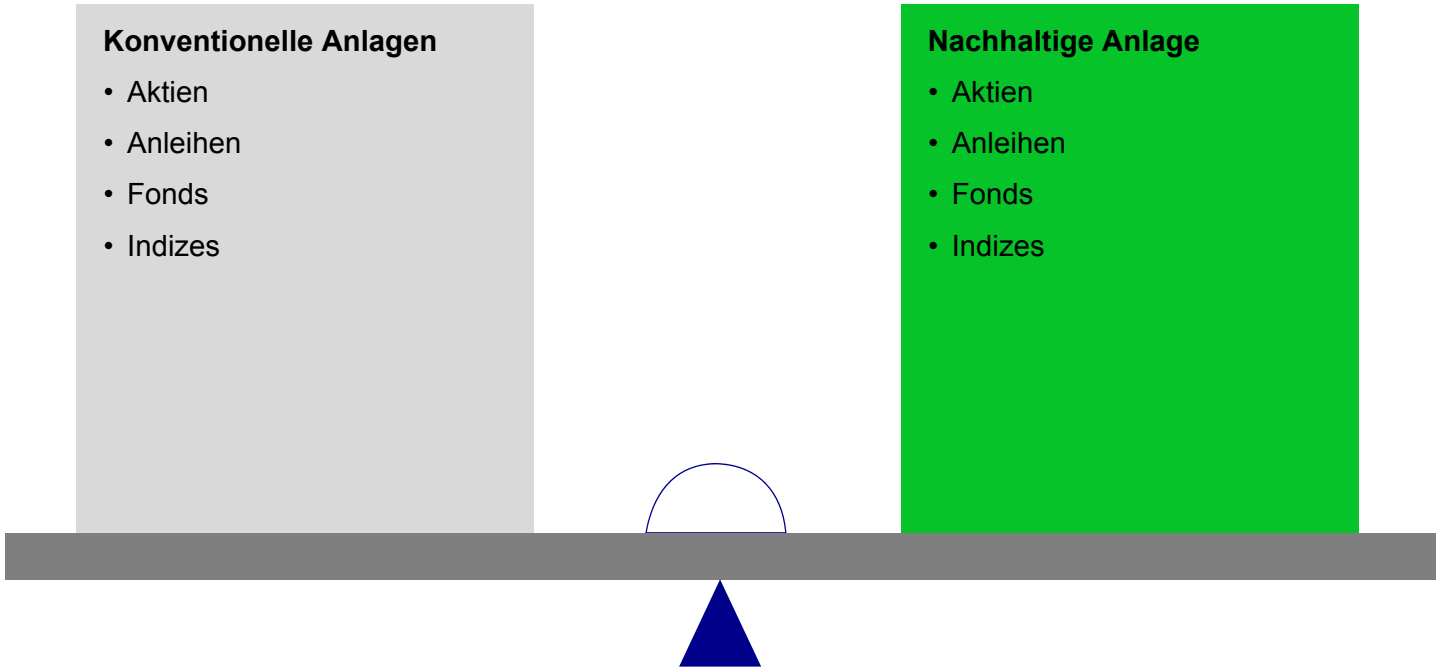
Nachhaltigkeitsansätze

- Aktive Nachhaltigkeitsmanager haben im Vergleich zu passiven Ansätzen den Vorteile, dass diese aufgrund ihrer Nähe zum Markt flexibler auf nachhaltigkeitsrelevante Ereignisse reagieren können
- Nur aktive Nachhaltigkeitsmanager haben die Möglichkeit aufgrund ihres aktiven Nachhaltigkeitsresearchs auch Nachhaltigkeit als zusätzlichen Risikofilter zu nutzen und dadurch Event-, Reputations- und Regulierungsrisiken zu reduzieren
- Die höheren Freiheitsgrade und die im Vergleich zu einem Index abweichende Zielsetzung eines aktiven Nachhaltigkeits-managers ermöglichen es die individuellen Nachhaltigkeitskriterien und -anforderungen der Anleger zu berücksichtigen und ein möglichst effizientes Portfolio zu gestalten

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Nachhaltige Kapitalanlagen bergen für den Investor keinen Performancenachteil, vielmehr haben diese eine spezielle Charakteristik, welche auch in Kombination mit traditionellen Anlagen Nutzen stiften kann

Gesamtfazit



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

- **Ziele und Methodik**
- **Gesamtergebnisse der Meta-Studie zum Vergleich der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
- **Assetklassenbezogene Studienergebnisse zu den Unterschieden in der Wertentwicklung von nachhaltigen und traditionellen Kapitalanlagen**
  - Meta-Studien
  - Aktien
  - Anleihen und Kredite
  - Fonds
  - Indizes
  - Mehrere Assetklassen
  - Sonstige
- **Vorteile aktiver Manager in der Strukturierung und dem Risikomanagement nachhaltiger Kapitalanlagen**
- **Fazit**

Anhang

Der „Learning Effect“

Beobachtungen in den Studien über einen möglichen Learning Effekt

- Das Phänomen des „Learning Effekts“ beschreibt die Tatsache, dass bspw. eine neue Kapitalanlage eine gewisse „Eingewöhnungszeit“ am Markt benötigt, bis sich Erfolge einstellen

- Im Bereich der Analysen zum Thema nachhaltige Anlagen wurde bei einigen Langzeitstudien auf einen möglichen „Learning Effect" hingewiesen, d.h. dass die Nachhaltigkeitsfonds oft erst eine Eingewöhnungsphase benötigen (schlechte Performance zu Beginn) und sich die Wertentwicklung im Zeitablauf kontinuierlich verbesserte

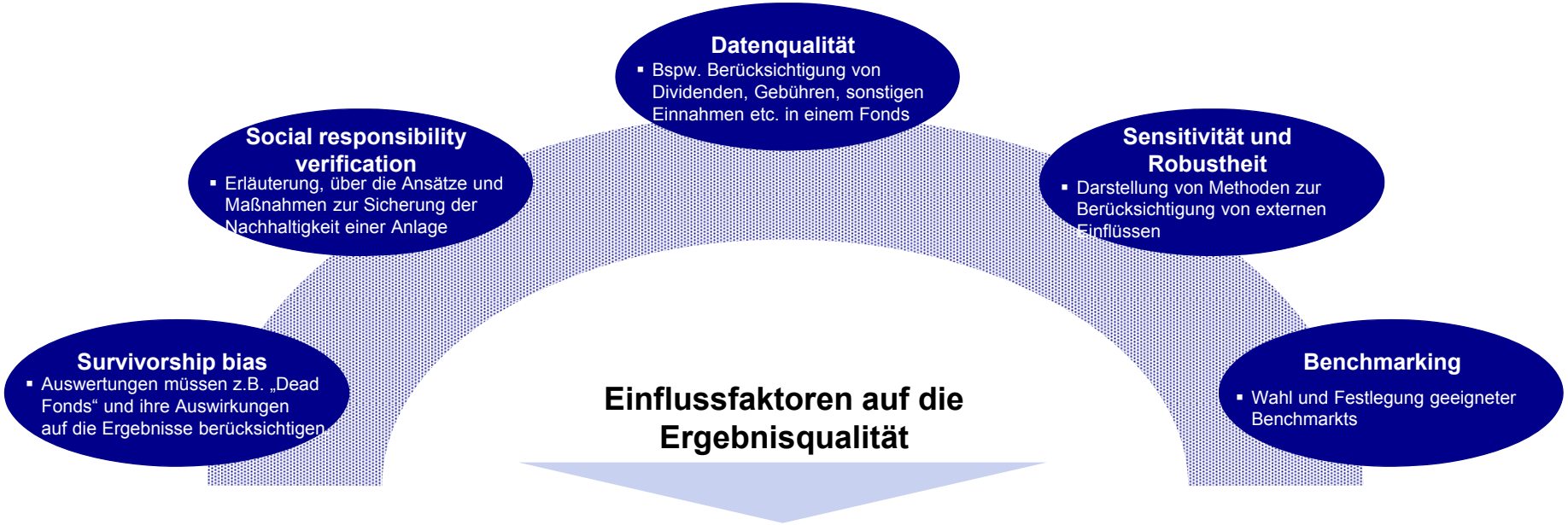
- Es wurde festgestellt, dass die Performance von älteren, etablierten Nachhaltigkeitsfonds meist besser ist als die von neu entstandenen

- Fast keine Studie (nur eine) konnte das nicht vorhanden sein, eines „Learning Effects“ nachweisen

© RESEARCH CENTER FOR FINANCIAL SERVICES

Methodische Anmerkungen und Grenzen der Studien zum Thema nachhaltige Geldanlagen

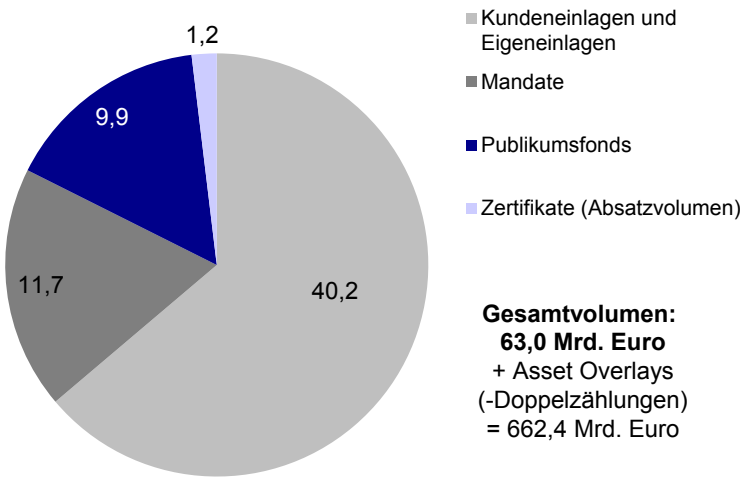
Im Rahmen der Untersuchungen identifizierte limitierende Faktoren



Allgemein kann festgestellt werden, dass zum einen hohe methodische Anforderung an die Studien an sich gestellt werden, zudem sorgen die unterschiedlichen Studiendesigns auch dafür, dass die Ergebnisse teilweise nur schwer vergleichbar sind

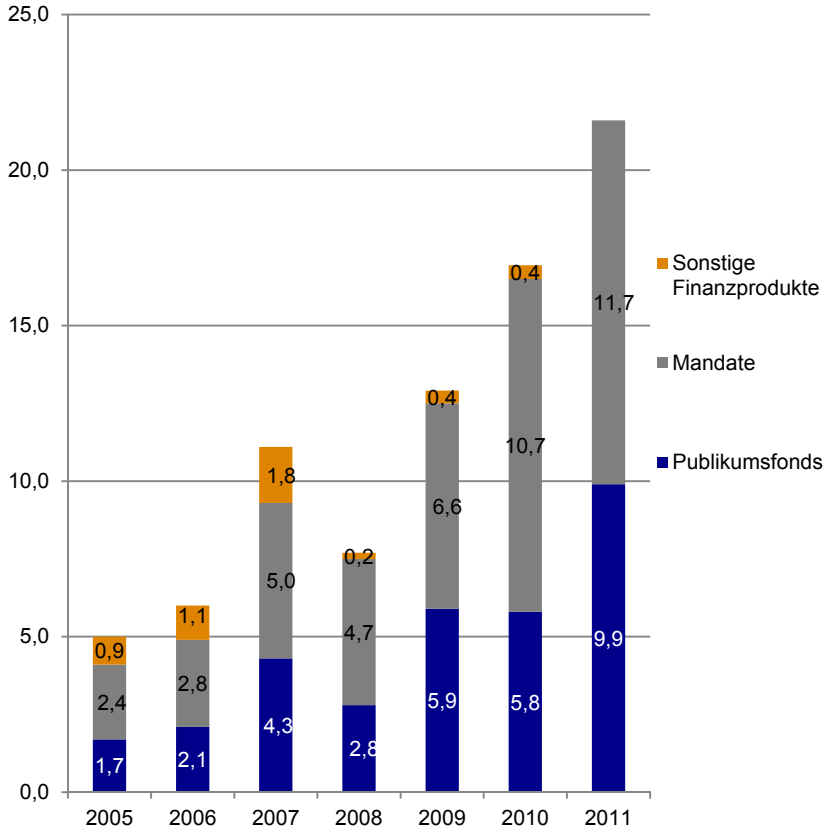
Das in nachhaltige Publikumsfonds, Mandate und sonstige Finanzprodukte investierte Volumen belief sich Ende 2011 in Deutschland auf mehr als 21 Mrd. Euro

Nachhaltige Geldanlagen in Deutschland (in Mrd. Euro)



Gesamtvolumen:
63,0 Mrd. Euro
+ Asset Overlays
(-Doppelzählungen)
= 662,4 Mrd. Euro

Nachhaltige Publikumsfonds, Mandate und sonstige Finanzprodukte in Deutschland (in Mrd. Euro)



Quelle: Forum Nachhaltige Geldanlagen (2012 – Datenstand Ende 2011)

RESEARCH **C**ENTER **F**OR **F**INANCIAL **S**ERVICES
STEINBEIS-HOCHSCHULE BERLIN

Prof. Dr. Jens Kleine
Matthias Krautbauer
Tim Weller

STEINBEIS **R**ESEARCH **C**ENTER **F**OR **F**INANCIAL **S**ERVICES
Possartstraße 9 ■ 81679 München (Germany)
Fon: +49 (0)89 20 20 84 79- 0 ■ Fax: +49 (0)89 20 20 84 79-11
E-Mail: Jens.Kleine@steinbeis-research.de
E-Mail: Matthias.Krautbauer@steinbeis-research.de
E-Mail: Tim.Weller@steinbeis-research.de

STEINBEIS-HOCHSCHULE BERLIN
Gürtelstr. 29A/30 ■ 10247 Berlin (Germany)
Fon: +49 (0)30 29 33 09-0