

# **Screening-Methoden für Socially Responsible Investments**

Bachelorarbeit  
in  
Banking & Finance  
am

**Institut für Banking & Finance  
der Universität Zürich**

unter der Aufsicht von

**DR. ANNETTE KRAUSS  
und  
PROF. DR. URS BIRCHLER**

Verfasser:  
Wittwer Florian  
Hauptstrasse 54  
4577 Hessigkofen  
08-705-592

Abgabedatum: 21.07.2011





**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Institut für Banking und Finance

Auftragserteilung für die Bachelorarbeit in

**Banking and Finance**

für:

Florian Wittwer  
Hauptstrasse 154  
4577 Hessigkofen

**Thema: "Screening-Methoden für Socially Responsible Investments "**

### **Hintergrund**

Socially Responsible Investment (SRI), oft mit sozialverantwortlichen oder nachhaltigen Geldanlagen übersetzt, bezeichnen Investitionen, die finanzielle Ertrags Erwartungen mit ökologischen, ethischen und sozialen Zielsetzungen (environmental/ethical, social, governance, kurz „ESG“) verbinden. In den letzten Jahren sind Märkte für SRI schnell gewachsen und weiteres Wachstum wird erwartet. Während bei einigen Anlagen und ESG-Zielen Trade Offs zwischen konkreten ESG-Zielen und finanzieller Rendite zu erwarten sind, wird für andere Anlagen ein systematischer Vorteil in allen Zieldimensionen postuliert.

Im Investitionsprozess spielt die Auswahl von Titeln aus dem als ESG-orientiert bewerteten Anlageuniversum eine zentrale Rolle. Mehrere Methoden stehen für dieses Screening zur Verfügung. Resultat des Screenings ist ein „gefiltertes“ Portfolio, das nach den ESG-Zielen des Anlegers ausgerichtet ist.

### **Zielsetzung**

In dieser Bachelorarbeit sollen die verschiedenen Screening-Strategien zum Einsatz eines sog. „Nachhaltigkeitsfilters“ kritisch untersucht und ihre Auswirkungen auf die Performance eines

nach ESG-Kriterien gefilterten Portfolios ermittelt werden. Auf diese Weise soll das Verhältnis der Zielerreichung von finanziellen und ESG-Ziele empirisch überprüft werden.

### **Methodisches Vorgehen**

Die Bachelorarbeit soll die einzelnen Screening-Strategien im Kontext von SRI aufarbeiten und Kriterien für Auswahl einer Strategie für die in der Literatur unterschiedenen Anlegertypen ableiten. Hierzu soll eine Auswahl von Indizes bzw. Fonds, die nach unterschiedlichen Strategien vorgehen, untersucht werden. Anschliessend soll die Performance der Indizes bzw. Fonds ermittelt werden und mit einer passend gewählten generellen Benchmark verglichen werden. Auf dieser Grundlage kann der Einfluss der Wahl der Screening-Strategie auf die Performance ermittelt werden und das Verhältnis von finanzieller Rendite zur Erreichung von ESG-Zielen der einzelnen Anlagemöglichkeiten bestimmt werden.

Die Arbeit soll zum einen die bestehende Literatur zum Thema auswerten, zum anderen verfügbare Daten relevanter Indizes und Fonds heranziehen.

### **Formale Anforderungen:**

Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die formellen Anforderungen gemäss dem „Merkblatt über die formellen Anforderungen an eine wissenschaftliche Arbeit“, das unter [www.bf.uzh.ch](http://www.bf.uzh.ch) heruntergeladen werden kann, und dem englischsprachigen Merkblatt des Centers for Microfinance, das Sie bei der Vorbesprechung am Center for Microfinance erhalten, zu erfüllen sind.

Gemäss Wegleitung kann von Ihnen verlangt werden, dass Sie nach der Abgabe den Inhalt der Bachelorarbeit präsentieren. Sie würden darüber rechtzeitig informiert werden.

Bei allfälligen Fragen wenden Sie sich an Dr. Annette Krauss, Institut für Banking und Finance, Tel. 044 634 5168, E-mail: [annette.krauss@bf.uzh.ch](mailto:annette.krauss@bf.uzh.ch).

Ihre Bachelor muss wie folgt abgeliefert werden:

Drei Exemplare der Arbeit, inklusive „Executive Summary“, welches auf maximal fünf Seiten die wesentlichen Aspekte (Problemstellung, Vorgehen, Resultate und allgemeine Beurteilung) der Arbeit aufzeigt und dieser – zusammen mit der hier vorliegenden Auftragserteilung – voranzustellen ist (gebunden z.B. mittels Ringrücken).

Einen mit dem Titel der Arbeit, Name und Adresse beschrifteten Datenträger (CD, DVD) mit folgendem Inhalt:

- Eine Datei mit der vollständigen Arbeit im PDF-Format.
- Eine separate Datei mit dem Titelblatt und dem Executive Summary im PDF-Format. Da dieses Dokument im Internet veröffentlicht wird, sollte das Titelblatt nur den Namen des Autors und den Titel der Arbeit enthalten.

- Alle relevanten Datensätze und Kalkulationen in übersichtlich geordneten und beschrifteten Dateien.

Das Institut für schweizerisches Bankwesen behält sich vor, Teile der Arbeit im Dienste der Wissenschaft zu verwenden.

Gute Arbeit und viel Erfolg!

Zürich, 23. März 2011

  
Prof. Dr. U. Birchler

## **Executive Summary**

### **Problemstellung**

Socially Responsible Investments (SRI) erleben seit Jahrzehnten ein ungebremses Wachstum. Eine stetig steigende Anzahl von Anlegern integriert neben Rendite und Risiko auch ökologische, ethische und soziale Faktoren (environmental/ethical, social, governance, „kurz“ ESG) in den Investmentprozess. Noch vor 50 Jahren verfolgten ausschliesslich religiöse Gruppen diesen Ansatz. Mittlerweile ist der glaubensbasierte Ursprung jedoch nur noch schwer zu erkennen und unterschiedlichste Gruppen privater und institutioneller Investoren legen über den ganzen Globus hinweg ihr Geld in nachhaltige Anlagen an. Zu dieser Entwicklung haben einerseits Veränderungen im gesellschaftlichen Bewusstsein beigetragen. Andererseits hat der SRI-Markt auch aufgrund der zunehmenden Variabilität der Umsetzungsmöglichkeiten, welche im Investmentprozess in Form eines sogenannten Nachhaltigkeitsfilters zur Geltung kommen, an Attraktivität gewonnen. So wurden die ursprünglichen passiven Strategien (positives und negatives Screening) um aktive Ansätze (Engagement und Shareholder Activism) ergänzt. Zudem hat sich mit dem Best-in-Class Ansatz eine Alternative zu den aus kapitalmarkttheoretischer Sicht kritisch beurteilten passiven Ansätzen etabliert. Damit verbunden zeigt sich eine generelle Tendenz im Zusammenhang mit SRI. Der Einbezug von ESG-Faktoren soll nicht mehr mit Rendite-Nachteilen verbunden sein, sondern eine Möglichkeit darstellen um qualitativ hochwertige Firmen zu identifizieren. Dadurch sollen neben positiven gesellschaftlichen Impulsen, im Sinne einer „doppelten Rendite“, langfristig gar höhere Erträge erzielt werden.

Bisher gibt es trotz zahlreicher Untersuchungen keine gesicherte empirische Erkenntnis hinsichtlich systematischer Renditeunterschiede zwischen SRI und herkömmlichen Anlagen. Da genauere Resultate zu dieser Frage als kritisch für die zukünftige Entwicklung von SRI erachtet werden, soll diese Arbeit einen Beitrag leisten, um mehr Licht in diese Thematik zu bringen. Die verschiedenen Screening-Strategien zum Einsatz eines Nachhaltigkeitsfilters sollen kritisch beurteilt und ihre finanziellen Auswirkungen auf ein nach ESG-Kriterien gefiltertes Portfolio untersucht werden. Ein weiteres Ziel besteht darin, Kriterien zur Auswahl einer Strategie für die in der Literatur unterschiedenen Anlegertypen abzuleiten.

### **Vorgehen und Aufbau der Arbeit**

Die vorliegende Arbeit ist in sieben Kapitel aufgliedert. Nach der Einleitung in Kapitel eins werden im Kapitel zwei in einem ersten Schritt die grundlegenden Begriffe im Zusammenhang mit nachhaltigen Investments (SRI, CSR, ESG und UNPRI) aufgearbeitet. Anschlies-

send wird ein Überblick über die historische Entwicklung von SRI gegeben, welcher mit einer Übersicht über die aktuellen Marktverhältnisse abgerundet wird. Auch die wichtigsten Anlagelassen, die sich für nachhaltige Anlagen anbieten, werden dargestellt.

In Kapitel drei werden die verschiedenen SRI-Anlagestrategien eingehend behandelt. Dazu wird die bestehende Literatur, vor allem in Form von akademischen Papieren und Artikeln in Zeitschriften, herangezogen. Zuerst wird die Anwendung der unterschiedlichen Ansätze dargestellt, bevor sie einer kritischen Beurteilung unterzogen werden. Dabei werden unter anderem mögliche finanzielle Implikationen und die effektive Nachhaltigkeits-Orientierung kritisch beurteilt.

Kapitel vier gibt einen Überblick über die wichtigsten Investorentypen, die bereits nachhaltige Strategien umsetzen. Im Zentrum des Interesses stehen deren Motivation ESG-Faktoren in den Investmentprozess zu integrieren sowie allfällige Einschränkungen, mit denen sie sich konfrontiert sehen. Daraus wird abgeleitet, welche SRI-Anlagen für den jeweiligen Anlegertyp sinnvoll sein können.

In Kapitel fünf werden die finanziellen Implikationen einer SRI-Anlagestrategie anhand der bestehenden Theorie untersucht. Zuerst werden die Stakeholder-Theorie und die Portfoliotheorie, mit denen die Befürworter beziehungsweise Kritiker von SRI häufig argumentieren, einander gegenübergestellt. Anschliessend werden die wichtigsten bestehenden Studien zur Rentabilität nachhaltiger Portfolios ausgewertet.

Anhand einer eigenen empirischen Untersuchung wird die finanzielle Performance in Kapitel sechs genauer analysiert. Zuerst werden dazu methodologische Aspekte, insbesondere Einschränkungen sowie die Datenherkunft, erläutert. Nachfolgend werden sorgfältig ausgewählte Fonds und Indices einem Benchmark gegenübergestellt.

Zum Schluss werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst und Vertiefungsmöglichkeiten für eine weitere Arbeit auf diesem Gebiet aufgezeigt.

## **Resultate**

Die Auswertung der bestehenden Literatur zu den Screening-Strategien zeigt je nach geographischem Raum ein unterschiedliches Bild. In den USA beispielsweise werden häufig aktive Ansätze, insbesondere Shareholder Activism angewendet. Diese kommen in Kontinentaleuropa aufgrund der vergleichsweise restriktiven Aktionärsrechte deutlich weniger stark zur Geltung. Bei den passiven Ansätzen hingegen, hat sich die Best-in-Class-Strategie ihrer kapitalmarkttheoretischen Vorteile wegen global breit etabliert. Aufgrund der Kritik an mangelnder Nachhaltigkeits-Orientierung dieser Strategie ist jedoch häufig eine Kombination mit Ausschlusskriterien zu beobachten.

Je nach Investorentyp werden als Folge der vielfältigen Motivationen auch die anderen Strategien genutzt. So wenden kirchliche Institutionen als typische wert-basierte Investoren nach

wie vor primär Negativkriterien an. Private investieren häufig in SRI-Fonds. Grosse institutionelle Investoren wie Pensionskassen wiederum, haben aufgrund ihrer Volumina die Möglichkeit über aktive Strategien Einfluss auf die Geschäftstätigkeit zu nehmen und somit als wertsteigernde Anleger zu agieren. Insgesamt lässt sich jedoch feststellen, dass auch innerhalb der jeweiligen Investorenkategorie verschiedene Motive für SRI geltend gemacht werden, was sich in der spezifischen Umsetzung zeigt. So legen die verschiedenen Investorentypen auch in sich eine entsprechende Variabilität an den Tag.

Bezüglich der finanziellen Performance von SRI legt eine Auswertung der prägendsten bestehenden Studien nahe, dass keine systematischen Unterschiede gegenüber traditionellen Anlagen zu erwarten sind. Diese Folgerung wird durch die empirische Untersuchung in der vorliegenden Arbeit gestützt, welche 20 SRI-Fonds und 4 SRI-Indices anhand von Sharpe und Treynor Ratio mit dem MSCI World Index vergleicht. Während einige Fonds den Benchmark übertreffen, weisen andere deutlich schlechtere Werte auf, weshalb keine klaren Resultate für Rendite-Unterschiede ersichtlich sind.

Bei einem Vergleich innerhalb der Fonds fällt auf, dass Best-in-Class-Fonds trotz den hohen Erwartungen nur während der Finanzkrise besser abschneiden. Über die gesamte Untersuchungs-Periode (31.12.2002-31.05.2011) hinweg sind nämlich keine Vorteile durch die breitere Diversifikation hinsichtlich Sektoren zu erkennen.

Als sehr attraktive Anlagen könnten sich in der Zukunft Themenfonds präsentieren. Denn diese erreichen während der Phase vor Ausbruch der Krise deutlich höhere Renditen und Ratios als sämtliche andere SRI-Anlagen. Das hohe idiosynkratische Risiko, verbunden mit dem Fokus auf wenige Sektoren, führt während der Finanzkrise jedoch zu vergleichsweise tiefen Werten, was die Erwartungen etwas dämpft. Interessant ist auch die Beobachtung, dass während der Krise sowohl bei den Fonds als auch bei den Indices Ausschlusskriterien zu Renditenachteilen führen. Somit können die Beobachtungen von Hong und Kacperczyk (2009) sowie Statman und Glushkov (2008) bestätigt werden, welche feststellen dass „Sin Stocks“ aufgrund ihrer tiefen Marktsensitivität ein Portfolio während Downturns stabilisieren.

### **Allgemeine Beurteilung**

Zum heutigen Zeitpunkt sind für SRI hauptsächlich zwei Hürden zu identifizieren, welche das Anlagesegment zu überwinden hat, um sich optimal entwickeln zu können: Einerseits zeigt sich je nach geographischem Raum ein stark unterschiedliches Bild hinsichtlich der Entwicklung und Ausprägung von SRI, was das Bestreben erschwert, in der breiten Öffentlichkeit wahrgenommen zu werden. Andererseits wird das Wachstum zusätzlich gebremst, solange Zweifel an der kompetitiven Performance von SRI bestehen.

Insgesamt darf dennoch erwartet werden, dass sich das Wachstum nachhaltiger Anlagen weiter fortsetzt. Entscheidend wirkt hierbei, dass sich die Meinung durchsetzt, wonach SRI nicht

zwingend mit Rendite-Einbussen einhergehen, weshalb sich jeder Investor mit nachhaltigen Anlagen auseinandersetzen sollte. Diese Entwicklung wird durch das veränderte Bewusstsein nach der jüngsten Finanzkrise und verschiedenen Umweltkatastrophen zusätzlich begünstigt.

## **Inhaltsverzeichnis**

Executive Summary .....	I
Abbildungsverzeichnis .....	VII
Tabellenverzeichnis.....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	VIII
1. Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Zielsetzung.....	2
1.3 Aufbau der Arbeit.....	2
2. Socially Responsible Investments.....	4
2.1 Wichtige Begriffsdefinitionen .....	4
2.1.1 SRI.....	4
2.1.2 ESG .....	5
2.1.3 CSR .....	6
2.1.4 UNPRI.....	6
2.2 Historische Entwicklung: Von den religiösen Wurzeln hin zum Mainstream .....	7
2.3 Marktübersicht heute: SRI als breit angewandter Investment-Approach.....	9
2.4 Anlagekategorien.....	12
3. Die verschiedenen Anlagestrategien im Zusammenhang mit SRI im Überblick .....	15
3.1 Passive Ansätze .....	17
3.1.1 Negatives Screening.....	18
3.1.2 Positives Screening .....	19
3.1.3 Best-in-Class .....	20
3.1.4 Integration .....	21
3.1.5 Impact Investing.....	21
3.2 Aktive Ansätze .....	22
3.2.1 Engagement.....	22

3.2.2	Shareholder Activism .....	23
4.	SRI-Investoren: Woher kommt das nachfrageseitige Interesse? .....	25
4.1	Private Investoren .....	26
4.1.1	Retail-Investoren .....	27
4.1.2	HNWI und UHNWI .....	28
4.2	Institutionelle Investoren .....	29
4.2.1	Pensionskassen und Pensionsfonds .....	31
4.2.2	Investmentgesellschaften .....	33
4.2.3	Kirchliche Institutionen .....	34
4.2.4	Versicherungen.....	35
5.	Theorie zu finanziellen Implikationen durch Screening-Strategien .....	36
5.1	Portfoliotheorie vs. Stakeholder-Theorie .....	36
5.2	Überblick über bisherige Studien zur finanziellen Performance von SRI.....	37
6.	Empirische Untersuchung: Einfluss der Screening-Strategien auf Returns.....	43
6.1	Methodologie.....	43
6.2	Fonds .....	48
6.3	Indices.....	55
7.	Konklusion und Ausblick .....	59
	Literaturverzeichnis.....	61
	Artikel.....	61
	Internetquellen.....	70
	Datenquellen.....	75
	Anhang .....	76
	Anhang I: Übersicht über die wichtigsten negativen und positiven Kriterien .....	76
	Anhang II: Überblick der Studien zur finanziellen Performance von SRI.....	78
	Anhang III: Vorgehen zur Berechnung der Werte in Kapitel 6.....	81
	Anhang IV: Informationen zu den Fonds und Indices .....	83

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung nachhaltiger Geldanlagen in der Schweiz (Dez. 1996-Dez. 2010).....	10
Abb. 2: Aufteilung des Schweizer SRI-Marktes auf die Anlagekategorien (per Ende 2010) .	11
Abb. 3: Investment-Prozess mit Nachhaltigkeitsfilter .....	15
Abb. 4: Nachhaltige Anlagestrategien im Überblick .....	16
Abb. 5: Die wichtigsten Screening-Ansätze in der Schweiz (per Ende 2010).....	17
Abb. 6: Übersicht der wichtigsten SRI-Investoren .....	25
Abb. 7: Aufteilung der AUM für institutionelle und private Investoren (per Ende 2010) .....	26
Abb. 8: Asset Allocation auf nachhaltige Anlagen durch HNWI's (per Ende 2009).....	29
Abb. 9: Aufteilung des europäischen SRI-Marktes auf Institutionelle (per Ende 2009) .....	31

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Übersicht Screening-Strategien der Fonds.....	45
Tab. 2: Übersicht Screening-Strategien der Indices .....	47
Tab. 3: Performance Benchmark und risikoloser Zinssatz.....	48
Tab. 4: Performance Fonds (31.12.2002-31.05.2011) .....	49
Tab. 5: Performance Fonds vor der Krise (31.12.2002-30.03.2007) .....	52
Tab. 6: Performance Fonds während der Krise (30.04.2007-31.05.2011).....	53
Tab. 7: Performance Indices (31.12.2002-31.05.2011).....	56
Tab. 8: Performance Indices vor der Krise (31.12.2002-30.03.2007) .....	57
Tab. 9: Performance Indices während der Krise (30.04.2007-31.05.2011) .....	57
Tab. 10: Übersicht über die wichtigsten negativen und positiven Kriterien .....	76
Tab. 11: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI a.).....	78
Tab. 12: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI b.) .....	79
Tab. 13: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI c.).....	80
Tab. 14: Informationen zu den Fonds .....	83
Tab. 15: Informationen zu den Indices.....	84

## Abkürzungsverzeichnis

AUM	Assets under Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFP	Corporate Financial Performance
CSP	Corporate Social Performance
CSR	Corporate Social Responsibility
DSI	Domini Social Index
ESG	Environmental, Social, Governance
EUROSIF	European Sustainable Investment Forum
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
HNWI	High Net Worth Individuals
KLD	Kinder, Lydenberg, Domini & Co.
SAM	Sustainable Asset Management
S&P 500	Standard & Poor's 500
SRI	Socially Responsible Investments
UHNWI	Ultra High Net Worth Individuals
UK	United Kingdom
UNPRI	United Nations Principles of Responsible Investment
USA	United States of America

# 1. Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

*Socially Responsible Investments (SRI)* erfahren seit Jahrzehnten ein ungebrochenes Wachstum: Immer häufiger werden neben Rendite und Risiko auch *ökologische, ethische und soziale Faktoren* (environmental/ethical, social, governance, „kurz“ *ESG*) in den Investmentprozess einbezogen. Noch vor 50 Jahren fristete dieses Anlagekonzept ein Nischendasein und wurde nur von wenigen, vor allem religiös motivierten, Anlegern gefördert. Mittlerweile sollte aber jeder Investor nachhaltige Anlagen zumindest in Erwägung ziehen. Denn die Befürworter nennen schlagkräftige Argumente für SRI: So werden durch die Anwendung entsprechender Kriterien nicht nur nachhaltige Projekte unterstützt, sondern auch kompetitive Renditen erwirtschaftet. Somit kann jeder dazu beitragen eine nachhaltig orientierte Wirtschaft aufzubauen und zu stärken.<sup>1</sup> Dass Anleger in der gleichen Welt leben, in der sie investieren, und somit selber von den unmittelbaren Konsequenzen ihrer Handlungen betroffen sind, sollte Motivation genug sein.<sup>2</sup>

Heute sind nachhaltige Investments, insbesondere in den USA, auf dem Weg in den Massenmarkt weit fortgeschritten.<sup>3</sup> Denn die Anzahl privater sowie institutioneller Investoren, die sich zu einer entsprechenden Anlagestrategie bekennen, wächst stetig.<sup>4</sup> Mögliche Gründe dafür sind die Akzeptanz einer gesamtgesellschaftlichen Verantwortung seitens einzelner Investoren, eine strengere Gesetzgebung sowie ein gesteigertes öffentliches Problembewusstsein für soziale und ökologische Belange.<sup>5</sup> Inzwischen haben auch die Unternehmen diese Entwicklung erkannt, weshalb sie Nachhaltigkeit zunehmend als Wettbewerbsfaktor oder als wichtige Komponente im Risikomanagement verstehen.

Der öffentliche Druck, der durch die Medien oder international tätige NGO's auf die gesamte Wirtschaft und einzelne Sektoren im Speziellen ausgeübt wird, lässt die Wichtigkeit nachhaltigen Wirtschaftens immer weiter in das Bewusstsein der Marktteilnehmer eindringen.

Die jüngste *Finanzkrise*<sup>6</sup> mit Ausbruch im Frühjahr 2007 wirkt hierbei noch verstärkend: Das Geschäftsgebaren verschiedener Firmen stellte sich aus gesellschaftlicher Sicht als untragbar

---

<sup>1</sup> Vgl. Tober / Vögele 2010, S. 9.

<sup>2</sup> Vgl. Peylo 2010, S. 42.

<sup>3</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 45.

<sup>4</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 1.

<sup>5</sup> Vgl. Bruns / Meyer-Bullerdiek 2008, S. 176.

<sup>6</sup> Der Ausdruck Krise bezieht sich in vorliegender Arbeit jeweils auf diese Geschehnisse.

heraus. Es wurden zahlreiche Stimmen laut, dass eine Bewusstseinsänderung weg von der kurzfristigen, hin zu einer *langfristig* ausgerichteten Denkweise unabdingbar ist. Verbunden mit weiteren globalen Entwicklungen, wie der Klimaerwärmung und Umweltkatastrophen<sup>7</sup>, hat sich das Verlangen nach nachhaltigen Anlagen auf eine breite Masse von Investoren ausgeweitet. Bedingt durch *Unternehmensskandale* wie diejenigen von Enron oder Worldcom spielen dabei zunehmend auch Corporate Governace-Aspekte eine wichtige Rolle.<sup>8</sup>

Diese Entwicklung kann auch mit Zahlen belegt werden: So ist das Volumen nachhaltiger Geldanlagen in der Schweiz seit der Jahrtausendwende um fast 1000% auf 42 *Milliarden CHF* gestiegen.<sup>9</sup> Der grösste SRI-Markt, die USA (United States of America), ist im gleichen Zeitraum um knapp 32% auf 3'070 *Milliarden USD* angewachsen. Der Anteil von SRI an den totalen Assets under Management (AUM) in den USA wird bereits auf beeindruckende 12.2% geschätzt.<sup>10</sup>

Da das Entwicklungsstadium von SRI global sehr heterogen ist, haben viele Länder noch grossen Nachholbedarf. Dafür zeichnen verschiedene Faktoren verantwortlich: Einerseits ist der Bekanntheitsgrad von SRI-Produkten mancherorts noch sehr tief. Andererseits ist das Vorurteil, dass Anlagen in SRI mit hohen Kosten in Form von *Rendite-Einbussen* einhergehen nach wie vor weit verbreitet. Weiter zeichnet sich der Markt durch eine hohe *Komplexität* aus, unter anderem verbunden mit der Diversität der unterschiedlichen Anlagestrategien.<sup>11</sup>

## 1.2 Zielsetzung

Diese Arbeit soll die verschiedenen *Screening-Strategien*, die bei SRI zur Anwendung kommen, darlegen und kritisch beurteilen. Dabei steht einerseits die *finanzielle Performance* eines nach ESG-Kriterien gefilterten Portfolios im Vordergrund. Andererseits soll das Verhältnis der Zielerreichung von finanziellen und ESG-Zielen empirisch überprüft werden. Ein weiteres Ziel besteht darin, Kriterien zur Auswahl einer Strategie für die in der Literatur unterschiedlichen *Anlegertypen* abzuleiten.

## 1.3 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit ist in *sieben Kapitel* aufgliedert. Nach der Einleitung in *Kapitel eins* werden im *Kapitel zwei* in einem ersten Schritt die grundlegenden Begriffe im Zusammenhang mit nachhaltigen Investments (SRI, CSR, ESG und UNPRI) aufgearbeitet. Anschliessend wird ein Überblick über die historische Entwicklung von SRI gegeben, welcher mit einer

---

<sup>7</sup> Besonders aktuell sind die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko (BP Deepwater Horizon) und der Tsunami in Japan, insbesondere mit den schwerwiegenden Folgen um das Atomkraftwerk in Fukushima.

<sup>8</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 33.

<sup>9</sup> Vgl. Döbeli / Bilecen 2011, S. 10.

<sup>10</sup> Vgl. Social Investment Forum (SIF) 2010, S. 8.

<sup>11</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 171-173.

Übersicht über die aktuellen Marktverhältnisse abgerundet wird. Auch die wichtigsten Anlageklassen, die sich für nachhaltige Anlagen anbieten, werden dargestellt.

In *Kapitel drei* werden die verschiedenen SRI-Anlagestrategien eingehend behandelt. Dazu wird die bestehende Literatur, vor allem in Form von akademischen Papieren und Artikeln in Zeitschriften, herangezogen. Zuerst wird die Anwendung der unterschiedlichen Ansätze dargestellt, bevor sie einer kritischen Beurteilung unterzogen werden. Dabei werden unter anderem mögliche finanzielle Implikationen und die effektive Nachhaltigkeits-Orientierung kritisch beurteilt.

*Kapitel vier* gibt einen Überblick über die wichtigsten Investoren, die bereits nachhaltige Strategien umsetzen. Im Zentrum des Interesses stehen deren Motivation ESG-Faktoren in den Investmentprozess zu integrieren sowie allfällige Einschränkungen, mit denen sie sich konfrontiert sehen. Daraus wird abgeleitet, welche SRI-Anlagen für den jeweiligen Anlegertyp sinnvoll sein können.

In *Kapitel fünf* werden die finanziellen Implikationen einer SRI-Anlagestrategie anhand der bestehenden Theorie untersucht. Zuerst werden einander die Stakeholder-Theorie und die Portfoliotheorie, mit denen die Befürworter beziehungsweise Kritiker von SRI häufig argumentieren, gegenübergestellt. Anschliessend werden die wichtigsten bestehenden Studien zur Rentabilität nachhaltiger Portfolios ausgewertet.

Anhand einer eigenen empirischen Untersuchung wird die finanzielle Performance in *Kapitel sechs* genauer analysiert. Zuerst werden dazu methodologische Aspekte, insbesondere Einschränkungen sowie die Datenherkunft, erläutert. Nachfolgend werden sorgfältig ausgewählte Fonds und Indices einem Benchmark gegenübergestellt.

*Zum Schluss* werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst und Vertiefungsmöglichkeiten für eine weitere Arbeit auf diesem Gebiet aufgezeigt.

## 2. Socially Responsible Investments

SRI haben in den letzten Jahrzehnten ein massives Wachstum erlebt. Damit verbunden hat sich auch der Markt laufend entwickelt und an Komplexität zugenommen. Diese Vorgänge weisen je nach geographischer Region stark unterschiedliche Charakterzüge auf. So gibt es bereits hinsichtlich fundamentaler Begriffe markante Unterschiede: Während in den USA beispielsweise von *Socially Responsible Investments* die Rede ist, spricht man im United Kingdom (UK) von *Ethical Investments*.

In diesem Kapitel soll deshalb ein grundlegender Rahmen gelegt werden, auf dessen Basis die gesamte Arbeit aufbaut: Zuerst wird neben einer Definition von SRI auf die Begriffe Corporate Social Responsibility (CSR), ESG und United Nations Principles of Responsible Investment (UNPRI) eingegangen. Anschliessend wird die historische Entwicklung der Bewegung anhand der prägendsten Ereignisse und wichtigsten Eckpunkte dargelegt. Dabei werden insbesondere die letzten 50 Jahre intensiv behandelt. Als Abrundung davon wird in einem separaten Unterkapitel eine aktuelle Übersicht über den SRI-Markt gegeben. Hier interessieren hauptsächlich die Gegebenheiten in der Schweiz. Aufgrund der historischen Verbundenheit von SRI mit den USA und UK wird aber auch auf diese Länder kurz eingegangen. Zum Schluss des Kapitels werden die unterschiedlichen Anlagekategorien behandelt, die traditionellerweise mit SRI in Verbindung gebracht werden.

### 2.1 Wichtige Begriffsdefinitionen

#### 2.1.1 SRI

Die Begriffe „*social*“, „*ethical*“, „*responsible*“, „*socially responsible*“, und „*nachhaltig*“ beziehungsweise „*sustainable*“, sind eine Vielzahl von Ausdrücken, die überlappende und komplementäre Bedeutung haben um das Phänomen SRI zu beschreiben. Diese Begriffe sind zumeist geographisch geprägt und werden aufgrund der ähnlichen Bedeutung in dieser Arbeit synonym verwendet. Schliesslich ist ihnen allen gemein, dass sie dem Investmentprozess einen *langfristigen Horizont* unterstellen und (damit verbunden) die Integration von *ESG-Faktoren* vorsehen.<sup>12</sup> Bisher gibt es keine eindeutige Definition für die gesamte SRI-Bewegung, da eine Vielzahl unterschiedlicher Werte und Ziele dahinter stehen.<sup>13</sup> So definiert das European Sustainable Investment Forum (Eurosif) SRI folgendermassen:

---

<sup>12</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 8.

<sup>13</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 76.

„Oberbegriff, der jeden Typen von Investmentprozessen abdeckt, der die finanziellen Ziele der Investoren mit deren ESG-Bedenken kombiniert.“<sup>14</sup>

Der im deutschsprachigen Raum für SRI verbreitete Begriff der Nachhaltigkeit kann wiederum folgendermassen definiert werden:

„(...)Entwicklung, welche die heutigen Bedürfnisse zu decken vermag, ohne für künftige Generationen die Möglichkeit zu schmälern, ihre eigenen Bedürfnisse zu decken.“<sup>15</sup>

Ebenso gibt es keine Standards, die definieren, was ein SRI-Produkt ist.<sup>16</sup> Dies führt zu einer enormen Vielfalt an Produkten, wie beispielsweise Ethikfonds, Wasseranleihen, ökologische Immobilienfonds und Umwelttechnikfonds.<sup>17</sup> Das ausschlaggebende Kriterium, dass diese nicht als herkömmliche Anlagen klassifiziert werden, liegt deshalb lediglich in der ausdrücklichen *Zweckbestimmung*, mit der das Geld investiert wird.<sup>18</sup>

So unterschiedlich wie die Definitionen sind auch die Motivationen hinter den Anlagen: So wollen manche Investoren die Welt verändern, während andere nur ein Portfolio anstreben, das konsistent mit ihren Werten ist, um eine kognitive Dissonanz verbunden mit ihren Investments abzuschwächen.<sup>19</sup>

### 2.1.2 ESG

*ESG*, was für „*environmental, social, governance*“ steht, ist ein Begriff, der vor allem seit der Lancierung der UNPRI im Jahre 2006 populär wurde. Er wird häufig verwendet um SRI zu beschreiben und betont, dass neben sozialen und ethischen mittlerweile auch ökologische und Corporate Governance-Aspekte im Zentrum des Interesses stehen. In der neueren Literatur wird ESG oft auch schlicht als Synonym für SRI verwendet. Insbesondere wenn von *ESG-Integration* die Rede ist, wird damit die zunehmende Verankerung im Mainstream betont. Denn diese zielt auf den Einbezug einzelner ESG-Faktoren in den gesamten Investmentprozess ganzer Asset Manager, anstatt eines breit angelegten, auf zahlreichen Kriterien beruhenden SRI-Ansatzes, ab.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Eurosif 2010a, S. 8.

<sup>15</sup> Hauff 1987, S. 46.

<sup>16</sup> Vgl. De Bettignies / Lépineux / Tan 2009, S. 53.

<sup>17</sup> Vgl. Oehri 2010, S. 22.

<sup>18</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 77, zit. nach: Meyer 2002, S. 22.

<sup>19</sup> Vgl. Statman 2000, S. 35-36 und Jennings / Martin 2007, S. 19.

<sup>20</sup> Vgl. Blanc / Cozic / Hobeika 2010, S. 6.

Obwohl ESG-Kriterien in der Regel nicht genau quantifizierbar sind, sind sie dennoch nützliche Indikatoren für Risiken, wie beispielsweise hinsichtlich Ort der Geschäftstätigkeit, regulatorischem Umfeld und Stakeholder-Beziehungen.<sup>21</sup>

### 2.1.3 CSR

*Corporate Social Responsibility* bezieht sich, im Gegensatz zu SRI, welches sich auf den Investmentbereich konzentriert, auf die *Unternehmenspolitik*.<sup>22</sup> Somit können SRI und CSR als zwei sich ergänzende Konzepte betrachtet werden. Laut EU-Kommission kann Letzteres folgendermassen definiert werden:

„CSR ist ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, um auf freiwilliger Basis soziale und ökologische Belange in ihre Unternehmenstätigkeit und ihre Beziehungen zu den Stakeholdern zu integrieren.“<sup>23</sup>

Ursprünglich wurden damit vor allem umweltbezogene und soziale Aspekte angesprochen. Seit der Krise steht aber vermehrt auch die ökonomische Nachhaltigkeit im Zentrum.<sup>24</sup>

### 2.1.4 UNPRI

Die *United Nations Principles of Responsible Investment* wurden 2006 als Leitfaden für sozialverantwortliche Investments etabliert. Sie stellen ein Paket von *Best-Practice-Grundsätzen* dar. Asset Manager und Investoren, welche die Prinzipien unterzeichnen, verpflichten sich, ESG-Faktoren in den Investmentprozess zu integrieren.<sup>25</sup> Die UNPRI haben sich auf Anhieb gut etabliert und wurden bis Juli 2010 bereits von mehr als 784 Unternehmen aus über 45 Ländern mit einem Gesamtvermögen von rund 22 Billionen USD unterzeichnet.<sup>26</sup> Die sechs Grundsätze, die von den UNPRI vorgegeben werden, setzen sich im Wortlaut folgendermassen zusammen<sup>27</sup>:

1. Wir werden ESG-Themen in die Analyse- und Entscheidungsprozesse im Investmentbereich einbeziehen.

---

<sup>21</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 39.

<sup>22</sup> Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) 2004, S. 9.

<sup>23</sup> Europäische Kommission, „Unternehmen und Industrie, Politische Schwerpunkte, Nachhaltiges und verantwortungsbewusstes Unternehmertum, Soziale Verantwortung der Unternehmen“, Website der Europäischen Kommission, abgefragt am 20. April 2011.

<sup>24</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 6.

<sup>25</sup> Vgl. Green Economy, „Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar Social Responsible Investments“, Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011.

<sup>26</sup> Vgl. Principles for Responsible Investments 2010, S. 4.

<sup>27</sup> Principles for Responsible Investment, „The Principles“, Website von Principles of Responsible Investment, abgefragt am 19.05.2011.

2. Wir werden aktive Aktionäre sein und ESG-Themen in unsere Aktionärspolitik und -praxis einbeziehen.
3. Wir werden eine angemessene Offenlegung in Bezug auf ESG-Themen bei den Unternehmen und Körperschaften fordern, in die wir investieren.
4. Wir werden die Akzeptanz und die Umsetzung dieser Grundsätze in der Investmentbranche vorantreiben.
5. Wir werden zusammenarbeiten, um unsere Wirksamkeit bei der Umsetzung dieser Grundsätze zu steigern.
6. Wir werden über unsere Aktivitäten und unsere Fortschritte bei der Anwendung der Grundsätze Bericht erstatten.

Da diese Grundsätze keinen Gesetzes-Charakter haben und bei ihrer Anwendung viel Interpretationsraum vorhanden ist, wird auch Kritik laut. So sollen viele Unternehmung eine Unterzeichnung der UNPRI nutzen um ihr Image aufzubessern, ohne entsprechende Handlungen zu implementieren.<sup>28</sup>

## **2.2 Historische Entwicklung: Von den religiösen Wurzeln hin zum Mainstream**

Die Anfänge von SRI sind auf *religiöse Wurzeln* zurückzuführen. Dabei stehen insbesondere die Quäker im Vordergrund. Diese realisierten, dass die Prinzipien, auf denen ihr Glaube basiert, keine Investitionen in Bereichen wie der Sklaverei oder der Waffenproduktion rechtfertigten. Aus dieser Überzeugung heraus mieden sie bereits im *18. Jahrhundert* Anlagen in entsprechende Institutionen.<sup>29</sup>

Erst 1928, als der *Pioneer Fund* aufgelegt wurde, drang die Bewegung bis ins Fondsinvestment durch. Dabei standen nach wie vor religiöse Motive im Zentrum. Deshalb wurden sogenannte „*Sin Stocks*“<sup>30</sup> aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen.

Unterstützung in der breiten Öffentlichkeit erhielt die Bewegung erstmals in den 60er Jahren während des *Vietnamkrieges*: Im Zuge einer grossangelegten Friedensbewegung wurden verschiedene ethisch motivierte Handlungen unternommen. Ein Beispiel hierfür ist der Versuch von Aktionären, Einfluss auf die Geschäftspolitik des Chemieunternehmens Dow Chemicals zu nehmen, welches Giftgas für die Kriegsführung herstellte.<sup>31</sup> Daraufhin kam es im Zuge der

<sup>28</sup> Vgl. Gray 2009, S. 14.

<sup>29</sup> Vgl. Osthoff 2008, S. 10, zit. nach: Kinder / Domini 1997.

<sup>30</sup> „Sin Stocks“ sind Aktien von Unternehmungen, deren Geschäftstätigkeit aus Sicht nachhaltiger Investoren negativ behaftet ist. Je nach geographischem Raum variiert die spezifische Ausprägung, verbunden mit unterschiedlichem religiösem Hintergrund. Typischerweise werden unter diesem Begriff jedoch Aktien verbunden mit *Tabak, Alkohol und Glücksspiel* verstanden, wie es auch von Hong und Kacperczyk (2008) festgehalten wird. Vgl. Visaltanachoti / Zheng / Zou 2009, S. 1.

<sup>31</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 95.

70er und 80er Jahre zur Lancierung verschiedener ethisch motivierter Fonds. Der 1970 von Methodisten und Quäkern ausgegebene Pax World Fund, welcher nicht in die Waffenproduktion investierte, übernahm hier eine Vorreiterrolle.<sup>32</sup> Ein weiterer Meilenstein in der Entwicklung von SRI stellte der Kampf gegen das *Apartheidsregime* in Südafrika dar. Die systematische Verwehrung von Investitionen, beziehungsweise der Abzug von Kapital aus Unternehmen, welche mit dem Regime kooperierten, trugen wesentlich zur Konfliktlösung bei.<sup>33</sup>

Diese Ereignisse, verbunden mit dem zunehmenden Interesse von Institutionen wie Pensionsfonds und universitären Stiftungen in Amerika, waren ein entscheidender Schritt, um der gesamten Bewegung eine *glaubensneutrale Dimension* zu geben.<sup>34</sup> In diesem Zusammenhang wurde 1981 das amerikanische „*Social Investment Forum*“, als Netzwerk für alle privaten und institutionellen SRI-Investoren, ins Leben gerufen. Später sollten Gruppierungen in Europa diesem Beispiel folgen (UKSIF, *Eurosif*).<sup>35</sup> Daneben kam es zu den Gründungen der ersten sozialen Ratingagenturen wie EIRIS, Vigeo, SIRI Group, *KLD* (Kinder, Lydenberg, Domini & Co.) und *SAM* (Sustainable Asset Management), welche eine grundlegende Bedeutung für die weitere Dynamik des Marktes hatten.<sup>36</sup>

Seit den 90er Jahren hielten zunehmend auch *ökologische Aspekte* Einzug in die sozialverantwortlichen Anlagestrategien. Diese haben nicht zuletzt aufgrund der steigenden Sorgen bezüglich der *Klimaerwärmung* sowie verschiedener gravierender *Umweltkatastrophen*, wie in Tschernobyl, Seveso<sup>37</sup>, Bophal<sup>38</sup> oder bei Exxon Valdez<sup>39</sup>, massiv an Bedeutung gewonnen.<sup>40</sup>

Während die frühere Entwicklung in erster Linie von den USA und UK getragen wurde, kam 1989 mit Luxinvest Securarent der erste ethisch ausgerichtete Investmentfonds auf den deutschsprachigen Markt.<sup>41</sup> Seither wird insbesondere die umweltbezogene Bewegung stark von kontinentaleuropäischen Impulsen geprägt.<sup>42</sup>

---

<sup>32</sup> Vgl. Osthoff 2008, S. 10.

<sup>33</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 94-95.

<sup>34</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 21.

<sup>35</sup> Vgl. Molthan 2003, S. XIII.

<sup>36</sup> Vgl. Louche 2009, S. 55.

<sup>37</sup> Am 10. Juli 1976 ereignete sich im Werk der Icmesa S.p.A. in Seveso ein Chemieunfall, als Folge dessen die umgebenden Gemeinden chemisch verschmutzt wurden. Seither gilt Seveso als Symbol für die ökologischen Gefahren durch die Chemie-Industrie. Vgl. F. Hoffmann – La Roche 2007, S. 146-147.

<sup>38</sup> In Bhopal (Indien) entwichen am 3. Dezember 1984 tödliche Chemikalien aus der Pestizidfabrik Union Carbide und führten zur grössten Chemiekatastrophe aller Zeiten. Als Folge des Unglücks starben 25'000 Menschen. Hunderttausende weitere Anwohner leiden immer noch unter Gesundheitsproblemen. Vgl. o.V. 2011.

<sup>39</sup> Exxon Valdez war ein Öltanker, der 1989 auf ein Riff auflief. Als Folge davon liefen 42'000 Tonnen Rohöl aus. Vgl. Greenpeace, „Themen, Öl, Öltanker, Grosse Tankerkatastrophen 1967-2003“, Website von Greenpeace, abgefragt am 10. Juli 2011.

<sup>40</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 95.

<sup>41</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 95, zit. nach: Paape 2000, S. 174.

<sup>42</sup> Vgl. Lückner 2001, S. 34.

Ein wichtiger Eckpunkt auf dem Weg in den Mainstream bildete die Lancierung des ersten SRI Indexes 1990 durch die Research-Firma KLD mit dem *Domini 400 Social Index*.<sup>43</sup>

Neben wert-basierten<sup>44</sup> sowie finanziell motivierten Argumenten wird seit der Jahrtausendwende auch versucht, von regulatorischer Seite her Anreize zu setzen. Die Pionierrolle nimmt in dieser Entwicklung England ein, wo am 3. Juni 2000 die „*UK Pension SRI Disclosure Regulation*“ in Kraft getreten sind. Darin werden die Pensionsfonds angehalten, Angaben darüber zu machen, in welchem Ausmass ethische, soziale und umweltbezogene Aspekte in die Investitionsstrategien einbezogen werden.<sup>45</sup> Zahlreiche andere Länder sind diesem Beispiel gefolgt und haben ähnliche Gesetze erlassen. In der Schweiz hingegen wurden bisher keine derartigen Schritte unternommen.

Die neuste Entwicklung ist von verschiedenen *Unternehmensskandalen*, wie denjenigen von Enron oder Worldcom<sup>46</sup> geprägt. Deshalb sind vor allem Corporate Governance-Aspekte stärker in den Fokus von SRI-Investoren gerückt.<sup>47</sup> In diesem Zusammenhang stehen auch die überhöhten Salär- beziehungsweise Boni-Zahlungen an das Topmanagement international tätiger Firmen, besonders stark im Fokus der SRI-Investoren.

Durch die Etablierung der UNPRI im Jahre 2006, wurden dem Wachstum von Socially Responsible Investments noch einmal Flügel verliehen.

### **2.3 Marktübersicht heute: SRI als breit angewandter Investment-Approach**

SRI haben heute ein starkes Gewicht in den Kapitalmärkten, da sie neben vielen privaten auch von zahlreichen institutionellen Investoren genutzt werden. Gleichzeitig kam es mit dem steigenden Interesse zu einschneidenden Veränderungen in der Art und Weise, wie sozialverantwortlich investiert wird.<sup>48</sup> Diese Entwicklung wird auch in den Zahlen deutlich, welche verschiedene Studien über den SRI-Markt offenbaren. So hat beispielsweise das „*Forum Nachhaltige Geldanlagen*“ (FNG) die wichtigsten Werte für den Schweizer Markt per Ende 2010 erhoben, worauf sich, sofern nichts anderes vermerkt, die nachfolgenden Erläuterungen beziehen<sup>49</sup>: Demnach sind, wie in Abb. 1 ersichtlich, alleine in der Schweiz 42 Milliarden CHF nachhaltig investiert. Nach einem grossen Einbruch während der Finanzkrise wurde der langfristige Trend fortgesetzt und Ende 2010 ein neues *historisches Volumenhoch* erreicht.

---

<sup>43</sup> Dabei wurden Unternehmungen des Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) aufgrund von negativen Kriterien beurteilt und falls nötig ausgeschlossen. Vgl. Molthan, S. XIV.

<sup>44</sup> Siehe hierzu Kapitel 4.

<sup>45</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 199.

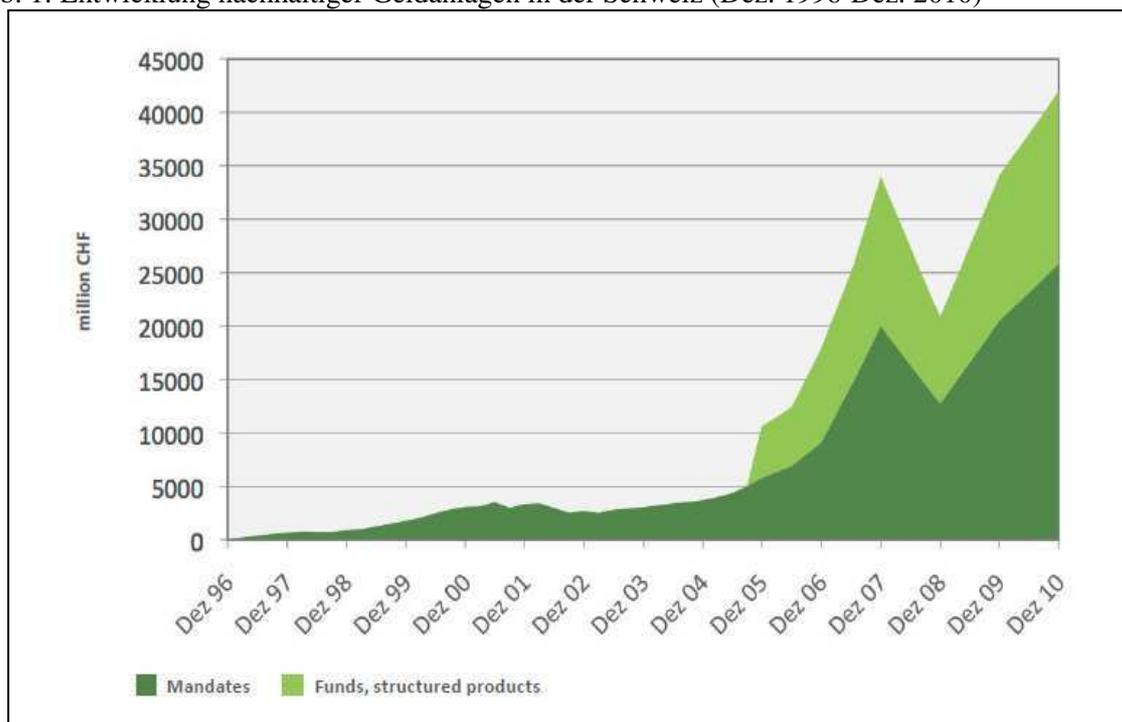
<sup>46</sup> Enron und Worldcom haben durch Bilanzfälschungen ihre Umsätze/Gewinne massiv aufgebläht. Beide Unternehmensskandale schlugen grosse Wellen in der Öffentlichkeit und waren mitverantwortlich dafür, dass neue Gesetze wie der Sarbanes-Oxley Act in den USA eingeführt wurden. Vgl. Landier / Nair 2009, S. 33.

<sup>47</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 31-33.

<sup>48</sup> Vgl. Wen 2009, S. 313-314.

<sup>49</sup> Vgl. Knoepfel / Janezic 2010, S. 5-12.

Abb. 1: Entwicklung nachhaltiger Geldanlagen in der Schweiz (Dez. 1996-Dez. 2010)



Quelle: Knoepfel / Janezic 2010, S. 9.

Damit gehört die Schweiz nach wie vor zu einem der Pionierländer in Europa. Dies wird unter anderem dadurch deutlich, dass in Deutschland, mit 13 Milliarden Euro (per Ende 2009)<sup>50</sup>, deutlich weniger Kapital in SRI investiert wird. Eine Besonderheit im Schweizer Markt widerspiegelt sich in der Zusammensetzung der Anleger: Während in den meisten anderen Ländern die institutionellen Investoren das Bild klar dominieren, sind in der Schweiz die privaten Investoren mit 57% häufiger anzutreffen. Gemäss Einschätzungen des FNG soll aber das zukünftige Wachstum in erster Linie durch die institutionellen Investoren getragen werden.

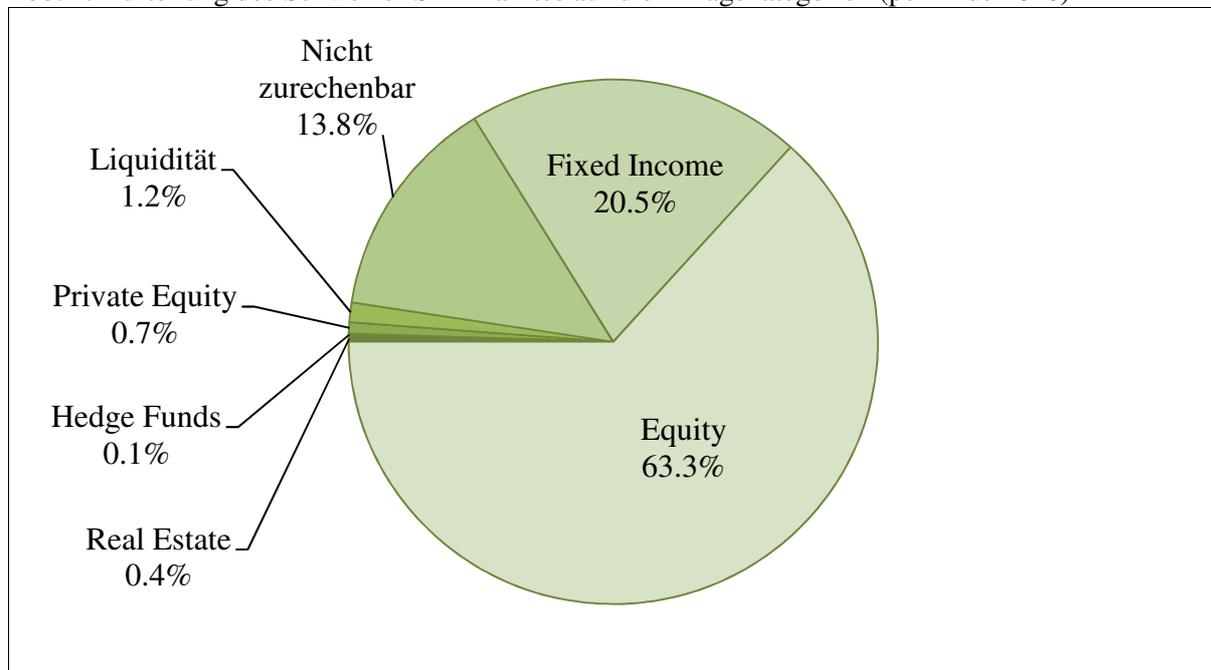
Interessant ist auch ein Blick auf die Aufteilung des Marktes auf die verschiedenen Anlagekategorien: Wie in Abb. 2 zu sehen ist, sind in der Schweiz nach wie vor SRI-Anlagen in *Eigenkapital* mit einem Anteil von 63% dominant. Auch *festverzinsliche Wertpapiere* (20,5%) sind beliebt, während die übrigen Anlageklassen ein Nischendasein fristen. Hier fällt wiederum eine Eigenart des schweizerischen Marktes auf, wenn die Zahlen mit den entsprechenden Werten für Europa<sup>51</sup> verglichen werden: Mit einem Anteil von 53% sind nämlich festverzinsliche Wertpapiere am stärksten vertreten, während Eigenkapital mit 33% weniger stark im Fokus liegt. Dieser Unterschied ist wohl auf die wichtigere Rolle der institutionellen Investo-

<sup>50</sup> Vgl. Tober / Vögele 2010, S. 13.

<sup>51</sup> Die Werte gelten jeweils nicht für Gesamt-Europa, sondern werden für 19 Länder erhoben: Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Italien, Holland, Norwegen, Spanien, Schweden, Schweiz, UK, Polen, Griechenland, Zypern, Estland, Lettland, Litauen. Vgl. Eurosif 2010a, S. 10.

ren in Europa zurückzuführen. Schliesslich legen beispielsweise Pensionskassen grosse Teile ihres Portfolios in festverzinslichen Wertpapieren an.<sup>52</sup>

Abb. 2: Aufteilung des Schweizer SRI-Marktes auf die Anlagekategorien (per Ende 2010)



Quelle: Eigene Darstellung gemäss Knoepfel / Janezic 2010, S. 11.

In UK, welches lange Zeit der Vorreiter in Europa war, wurden per Ende 2009 1'043.3 Milliarden Euro an SRI ausgewiesen.<sup>53</sup> Noch breiter ist SRI in den USA vertreten, wo 3'070 Milliarden USD an AUM unter Einbezug von ESG-Kriterien angelegt sind.<sup>54</sup>

Insgesamt darf auch in Zukunft ein kontinuierliches Wachstum von SRI erwartet werden. Schliesslich hat nicht zuletzt die Finanzkrise zum Umdenken beigetragen, so dass Anleger vermehrt nach Qualitätswerten für ihr Portfolio suchen, welche sie im Nachhaltigkeitskonzept zu finden hoffen. Ähnliche Impulse sind von den jüngsten Umweltkatastrophen um BP im Golf von Mexiko sowie der Atomkatastrophe in Fukushima zu erwarten. Dabei werden vor allem *energiepolitische Überlegungen* eine wichtige Rolle spielen. Deshalb prognostiziert Eurosif für die nähere Zukunft jährliche Zuwachsraten von 15% bis 20% für SRI. Somit würde das Volumen für nachhaltige Anlagen in der Schweiz im Jahr 2015 überwältigende 100 Milliarden CHF betragen. Demnach soll der Anteil der nach ESG-Kriterien gemanagten Fonds am gesamten Fonds-Universum auf beeindruckende 10% steigen. In der Schweiz ist, wie bereits angedeutet, insbesondere auf institutioneller Seite noch viel Potential vorhanden,

<sup>52</sup> Vgl. Fondstrends, "News, Institutionelle bevorzugen festverzinsliche Anlagen", Website von Fondstrends, abgefragt am 05. Juli 2011.

<sup>53</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 53.

<sup>54</sup> Vgl. Social Investment Forum (SIF) 2010, S. 8-10.

da es noch keine gesetzlichen Vorschriften für Pensionskassen gibt, nachhaltige Aspekte in ihre Anlageentscheidung einzubauen.<sup>55</sup>

## 2.4 Anlagekategorien

Sobald sich ein Investor entschliesst, einen Teil seines Geldes anzulegen, muss er im Rahmen der Asset Allocation<sup>56</sup> festlegen, in welche Anlagekategorien er investieren will. Bedingt durch viele Innovationen an den Kapitalmärkten während den letzten Jahrzehnten, bieten sich immer mehr Möglichkeiten, das Portfolio bereits in dieser Hinsicht stark diversifiziert zu gestalten. Auch auf dem Gebiet von SRI hat sich aufgrund des enormen Marktwachstums einiges getan, so dass hier ebenfalls zahlreiche verschiedene Anlageprodukte angeboten werden.<sup>57</sup> Nachfolgend werden die wichtigsten SRI-Anlagekategorien erläutert.

1. **Bankeinlagen** umfassen Produkte wie Öko-Sparbücher oder -Sparbriefe. Diese klassischen ökologischen Anlageformen gehen mit einem Zinsverzicht durch die Anleger einher. Als Folge dessen sind vergünstigte Kredite an förderungswürdige Unternehmungen möglich. Aufgrund der tiefen Rendite fristen diese Produkte jedoch ein Nischendasein und werden nur von stark ethisch motivierten Investoren berücksichtigt.<sup>58</sup>
2. **Nachhaltige Publikumsfonds** bekennen sich zur Anwendung ethischer, sozialer und ökologischer Kriterien bei der Auswahl ihrer Investments.<sup>59</sup> Diese Anlageform ist unter SRI-Investoren besonders populär: Gemäss Schätzungen durch das FNG wiesen nachhaltige Publikumsfonds alleine in der Schweiz per Ende 2009 ein Volumen von 12,7 Milliarden Euro auf. Dabei haben sie gegenüber 2008 um 55 Prozent zugelegt, was einem massiv höheren Wachstum als bei den herkömmlichen Fonds<sup>60</sup> in der gleichen Zeitspanne entspricht.<sup>61</sup> Die hohe Attraktivität ist darauf zurückzuführen, dass sich der Investor bereits mit einem kleinen Mitteleinsatz an einem breit diversifizierten Portfolio beteiligen kann. Durch das grosse Angebot an Fonds sollte es jedem Anleger möglich sein, ein Produkt zu finden, das seinen Ansprüchen gerecht wird.

---

<sup>55</sup> Vgl. Boer 2010, S. 61-62.

<sup>56</sup> Die Asset Allocation stellt die Wahl zwischen den verschiedenen breiten Anlagekategorien dar. Erst im nächsten Schritt, der Security Selection, entscheidet der Anleger dann, welche spezifischen Titel er kaufen will. Vgl. Bodie / Kane / Marcus 2009, S. 9.

<sup>57</sup> Vgl. Eurosif 2010b, S. 7.

<sup>58</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 78-79, zit. nach: Mächtel 1996, S. 51.

<sup>59</sup> Vgl. Hancock 2002, S. 25.

<sup>60</sup> Diese haben im selben Zeitraum nur um 12,2% an Volumen zugelegt.

<sup>61</sup> Vgl. Tober / Vögele 2010, S. 32.

3. **Direktbeteiligungen** ermöglichen einem Investor, Miteigentümer einer Unternehmung zu werden. Der Anleger kann bei dieser Form direkten Einfluss nehmen.<sup>62</sup> Die Beteiligungen von Personengesellschaften sind aber kaum handelbar, was einen längerfristigen Anlagehorizont und grosses Vertrauen seitens des Anlegers nötig macht.<sup>63</sup>
4. **Aktien** börsenkotierter Unternehmungen oder ausserbörslich gehandelte Firmenanteile stellen eine weitere Anlagemöglichkeit dar. Normalerweise stehen bei einem Aktienkauf Erwartungen an hohe Erträge im Vordergrund.<sup>64</sup> Der Nachhaltigkeitsaspekt kommt dadurch zu Stande, dass es sich um Aktien<sup>65</sup> von Umwelttechnik-Unternehmen, Grünen Pionieren, Öko-Leadern und weiteren handelt.<sup>66</sup>
5. **Festverzinsliche Papiere** bilden eine bedeutende Anlageform im nachhaltigen Segment. Ihr Anteil am Gesamtmarkt für SRI ist von 2008 bis 2009 in der Schweiz von 20,6 Prozent auf 22 Prozent gestiegen.<sup>67</sup> Der Nachhaltigkeitscharakter wird ihnen, wie bei den Aktien, durch die Vorbildlichkeit der entsprechenden Unternehmung im Hinblick auf soziale oder ökologische Aspekte verliehen.<sup>68</sup> Der Vorteil von Obligationen ist die relative hohe Sicherheit sowie die breite Auswahl an Rendite-/Risiko-Kombinationen am Markt.<sup>69</sup>
6. **Immobilien/Immobilienfonds** ermöglichen es auch einem privaten Anleger mit relativ kleinem Mitteleinsatz in die Wertentwicklung von Immobilien zu investieren. Häufig ist bei dieser Anlageform aber mit einem erhöhten Risiko zu rechnen. Der Nachhaltigkeitsaspekt entsteht dadurch, dass hauptsächlich Projekte mit ökologischen Bauformen oder sozialem Bauen berücksichtigt werden.<sup>70</sup>
7. **Lebensversicherungen und Rentenversicherungen** lassen zahlreiche Möglichkeiten hinsichtlich der Vertragsgestaltung zu. Die beliebteste Form stellen fondsgebundene Le-

---

<sup>62</sup> Vgl. Green Economy, "Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar SRI-orientierte Anlageformen", Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011. Siehe für genauere Informationen zu Direktanlagen ebendiese Quelle.

<sup>63</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 79.

<sup>64</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 79-80.

<sup>65</sup> Siehe für detailliertere Informationen zu den Aktien Figeac 2007, S. 26.

<sup>66</sup> Vgl. Das Österreichische Nachhaltigkeitsportal, "Thema & Dialog, Themen-Archiv, Monatsthemen 2009, Monatsthema 09/09: Nachhaltige Investments: Chance auch für öffentliche Haushalte", Website vom Österreichischen Nachhaltigkeitsportal, abgefragt am 17. Mai 2011.

<sup>67</sup> Vgl. Tober / Vögele 2010, S. 32.

<sup>68</sup> Vgl. Green Economy, "Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar SRI-orientierte Anlageformen", Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011.

<sup>69</sup> Vgl. Das Österreichische Nachhaltigkeitsportal, "Thema & Dialog, Themen-Archiv, Monatsthemen 2009, Monatsthema 09/09: Nachhaltige Investments: Chance auch für öffentliche Haushalte", Website vom Österreichischen Nachhaltigkeitsportal, abgefragt am 17. Mai 2011.

<sup>70</sup> Vgl. Green Economy, "Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar SRI-orientierte Anlageformen", Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011.

bensversicherungen dar. Meistens profitiert der Anleger von steuerlichen Begünstigungen. Gleichzeitig ist eine tiefere Rendite bei sehr langem Anlagehorizont in Kauf zu nehmen.<sup>71</sup>

**8. Strukturierte Produkte** sind eine Kombination aus einem oder mehreren traditionellen Kassainstrumenten und derivativen Finanzinstrumenten wie Optionen oder Futures.<sup>72</sup> Das Volumen derartiger SRI-Anlagen hat sich zwischen 2008 und 2009 in der Schweiz verdreifacht. Im darauffolgenden Jahr wurde aber als Folge der Finanzkrise ein Rückgang von 18,4 Prozent erfasst. Insbesondere weil auch herkömmliche Strukturierte Produkte seit der Krise aufgrund mangelnden Vertrauens seitens der Anleger Anteile eingebüsst haben, ist die zukünftige Entwicklung nur schwer abzuschätzen.<sup>73</sup> Mit 4% Anteil am schweizerischen SRI-Markt spielen sie nach wie vor eine untergeordnete Rolle.<sup>74</sup>

---

<sup>71</sup> Vgl. Green Economy, "Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar SRI-orientierte Anlageformen", Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011.

<sup>72</sup> Vgl. Wilding / Volkart 2007, S. 814-821. Siehe für genauere Informationen zu Strukturierten Produkten ebendiese Quelle.

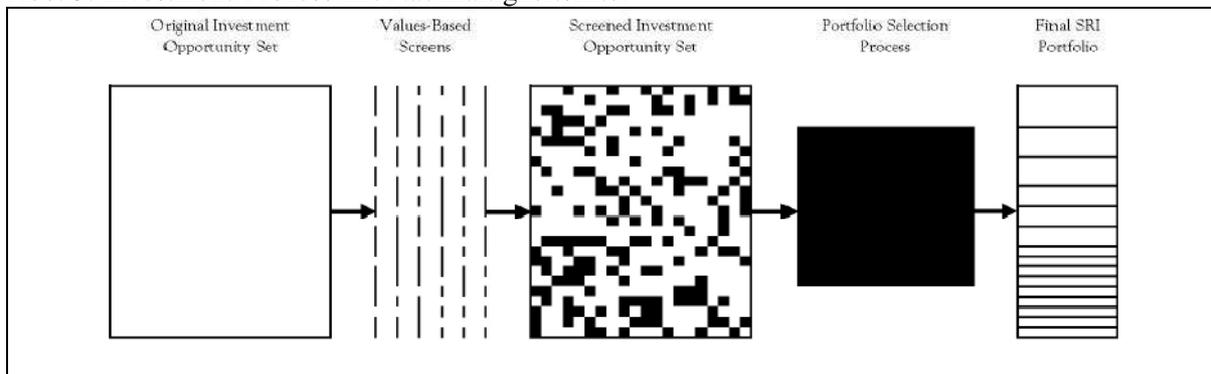
<sup>73</sup> Vgl. Béquelin 2010, S. 82.

<sup>74</sup> Vgl. Knoepfel / Janezic 2010, S. 8.

### 3. Die verschiedenen Anlagestrategien im Zusammenhang mit SRI im Überblick

Sozialverantwortliche Investoren beachten bei ihrer Investitionsentscheidung nicht nur die klassischen finanziellen Aspekte der Portfoliotheorie, Rendite und Risiko, sondern integrieren zusätzlich ESG-Faktoren.<sup>75</sup> In der Literatur ist in der Regel von einem sogenannten *Nachhaltigkeitsfilter*, wie er in Abb. 3 (Values-Based Screens) zu sehen ist, die Rede. Dieser wird dem herkömmlichen Investmentprozess (Portfolio Selection Process) typischerweise vorgelagert, so dass die ursprünglichen Anlagemöglichkeiten in einem ersten Schritt auf ein *nachhaltiges Anlageuniversum* (Screened Investment Opportunity Set) reduziert werden.<sup>76</sup>

Abb. 3: Investment-Prozess mit Nachhaltigkeitsfilter



Quelle: Jennings / Martin 2007, S. 19.

In Bezug auf die spezifische Ausgestaltung dieses Filters sind dem Investor zahlreiche Möglichkeiten gegeben. Je nach konkreter Anwendung determiniert er seine Anlagestrategie so, dass seinen individuellen Ansprüchen bestmöglich entsprochen wird. Dabei wird grundsätzlich zwischen aktiven und passiven Ansätzen unterschieden. Aktiv bedeutet in diesem Zusammenhang, dass neben dem finanziellen Engagement zusätzliche Handlungen unternommen werden, um nachhaltige Aktivitäten bei den jeweiligen Unternehmungen zu fördern.<sup>77</sup>

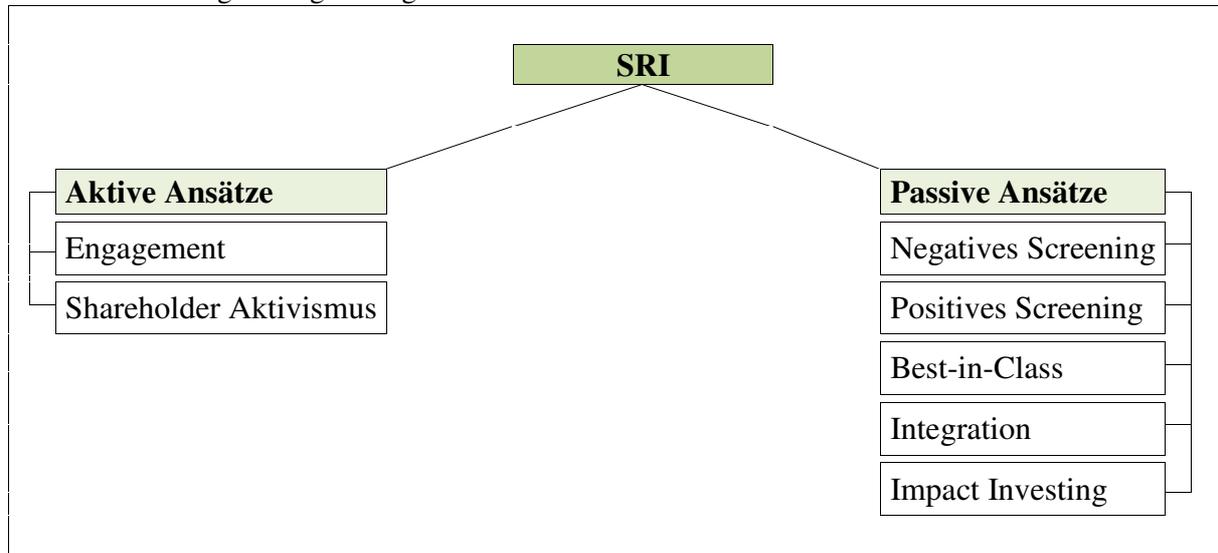
Wie in Abb. 4 dargestellt, werden die *passiven* Strategien in vorliegender Arbeit in *negatives Screening*, *positives Screening*, *Best-in-Class*, *Integration* und *Impact Investing* aufgeteilt. Bei den *aktiven* Ansätzen findet eine Unterscheidung zwischen *Engagement* und *Shareholder Activism* statt.

<sup>75</sup> Vgl. Osthoff 2008, S. 6.

<sup>76</sup> Vgl. Jennings / Martin 2007, S. 19-20.

<sup>77</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 99, zit. nach: Schoenheit 2005, S. 78-88.

Abb. 4: Nachhaltige Anlagestrategien im Überblick



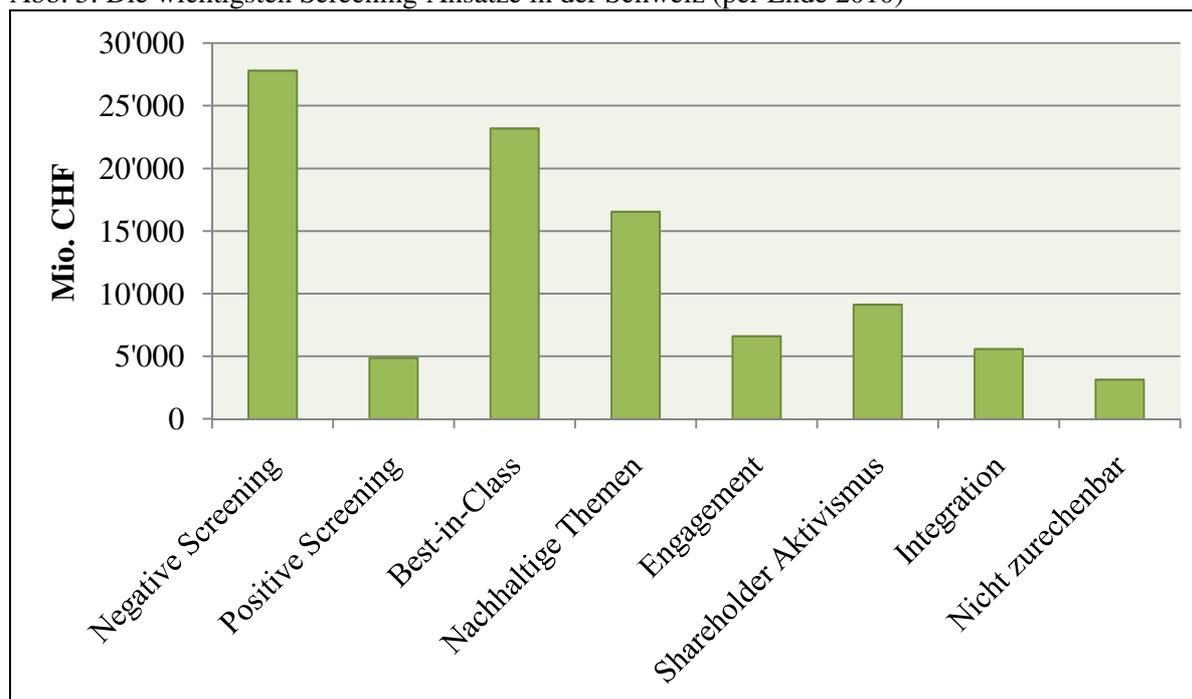
Quelle: Eigene Darstellung

Somit wird insbesondere bezüglich positivem Screening und Best-in-Class eine alternative Systematik als die häufig in der Literatur und auch von Eurosif vertretene Aufteilung<sup>78</sup> von positivem Screening in Best-in-Class und Themenfonds gewählt. Letztere werden als potentielle Umsetzungsform des positiven Screenings nur kurz erläutert.

Um einen Überblick über die Prioritäten in der Schweiz zu geben, zeigt Abb. 5 die Aufteilung des schweizerischen SRI-Marktes auf die verschiedenen Screening-Strategien. Dies macht deutlich, dass hierzulande die passiven Anlagestrategien dominant sind. Dabei nehmen negatives Screening (27'816 Mio. CHF) und der Best-in-Class Ansatz (23'208 Mio. CHF) eine wichtige Rolle ein. Gleichzeitig werden die Strategien Engagement und Shareholder Activism vergleichsweise selten genutzt.

<sup>78</sup> Dahinter steht die Ansicht des Autors, dass der Best-in-Class Ansatz aufgrund seiner Bedeutung (Vgl. Abb. 5) als eigenständige Strategie angesehen werden sollte. Ausserdem scheint diese Systematik auch aus einer historischen Perspektive sinnvoll. Schliesslich steht eine evolutionäre Entwicklung hinter dem Trend von negativem Screening über positives Screening hin zum Best-in-Class-Ansatz. Auch bei der Erläuterung von Strategien bereits von Fonds zu sprechen, erscheint in der Auffassung des Autors nicht als sinnvoll, da diese auch auf eine andere Art und Weise umgesetzt werden können.

Abb. 5: Die wichtigsten Screening-Ansätze in der Schweiz (per Ende 2010)



Quelle: Eigene Darstellung gemäss Knoepfel / Janezic 2010, S. 11.

In UK und den USA kommt im Gegensatz zur Schweiz den aktiven Strategien, Engagement und Shareholder Activism, eine deutlich grössere Bedeutung zu.<sup>79</sup> So sind gemäss Erhebungen alleine in den USA 1'497 Milliarden USD an AUM in Engagement oder Shareholder Activism involviert. Gleichzeitig sind aber auch 2'030 Milliarden USD an AUM über passive Strategien definiert.<sup>80</sup>

Diese Zahlen unterstreichen, dass es sich lohnt, nachfolgend auf sämtliche Strategien näher einzugehen. Dabei werden insbesondere die Stärken und Schwächen der einzelnen Herangehensweisen erläutert und ihre Entstehung in einen logischen Kontext gestellt.

### 3.1 Passive Ansätze

Bei passiven Ansätzen beschränkt sich der Investor darauf, die Titel einer Unternehmung zu kaufen oder eine Investition aus bestimmten Gründen abzulehnen.<sup>81</sup> Dies macht eine Anwendung passiver Strategien vergleichsweise einfach, gilt aber gleichzeitig als grosser Kritikpunkt: So wird zum Beispiel argumentiert, dass ein verstärkt proaktiver, systemorientierter Ansatz nötig sei. Schliesslich reicht es nicht aus, mit gutem Gewissen Geld zu investieren, ohne bewusst eine Veränderung anzustreben.<sup>82</sup>

<sup>79</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 53.

<sup>80</sup> Vgl. Social Investment Forum (SIF) 2010, S. 8-10.

<sup>81</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 99, zit. nach: Schoenheit 2005, S. 78-88.

<sup>82</sup> Vgl. Crane et al. 2008, S. 276.

### 3.1.1 Negatives Screening

Negatives Screening ist der älteste und gleichzeitig auch der am einfachsten zu implementierende Ansatz. Dabei wenden die Investoren bestimmte Kriterien<sup>83</sup> an, welche ihren grundlegenden Werten zuwiderlaufen. Anhand derer schliessen sie Unternehmungen aus, die gegen eine aus ihrer Sicht ethische, soziale oder ökologische Geschäftstätigkeit verstossen. Dieses Vorgehen wurde von den Quäkern sowie den ersten ethischen Investmentfonds angewendet und war für nachhaltige Anlagen lange Zeit weit verbreitet.

Typischerweise werden Unternehmungen schlicht aufgrund ihrer Zugehörigkeit zu einem bestimmten Industriesektor ausgeschlossen. Aufgrund des religiösen Ursprungs dieses Ansatzes werden die betroffenen Aktien häufig als „Sin Stocks“ bezeichnet.<sup>84</sup> Die Investoren variieren aber nicht nur hinsichtlich der Kriterien, die sie evaluieren, sondern auch aufgrund des Ausmasses, wie streng sie diese auslegen. Manche Fonds beispielsweise schliessen Unternehmungen erst aus, wenn der Umsatz beziehungsweise der Gewinn aus einem unethischen Bereich einen gewissen *Prozentsatz* aus der Gesamtunternehmensperspektive ausmacht. Gleichzeitig gibt es wiederum andere Fonds, die gar die Tätigkeiten der Zulieferer und Abnehmer berücksichtigen.<sup>85</sup>

Parallel zum enormen Wachstum der SRI-Bewegung fand eine Abkehr vom negativen Screening statt, was auf *verschiedene Schwächen* dieses Ansatzes zurückzuführen ist. So wird etwa kritisiert, dass die Anwendung einzelner negativer Kriterien *zu absolut* sei. Schliesslich gibt es Unternehmungen, welche trotz eines teilweise ethisch fragwürdigen Geschäftsganges sehr vielen lobenswerten Tätigkeiten nachgehen. So würden diese als Gesamt-Unternehmung positiv überzeugen. Der a priori Ausschluss solch eines Unternehmens ist also nicht förderlich.<sup>86</sup>

In die entgegengesetzte Richtung geht die Kritik an den erwähnten Limiten, die bezüglich ethisch fragwürdiger Aktivitäten akzeptiert werden. Schliesslich werden auf diesem Wege *explizit moralisch unsaubere Aktivitäten* im Portfolio *geduldet*.<sup>87</sup> Ähnlich lauten die Bedenken, dass die angewandten Kriterien stark *subjektiv* geprägt sind.<sup>88</sup>

Von anderen Beobachtern wird angeführt, dass die aus *portfoliotheoretischer Sicht* essentielle Diversifikation stark unter dem Ausschluss ganzer Industriesektoren leidet. Auch besteht das Risiko, dass durch breit angelegte Ausschlüsse *Wachstumsmöglichkeiten* verpasst werden.<sup>89</sup>

Zudem wird in Frage gestellt, ob die *geringen Volumina* von beispielsweise SRI-Fonds ausreichen, um mit einer simplen Vermeidungsstrategie einen merkbaren Einfluss auf die Ge-

---

<sup>83</sup> Eine Aufstellung der wichtigsten Kriterien und deren Bedeutung ist im Anhang in Tab. 10 aufgeführt.

<sup>84</sup> Vgl. Osthoff 2008, S. 8.

<sup>85</sup> Vgl. Renneboog / ter Horst / Zhang 2007, S. 6-7.

<sup>86</sup> Vgl. Crane et al. 2008, S. 263.

<sup>87</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 48, zit. nach: Powers 1971.

<sup>88</sup> Vgl. Michelson et al. 2004, S. 4, zit. nach: Hollingworth 1998.

<sup>89</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 96 und Sparkes / Cowton 2004, S. 49.

schäftspolitik der Firmen zu nehmen.<sup>90</sup> Noch weiter gehen die Zweifel, ob durch den Ausschluss eine nachhaltige Entwicklung überhaupt möglich ist. Als Hauptargument wird hier angebracht, dass es für Unternehmungen, denen die finanzielle Unterstützung verweigert wird, später erst recht schwierig ist, den Anforderungen gerecht zu werden.<sup>91</sup>

### 3.1.2 Positives Screening

Positives Screening ist das Gegenstück zu negativem Screening. Hier wird versucht Unternehmungen zu identifizieren, die aufgrund *besonders guter Geschäftstätigkeit* in das Portfolio integriert werden sollen. Die Investoren nutzen hierzu soziale und umweltbezogene Kriterien<sup>92</sup> um die Unternehmungen zu beurteilen. Typisch sind Mitarbeiterbeziehungen, Menschenrechte, Umwelt und Produktsicherheit. Als Folge kommen nur Firmen, die hohe ethische Standards erreichen, als potentielle Investments in Frage.<sup>93</sup>

Die Anwendung positiver Screens ist deutlich *schwieriger* umzusetzen als ein Ausschlussverfahren, da einige Kriterien nicht quantifizierbar oder nur schwer zu messen sind.<sup>94</sup> Dafür wird ihnen eine *bessere Wirkung* als den negativen Kriterien attestiert: Durch die Etablierung eines ethischen Wettbewerbs wird den Unternehmen mit einem marktwirtschaftlichen Mittel die Chance gegeben, ihre Verantwortung wahrzunehmen. Eine umfassende Orientierung an den Kriterien der Nachhaltigkeit lohnt sich also, da man sich als geeigneter Anlagekandidat etablieren kann.<sup>95</sup>

Auch hier werden jedoch Zweifel angebracht, ob die *Volumina* einer Auswahlstrategie ausreichen um einen Einfluss auf die Geschäftspolitik auszuüben.<sup>96</sup> Beobachter bemängeln, dass kaum Wirkungen auf grosse, häufig gehandelte Unternehmungen erwartet werden können, da die Aktienpreise gemäss Theorie dazu tendieren zu den *finanziellen Fundamentalwerten*<sup>97</sup> zurückzukehren.<sup>98</sup>

Ein weiterer Kritikpunkt, welcher bereits beim negativen Screening angebracht wird, zielt auf die vorhandene *Subjektivität* ab: Schliesslich kann das Ergebnis des Prozesses bei dem wünschenswerte, besonders verantwortungsvolle Tätigkeiten bei Firmen identifiziert werden, je nach Beobachter erheblich variieren.<sup>99</sup> Insbesondere wenn die Anlageentscheidungen aufgrund externer ethischer Ratings getroffen werden, ist eine sorgfältige Auswahl der entspre-

---

<sup>90</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 93, zit. nach: Galbas / Ruenzi 2003, S. 6.

<sup>91</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 101, zit. nach: Hoffmann 2002, S. 53-54.

<sup>92</sup> Eine Aufstellung der wichtigsten Kriterien und deren Bedeutung ist im Anhang in Tab. 10 aufgeführt.

<sup>93</sup> Vgl. Osthoff 2008, S. 8-9.

<sup>94</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 28.

<sup>95</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 83, zit. nach: Hoffmann / Scherhorn 2002, S. 44.

<sup>96</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 93, zit. nach: Galbas / Ruenzi 2003, S. 6.

<sup>97</sup> Dabei handelt es sich beispielsweise um die diskontierten zukünftigen Zahlungen, welche der Investor aus einer Aktie erwarten kann. Gemäss Theorie werden sich über- oder unterbewertete Aktien immer an diesen Wert anpassen. Vgl. Bodie / Kane / Marcus 2009, S. 350-351.

<sup>98</sup> Vgl. Boatright 2008, S. 124.

<sup>99</sup> Vgl. Michelson et al. 2004, S. 4.

chenden Ratingagentur nötig. Schliesslich sind die Prozesse nicht standardisiert, was je nach Anbieter zu völlig unterschiedlichen Rankings führen kann.<sup>100</sup>

Auch aus *kapitalmarkttheoretischer Sicht* werden Vorbehalte geäussert. Denn die Anwendung von Selektionskriterien lässt keine zufällige Zusammensetzung des Portfolios zu, was sich suboptimal auf die Diversifikation auswirken kann.<sup>101</sup>

Das positive Screening wird in der Praxis häufig in *thematischen Produkten* umgesetzt. Dadurch wird in Unternehmungen investiert, die innovative Lösungen für bestimmte Probleme wie Wasserknappheit oder erneuerbare Energien anstreben. Themenfonds weisen typischerweise ein höheres Renditepotential auf, sind aber gleichzeitig aufgrund ihrer Konzentration auf kleinere und mittlere Unternehmen einer hohen Volatilität ausgesetzt.<sup>102</sup>

### 3.1.3 Best-in-Class

Der Best-in-Class Ansatz ist aus der Anwendung positiver Screens heraus entstanden und kann deshalb als eine Spezialform davon betrachtet werden.<sup>103</sup> Es wird darauf geachtet, dass nicht ganze Industriesektoren aus dem Portfolio ausgeschlossen werden. Stattdessen werden die Unternehmungen innerhalb der gleichen Branche anhand ihrer ESG-Performance verglichen, wobei anschliessend nur die besten Firmen für ein Investment in Frage kommen. Somit handelt es sich nicht um eine absolute, sondern um eine *relative Betrachtung* innerhalb der verschiedenen Sektoren.<sup>104</sup> Dadurch wird eine bessere Diversifikation als bei den herkömmlichen Screenings erreicht. Dies kann weitere Investoren dazu motivieren nachhaltig zu investieren, da das von zahlreichen Kritikern bemängelte höhere Risiko aufgrund mangelnder Diversifikation entschärft wird.<sup>105</sup> Gleichzeitig stellen die ausgewählten Firmen typischerweise *Standardwerte* dar, da in der Regel ein breiter Marktindex als Basis für die Titelauswahl verwendet wird.

Häufig ist bei dieser Strategie die *Nachhaltigkeit nur schwer erkennbar*, da auch Investitionen in klassische Unternehmen wenig nachhaltiger Branchen, wie beispielsweise der Öl- oder Pharmaindustrie, die Regel sind.<sup>106</sup> Gerade wenn in einem gesamten Sektor ein durchwegs tiefes Niveau an Nachhaltigkeit vorherrscht, kann sich dieses Problem als akut herausstellen. Gleichzeitig werden dadurch jedoch *Anreize* gesetzt.<sup>107</sup> Denn angesichts dessen, dass nicht ganze Sektoren von vornherein ausgeschlossen werden, erhalten alle Firmen eine faire Chance aufgrund positiver Bemühungen von SRI-Investoren berücksichtigt zu werden. So kann in

---

<sup>100</sup> Vgl. Campino 2001, S. 66.

<sup>101</sup> Vgl. Schäfer 2001b, S. 16.

<sup>102</sup> Vgl. UBS 2007, S. 2.

<sup>103</sup> Vgl. Figeac 2007, S. 23.

<sup>104</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 50, zit. nach: Solomon et al. 2002, S. 3.

<sup>105</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 96.

<sup>106</sup> Vgl. UBS 2007, S. 2.

<sup>107</sup> Vgl. Molthan 2003, S. XVIII.

sämtlichen Branchen ein verstärkter Wettbewerb bezüglich der nachhaltigen Performance erreicht werden.<sup>108</sup>

Um den Zweifeln an der Nachhaltigkeit des Best-in-Class-Ansatzes zu begegnen, findet in der Praxis häufig eine *Kombination mit negativen Kriterien*<sup>109</sup> statt.<sup>110</sup>

### 3.1.4 Integration

Integration ist ein relativ junger Ansatz. Diese Strategie wird wahrgenommen, indem Finanzintermediäre ESG-Risikofaktoren zu einem integrativen Teil der Anlagepolitik machen. Finanziell relevante Nachhaltigkeitsaspekte werden also gezielt in die Richtlinien aufgenommen und so in allen Anlageentscheidungen berücksichtigt. Es kommt zu einer *untrennbaren Integration* von ethischen Überlegungen in den herkömmlichen Entscheidungsabläufen. Dies führt zu einem grossen Schritt des gesamten SRI-Konzeptes in Richtung Massenmarkt.<sup>111</sup> Integration hat sich jedoch noch nicht überall durchgesetzt, da Anwendung und Tiefe des Ansatzes je nach Land stark variieren.<sup>112</sup>

### 3.1.5 Impact Investing

Bei Impact Investing handelt es sich um einen Ansatz der sich stark von den traditionellen Strategien unterscheidet. Dieser Anlagephilosophie wird ein besonders *hoher sozialer Nutzen* zugesagt, da es ein proaktiver Versuch der Investoren darstellt, einen positiven sozialen oder ökologischen Beitrag zu leisten.<sup>113</sup> Aufgrund dessen und der rasant zunehmenden Bedeutung dieser SRI-Strategie prognostiziert Oehri, dass die Impact-Ausrichtung nachhaltiger Geldanlagen vermehrt eine Transformation der bisherigen quantitativen Wachstumsausrichtung des Wirtschaftens fordern wird.<sup>114</sup>

Impact Investing drückt sich in verschiedenen möglichen Investments<sup>115</sup> aus. *Community Investing und Microfinance* kommt eine besonders wichtige Rolle zu. Dabei wird Institutionen oder Personen, die nur beschränkt oder gar keinen Zugang zu traditionellen Finanzdienstleistungen haben, *Zugang zu Kapital* verschafft.<sup>116</sup> Angebot und Nachfrage sind hier in den Entwicklungsländern sehr hoch. In den letzten Jahren stiessen vor allem Mikrofinanz-Anlagen auf ein grosses Echo in der Öffentlichkeit. Diese erhielten durch die Gründung der Grameen Bank, durch den Nobelpreisträger Muhammad Yunus in Bangladesh, grossen Aufwind.<sup>117</sup>

---

<sup>108</sup> Vgl. Landier / Nair, S. 71-72.

<sup>109</sup> Die Auswahl von Best-in-Class-Fonds in Kapitel 6.2 verdeutlicht dies.

<sup>110</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 104.

<sup>111</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 96.

<sup>112</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 15.

<sup>113</sup> Vgl. UBS 2010, S. 1-2.

<sup>114</sup> Vgl. Oehri 2010, S. 22.

<sup>115</sup> Beispiele hierfür sind *Social Venture Capital, Wald-Investments, Green Building Funds, Community Investing und Microfinance*. Vgl. Crane et al. 2008, S. 250 und Oehri 2010, S. 22.

<sup>116</sup> Vgl. Statman 2007, S. 4.

<sup>117</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 157.

Die Investoren können bei diesem Anlageansatz von der *tiefen Korrelation* mit den traditionellen Anlageprodukten profitieren. Häufig gehen diese Investitionen jedoch mit einer vergleichsweise tiefen Rendite einher.<sup>118</sup> Mittlerweile ist in Expertenkreisen ausserdem von einer drohenden Mikrofinanz-Blase die Rede. Schliesslich greift die Finanzkrise auch auf dieses Marktsegment über. Dies wird durch das schnelle Wachstum akzentuiert, so dass es zu unkontrollierten Kreditzusagen und Überschuldung kommt, was schlechte Portfolioqualitäten nach sich zieht.<sup>119</sup>

## 3.2 Aktive Ansätze

Falls es zu keiner Kombination mit passiven Strategien kommt, wird bei den aktiven Ansätzen breit oder *indexnahe* investiert.<sup>120</sup> Der Investor nutzt seinen Aktienbesitz zur *aktiven Einflussnahme* auf die betreffende Unternehmung. Dies ist vor allem mit der Nutzung der Teilhaberrechte verbunden, wobei zwischen verschiedenen Strategien unterschieden wird, je nachdem wie stark diese beansprucht werden.

Durch Engagement oder Shareholder Activism ist eine stärkere Einflussnahme auf die Unternehmungen möglich. Gleichzeitig sind sie jedoch, sowohl finanziell als auch vom Zeiteinsatz her, mit einem viel *höheren Aufwand* als die vergleichsweise einfachen, passiven Strategien verbunden.<sup>121</sup>

### 3.2.1 Engagement

Dieser Ansatz hat vor allem in den letzten Jahren, zuerst in den USA und später in Europa, stark an Popularität zugelegt.<sup>122</sup> Im Rahmen einer Engagement-Strategie tritt der Investor in Kontakt mit der Unternehmung, in die er investiert hat. Dies manifestiert sich typischerweise in einem *freundschaftlichen Dialog* um auf generelle umweltbezogene oder soziale Verbesserungspotentiale aufmerksam zu machen. Im Gegensatz zu den passiven Strategien schlagen sich die SRI-Ambitionen deshalb nicht zwingend in der Portfolio-Zusammenstellung nieder.<sup>123</sup> Häufig werden Engagement-Aktivitäten bei Private Equity Investments, Bankdarlehen oder generell in Situationen, in denen ein Investor mit *grossem Kapitaleinsatz* beteiligt ist, umgesetzt.

Die Kritik setzt beim Engagement hauptsächlich bei der *mangelnden Transparenz* an. Denn nur die wenigsten Investoren messen den Erfolg, den sie durch die Einflussnahme auf die Firma erzielen konnten. Gleichzeitig erhalten Aussenstehende keine Informationen, wenn der

---

<sup>118</sup> Vgl. UBS 2010, S. 1-2.

<sup>119</sup> Vgl. CSSP, "News/Medien, Microfinance - The next Investment Bubble?", Website von CSSP, abgefragt am 16. Mai 2011.

<sup>120</sup> Vgl. Döbeli / Bilecen 2011, S. 9.

<sup>121</sup> Vgl. Michelson et al. 2004, S. 6.

<sup>122</sup> Vgl. Molthan 2003, S. XIX.

<sup>123</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 50.

Dialog hinter vorgehaltener Hand stattfindet. So ist es schwierig eine Kausalität zwischen dem Eingriff und der Unternehmensleistung festzustellen. Weiter wird auch die *mangelnde Standardisierung* beim gesamten Vorgehen negativ beurteilt.<sup>124</sup>

### 3.2.2 Shareholder Activism

Shareholder Activism hat um 1980, aufgrund von Corporate Governance-Anpassungen, die zu mehr Rechten für Aktionäre führten, einen Schub bekommen.<sup>125</sup>

Im Gegensatz zum Engagement werden hier *spezifische ESG-Punkte* angesprochen. Heute gehören Corporate Governance-Aspekte, insbesondere die teils überrissenen Saläre der Exekutiven, zu den populärsten Motiven. Häufig wird zu etwas drastischeren Mitteln gegriffen. Der Hauptunterschied zum Engagement besteht nämlich darin, dass die Aktivitäten nicht hinter verschlossenen Türen, sondern *öffentlich* stattfinden.<sup>126</sup> Insbesondere in den USA folgt eine Shareholder Activism-Tätigkeit häufig auf eine erfolglose Engagement-Strategie, um mehr Druck auszuüben.<sup>127</sup>

Dabei stehen in der Regel die Unterstützung von SRI-bezogenen Resolutionen und die Wahrnehmung der Stimmrechte an Aktionärsversammlungen<sup>128</sup> im Vordergrund. Um möglichst erfolgreich zu sein, arbeiten typischerweise mehrere Grossinvestoren zusammen. So versuchen sie zum Beispiel über die Medien eine Resonanz in der Öffentlichkeit zu erreichen, um damit zusätzlichen Druck auf die jeweiligen Firmen auszuüben. Falls die Unternehmungen nicht auf die Anliegen eingehen, steht häufig ein *Divestment* am Ende dieser Strategie. Dies war im grossen Stile im Zusammenhang mit dem Apartheidsregime in Südafrika zu beobachten.<sup>129</sup>

Die *Koordination* umfangreicher SRI-Aktivitäten wird durch verschiedene Plattformen erleichtert. Gleichzeitig sind je nach geographischem Raum Präferenzen bezüglich der aktiven Strategien auszumachen: Während in den USA vermehrt die intensivere Form des Shareholder Activism angewendet wird, kommt in England und Kontinentaleuropa vermehrt ein Engagement zum Tragen. Dies ist einerseits auf kulturelle Differenzen zurückzuführen. Andererseits spielen die unterschiedlichen Restriktionen bezüglich *Aktionärsrechten* eine wichtige Rolle: In den USA ist es für einzelne Aktionäre nämlich deutlich erschwert, an zusätzliche Informationen zu gelangen, was eine öffentliche Lösung des Konflikts nahelegt.<sup>130</sup> Gleichzeitig verlangt die SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) lediglich einen Kapitaleinsatz

---

<sup>124</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 92-93, zit. nach: Maier 2003 und McLaren 2003.

<sup>125</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. XI.

<sup>126</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 30-31.

<sup>127</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 51.

<sup>128</sup> Meistens werden solche Anträge an der Aktionärsversammlung klar abgewiesen. Falls aber die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit gewonnen wird, steigt der Druck auf das Management, so dass dieses die angesprochenen CSR-Aspekte ernst nimmt. Vgl. Landier / Nair 2009, S. 34-35 und Sparkes / Cowton 2004, S. 51.

<sup>129</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S.30-31.

<sup>130</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 91.

von mindestens 2'000 USD sowie eine minimale Besitzdauer von einem Jahr um einen Aktionärsantrag zu stellen.

Galbas und Ruenzi, welche die Wirkung von passiven Strategien kritisieren, messen dem Shareholder Activism einen deutlich *höheren Impact* bei. Sie sind der Auffassung, dass eine Strategie, bei der ein Investor gezielt und massiv in besonders unethische Unternehmungen investiert, deutlich grössere Chancen hat, die Geschäftspolitik nachhaltig zu verändern.<sup>131</sup> Ein weiterer Pluspunkt besteht darin, dass solche Aktivitäten grundsätzlich auf jedes Portfolio anwendbar sind, insbesondere natürlich wenn der Investor bereits aufgrund einer passiven Strategie investiert ist. Wie beim Engagement ist aber auch hier eine *Bewertung* der Investition *schwierig*.<sup>132</sup>

Skepsis wird auch darüber geäussert, inwiefern es überhaupt im Interesse eines Investors ist, eine Firma öffentlich anzuprangern, in die er selber Kapital eingeschossen hat. Gerade bei institutionellen Investoren soll ein *Rollenkonflikt* vorhanden sein, der eine offensive Ausübung der Aktionärsrechte hemmt: Die Aufgabe als Intermediär einerseits, sowie die Anreize als Shareholder andererseits.<sup>133</sup> Weiter wird von Schepers angebracht, dass durch SRI-Fonds durchgeführte Shareholder Resolutionen bisher kaum Erfolg, beziehungsweise Auswirkungen auf die finanzielle und soziale Performance der jeweiligen Unternehmungen hatten.<sup>134</sup> Ausserdem ist dieser Ansatz mit grossem *Personal- und Zeitaufwand* verbunden, so dass kaum ein flächendeckender Einsatz möglich ist.<sup>135</sup>

---

<sup>131</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 92, zit. nach: Galbas / Ruenzi 2003, S. 6.

<sup>132</sup> Vgl. UBS 2007, S. 2.

<sup>133</sup> Vgl. Wen 2009, S. 309.

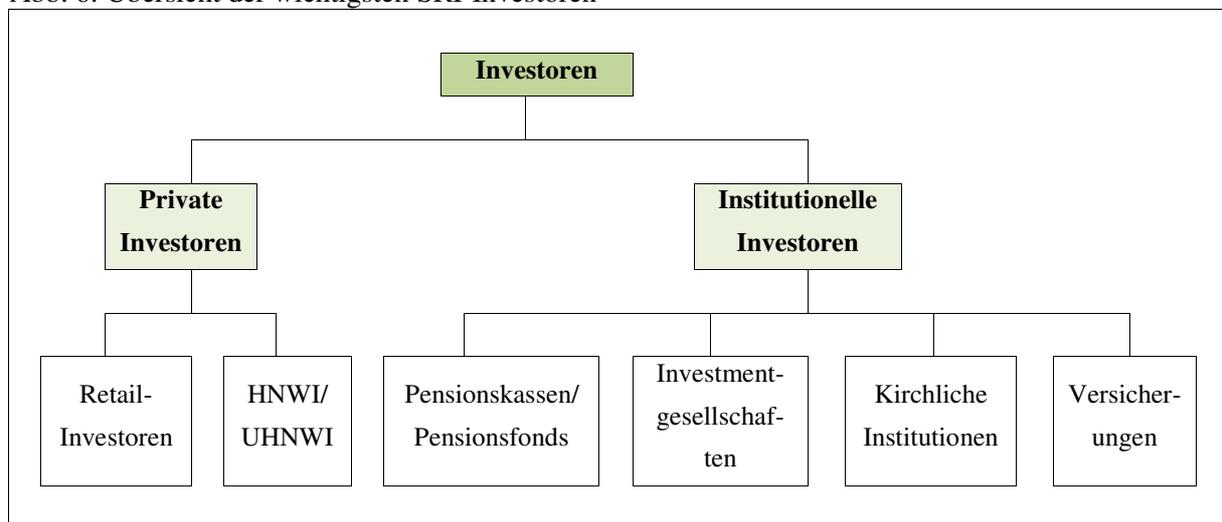
<sup>134</sup> Vgl. Schepers 2003, S. 499-500.

<sup>135</sup> Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) 2004, S. 24.

#### 4. SRI-Investoren: Woher kommt das nachfrageseitige Interesse?

In diesem Kapitel werden die verschiedenen Investorentypen genauer betrachtet, die in der Literatur mit SRI in Verbindung gebracht werden. Dabei wird hauptsächlich auf deren Motivation, Möglichkeiten und Einschränkungen eingegangen. Wie in Abb. 6 dargestellt, wird grundsätzlich zwischen privaten und institutionellen Investoren unterschieden. Zusätzlich werden diese auf Seiten der Privaten in Retail-Investoren und High Net Worth Individuals (HNWI) beziehungsweise Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI) aufgeteilt<sup>136</sup>. Bei den institutionellen Investoren erfolgt eine Unterscheidung zwischen Pensionskassen beziehungsweise Pensionsfonds, Investmentgesellschaften, kirchlichen Institutionen und Versicherungen.

Abb. 6: Übersicht der wichtigsten SRI-Investoren



Quelle: Eigene Darstellung

Die Unterteilung auf der ersten Ebene hat vor allem Folgen für die Möglichkeiten und Einschränkungen des jeweiligen Investors, verbunden mit der Grösse oder allfälligen Regulationen. Auf der zweiten Stufe hingegen werden in erster Linie unterschiedliche Motivationen für SRI begründet. Um Letzteres klarer auszudrücken wird versucht, die verschiedenen Investoren einem der drei in der Literatur häufig vertretenen Investorentypen<sup>137</sup> zuzuordnen. In dieser Arbeit orientiert sich die Ausprägung dieser Typen an der Taxonomie von Kinder (2005)<sup>138</sup>:

<sup>136</sup> Häufig wird eine Segmentierung in Retail-Kunden, Affluent Kunden, HNWI, Very High Net Worth Individuals (VHNWI) und UHNWI vorgenommen. In vorliegender Arbeit wird nur auf die Retail-Kunden und die HNWI/UHNWI eingegangen, da diese markante Unterschiede in ihren Voraussetzungen aufweisen, was eine Analyse besonders interessant macht. Vgl. Riegler 2005, S. 3-5.

<sup>137</sup> Siehe hierzu auch De Graaf / Slager 2009, S. 71-73 und Peylo 2010, S. 9.

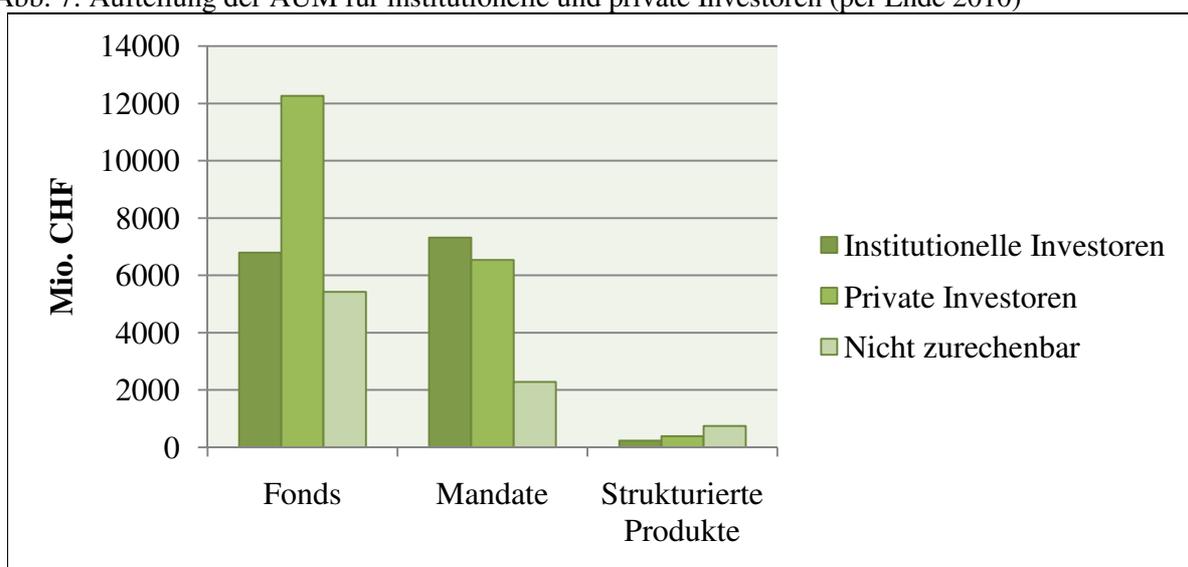
<sup>138</sup> Vgl. Kinder 2005, S. 11-44.

- **Wert-basierte Investoren:** Diese standen am Ursprung der SRI-Bewegung. Sie agieren gemäss ihren tief verankerten *ethischen* oder *religiösen* Ansichten. Primär geht es ihnen also darum, dass sie sich mit ihren Investments identifizieren können.
- **Wert-suchende Investoren:** Dieser Typ ist seit den 90er Jahren verbreitet, als erste Studien mit dem Resultat aufwarteten, dass SRI-Portfolios keine finanziellen Nachteile gegenüber konventionellen Portfolios aufweisen. Sie agieren nach der Überzeugung, dass sie durch die Berücksichtigung von ESG-Kriterien eine höhere Qualität im Portfolio und somit eine *bessere Performance* erreichen.
- **Wert-steigernde Investoren:** Hier handelt es sich um Investoren, die versuchen den *Wert ihres Portfolios* zu *steigern*. Dazu wenden sie typischerweise Shareholder Activism an und konzentrieren sich auf Corporate Governance-Aspekte.

#### 4.1 Private Investoren

Private Investoren sind als unabhängige Individuen frei in ihrer Anlageentscheidung und weisen vielfältige Interessen auf, was sich in einer hohen Heterogenität niederschlägt. In den meisten Ländern spielen sie bei SRI eine untergeordnete Rolle. Wie bereits erläutert, ist es aber eine Besonderheit des schweizerischen SRI-Marktes, dass die Privaten mit 57% Marktanteil per Ende 2010 die grössere SRI-Investorengruppe darstellen, was Abb. 7 verdeutlicht.<sup>139</sup>

Abb. 7: Aufteilung der AUM für institutionelle und private Investoren (per Ende 2010)



Quelle: Eigene Darstellung gemäss Knoepfel / Janezic 2010, S. 10.

<sup>139</sup> Vgl. Knoepfel / Janezic 2010, S. 10.

Insgesamt wird den privaten Investoren ein Anlagevolumen von 19'186 Mio. CHF zugeschrieben. Dieses setzt sich vor allem aus Fonds und Mandaten zusammen.<sup>140</sup>

#### 4.1.1 Retail-Investoren

Aufgrund des *limitierten Anlagevolumens* werden für Retail-Investoren keine massgeschneiderten Lösungen angeboten. Typischerweise treffen sie eine individuelle Wahl aus den am Markt verfügbaren nachhaltigen Anlagen.<sup>141</sup> Dabei sehen sie Nachhaltigkeit gemäss Peylo (2010) als Bestandteil eines modernen „Lifestyle“. So motiviert sie der persönliche und gesellschaftliche Zusatznutzen, während sie davon ausgehen, dass sie eine Rendite erzielen können, welche zumindest ebenbürtig mit einer konventionellen Anlage ist.<sup>142</sup>

Aufgrund ihrer Präferenzen sind sie dem *wert-suchenden* Investor am nächsten. Deshalb bieten sich vor allem *SRI-Fonds* als Anlagen an.<sup>143</sup> Dabei kann aus einem breiten Angebot zahlreicher Anbieter gezielt ein Vehikel<sup>144</sup> ausgewählt werden. Auch Mikrofinanz-Anlagen werden als schnell wachsendes Marktsegment von immer mehr individuellen Investoren in Betracht gezogen. Während ein besonders grosser Nutzen für die Gesellschaft besteht, hat sich nämlich herausgestellt, dass das Ausfallrisiko deutlich kleiner ist, als früher angenommen. Gleichzeitig hat sich die Abwicklung markant erleichtert.<sup>145</sup>

Es gibt auch private Investoren, die mehr verantwortliches Handeln in die Wirtschaft tragen wollen, während die Rendite eher im Hintergrund steht. Aufgrund ihrer Motivation sind sie den *wert-steigernden* Investoren zuzuordnen. Am Markt gibt es verschiedene speziell dafür ausgerichtete Angebote.<sup>146</sup> Beispiele hierfür sind Öko-Sparbücher oder –Sparbriefe.

Lewis und Mackenzie (1999) wiederum liefern Evidenz für *wert-basierte* Argumente: Aus der Beobachtung, dass viele private Investoren nur einen kleinen Teil ihrer gesamten Anlagen in SRI investieren, folgern sie, dass es in erster Linie darum geht, die herkömmlichen Anlagen zu legitimieren.<sup>147</sup>

Sämtliche Motivationen erhalten durch die jüngste Wirtschaftskrise zusätzlich Rückenwind.<sup>148</sup> Nichtsdestotrotz assoziieren nach wie vor viele Private nachhaltige Anlagen mit einer schlechteren Performance. Der Grund dafür liegt wohl darin, dass wegen der geringen Kapitalvolumina die Möglichkeiten der Informationsbeschaffung stark eingeschränkt sind.<sup>149</sup>

---

<sup>140</sup> Vgl. Knoepfel / Janezic 2010, S. 14.

<sup>141</sup> Vgl. Schäfer 2001a, S. 2.

<sup>142</sup> Vgl. Peylo 2010, S. 9.

<sup>143</sup> Vgl. De Graaf / Slager 2009, S. 72.

<sup>144</sup> Für detaillierte Informationen, insbesondere für allfällige Probleme verbunden mit Fonds, siehe Landier / Nair 2009, S. 94 und Eurosif 2010a, S. 54 und Bruns / Meyer-Bullerdiek, S. 178, zit. nach: Barber 2006, S. 2 und Schoenheit 2004, S. 3-4.

<sup>145</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 157.

<sup>146</sup> Vgl. Ulrich / Jäger / Waxenberger 1998, S. 15.

<sup>147</sup> Vgl. Mackenzie / Lewis 1999, S. 439.

<sup>148</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 18.

<sup>149</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 69, zit. nach: Pinner 2003, S. 71-72.

#### 4.1.2 HNWI und UHNWI

High Net Worth und Ultra High Net Worth Individuals werden typischerweise im Rahmen des Private Banking oder gar durch Family Offices betreut. Häufig sieht die Klassifikation ein Mindestvermögen von 0.75 Mio. CHF beziehungsweise 75 Mio. CHF vor.<sup>150</sup> Eurosif (2010b), worauf die Ausführungen in diesem Abschnitt basieren, sofern nichts anderes vermerkt ist, schätzt die Anzahl europäischer HNWIs/UHNWIs per Ende 2009 auf 2.9 Millionen mit einem Gesamtvermögen von 6.6 Billionen Euro.<sup>151</sup> Davon sollen bereits 729 Milliarden Euro, was rund 11% entspricht, in nachhaltigen Investments angelegt sein. Somit ist der nachhaltige Markt für HNWI, zum Teil als direkte Folge der Finanzkrise, seit 2007 um weitere 35% gewachsen<sup>152</sup>. Bis 2013 werden ähnliche Wachstumsraten prognostiziert, so dass nachhaltige Investments rund 15% an den Portfolios der HNWIs ausmachen werden.<sup>153</sup>

Starke Impulse werden durch die *Nachfolge-Generation* der heutigen Vermögenseigner erwartet. Diese sind gemäss Eurosif offener gegenüber SRI und erkennen die vielfältigen Potentiale.

Interessant ist auch die *Motivation* der HNWI, die von der Herkunft ihres Vermögens abhängig sein soll: So interessieren sich vermögende Investoren, welche durch ein Erbe an ihren Reichtum kamen, vor allem für Aspekte im Zusammenhang mit der Gesellschaft. Anleger hingegen, die durch Unternehmertum in die Klasse der HNWIs aufgestiegen sind, verfolgen mit nachhaltigen Investments die Entwicklung einer „grünen“ Wirtschaft. Beiden gemein ist, dass sie nicht mit Rendite-Einbussen durch SRI rechnen. Ausserdem sind über alle HNWIs hinweg gesehen Ökoeffizienz und der Klimawandel die wichtigsten Gründe für nachhaltige Anlagen.

Bezüglich der *Asset Allocation*<sup>154</sup> auf nachhaltige Anlagen, welche in Abb. 8 detailliert aufgezeigt wird, nehmen traditionellerweise Aktien eine wichtige Rolle ein. Aber auch Investments in Private Equity und Bonds haben merklich an Bedeutung gewonnen. Insbesondere letzteres hängt sicherlich mit einer defensiveren Anlagestrategie im Nachgang der Krise zusammen. Zunehmend bieten Privatbanken für HNWIs auch Services im Bereich Microfinance an, weshalb auch diese Anlageklasse immer wichtiger wird.<sup>155</sup>

---

<sup>150</sup> Vgl. Riegler 2005, S. 4-5.

<sup>151</sup> Vgl. Eurosif 2010b, S. 4-19.

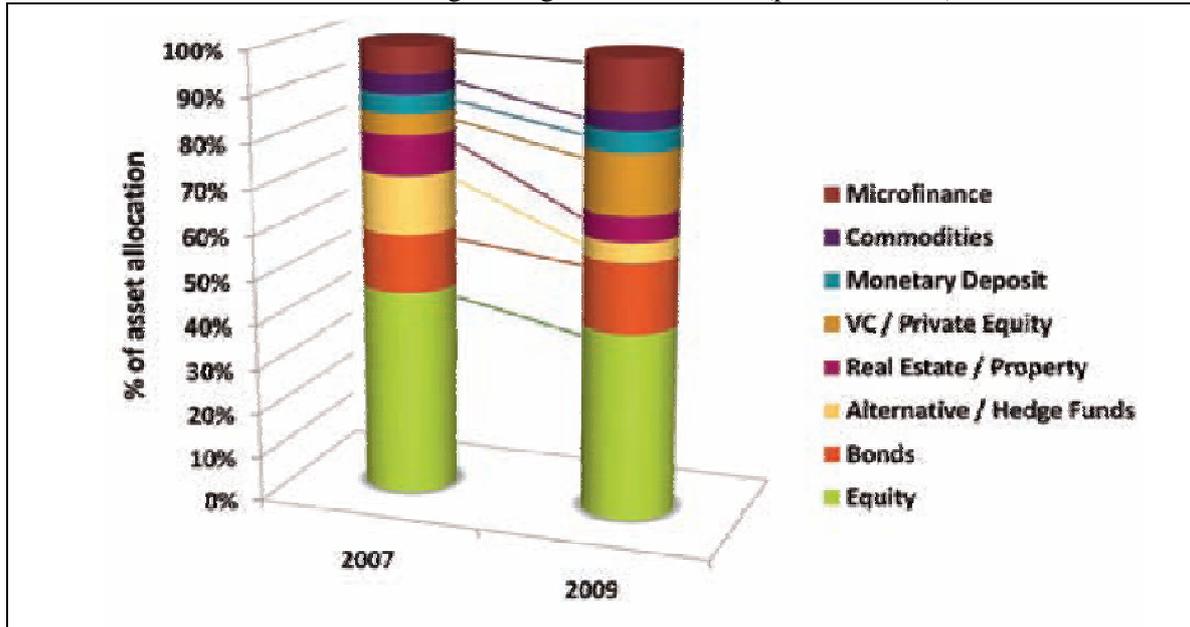
<sup>152</sup> Siehe für eine detaillierte Darstellung der Entwicklung des nachhaltigen Marktes für HNWI/UHNWI Eurosif 2010b, S. 10.

<sup>153</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 19.

<sup>154</sup> Es ist zu beobachten, dass sich HNWIs selber eine gewisse Expertise in SRI angeeignet haben. Deshalb nehmen sie die hohen Kosten für auf sie zugeschnittene Angebote weniger häufig in Kauf. Stattdessen treffen sie lieber eine Wahl zwischen den am Markt bestehenden Anlagemöglichkeiten.

<sup>155</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 157.

Abb. 8: Asset Allocation auf nachhaltige Anlagen durch HNWI's (per Ende 2009)



Quelle: Eurosif 2010b, S. 17.

Insgesamt sind HNWI's am ehesten den *wert-suchenden* Investoren zuzuordnen: Sie investieren in nachhaltige Anlagen, weil es finanziell sinnvoll ist und die Integration von ESG-Faktoren gleichzeitig die Risiko-Analyse verbessert. Somit zielen sie auf eine Kombination von finanzieller und nachhaltiger Rendite ab. Deshalb stehen Thematische Fonds bei 62% solcher Anleger im Vordergrund. Positive Screenings und der Best-in-Class-Ansatz sind die nächstwichtigsten Anlagestrategien.

## 4.2 Institutionelle Investoren

Gerade in der Schweiz, wo noch keine regulatorischen Verpflichtungen hinsichtlich SRI bestehen, wird den institutionellen Investoren ein grosses Potential vorausgesagt.<sup>156</sup> Deshalb ist es besonders interessant, in diesem Abschnitt genauer auf die verschiedenen institutionellen Investoren einzugehen. Da diese viele gemeinsame Eigenschaften aufweisen, wird nachfolgend ein genereller Überblick zu den Institutionellen Investoren gegeben.

Institutionelle Investoren sind Akteure der Finanzwirtschaft, die eine professionelle Verwaltung von Geldanlagen betreiben. Dabei kann es sich um ihr eigenes Vermögen oder das Vermögen Dritter handeln.<sup>157</sup> Weil sie in der Regel *juristische* Personen des öffentlichen und privaten Rechts sind, sind signifikante Unterschiede zu den privaten Investoren vorhanden. Diese haben direkte Implikationen für die Anlageentscheidung. So kommt den institutionellen Investoren aufgrund ihrer *grossen Volumina* eine besondere Bedeutung auf den Kapitalmärkten zu.

<sup>156</sup> Vgl. Boer 2010, S. 62.

<sup>157</sup> Vgl. Figeac 2007, S. 21.

ten zu. Denn ihre Allokation von Kapital ist direkt relevant für die Produktivität einer Volkswirtschaft und das wirtschaftliche Wachstum. Deshalb ist es naheliegend, dass sie auch bei SRI eine wichtige Rolle<sup>158</sup> einnehmen: Ihr Anteil am europäischen SRI-Markt ist, unter anderem durch das regulatorische Umfeld stimuliert, per Ende 2009 auf 92% angewachsen.<sup>159</sup> So können institutionelle Investoren Anstrengungen unternehmen, um die Funktionalität der Märkte zu entwickeln, indem sie beispielsweise mit Regulatoren zusammenarbeiten. Auch wenn damit die Performance ihrer Portfolios kurzfristig nicht beeinflusst wird, können sie das langfristige Investment-Klima nachhaltig prägen.<sup>160</sup> Dadurch kommen sie aufgrund ihres *langfristigen Anlagehorizonts* mit zeitlicher Verzögerung auch zu Vorteilen.<sup>161</sup>

Im Gegensatz zu privaten Investoren ist den meisten Institutionellen aber gemein, dass sie nicht frei in der Entscheidung über ihre Investments sind. Stattdessen unterliegen sie restriktiven Anforderungen und tragen die Verantwortung für den langfristigen Erfolg der Institution.<sup>162</sup> Dass institutionelle Investoren immer aktiver mit ihren Titeln umgehen, ist teilweise auf solch eine Einschränkung zurückzuführen.<sup>163</sup> Schliesslich können sie wegen der Volumina ihrer Anteile, die Anlagen nicht aufgrund kurzfristiger Entwicklungen verkaufen, sondern sind in ihren *Investments gebunden*. Statt einem aktiven<sup>164</sup> Portfolio Management auf der Suche nach unterbewerteten Titeln, managen institutionelle Investoren also typischerweise grosse Teile ihres Portfolios passiv.<sup>165</sup> Engagement und Shareholder Activism erfahren deshalb, vor allem in den USA und UK, grosse Beliebtheit.<sup>166</sup> Dabei sind *wert-steigernde* Strategien in erster Linie für die grössten institutionellen Investoren interessant, die auch über die nötigen Ressourcen verfügen.<sup>167</sup>

Insgesamt ist aber in den meisten Fällen die Rendite im Sinne einer *wert-suchenden* Investition das entscheidende Zielkriterium.<sup>168</sup> Nachhaltige Aspekte dienen den institutionellen Investoren vermehrt als wichtiges Element<sup>169</sup> im Risikomanagement.<sup>170</sup>

Je nach individueller Motivation und Überzeugung der Organisation wird aber auch bei institutionellen Investoren die ganze Diversität der SRI-Angebote genutzt und wert-basierte, wert-

---

<sup>158</sup> Es wird sogar argumentiert, dass dies zu den Aufgaben der Institutionellen gehört, um ihren treuhänderischen Pflichten nachzukommen. Vgl. Boatright 2008, S.125.

<sup>159</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 54.

<sup>160</sup> Vgl. De Graaf / Slager 2009, S. 73.

<sup>161</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 54-55.

<sup>162</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 55-56.

<sup>163</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 73.

<sup>164</sup> Aktiv und passiv sind in diesem Zusammenhang nicht auf nachhaltige Konzepte, sondern, analog dem traditionellen Portfoliomanagement, auf die Häufigkeit von Titelkäufen/-verkäufen bezogen.

<sup>165</sup> Vgl. Boatright 2008, S.125.

<sup>166</sup> Vgl. Sparkes / Cowton 2004, S. 50, zit. nach: Friedman / Miles 2001, S. 535.

<sup>167</sup> Hemmend können hierbei jedoch die Trittbrett-Problematik sowie potentielle kurzfristige Rendite-Einbussen wirken. Vgl. Wen 2009, S. 324.

<sup>168</sup> Vgl. Peylo 2010, S. 9.

<sup>169</sup> Hier ist die Frage nach dem Einfluss von SRI auf die finanzielle Performance besonders relevant.

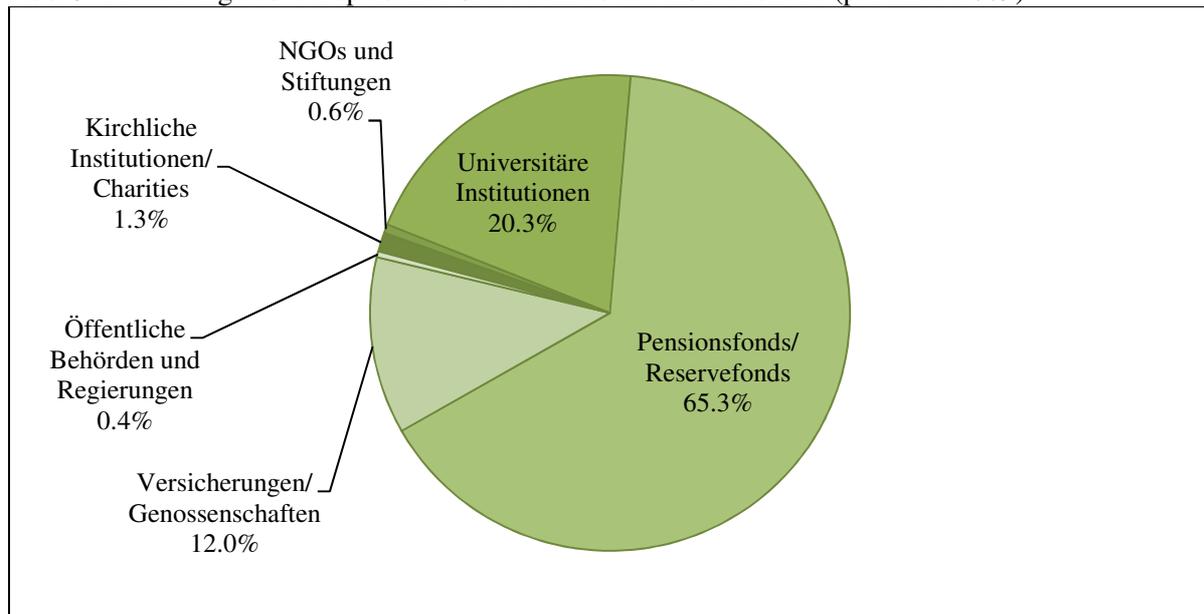
<sup>170</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 225, zit. nach: News Release 3 February 2003.

suchende und wert-steigernde Strategien werden gleichermaßen in verschiedenen Ausprägungen angewendet.<sup>171</sup>

#### 4.2.1 Pensionskassen und Pensionsfonds

Den Pensionskassen und Pensionsfonds kommt auf dem europäischen SRI-Markt mit einem Anteil von 65.3% eine besonders grosse Bedeutung zu (Vgl. Abb. 9). Deshalb lohnt es sich, nachfolgend genauer auf diese Investorengruppe einzugehen.

Abb. 9: Aufteilung des europäischen SRI-Marktes auf Institutionelle (per Ende 2009)



Quelle: Eigene Darstellung gemäss Eurosif 2010a, S. 16.

In der Schweiz sind Pensionskassen<sup>172</sup> als zweite Säule in das 3-Säulen-Konzept der Altersvorsorge eingebettet. Als berufliche Vorsorge ist der Zweck der Pensionskassen die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Art und Weise nach der Pension zu ermöglichen.<sup>173</sup>

Der *langfristige Zeithorizont*, in der Schweiz typischerweise zwei bis fünf Jahre, sowie gesetzliche Vorgaben setzen einen klaren Rahmen. Dabei sind in erster Linie Begebenheiten am Kapitalmarkt sowie die demographische Entwicklung der Bevölkerung<sup>174</sup> die entscheidenden Determinanten für die Tragfähigkeit der Vorsorge.<sup>175</sup>

<sup>171</sup> Vgl. De Graaf / Slager 2009, S. 73.

<sup>172</sup> Aufgrund ihrer wichtigen Rolle innerhalb der institutionellen SRI-Investoren (Vgl. Abb. 9) lohnt es sich die Pensionskassen besonders genau zu analysieren.

<sup>173</sup> Vgl. Gächter 2008, S. 11-13.

<sup>174</sup> Während demographische Zahlen abgeschätzt werden können, sind zukünftige Vorgänge an den Kapitalmärkten, insbesondere auf lange Sicht, mit grosser Unsicherheit verbunden.

<sup>175</sup> Vgl. Sigg / Portmann / Ziegler 2005, S. 6.

Das Anlagevermögen der Schweizer Pensionskassen wurde per Ende 2009 mit 598.9 Milliarden CHF ausgewiesen.<sup>176</sup> Als klassische institutionelle Investoren haben sie Anreize, Einfluss auf die langfristige Entwicklung der Kapitalmärkte zu nehmen, um das Risiko von Renditeeinbussen als Folge von Marktversagen zu mindern.<sup>177</sup> Auch um im Interesse ihrer Versicherten zu handeln ist eine Orientierung an generellen gesellschaftlichen Belangen naheliegend. Bisher wurden diese Gelegenheiten in der Schweiz jedoch nicht grossflächig in der Anlagepolitik umgesetzt. So wird insbesondere die Möglichkeit zur Stimmrechtsausübung in Form aktiver Ansätze bis heute kaum genutzt. Dazu trägt bei, dass, trotz der Möglichkeit von Koordination, beispielsweise über die Stiftung Ethos<sup>178</sup>, der Einflussmöglichkeit nur wenig Potential zugetraut wird. Viele Schweizer Pensionskassen schliessen SRI auch aus, weil sie Anlagen in SRI gar als eine Verletzung ihrer Pflicht erachten, solange Unsicherheit über deren finanzielle Performance besteht.<sup>179</sup>

Für Pensionskassen, welche im Sinne eines *wert-suchenden* Investors nachhaltige Anlagen auch in finanzieller Hinsicht als Chance sehen, bieten sich, angesichts des gegenwärtigen Entwicklungsstadiums der aktiven Strategien in der Schweiz, vor allem SRI-Fonds an. Eine stärkere SRI-Ausrichtung ist durch einen grossflächigen Integrations-Ansatz auf das ganze Portfolio denkbar.

Vor allem bei aktiven Strategien sind andere Länder weiter fortgeschritten als die Schweiz. Dies hängt in starkem Masse damit zusammen, dass die Gesetzgeber in diesen Ländern das Potential der Pensionskassen als Treiber für gesellschaftliche und wirtschaftliche Veränderungen erkannt haben: So wurden Gesetze erlassen, die eine Umsetzung nachhaltiger Anlageprinzipien fördern.<sup>180</sup> Dabei dient häufig die in Grossbritannien zur Jahrtausendwende eingeführte „*UK Pension SRI Disclosure Regulation*“ als Vorbild.<sup>181</sup> Als Folge dieser Massnahme sind dort Engagement und Shareholder Activism auf grossen Anklang gestossen.<sup>182</sup> So haben diese Pensionskassen den Profit erkannt, den sie langfristig aus ihrem nachhaltigen Verhalten ziehen können. Deshalb nutzen sie ihre Grösse sowie Anlagekompetenz um sich besser zu

---

<sup>176</sup> Vgl. Tanner et al. 2011, S. 14.

<sup>177</sup> Vgl. Sigg / Portmann / Ziegler 2005, S. 6-7.

<sup>178</sup> Ethos ist eine schweizerische Anlagestiftung für nachhaltige Entwicklung, die 1997 durch zwei Genfer Pensionskassen gegründet wurde. Sie verwaltet im Auftrag ihrer Mitglieder (77 Pensionskassen per 2005) das Vermögen nach finanziellen, sozialen und ökologischen Kriterien. Zusätzlich bietet Ethos Beratungen zur verantwortungsvollen Ausübung von Aktionärsrechten an. Durch ihre Tätigkeiten nimmt sie eine wichtige Rolle in der Förderung nachhaltiger Anlagen in der Schweiz wahr. Vgl. Szczesny / Wilhelm 2005, S. 18.

<sup>179</sup> Vgl. Sigg / Portmann / Ziegler 2005, S. 15-18.

<sup>180</sup> Diese verlangen die Offenlegung der Bedeutung nachhaltiger Kriterien im Anlageverhalten, oder schreiben gar eine Pflicht zur Ausübung von Stimmrechten vor. Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 3-4.

<sup>181</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 199.

<sup>182</sup> Dies wird durch den Fakt verdeutlicht, dass die Pensionskassen den Grossteil der UK-Investoren ausmachen, welche die UNPRI unterzeichnet haben. Vgl. Eurosif 2010a, S. 54.

informieren und gleichzeitig die Kosten einer detaillierteren Analyse und aktiveren Rolle in einem tragbaren Rahmen zu halten.<sup>183</sup>

Als besonders bekannte Pensionsfonds, welche SRI-Strategien umsetzen, gelten *ABP*<sup>184</sup> sowie *CalPERS*<sup>185</sup>.

#### 4.2.2 Investmentgesellschaften

Investmentgesellschaften sind Finanzintermediäre, die finanzielle Mittel von Investoren poolen und damit Anlagen tätigen. Die Investoren erhalten als Gegenleistung Anteile an der jeweiligen Investmentgesellschaft, wodurch sie indirekt einen Teil der Anlagen besitzen.<sup>186</sup>

Dabei gibt es einerseits Finanzintermediäre, die sich auf Nachhaltigkeit spezialisiert haben und eine breite Palette an SRI-Fonds<sup>187</sup> anbieten, wie beispielsweise die Bank Sarasin & Cie AG.<sup>188</sup> Andererseits bieten auch viele andere Finanzinstitute, wie die Schweizer Grossbanken UBS und CS, als Folge der starken Nachfrage, zumindest einige wenige nachhaltige Produkte an. Dies führt zu einem grossen Angebot an Fonds, die ethische, soziale oder ökologische Kriterien nutzen. Neben den unterschiedlichen spezifischen Kriterien führen auch deren Auslegung sowie die Komplexität der angewandten Screens zu einer grossen Variabilität. So werden teilweise simple negative Screens angewandt, während in anderen Fällen detaillierte Nachhaltigkeits-Ratings bei positivem Screening oder bei einem Best-In-Class-Ansatz zum Zuge kommen.<sup>189</sup> Besondere Beliebtheit erfahren bei den passiven Strategien thematische Fonds. Damit verbunden ist zu vermuten, dass die meisten Investoren, welche in nachhaltige Fonds anlegen, primär finanzielle Ziele verfolgen, weshalb sie den *wert-suchenden* Investoren zuzurechnen sind.<sup>190</sup>

Aktive Ansätze werden von Investmentgesellschaften, insbesondere in Kontinentaleuropa, selten genutzt. Dafür können verschiedene Gründe angebracht werden. So sind sie aufgrund

---

<sup>183</sup> Vgl. Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 72.

<sup>184</sup> ABP ist einer der grössten Pensionsfonds der Welt. Durch die strenge Integration von ESG-Faktoren in den Investmentprozess gelten sie als einer der Vorreiter für die Umsetzung nachhaltiger Anlagen. Vgl. ABP, "About ABP, Investments, Environment, Social and Governance", Website von ABP, abgefragt am 7. Juli 2011.

<sup>185</sup> Da CalPERS (Californian Public Employees Retirement System) seit mehr als zwei Jahrzehnten aktive SRI-Strategien umsetzt, gilt dieser Pensionsfonds in dieser Beziehung als Vorreiter für Institutionelle Investoren. Dabei werden die entsprechenden Firmen explizit anhand der schlechten Performance ihrer Wertpapiere ausgewählt. Barber schätzt, dass CalPERS alleine durch Ankündigungen von Interventionen zwischen 1992-2005, jeweils als kurzfristige Reaktionen, über 3.1 Milliarden USD an Shareholder Value generiert hat. Gleichzeitig merkt er an, dass die effektiven langfristigen Konsequenzen sowie die gesellschaftlichen Folgen in dieser Zahl nicht berücksichtigt sind, weshalb diese Zahl einer sehr konservativen Schätzung entspricht. Vgl. Barber 2007, S. 67-68.

<sup>186</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 55.

<sup>187</sup> Zu detaillierten Eigenschaften von Fonds siehe Kempf / Osthoff 2008, S. 1281-1282.

<sup>188</sup> Vgl. Sarasin, "Privatkunden, Produkte, Investmentfonds, Nachhaltigkeitsfonds", Website von Sarasin, abgefragt am 05. Juni 2011.

<sup>189</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondswissen", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 08. Juni 2011.

<sup>190</sup> Vgl. Wen 2009, S. 319.

von *Kapitalverflechtungen* oftmals in ihrer Entscheidungsfreiheit eingeschränkt. Schliesslich sind ein Grossteil der Fonds „Töchter“ von Banken und somit abhängige Kapitalgesellschaften. Da die Muttergesellschaften möglicherweise vielfältige Geschäftsbeziehungen mit den potentiellen Target-Unternehmungen unterhalten, ist es nicht im Sinne der Fonds, aktiven Druck auf diese Firmen auszuüben.<sup>191</sup> Ein weiterer Grund ist darin zu sehen, dass nachhaltige Fonds nur einen sehr kleinen Anteil der gesamten Marktkapitalisierung ausmachen, was eine allfällige Einflussnahme auf Unternehmungen merklich erschwert.<sup>192</sup>

### 4.2.3 Kirchliche Institutionen

Die ersten Impulse für die Entwicklung von SRI gingen von den Quäkern und Methodisten aus. Mit der Entwicklung des SRI-Marktes hat sich das Interesse an nachhaltigen Anlagen auch auf andere religiöse Gruppen ausgedehnt. Meistens steht dabei nach wie vor das Motiv im Vordergrund, dass die Gelder vor dem religiösen Hintergrundes nach *ethischen Aspekten* investiert werden sollen.<sup>193</sup> Verbunden mit dem Volumen ihres Anlagevermögens sind sie deshalb die treibende Kraft unter den *wert-basierten* Investoren.<sup>194</sup> Während sie in der Schweiz nur eine untergeordnete Rolle spielen, stellen sie in Deutschland den wichtigsten institutionellen Investor auf dem gesamten SRI-Markt dar.<sup>195</sup>

Traditionellerweise manifestieren sich kirchliche Investments in SRI in negativen Screening-Strategien. Die Ausschluss-Kriterien bilden hierbei meistens die klassischen „Sin Stocks“.<sup>196</sup> Nichtsdestotrotz können sich die resultierenden Portfolios stark voneinander unterscheiden, da nicht zuletzt verschiedene Glaubensrichtungen, wie zum Beispiel der Islam oder das Christentum, andere Schwerpunkte setzen. Aufgrund der Nachteile negativer Screening-Strategien nutzen auch kirchliche Institutionen vermehrt positive Kriterien, welche in der Regel in einer Kombination mit vereinzelt negativen Screens zur Anwendung kommen.<sup>197</sup>

Speziell für Kirchen wurde 1975 die *Oikocredit* gegründet. Diese vergibt Kredite an Gemeinwesen in Drittweltländern. Um so einen Beitrag gegen die Armut zu leisten spricht sie die Gelder, im Sinne einer Mikrofinanz-Institution, zu tieferen Zinsen und gegen weniger Sicherheiten als traditionelle Finanzinstitute.<sup>198</sup>

---

<sup>191</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 208, zit. nach: Hild 2003, S. 6 und Bender 2002, S. 129ff.

<sup>192</sup> Vgl. Haigh / Hazelton 2004, S. 62-63.

<sup>193</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 125.

<sup>194</sup> Vgl. Crane et al. 2008, S. 251.

<sup>195</sup> Vgl. Tober / Vögele 2010, S. 23.

<sup>196</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 26.

<sup>197</sup> Dazu wurden beispielsweise in Deutschland spezielle Publikumsfonds für Kirchen wie der „KCD-Union-AKTIEN-Nachhaltig DJSG-Index“ aufgelegt. Vgl. Stoll 2001, S. 34-38.

<sup>198</sup> Vgl. Van Maanen 2001, S. 56-59.

#### 4.2.4 Versicherungen

Versicherungen bieten Versicherungsschutz an Private und Institutionelle falls diese beispielsweise durch Feuer, Krankheiten oder Unfälle zu Schaden kommen.<sup>199</sup> Als Finanzinstitutionen sind sie für die Verwaltung grosser Anlagevolumina verantwortlich.<sup>200</sup>

Da ihre Geschäftsergebnisse direkt von den Folgen der Klimaerwärmung beeinträchtigt werden, sind für sie Investitionen zum Thema *Climate Change* besonders interessant. Dies wird dadurch verdeutlicht, dass die durch Umweltkatastrophen bedingten versicherten Schäden jährlich ansteigen. Gerade Investitionen um den CO<sub>2</sub>-Ausstoss oder die Emission von Treibhausgasen zu mindern, sind in diesem Zusammenhang für Versicherungen besonders interessant.<sup>201</sup>

Ähnlich wie Pensionskassen ziehen Versicherungen deshalb zunehmend SRI-Ansätze in Betracht, um Investments in Kongruenz mit ihrem *langfristigen Horizont* zu tätigen.<sup>202</sup> Dabei sind verschiedene Ansätze denkbar. In UK zum Beispiel<sup>203</sup> werden vorwiegend Integrations- oder Engagement-Strategien angewendet.<sup>204</sup>

---

<sup>199</sup> Vgl. Schumacher-Hummel 2004, S. 55.

<sup>200</sup> Vgl. De Bettignies / Lépineux / Tan 2009, S. 127.

<sup>201</sup> Vgl. Sustainable Business, "Search: Climate Change: Insurers must act", Website von Sustainable Business, abgefragt am 30. Juni 2011.

<sup>202</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 16.

<sup>203</sup> Für spezifische Beispiele einzelner Versicherungen siehe De Bettignies / Lépineux / Tan 2009, S. 127-128.

<sup>204</sup> Vgl. Eurosif 2010a, S. 54.

## 5. Theorie zu finanziellen Implikationen durch Screening-Strategien

Wie in Kapitel vier dargelegt wird, sind auch bei SRI häufig finanzielle Zielkriterien mitbestimmend. Gerade für institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen sind kompetitive Renditen unabdingbar. Vor diesem Hintergrund wurden bereits viele empirische Untersuchungen zur finanziellen Performance von nachhaltigen Anlagen durchgeführt. Dabei kommen hauptsächlich drei Ansätze zur Anwendung: Neben dem Zusammenhang zwischen Corporate Social Performance (CSP) und Corporate Financial Performance (CFP) werden die Auswirkungen von Engagement oder Shareholder Activism auf die CFP untersucht. Für diese Arbeit von besonderem Interesse sind jedoch Studien, die sich mit den Unterschieden zwischen SRI-Fonds<sup>205</sup> und herkömmlichen Fonds befassen.<sup>206</sup>

Da die Arbeiten nicht nur hinsichtlich der Methodik und Datenherkunft, sondern auch bezüglich der Resultate eine hohe Variabilität aufweisen, soll in diesem Kapitel ein Überblick über die wichtigsten Studien gegeben werden. Zuvor werden zwei prägende Ansätze der Wirtschaftswissenschaften, die Portfoliotheorie sowie die Stakeholder-Theorie dargelegt. Diese werden häufig in der Argumentation von Kritikern beziehungsweise Befürwortern von SRI-Anlagen angebracht, weshalb ihnen im Zusammenhang mit den vorzustellenden Studien eine hohe Relevanz zukommt.

### 5.1 Portfoliotheorie vs. Stakeholder-Theorie

Wie bereits dargelegt, kommen bei der Konstruktion von SRI-Portfolios neben den klassischen Handlungen, wie der Formulierung von Investment-Richtlinien und der Definition von kurz- und langfristigen Zielen, weitere Punkte hinzu: Um individuelle Präferenzen wie religiöse, umweltbezogene oder soziale Aspekte im Investment-Prozess zu berücksichtigen, sind zusätzliche Standards zu etablieren. Dazu sind auch genaue Analysen der Unternehmungen, welche für eine Anlage in Betracht gezogen werden nötig, um detaillierte Informationen über die Operationen der Firma oder die Branche, in welcher sie tätig ist, zu erhalten.<sup>207</sup> Diesen zusätzlichen Vorgängen werden teilweise positive finanzielle Implikationen für das Portfolio beigemessen, während andere Beobachter demgegenüber eher eine kritische Einstellung vertreten.

Letztere sind häufig Verfechter der *Portfoliotheorie* und des darauf aufbauenden *Capital Asset Pricing Models (CAPM)*, welche das Geschehen auf den Kapitalmärkten in den letzten 60

---

<sup>205</sup> Alternativ werden in manchen Studien auch SRI-Indices mit herkömmlichen Indices verglichen.

<sup>206</sup> Vgl. Juravle / Lewis 2008, S. 288.

<sup>207</sup> Vgl. Fung / Law / Yau 2010, S. 27.

Jahren grundlegend geprägt haben. Diese implizieren, dass jeder Investor eine Kombination aus dem Marktportfolio, welches aus allen risikobehafteten Anlagen gebildet wird, und einer risikolosen Anlage anstrebt. Wird das Anlageuniversum durch einen Nachhaltigkeitsfilter eingeschränkt, kann das vorgesehene Marktportfolio nicht mehr nachgebildet werden. Als Folge wird keine optimale Diversifikation erreicht, weshalb das Portfolio unterhalb der Effizienzgeraden zu liegen kommt. Dies ist mit Kosten für den Investor verbunden. Denn eine zentrale Aussage des CAPM ist, dass ein Portfolio nur für das systematische Risiko entschädigt, da das idiosynkratische Risiko im Marktportfolio komplett wegdiversifiziert wird. Somit nimmt ein nachhaltiger Investor durch die Anwendung von Screens nichtsystematisches Risiko in Kauf, was Renditeeinbussen nach sich zieht.<sup>208</sup>

In die entgegengesetzte Richtung argumentieren die Vertreter der *Stakeholder-Theorie*. Diese besagt, dass der Erfolg einer Unternehmung über die Befriedigung der Interessen der primären Stakeholder führt. Dabei sind jene Individuen oder Gruppen als Stakeholder zu betrachten, die von den Handlungen einer Organisation im positiven oder negativen Sinne betroffen sind. Typische Beispiele hierfür sind Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und Aktionäre.<sup>209</sup> Somit kann eine Firma, die ein besonders gutes Arbeitsumfeld pflegt, Fluktuationskosten senken und eine höhere Arbeitsproduktivität erreichen. Weiter können durch umweltschonende Massnahmen in der Produktion Konfrontationen mit Organisationen wie NGO's verhindert werden. Dadurch können unvorhergesehene Probleme vermieden werden, wovon wiederum der Aktienkurs profitiert. Dies impliziert, dass SRI-Investoren ihre Anlagen zwar aus einem eingeschränkten Universum auswählen, dieses Universum aber aus qualitativ hochwertigeren Firmen besteht. So führen SRI gemäss Befürwortern nicht zu Renditeeinbussen, sondern können langfristig höhere Returns mit sich bringen.<sup>210</sup> Dieser Ansatz steht im Einklang damit, dass Investoren zunehmend ESG-Faktoren in den Investment-Prozess integrieren um die mit den Anlagen verbundenen Risiken zu minimieren.

## **5.2 Überblick über bisherige Studien zur finanziellen Performance von SRI**

Schon vor der Jahrtausendwende wurden zahlreiche Studien zur finanziellen Performance von SRI durchgeführt. Seither hat der SRI-Markt eine rasante Entwicklung durchgemacht. Damit verbunden kam es zu grundlegenden Veränderungen in der Anwendung von SRI. Deshalb wird in dieser Arbeit der Fokus auf die neuen Erkenntnisse der letzten elf Jahre gelegt, weil diese die grösste Aussagekraft für den aktuellen Stand bei nachhaltigen Anlagen haben. Für

---

<sup>208</sup> Vgl. Bodie / Kane / Marcus 2009, S. 279-284.

<sup>209</sup> Vgl. Werhane / Freeman 1999, S. 7-8.

<sup>210</sup> Vgl. Barnett / Salomon 2006, S. 1105.

eine systematische Aufarbeitung werden nun die bedeutendsten Studien chronologisch<sup>211</sup> ausgewertet, welche sich mit den Unterschieden zwischen nachhaltigen und konventionellen Fonds beziehungsweise Indices und Portfolios befassen.<sup>212</sup> Anschliessend werden die wichtigsten Erkenntnisse in Form einer Gesamteinschätzung zusammengefasst.

In einer der aussagekräftigsten Studien zur Performance von SRI<sup>213</sup> vergleicht *Statman (2000)* den S&P-500 Index mit dem Domini Social Index (DSI), welcher negative und positive Screens anwendet. Er kommt zum Schluss, dass der DSI den S&P 500 sowohl auf Basis absoluter Renditen als auch risikoadjustierter Renditen schlägt, wobei die Unterschiede statistisch nicht signifikant sind. Weiter vergleicht Statman in derselben Arbeit nachhaltige und konventionelle Fonds. Dabei kommt er auch hier zum Schluss, dass SRI-Anlagen nicht-signifikant bessere risikoadjustierte Renditen erreichen als herkömmliche Anlagen.<sup>214</sup>

*Schröder (2004)* untersucht die Performance von Fonds aus den USA, der Schweiz und Deutschland. Zusätzlich zieht er Indices bei. Als Performance-Mass verwendet er in einem ersten Schritt die Sharpe Ratio<sup>215</sup>, während als Benchmark der MSCI World Index gewählt wird. Er stellt fest, dass die meisten Fonds vom Benchmark outperformed werden. Die Indices hingegen erzielen kompetitive Sharpe Ratios. Zusätzlich untersucht Schröder die Wertentwicklung mit Hilfe des Jensen's alpha<sup>216</sup> unter Berücksichtigung spezieller Aspekte wie Market-Timing und Faktor-Sensitivitäten. Auch hier werden keine statistisch signifikanten Performance-Nachteile für SRI-Anlagen festgestellt.<sup>217</sup>

In einer grundlegend anders aufgebauten Studie kommen *Geczy, Stambaugh und Levin (2005)* zum Schluss, dass SRI-Fonds mit Performance-Einbussen verbunden sind. Dabei analysieren sie SRI aus der Perspektive eines Investors mit verschiedenen Vorstellungen über Kapitalmarkt-Modelle. Dazu simulieren sie die Zusammenstellung optimaler Portfolios mit Hilfe der Preisinformationen bestehender Fonds. Das konkrete Ausmass der risikoadjustierten Rendite-Nachteile ist dabei stark von den unterstellten Vorstellungen des Investors abhängig. Es reicht von wenigen Basispunkten bis hin zu statistisch signifikanten Abweichungen.<sup>218</sup>

---

<sup>211</sup> Wo es aufgrund der engen Verbundenheit zweier Studien als sinnvoll erachtet wird, kann von der chronologischen Abhandlung abgewichen werden.

<sup>212</sup> Genauere Informationen zu sämtlichen Studien sind im Anhang aufgeführt.

<sup>213</sup> Vgl. Hoepner / McMillan 2009, S. 21.

<sup>214</sup> Vgl. Statman 2000, S. 30-38.

<sup>215</sup> Siehe für eine genauere Beschreibung dieser Ratio Kapitel 6.1.

<sup>216</sup> Jensen's alpha entspricht der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite und der gemäss CAPM (bei gegebenem Beta und durchschnittlicher Marktrendite) begründeten Rendite. Vgl. Bodie / Kane / Marcus 2009, S. 826.

<sup>217</sup> Vgl. Schröder 2004, S. 125-131.

<sup>218</sup> Vgl. Geczy / Stambaugh / Levin 2005, S. 3-28.

*Bello (2005)* vergleicht SRI-Fonds mit jeweils zwei zufällig ausgewählten herkömmlichen Fonds mit ähnlichem Umfang an Net Assets. Dazu greift er insbesondere auf Jensen's Alpha und die Sharpe Information Ratio<sup>219</sup> zurück. Daraus gewinnt er die Erkenntnis, dass sich die Fonds hinsichtlich Charakteristika, Rendite und Diversifikation nicht unterscheiden.<sup>220</sup>

In einer weiteren Studie wenden *Bauer, Koedijk und Otten (2005)* das Carhart-4-Faktoren-Modell<sup>221</sup> auf nachhaltige Fonds aus den USA, UK und Deutschland an. Als Resultat können sie keine signifikanten Rendite-Unterschiede zu konventionellen Fonds feststellen. Durch die Aufteilung der untersuchten Zeitperiode in drei Subperioden beobachten sie jedoch, dass SRI-Fonds zu Beginn eine Underperformance an den Tag legten und erst zwischen 1998-2001 kompetitive risikoadjustierte Renditen erwirtschafteten. Dies führen sie darauf zurück, dass SRI als junges Anlagesegment eine Lernphase durchgemacht hat.<sup>222</sup>

Auf die gleiche Art und Weise untersuchen *Bauer, Otten und Tourani-Rad (2006)* die finanzielle Wertentwicklung von SRI-Fonds in Australien. Aufgrund dessen, dass der australische Markt nachhaltiger Anlagen in Studien bisher vernachlässigt wurde, erhoffen sie sich neue Erkenntnisse. Schliesslich ziehen sie die Schlüsse, dass die SRI-Fonds signifikant weniger Marktrisiko aufweisen und dass sowohl national als auch international diversifizierte SRI-Fonds keine signifikanten Abweichungen hinsichtlich risikoadjustierter Renditen gegenüber traditionellen Fonds an den Tag legen.<sup>223</sup>

Mit denselben Motiven führen *Bauer, Derwall und Otten (2007)* die gleiche Studie für SRI-Fonds in Kanada durch. Dabei kommen sie zu identischen Resultaten wie bei den Untersuchungen in USA, UK, Deutschland und Australien: Es sind keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich der risikoadjustierten Performance zwischen nachhaltigen und herkömmlichen Fonds festzustellen.<sup>224</sup>

*Kreander et al. (2005)* studieren die Performance europäischer SRI-Fonds. Dazu verwenden sie wie Bello einen Ansatz, bei dem sie jeweils einen SRI-Fonds einem konventionellen

---

<sup>219</sup> Hierbei handelt es sich um eine modifizierte Form der Sharpe Ratio: Dabei wird der Renditeunterschied zwischen der Anlage und dem Benchmark ins Verhältnis zur Standardabweichung der Renditedifferenz gesetzt. Vgl. Bello 2005, S. 48.

<sup>220</sup> Vgl. Bello 2005, S. 45-56.

<sup>221</sup> Dieses Modell ist eine Erweiterung des Fama-French Modells, indem zusätzlich der Momentum-Faktor integriert wird. Somit entspricht es einem Marktgleichgewichtsmodell mit vier Risikofaktoren. Vgl. Bauer / Koedijk / Otten 2005, S. 1760.

<sup>222</sup> Vgl. Bauer / Koedijk / Otten 2005, S. 1754-1766.

<sup>223</sup> Vgl. Bauer / Otten / Tourani-Rad 2006, S. 35-43.

<sup>224</sup> Vgl. Bauer / Derwall / Otten 2007, S. 113-121.

Fonds mit ähnlichen Charakteristika gegenüberstellen. Als Performance-Masse verwenden sie Sharpe Ratio, Treynor Ratio<sup>225</sup> und ein modifiziertes Jensen's Alpha. Dabei stellen sie fest, dass die klassischen Fonds gemessen an Beta<sup>226</sup> und Standardabweichung ein signifikant höheres Risiko aufweisen. Eine Betrachtung der risikoadjustierten Renditen lässt jedoch auch hier auf keine signifikanten Unterschiede schliessen.<sup>227</sup>

Einen neues Untersuchungs-Design wählt *Mill (2006)* indem er einen Fonds analysiert, der zuerst konventionelle Ziele verfolgte, bevor die Investitionsentscheidungen um ESG-Faktoren ergänzt wurden. Nichtsdestotrotz beobachtet auch er keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich der risikoadjustierten Rendite. Als Besonderheit stellt er jedoch Lerneffekte während der ersten Jahre nach der Umwandlung fest.<sup>228</sup>

*Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006)* ermitteln inwiefern sich die Anzahl angewandter Screens auf die Performance von SRI-Fonds auswirkt. Sie stellen fest, dass sich mit zunehmender Screening-Intensität die Rendite verbessert. Gleichzeitig merken sie an, dass für Fonds, welche sich auf ethische und umweltbezogene Themen fokussieren, das Gegenteil der Fall ist. Bei letzterem sehen die Verfasser die Ursache darin, dass der negative Effekt aus mangelnden Diversifikationsmöglichkeiten stärker ausfällt als potentielle Vorteile aus Sicht der Stakeholder-Theorie.<sup>229</sup>

Den gleichen Sachverhalt untersuchen *Barnett und Salomon (2006)*. Sie kommen jedoch zu einem anderen Resultat. So beobachten sie einen konvexen Zusammenhang zwischen Screening-Intensität und risikoadjustierter Rendite. Demnach wird bei sieben Screens die schlechteste Rendite erreicht, während der Maximalpunkt bei 12 Screens liegt. Dies führen sie darauf zurück, dass bei wenigen Screens die Diversifikations-Nachteile dominieren, während ab einer bestimmten Screening-Intensität die zunehmenden Vorteile aus Stakeholder-Perspektive die Oberhand gewinnen. Bezüglich der Rendite-Nachteile umweltbezogener Screens kommen sie zu den gleichen Resultaten wie *Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006)*.<sup>230</sup>

Auch *Lee et al. (2010)* beschäftigen sich mit dieser Thematik. Dabei stellen sie unter Anwendung des Carhart-4-Faktoren-Modells fest, dass die Performance mit jedem zusätzlichen Screen um 70 Basispunkte abnimmt. Gleichzeitig beobachten sie eine negative Beziehung

---

<sup>225</sup> Siehe für eine genauere Beschreibung dieser Ratio Kapitel 6.1.

<sup>226</sup> Das Beta entspricht dem in Kapitel 5.1 erwähnten systematischen Risiko, wofür der Investor gemäss CAPM entschädigt wird.

<sup>227</sup> Vgl. Kreander et al. 2005, S. 1469-1491.

<sup>228</sup> Vgl. Mill 2006, S. 134-144.

<sup>229</sup> Vgl. Renneboog / ter Horst / Zhang 2006, S. 7-29.

<sup>230</sup> Vgl. Barnett / Salomon 2006, S. 1108-1119.

zwischen der Anzahl Screens und dem systematischen Risiko. Als Folge empfehlen sie keine allzu restriktiven Screening-Strategien anzuwenden, da sonst die risikoadjustierte Performance zu stark in Mitleidenschaft gezogen wird.<sup>231</sup>

*Derwall et al. (2005)* vergleichen Unternehmungen mit hohen Öko-Effizienz-Ratings gegenüber solchen mit tiefen Ratings. Sie dokumentieren, dass Portfolios, welche in Firmen mit hohen Ratings investieren, signifikant höhere risikoadjustierte Renditen erzielen. So können durch einen Best-in-Class-Ansatz bis zu um 6% höhere risikoadjustierte Renditen als durch einen Worst-in-Class-Ansatz erreicht werden. Entgegen den Resultaten von Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006) sowie Barnett und Salomon (2006) halten sie fest, dass die Integration von umweltbezogenen Kriterien in den Investmentprozess zu einer substantiell besseren Performance führt.<sup>232</sup>

*Kemp und Osthoff (2007)* untersuchen anhand des Carhart-4-Faktoren-Modells die finanzielle Performance von Portfolios, welche durch positives und negatives Screening sowie den Best-in-Class-Ansatz gebildet werden. Dazu wenden sie jeweils eine long-short-Strategie an, indem sie long in den high-rated und short in den low-rated Portfolios gehen. Sie stellen fest, dass durch die Anwendung von negativ-Screening keine signifikanten abnormalen Renditen möglich sind. Durch positiv-Screening und den Best-in-Class-Ansatz hingegen können signifikante Überrenditen erzielt werden, die bis zu 8.7% per annum ausmachen.<sup>233</sup>

*Schröder (2007)* analysiert SRI-Indices um damit die Schwächen<sup>234</sup> der Untersuchungen von Fonds zu umgehen. Er kommt zum Schluss, dass die risikoadjustierten Renditen von SRI-Indices und ihren Benchmarks keine signifikanten Unterschiede aufweisen. Gleichzeitig hält er aber fest, dass 19 der SRI-Indices ein statistisch signifikant höheres systematisches Risiko an den Tag legen.<sup>235</sup>

*Statman und Glushkov (2008)* vergleichen die Performance von Aktien, welche von KLD eine hohe Best-in-Class- beziehungsweise eine tiefe Best-in-Class-Wertung erhalten. Dabei wenden sie eine long-short Strategie an, indem sie long in einem Portfolio mit guten Ratings und short in einem Portfolio mit schlecht gerateten Aktien gehen. Sie ziehen das Fazit, dass SRI-Portfolios höhere Renditen erzielen als traditionell konstruierte Portfolios. Gleichzeitig beobachten sie, dass SRI aufgrund des Ausschlusses von „Sin Stocks“ Rendite-Nachteile erlei-

---

<sup>231</sup> Vgl. Lee et al. 2010, S. 355-368.

<sup>232</sup> Vgl. Derwall et al. 2005, S. 52-62.

<sup>233</sup> Vgl. Kempf / Osthoff 2007, S. 909-920.

<sup>234</sup> Siehe hierzu die Ausführungen in Kapitel 6.1.

<sup>235</sup> Vgl. Schröder 2007, S. 334-344.

den. Da sich diese Effekte gegenseitig aufheben, erachten sie SRI- und klassische Anlagen aus finanzieller Sicht als gleichwertig.<sup>236</sup>

Im Zusammenhang mit Letzterem erscheint auch die Studie von *Hong und Kacperczyk (2009)* interessant. Sie untersuchen nämlich die Performance von „Sin Stocks“ (Alkohol, Tabak, Glücksspiel). Sie stellen fest, dass ein Portfolio bestehend aus Aktien solcher Unternehmen den Benchmark hinsichtlich risikoadjustierter Renditen statistisch und ökonomisch signifikant übertrifft.<sup>237</sup> Somit bestätigen sie die Erkenntnisse von Statman und Glushkov (2008) bezüglich einer Rendite-Einbusse aufgrund negativer Screens.

*Gil-Bazo, Ruiz-Verdú und Santos (2010)* untersuchen die Performance von SRI-Fonds vor und nach Gebühren. Wie in vielen Vorgängerstudien kommt bei ihnen das Carhart-4-Faktoren-Modell zur Anwendung. Dabei finden sie mehrere interessante Resultate: So stellen SRI-Fonds im Durchschnitt weniger Gebühren in Rechnung, was dazu führt, dass sie herkömmliche Fonds sowohl vor als auch nach Gebühren auf risikoadjustierter Basis übertreffen. Ausserdem stellen sie Unterschiede hinsichtlich der Fondsmanager fest: Gemäss ihren Resultaten gelingt es nur Instituten, die sich auf SRI spezialisiert haben, signifikant bessere Renditen als der Benchmark zu erzielen.<sup>238</sup>

Insgesamt weisen die zahlreichen Studien leider eine hohe Variabilität in den Resultaten aus. Deshalb ist es schwierig ein eindeutiges Fazit zu ziehen. Es spricht jedoch vieles dafür, dass Investoren, welche sich für SRI entscheiden, *keine systematischen Nachteile* bezüglich der risikoadjustierten Rendite in Kauf nehmen müssen. An dieser Stelle sollte aber angemerkt werden, dass auch die jüngsten Studien Beobachtungszeiträume nutzen, die weit in die 90er Jahre zurückgehen. Aufgrund der markanten Veränderungen auf den SRI-Märkten in den letzten 20 Jahren muss demnach die Frage gestellt werden, ob die Aussagekraft nicht unter dieser Tatsache leidet. Schliesslich wurden beispielsweise in mehreren Studien Lerneffekte bei SRI-Portfolios nachgewiesen, die sich positiv auf die Rendite ausgewirkt haben. Angesichts der breiten Verankerung und teilweisen Institutionalisierung von SRI ist es vorstellbar, dass solche Lerneffekte auch grossflächiger auftreten und Einfluss auf den ganzen Markt haben können.

---

<sup>236</sup> Vgl. Statman / Glushkov 2009, S. 34-44.

<sup>237</sup> Vgl. Hong / Kacperczyk 2009, S. 20-35.

<sup>238</sup> Vgl. Gil-Bazo / Ruiz-Verdú / Santos, S. 245-258.

## 6. Empirische Untersuchung: Einfluss der Screening-Strategien auf Returns

Da in Kapitel 5 festgestellt wird, dass aufgrund der bisherigen Studien keine klare Evidenz für eine Under- beziehungsweise Outperformance nachhaltiger Anlagen gegenüber traditioneller Anlagen besteht, wird an dieser Stelle eine eigenständige Untersuchung durchgeführt. Dabei liegt der Fokus auf den *passiven Strategien*. Schliesslich sind diese sowohl für institutionelle als auch für private Investoren interessant. Ausserdem ist hierfür ein reicher Pool an Daten verfügbar und es kann ein weiterer Beitrag an die bisherige Empirie geleistet werden.

In einem ersten Schritt werden das Vorgehen erörtert und methodologische Probleme wie die Auswahl einer sinnvollen Benchmark geklärt. Darauf werden zuerst ausgewählte Fonds und anschliessend wichtige nachhaltige Indices der Benchmark gegenübergestellt. Das genaue Vorgehen zur Berechnung der interessierenden Werte wird im Anhang erörtert.

### 6.1 Methodologie

Nachdem die Mehrheit der bisherigen Studien zur Performance von SRI den Fokus auf die 90er Jahre legt, interessiert in dieser Untersuchung die Zeit nach der Jahrtausendwende. Wegen den grundlegenden Veränderungen auf den SRI-Märkten erscheint dies äusserst interessant. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit beginnt der Beobachtungszeitraum jedoch erst am *31. Dezember 2002*. Da das Ende auf den *31. Mai 2011* festgelegt wird, kann die finanzielle Entwicklung der nachhaltigen Anlagen während mehr als acht Jahren analysiert werden. Vor dem Hintergrund der generellen Entwicklung der Kapitalmärkte während dieser Periode, verbunden mit einer Phase des Aufschwungs bis anfangs 2007 und der Finanzkrise ab Frühjahr 2007, wird ein besonders grosser Informationsgehalt erwartet. Um diesen noch besser zu nutzen, werden neben einer Untersuchung der gesamten Periode die Zeit vor der Krise (*31.12.2002-30.03.2007*), sowie die Entwicklung seit Ausbruch der Turbulenzen (*30.04.2007-31.05.2011*) zusätzlich separat erfasst. Als Performance-Masse werden sowohl die Sharpe als auch die Treynor Ratio angewendet.

Gemäss der Kapitalmarkttheorie wird nur das systematische Risiko, welches als Beta in der *Treynor Ratio* Berücksichtigung findet, entschädigt<sup>239</sup>:

$$\text{Treynor} = \frac{r_i - r_f}{\beta_i} \quad (1)$$

---

<sup>239</sup> Hierbei gelten:  $r_i$  = Rendite Anlage  $i$ ;  $r_f$  = Risikoloser Zinssatz;  $\beta$  = Systematisches Risiko.

Insbesondere wenn Indices und Fonds analysiert werden, welche gut diversifiziert sind, ist diese Ratio naheliegend. Das Ziel besteht darin, einen möglichst hohen Wert zu erreichen.<sup>240</sup>

Gleichzeitig soll durch die Analyse der *Sharpe Ratio* der Kritik Rechnung getragen werden, dass SRI nichtsystematische Risiken aufweisen. Schliesslich setzt diese von William F. Sharpe entwickelte Kennzahl die Performance ins Verhältnis zum Gesamtrisiko, welches als Standardabweichung gemessen wird<sup>241</sup>:

$$\text{Sharpe} = \frac{r_i - r_f}{\sigma_i} \quad (2)$$

Demnach ist jene Anlage zu bevorzugen, welche die höchste Sharpe Ratio aufweist.<sup>242</sup>

Die zu untersuchenden Fonds wurden anhand mehrerer Faktoren sorgfältig ausgewählt. Zum einen werden fast ausschliesslich global investierte Fonds untersucht, um so die potentiell mit SRI verbundenen Mängel hinsichtlich einer suboptimalen Diversifikation zu umgehen. Andererseits handelt es sich um Anlagen, die in Europa aufgelegt werden. Dadurch soll ein ergänzender Beitrag zur bisherigen Empirie geleistet werden. Denn fast sämtliche bisherige Studien untersuchen den amerikanischen Markt, weil sich dieser in den 90er Jahren bereits deutlich fortgeschrittener zeigte. Weiter sind die Fonds aufgrund ihrer Screening-Strategie selektiert worden. Dabei interessieren *negative* und *positive Screenings* sowie *Best-in-Class-* und *thematische Ansätze*. Deshalb wird bei der Fondsauswahl darauf geachtet, dass diese Strategien<sup>243</sup> gleichermassen berücksichtigt werden. So können insbesondere die traditionellen negativen und positiven Ansätze den moderneren Strategien gegenübergestellt werden. Schliesslich wurden diese entwickelt um die Schwächen der ursprünglichen SRI-Anlagen zu überwinden. Eine weitere Bedingung ist, dass die Fonds überwiegend aus Aktientiteln zusammengestellt sind, da Eigenkapital nach wie vor die wichtigste Anlageklasse auf dem SRI-Markt darstellt. Die Fonds, welche diesen Anforderungen am ehesten gerecht, und deshalb für die Untersuchung ausgewählt wurden, werden in Tab. 1 erläutert. Dabei wird genauer auf die jeweilige Screening-Strategie eingegangen.<sup>244</sup>

---

<sup>240</sup> Vgl. Treynor 1965, S. 64-67.

<sup>241</sup> Hierbei gelten:  $r_i$  = Rendite Anlage  $i$ ;  $r_f$  = Risikoloser Zinssatz;  $\sigma$  = Totales Risiko.

<sup>242</sup> Vgl. Sharpe 1966, S. 122.

<sup>243</sup> Leider wenden sämtliche Fonds mit positiven Kriterien beziehungsweise einer Best-in-Class Strategie auch Ausschlusskriterien an, weshalb nur negative Screening-Strategien und Themenfonds isoliert betrachtet werden können. Eine Ausnahme bildet der Jupiter Ecology Fund ist, der neben dem thematischen Ansatz auch negative Kriterien anwendet.

<sup>244</sup> Weiterführende Informationen zu den Fonds sind im Anhang aufgeführt.

Tab. 1: Übersicht Screening-Strategien der Fonds

Fond	Strategie
<b>Negatives Screening</b>	
Hunter Hall International Ethical No.1 Fund	Unternehmen mit negativen Auswirkungen auf Menschen, Tiere und die Umwelt werden gemieden. Insbesondere: Waffenproduktion, Tabakindustrie, Glücksspiel, Massentierhaltung, Urangewinnung. <sup>245</sup>
Carnegie Worldwide Ethical	Firmen involviert in Wertschöpfungsprozess von Alkohol, Tabakwaren, Waffen oder Technologien/Software für Waffenproduktion werden vermieden. <sup>246</sup>
LIGA-Pax-Cattolico-Union	Kriterien orientieren sich an christlich-ethischen Wertvorstellungen. <sup>247</sup>
SEB Ethical Europa Fund	Ausschluss von Firmen, die gegen international anerkannte Normen in Bereichen Umwelt, Menschenrechte und Wirtschaftsethik verstossen. Insbesondere falls Tätigkeiten in: Waffen, Alkohol, Tabak, Pornographie. <sup>248</sup>
<b>Negatives und Positives Screening</b>	
Sarasin Sustainable Equity - Global A	Aus Nachhaltigkeitsperspektive fragwürdige Branchen ausgeschlossen. Investments in Firmen, die Beitrag zu nachhaltiger Wirtschaftsweise leisten. Z.B. umweltgerechtes, öko-effizientes Management und proaktive Gestaltung der Stakeholder-Beziehungen. <sup>249</sup>
Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest	Investitionen in Unternehmungen, die sich an Grundsätzen der ökologischen und sozialen Nachhaltigkeit orientieren. Damit verbunden umfangreiche positive und negative Kriterien. <sup>250</sup>
Kepler Ethik Aktienfonds A	Ethische Ausschlusskriterien wie Kinderarbeit, Rüstung, Atomenergie, Tierversuche. Ausserdem müssen die Firmen Kriterien der ökonomischen, ökologischen sowie sozialen Nachhaltigkeit berücksichtigen. <sup>251</sup>
Ökoworld Öko Vision Classic	Ausschluss falls Tätigkeiten bezüglich Atomkraft, Rüstung, Chlorchemie, Ländern in denen Menschenrechte verletzt werden. Gefördert werden Firmen involviert in umweltverträgliche Technologien, langlebige Verbrauchsgüter, regenerative Energien, soziales Engagement. <sup>252</sup>
Aberdeen Ethical World Fund	Qualitative Investments basierend auf ethischen Kriterien, wie: Umwelt, Mitarbeiterbeziehungen, Produktqualität, Internationale Operationen. <sup>253</sup>
<b>Negatives Screening und Best-in-Class</b>	
Dexia Sustainable Europe	Investitionen in Firmen, die in ihrem Sektor zu Top 35% gehören bzgl. Integration von ESG-Faktoren. Firmen mit Operationen in Waffenproduktion a priori ausgeschlossen. <sup>254</sup>
Öko-Aktienfonds	Investments in innovative Ökopioniere und vorbildliche Ökoleader. Dazu zahlreiche Ausschlusskriterien wie Tabak, Waffen, Glücksspiel, Prostitution, Tierversuche. <sup>255</sup>
SAM Sustainable European Equities Fund	Investiert nicht in geächtete Waffen und Länder mit geächteten Regierungen. Zusätzlich Best-in-Class bzgl. hohem ökologischen Bewusstsein und klarer Sozialpolitik. Dazu umfangreiche negative Kriterien. <sup>256</sup>

<sup>245</sup> Vgl. Hunter Hall Investment Management 2011b, S. 1.

<sup>246</sup> Vgl. Carnegie 2011, S. 1.

<sup>247</sup> Vgl. Union Investment Privatfonds 2011b, S. 1.

<sup>248</sup> Vgl. SEB, "Privatkunden, Aktienfonds, SEB Ethical Europe Fund", Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>249</sup> Vgl. Sarasin, "Privatkunden, Produkte, Investmentfonds, Nachhaltigkeitsfonds, Sarasin Sustainable Equity - Global A", Website von Sarasin, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>250</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondsgesellschaften, Swisscanto Fondsleitung AG, Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest, Übersicht", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011.

<sup>251</sup> Vgl. KEPLER-Fonds Kapitalanlagegesellschaft 2010, S. 2.

<sup>252</sup> Vgl. Ökoworld, "Fonds, Ökoworld Ökovicision Classic", Website von Ökoworld, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>253</sup> Vgl. Aberdeen 2010, S. 1.

<sup>254</sup> Vgl. Dexia Asset Management, "My Tools, Search for Funds, Dexia Sustainable Europe", Website von Dexia Asset Management, abgefragt am 26. Juni 2011.

<sup>255</sup> Vgl. DZ Privatbank, "Unsere Leistungen, Private Banking, Finanzplatzspezialitäten, Öko Aktienfonds", Website von DZ Privatbank, abgefragt am 26. Juni 2011.

<sup>256</sup> Vgl. Robeco 2011, S. 2-4.

UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	Investments in Firmen mit proaktivem Umweltengagement und Firmen, deren Produkte hohe Ressourceneffizienz aufweisen. <sup>257</sup>
KCD-Union Nachhaltig Aktien	Ausschluss von Firmen involviert in Produktion von Rüstungsgüter, Alkohol, Tabak, Glücksspiele. Anschliessend Best-in-Class. <sup>258</sup>
SEB ÖkoLux	Best-in-Class bzgl. Umwelt- und Sozialperformance. Fragwürdige Branchen werden dabei a priori ausgeschlossen. <sup>259</sup>
<b>Themenfonds (Positives Screening)</b>	
SAM Sustainable Water Fund	Investiert in vier Anlagebereiche bezüglich Wasser: Verteilung und Management, Umfassende Wasserreinigung, Nachfrageeffizienz, Wasser und Nahrung. <sup>260</sup>
Blackrock Global Funds New Energy Fund - A	Investments in Unternehmen, die hauptsächlich in den Bereichen alternative Energien und Energietechnologie tätig sind. <sup>261</sup>
Vontobel Fund- Global Trend New Power	Investments in Firmen entlang der gesamten Wertschöpfungskette bei Alternativen Energiequellen und effizienter Energienutzung. <sup>262</sup>
Jupiter Ecology Fund	Multithematischer Ansatz, der Sektoren identifiziert die Lösungen zu den grössten ökologischen und sozialen Problemen erarbeiten. Dazu zahlreiche negative Kriterien. <sup>263</sup>
Sarasin New Energy Fund	Investiert hauptsächlich in Firmen, die sich, entlang der gesamten Wertschöpfungskette, zukunftsgerichtet und innovativ mit der Ressource Energie auseinandersetzen. <sup>264</sup>

Quelle: Eigene Darstellung

Als wichtige Quelle für eine erste Sichtung von Fonds, die für die Untersuchung in Frage kamen, diente *sustainable-investment.org*. Um die nötigen Informationen über die spezifischen Eigenschaften zu erhalten, wurden anschliessend hauptsächlich die Fonds-Prospekte oder generelle Informationen der Anbieter konsultiert. Auf Basis dieser Kenntnisse konnte die Auswahl an Fonds sukzessive auf 20 reduziert werden. Um die historischen Daten der einzelnen Fonds (und Indices, sowie für den Benchmark) zu erhalten, wurde die *Bloomberg Datenbank*<sup>265</sup> beigezogen. Hierbei wurden „*Total Returns Gross Dividends*“ auf monatlicher Basis genutzt, wovon der Durchschnitt berechnet und annualisiert wurde.

Dieselben Quellen dienten auch für die Auswahl der zu analysierenden Indices. Aufgrund der beschränkten Datenverfügbarkeit fällt diese Untersuchung jedoch deutlich weniger umfangreich aus. In den meisten Fällen besteht das Problem darin, dass die historischen Daten nur wenige Jahre zurückgehen, was sich beispielsweise beim MSCI World ESG Index und beim MSCI Global Environment Index in dieser Form präsentiert. Eine weitere Schwäche besteht darin, dass vom DJSI World Index ex All nur Daten zum Preisindex aus Datastream<sup>266</sup> ver-

<sup>257</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, UBS Equity Fund Management Company SA, UBS (Lux) Equity Fund – Eco Performance, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>258</sup> Vgl. Union Investment Privatfonds 2011a, S. 1.

<sup>259</sup> Vgl. SEB, “Privatkunden, Aktienfonds, Weitere Fonds, SEB ÖkoLux”, Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>260</sup> Vgl. Sam Sustainable Asset Management 2011, S. 1.

<sup>261</sup> Vgl. BlackRock Investment Management 2011, S. 1.

<sup>262</sup> Vgl. Vontobel, “Privatkunden, Nachhaltige Anlagen, Nachhaltigkeitsfonds, Aktienfonds, Vontobel Fund - Global Trend New Power A”, Website von Vontobel, abgefragt am 26. Juni 2011.

<sup>263</sup> Vgl. EIRIS 2008, S. 86.

<sup>264</sup> Vgl. Sarasin 2011, S. 1.

<sup>265</sup> Bloomberg, historische Daten Total Return Gross Index, abgefragt am 23.06.2011.

<sup>266</sup> Datastream, historische Daten Preisindex, DJSI World Index ex All, abgefragt am 24.06.2011.

füßbar sind, während die anderen Indices anhand der „Total Returns Gross Dividends“ analysiert werden. Ausserdem stammen die historischen Daten für den MSCI KLD Social Index nicht aus Bloomberg, sondern vom Anbieter selber.<sup>267</sup>

Nachfolgend werden die Indices analog der Fonds anhand von Tab. 2 erläutert, wobei wiederum die angewandte Screening-Strategie im Vordergrund steht.<sup>268</sup>

Tab. 2: Übersicht Screening-Strategien der Indices

Index	Strategie
FTSE4Good	Negativ-Kriterien: Involvierung in Atomwaffen-Bau, Tabakwaren, Herstellung Waffensysteme, Eigentum/Betrieb von Atomkraftwerken, Uran-Minen oder Uran-Verarbeitungsanlagen.
Global Index <sup>269</sup>	Positive Kriterien: Basieren auf weltweit anerkannten Verhaltensnormen. Konkret: Aktivitäten bzgl umweltbezogener Nachhaltigkeit, Entwicklung positiver Beziehungen zu Anspruchsgruppen, Beachtung und Unterstützung der Menschenrechte.
DJSI World ex All <sup>270</sup>	Wie DJSI World, aber zusätzlich Ausschlusskriterien: Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Waffen und Adult Entertainment.
MSCI KLD 400 Social Index <sup>271</sup>	Positive Kriterien: Gemeinwesen, Mitarbeiterbeziehungen, Umwelt, Corporate Governance, Produktsicherheit, Produktqualität, Menschenrechte. Wobei Umsetzung durch Best-in-Class-Ansatz. Negative Kriterien: Alkohol, Glücksspiel, Atomenergie, Militär, Tabak, Schusswaffen.
DJSI World <sup>272</sup>	Top 10% der grössten Unternehmen im Dow Jones Global Index in Bezug auf langfristige ökonomische, ökologische und soziale Kriterien.

Quelle: Eigene Darstellung

Da sowohl die ausgewählten Fonds als auch die Indices mehrheitlich eine internationale Ausrichtung aufweisen, werden sie einem globalen Benchmark gegenübergestellt. Wie in vielen der bisherigen Studien wird dafür der *MSCI World Index* ausgewählt. Dieser deckt über 6000 Titel in 24 Industrieländern ab.<sup>273</sup> Somit weist er eine ähnliche geographische Ausrichtung wie die zu untersuchenden SRI-Anlagen auf, die ebenfalls vorwiegend in den entwickelten Ländern investieren. Mit dem MSCI World Index wurde bewusst ein konventioneller Index gegenüber einem SRI-Index als Benchmark vorgezogen. Dies ist auf zwei Gründe zurückzuführen. Einerseits interessiert wie sich SRI im Vergleich zu herkömmlichen Anlagen entwickeln. Andererseits halten Bauer, Koedijk und Otten (2005) fest, dass Standard-Indices besser geeignet sind um die Renditen von SRI zu erklären.<sup>274</sup>

<sup>267</sup> Vgl. MSCI, „Products and Services, Indices, MSCI ESG Indices, Performance, MSCI KLD 400 Social“, Website von MSCI, abgefragt am 24. Juni 2011.

<sup>268</sup> Weiterführende Informationen zu den Indices sind im Anhang aufgeführt.

<sup>269</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, „Indices, Indexprovider, FTSE Group, FTSE4GOOD Global Index, Indexbildung“, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011.

<sup>270</sup> Vgl. Dow Jones Sustainability Indexes, „Indexes, DJSI World, Key Facts“, Website von Dow Jones Sustainability Indexes, abgefragt am 24. Juni 2011.

<sup>271</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, „Indices, Indexprovider, KLD Research & Analytics, MSCI KLD 400 Social Index, Stammdaten“, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011.

<sup>272</sup> Vgl. CME Group Index Services 2011, S. 1.

<sup>273</sup> Vgl. MSCI, „Products and Services, Indices, MSCI Country and Regional Indices, Developed Markets“, Website von MSCI, abgefragt am 24. Juni 2011.

<sup>274</sup> Vgl. Bauer / Koedijk / Otten 2005, S. 1765.

Als risikoloser Zinssatz werden die annualisierten durchschnittlichen *einmonatigen US Treasury Bills* für den entsprechenden Zeitraum genutzt. Diese gelten aufgrund ihrer kurzen Anlagedauer und der Zahlungsfähigkeit der USA als beinahe risikolos. Ausserdem wurden sämtliche historische Daten in *USD* bezogen, weshalb alle Berechnungen in dieser Währung durchgeführt werden, was wiederum für die US Treasury Bills gegenüber den europäischen Alternativen spricht. Ein weiterer Grund für die Analyse in *USD* liegt darin, dass die Anlagen der meisten Fonds ein hohes Exposure in den USA halten.

## 6.2 Fonds

Im Gegensatz zu vielen Untersuchungen zur Performance von SRI wird in dieser Analyse nicht auf das Carhart-4-Faktoren-Modell, sondern auf die Sharpe und die Treynor Ratio abgestellt. Somit wird der Einfluss unterschiedlicher Charakteristika zwischen SRI-Fonds und herkömmlichen Fonds (Grösse, Momentum Faktor und Book-to-Market Ratio), wie sie beispielsweise von Kempf und Osthoff (2007) festgestellt werden, nicht berücksichtigt.<sup>275</sup> Nichtsdestotrotz können anhand der Resultate interessante Beobachtungen gemacht werden. In Tab. 3 sind dazu die Kennzahlen für den Benchmark<sup>276</sup> sowie die risikolosen Zinssätze für die verschiedenen Zeiträume gegeben.

Tab. 3: Performance Benchmark und risikoloser Zinssatz

MSCI World Index	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Risikoloser Zinssatz
Gesamte Periode	10.78%	16.19%	0.5502	0.0891	1.87%
31.12.2002-30.03.2007	19.56%	8.93%	1.8901	0.1689	2.67%
30.04.2007-31.05.2011	2.43%	21.05%	0.0657	0.0138	1.05%

Quelle: Eigene Darstellung

Bei einem Vergleich zwischen den Perioden 31.12.2002-30.03.2007 und 30.04.2007-31.05.2011 sind die Folgen der *Krise* sofort ersichtlich. So waren die ersten viereinhalb Jahre des Untersuchungszeitraums von einer Phase des Aufschwungs geprägt. Damit verbunden erzielte der *MSCI World Index* eine hohe durchschnittliche annualisierte Rendite von 19.56% bei einer moderaten Volatilität von 8.93%. Gleichzeitig wurden die risikolosen Zinssätze sukzessive erhöht, ohne aber das Wirtschaftswachstum zu bremsen. Als Folge davon kam es zu Überhitzungserscheinungen auf den Subprime-Märkten in den USA mit dramatischen globalen Folgen, in Form der Finanzkrise mit Ausbruch im Frühjahr 2007. Trotz einer Senkung der Zinsen von beinahe 5% unter weniger als 1% innerhalb eines Jahres konnte sich die Wirt-

<sup>275</sup> Vgl. Kempf / Osthoff 2007, S. 914.

<sup>276</sup> Zur erleichterten Vergleichbarkeit werden die relevanten Benchmark-Werte jeweils auch am Schluss sämtlicher in diesem Kapitel folgenden Tabellen aufgeführt.

schaft vorerst nicht erholen. Deshalb weist der MSCI World Index für die Periode seit Ausbruch der Krise bis zum 31. Mai 2011 eine bescheidene jährliche Rendite von 2.43% aus, bei einer hohen Volatilität von 21.05%.

Bei einer Investition in den MSCI war für die gesamte Periode dennoch eine attraktive jährliche Rendite von 10.78% realisierbar. Sharpe Ratio und Treynor Ratio sind für alle drei Fälle positiv. Wie in Tab. 4 ersichtlich ist, trifft dies zumindest bei einer Betrachtung der gesamten Periode auch für die Fonds zu.

Tab. 4: Performance Fonds (31.12.2002-31.05.2011)

Fond	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
Hunter Hall International Ethical No.1 Fund	15.09%	23.12%	0.5716	0.1143	1.1569	Negativ
Carnegie Worldwide Ethical	12.63%	17.66%	0.6095	0.1090	0.9882	Negativ
LIGA-Pax-Cattolico-Union	10.09%	17.61%	0.4670	0.0804	1.0232	Negativ
SEB Ethical Europa Fund	11.53%	22.28%	0.4336	0.0735	1.3135	Negativ
Sarasin Sustainable Equity - Global A	7.72%	17.61%	0.3324	0.0552	1.0612	Negativ/Positiv
Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest	11.66%	19.38%	0.5052	0.0872	1.1224	Negativ/Positiv
Kepler Ethik Aktienfonds A	9.58%	19.14%	0.4029	0.0684	1.1273	Negativ/Positiv
Ökoworld Öko Vision Classic	10.87%	19.97%	0.4508	0.0787	1.1444	Negativ/Positiv
Aberdeen Ethical World Fund	12.97%	18.39%	0.6040	0.1013	1.0963	Negativ/Positiv
Dexia Sustainable Europe	9.32%	20.46%	0.3643	0.0618	1.2054	Negativ/Best-in-Class
Öko-Aktienfonds	13.65%	21.42%	0.5502	0.1009	1.1677	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable European Equities Fund	10.53%	21.51%	0.4026	0.0698	1.2416	Negativ/Best-in-Class
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	9.19%	17.23%	0.4248	0.0702	1.0428	Negativ/Best-in-Class
KCD-Union Nachhaltig Aktien	8.48%	17.56%	0.3767	0.0627	1.0550	Negativ/Best-in-Class
SEB ÖkoLux	8.07%	20.91%	0.2966	0.0524	1.1843	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable Water Fund	13.27%	18.41%	0.6193	0.1083	1.0525	Thematisch
Blackrock Global Funds New Energy Fund - A	15.56%	27.73%	0.4940	0.1022	1.3401	Thematisch
Vontobel Fund- Global Trend New Power	14.10%	23.24%	0.5263	0.0975	1.2550	Thematisch
Jupiter Ecology Fund	12.87%	19.23%	0.5721	0.1039	1.0584	Negativ/Thematisch
Sarasin New Energy Fund	13.61%	25.24%	0.4651	0.0854	1.3743	Thematisch
<b>MSCI World Index</b>	<b>10.78%</b>	<b>16.19%</b>	<b>0.5502</b>	<b>0.0891</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

Die höchste durchschnittliche annualisierte Rendite konnte der Blackrock Global New Energy Fund (15.56%) erzielen, der einen *thematischen Ansatz* mit Fokus auf alternative Energien und Energietechnologie verfolgt. Gleichzeitig musste ein Investor bei dieser Anlage eine hohe

Volatilität in Kauf nehmen. Diese Eigenschaften können auf sämtliche Themenfonds generalisiert werden. Mit einer Rendite von 12.87% hat der Jupiter Ecology Fund, der als einziger zusätzlich Ausschlusskriterien anwendet, den tiefsten absoluten Leistungsausweis in dieser Kategorie. Sämtliche Themenfonds legen aber auch eine überdurchschnittlich hohe Volatilität an den Tag, welche die hohen Renditen in Bezug auf die Sharpe Ratios neutralisieren. Hier liegen die Werte nämlich zwischen 0.4651 (Sarasin New Energy Fund) und 0.6193 (SAM Sustainable Water) womit sie den MSCI World Index mit einem Wert von 0.5502 teilweise out- und teilweise underperformen. Jedoch ist für keinen der fünf thematischen Fonds ein deutlicher Unterschied auszumachen.

Bezüglich Treynor Ratio präsentiert sich das Bild etwas anders. So können alle ausser der Sarasin New Energy Fund den Benchmark bei dieser Kennzahl übertreffen, wobei der SAM Sustainable Water Fund wiederum am besten dasteht.

Im Vergleich mit den anderen Screening-Strategien ist ebenfalls keine klare Evidenz für eine Under- beziehungsweise Out-Performance auf Basis Sharpe und Treynor Ratio ersichtlich. Tendenziell scheinen Themenfonds aber auch hier bezüglich Treynor Ratio etwas bessere Werte zu erzielen als die Alternativen, während hinsichtlich Sharpe Ratio andere Ansätze ähnlich stark erscheinen. Dies legt den Schluss nahe, dass sich die Themenfonds ihre höheren Renditen vor allem über ein höheres idiosynkratisches Risiko erkaufen und das systematische Risiko, gemessen durch das Beta, auf einem ähnlichen Niveau liegt wie bei den übrigen Screening-Strategien. Dies ist plausibel, wenn man bedenkt, dass sich diese Anlagen auf einzelne Sektoren fokussieren. Denn dadurch kann auch bei einer globalen Ausrichtung keine optimale Diversifikation erreicht werden.

Ein weiterer Ansatz, der isoliert betrachtet werden kann, ist das *negative Screening*. Wie bereits dargelegt, werden hier von Kritikern markante Nachteile bezüglich der Diversifikation vorausgesagt. Bei einem Vergleich mit dem Benchmark ist jedoch jeweils für zwei Fonds eine höhere und für zwei Fonds eine tiefere Sharpe beziehungsweise Treynor Ratio festzustellen. Dadurch können diese Bedenken zumindest für die gesamte Periode nicht bestätigt werden. Bei einer genaueren Betrachtung der Screening-Strategien der verschiedenen Fonds scheint es auch so, als würden die Fonds, welche nur Ausschlusskriterien anwenden, am nächsten am Benchmark investieren. Des Weiteren zeigt Statman (1987), dass bereits 30-40 zufällig ausgewählte Titel ausreichen um ein gut diversifiziertes Portfolio zu bilden, so dass der Ausschluss einiger weniger Branchen nicht ins Gewicht fällt.<sup>277</sup>

Auch im Vergleich mit den anderen Screening-Strategien erzielen Fonds mit Ausschlusskriterien kompetitive Renditen bei moderater Volatilität. So unterscheiden sie sich weder hinsicht-

---

<sup>277</sup> Vgl. Statman 1987, S. 362.

lich Sharpe noch bezüglich Treynor Ratio von den Kombinationen Negativ/Best-in-Class und *Negativ/Positiv*.

Bei Letzterer zeigt sich also ein ähnliches Bild: Die Fonds erreichen in mehreren Fällen eine bessere Rendite als der MSCI World Index, haben aber allesamt eine höhere Standardabweichung. Als Folge resultieren wiederum gemischte Ergebnisse, da einige Fonds höhere Sharpe und Treynor Ratios erreichen als der Benchmark, während andere schlechtere Werte aufweisen.

Bei einer Gegenüberstellung mit den anderen Screenings erstaunt es, dass die Positiv/Negativ-Kombinationen tendenziell ein leicht schlechteres Bild abgeben als die reinen negativen Screening-Strategien. Schliesslich sollten sie deren Schwächen ausgleichen und durch die bewusste Auswahl von Unternehmen mit guter ESG-Performance verhältnismässig weniger Risiken aufweisen, was gemäss sämtlichen Mass-Zahlen nicht erkennbar ist.

Auffällig ist auch, dass der „Sarasin Sustainable Equity Global A Fund“ besonders schlecht performt und sowohl eine tiefe Sharpe (0.3324) als auch Treynor Ratio (0.0552) aufweist. Deshalb ist eine genauere Betrachtung der Screening-Strategie dieses Fonds interessant: Es zeigt sich, dass Sarasin bei der Zusammenstellung des Portfolios hauptsächlich auf die Gestaltung der Stakeholder-Beziehungen und das Management achtet. Die anderen Fonds hingegen sind in erster Linie auf die Art der Produkte oder generelle soziale und ökologische Auswirkungen auf die Gesellschaft fokussiert. In Verbindung mit ihrem ausführlichen eigenständig durchgeführten Nachhaltigkeits-Rating, wählt Sarasin also einen vergleichsweise eng gefassten Ansatz. Als Folge davon, kann es sein, dass sich die Vorteile ihrer Strategie erst auf längere Sicht zeigen, indem der Fonds nicht nur von globalen Risiken, sondern auch von unternehmensspezifischen Risiken deutlich weniger stark betroffen sein wird.<sup>278</sup> Dafür spricht auch die während der letzten acht Jahre vergleichsweise tiefe Volatilität (17.61%).

Erstaunlicherweise schneiden ausgerechnet die *Best-in-Class Fonds* sowohl gegenüber dem MSCI World Index als auch gegenüber den anderen Screening-Strategien schlecht ab. Insbesondere der SEB ÖkoLux Fond legt die tiefste Sharpe und Treynor Ratio aller Anlagen an den Tag, was ein klares Signal für die relative Performance ist. Generell gelingt es den Best-in-Class Fonds nicht die tiefen Renditen durch moderate Standardabweichungen zu kompensieren, so dass sie auch niedrige Sharpe und Treynor Ratios ausweisen. Angesichts dessen, dass sie entwickelt wurden, um die gemäss Kapitalmarkttheorie gegebenen Schwächen von positiven und negativen Kriterien zu umgehen, ist dies nur schwer nachvollziehbar. Schliesslich äussern Beobachter die Kritik, dass sie lediglich finanzielle Ziele verfolgen und durch In-

---

<sup>278</sup> Vgl. Gebhard / Wettlauffer 2001, S. 124-128.

vestments in sämtliche Branchen zu wenig nachhaltig ausgerichtet sind um als SRI qualifiziert zu werden. Um die schwache Performance genauer zu analysieren, ist es sinnvoll die zwei Subperioden näher zu betrachten, die in den Tab. 5 und 6 dargestellt sind.

Tab. 5: Performance Fonds vor der Krise (31.12.2002-30.03.2007)

Fond	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
Hunter Hall International Ethical No.1 Fund	23.90%	17.44%	1.2178	0.2357	0.9010	Negativ
Carnegie Worldwide Ethical	22.93%	13.44%	1.5075	0.1548	1.3087	Negativ
LIGA-Pax-Cattolico-Union	18.55%	10.38%	1.5308	0.1580	1.0052	Negativ
SEB Ethical Europa Fund	27.77%	13.02%	1.9273	0.1902	1.3194	Negativ
Sarasin Sustainable Equity - Global A	17.01%	10.10%	1.4225	0.1336	1.0734	Negativ/Positiv
Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest	25.51%	10.17%	2.2460	0.2440	0.9358	Negativ/Positiv
Kepler Ethik Aktienfonds A	22.02%	11.54%	1.6760	0.1654	1.1698	Negativ/Positiv
Ökoworld Öko Vision Classic	26.31%	11.60%	2.0383	0.2174	1.0875	Negativ/Positiv
Aberdeen Ethical World Fund	23.67%	10.00%	2.1026	0.2010	1.0443	Negativ/Positiv
Dexia Sustainable Europe	20.91%	12.99%	1.4041	0.1397	1.3052	Negativ/Best-in-Class
Öko-Aktienfonds	25.56%	14.60%	1.5680	0.1617	1.4156	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable European Equities Fund	21.44%	14.26%	1.3167	0.1314	1.4280	Negativ/Best-in-Class
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	16.72%	9.49%	1.4808	0.1376	1.0216	Negativ/Best-in-Class
KCD-Union Nachhaltig Aktien	17.81%	10.37%	1.4605	0.1428	1.0606	Negativ/Best-in-Class
SEB ÖkoLux	18.92%	12.10%	1.3438	0.1416	1.1472	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable Water Fund	25.95%	10.74%	2.1666	0.2372	0.9813	Thematisch
Blackrock Global Funds New Energy Fund - A	27.07%	23.61%	1.4876	0.2116	1.6599	Thematisch
Vontobel Fund- Global Trend New Power	29.70%	14.89%	1.8157	0.2223	1.2158	Thematisch
Jupiter Ecology Fund	27.49%	14.30%	1.7358	0.1897	1.3084	Negativ/Thematisch
Sarasin New Energy Fund	36.70%	15.84%	2.148	0.2589	1.3142	Thematisch
<b>MSCI World Index</b>	<b>19.56%</b>	<b>8.93%</b>	<b>1.8901</b>	<b>0.1689</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

Tab. 6: Performance Fonds während der Krise (30.04.2007-31.05.2011)

Fond	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
Hunter Hall International Ethical No.1 Fund	6.69%	27.77%	0.2031	0.0467	1.2084	Negativ
Carnegie Worldwide Ethical	2.95%	20.95%	0.0910	0.0206	0.9255	Negativ
LIGA-Pax-Cattolico-Union	2.04%	22.66%	0.0437	0.0096	1.0277	Negativ
SEB Ethical Europa Fund	-3.10%	28.40%	-0.1450	-0.0316	1.3012	Negativ
Sarasin Sustainable Equity - Global A	-1.06%	22.73%	-0.0926	-0.0199	1.0585	Negativ/Positiv
Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest	-1.02%	25.22%	-0.0818	-0.0180	1.1469	Negativ/Positiv
Kepler Ethik Aktienfonds A	-1.90%	24.31%	-0.1210	-0.0264	1.1129	Negativ/Positiv
Ökoworld Öko Vision Classic	-3.10%	25.41%	-0.1624	-0.0362	1.1415	Negativ/Positiv
Aberdeen Ethical World Fund	2.95%	23.95%	0.0795	0.0172	1.1037	Negativ/Positiv
Dexia Sustainable Europe	-1.44%	25.77%	-0.0966	-0.0210	1.1844	Negativ/Best-in-Class
Öko-Aktienfonds	2.58%	26.47%	0.0578	0.0137	1.1188	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable European Equities Fund	0.33%	26.86%	-0.0266	-0.0059	1.2075	Negativ/Best-in-Class
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	1.96%	22.50%	0.0406	0.0087	1.0507	Negativ/Best-in-Class
KCD-Union Nachhaltig Aktien	-0.33%	22.53%	-0.0612	-0.0131	1.0534	Negativ/Best-in-Class
SEB ÖkoLux	-2.10%	26.96%	-0.1151	-0.0261	1.1895	Negativ/Best-in-Class
SAM Sustainable Water Fund	1.55%	23.53%	0.0216	0.0048	1.0575	Thematisch
Blackrock Global Funds New Energy Fund - A	-3.68%	30.72%	-0.1537	-0.0375	1.2582	Thematisch
Vontobel Fund- Global Trend New Power	-0.02%	29.10%	-0.0368	-0.0085	1.2520	Thematisch
Jupiter Ecology Fund	-0.45%	22.79%	-0.0657	-0.0150	0.9996	Negativ/Thematisch
Sarasin New Energy Fund	-6.22%	31.33%	-0.2318	-0.0534	1.3602	Thematisch
<b>MSCI World Index</b>	<b>2.43%</b>	<b>21.05%</b>	<b>0.0657</b>	<b>0.0138</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

So ist zu beobachten, dass der MSCI World Index in beiden Subperioden tendenziell besser performt als die *Best-in-Class Fonds*, unabhängig davon welche Kennzahl man zum Vergleich beizieht.

Im Quervergleich mit den anders konstruierten Fonds sind die Resultate jedoch gemischt: Vor Ausbruch der Krise weisen die übrigen Fonds zum Teil deutlich höhere Werte für die Sharpe und die Treynor Ratio auf, wobei jeweils nur ein einziger Fonds der anderen Screening-Kategorien (Hunter Hall International Ethical No. 1 Fund, Dexia Sustainable Europe und

BlackRock Global Funds New Energy Fund A<sup>279</sup>) vom Öko-Aktienfonds übertroffen wird. Nach Ausbruch der Krise präsentiert sich die Lage etwas anders. Nun gelingt es den Best-in-Class-Fonds nämlich ähnliche Werte wie die Fonds mit Ausschlusskriterien beziehungsweise mit Kombinationen von Ausschlusskriterien und positiven Screens zu erreichen. Gleichzeitig werden die Themenfonds während der Krise tendenziell eher outperformed. Nichtsdestotrotz ist zu beachten, dass sich alle Fonds auf einem tiefen oder gar negativen Niveau bewegen. Diese Beobachtungen sprechen dafür, dass während turbulenten Phasen an den Kapitalmärkten den Best-in-Class Fonds deren Diversifikations-Vorteile zugutekommen, so dass sie mindestens kompetitive Rendite erreichen, während sie in ruhigeren Zeiten nicht von ihrer breiteren Allokation bezogen auf Sektoren profitieren können. Falls es zu keiner Anwendung von negativen Kriterien kommt, kann ihnen in Downturns ausserdem die Tatsache, dass „Sin Stocks“ wie Tabak oder Alkohol stabilisierend wirken, zu einer verhältnismässig besseren Performance verhelfen. Dies liegt darin begründet, dass diese aufgrund ihrer festen Kundenbasis eine tiefe Marktsensitivität aufweisen.<sup>280</sup>

Interessant ist auch ein Blick auf die zwei Subperioden für die *Themenfonds*. Diese weisen für den Zeitraum vor der Krise nämlich allesamt Renditen zwischen 25.95% (SAM Sustainable Water Fund) und 36.7% (Sarasin New Energy Fund) aus. Bei solch einer Performance kann nur der Ökoworld Ökovison Classic Fund (26.31%), welcher eine Kombination von positiven und negativen Screens anwendet, mithalten. In dieser ersten Phase ist auch die Volatilität jeweils in einem moderaten Bereich<sup>281</sup>, was zu attraktiven Sharpe und Treynor Ratios führt. Nach Ausbruch der Krise sieht die Situation gerade umgekehrt aus. Nun weisen nämlich die Themenfonds leichte Nachteile gegenüber den anderen Fonds auf und nur der Sam Sustainable Water Fund erzielt eine höhere Rendite als der risikolose Zinssatz. Insbesondere der Sarasin New Energy Fund weist für die letzten vier Jahre eine negative jährliche Rendite von -6.22% aus.

Bei den reinen *negativen Screenings*, welche wie festgestellt nahe am Index investieren, und den Kombinationen *Positiv/Negativ*, ist einzig die finanzielle Entwicklung des Hunter Hall International Ethical No. 1 Fund bemerkenswert. Dieser erreicht nämlich sowohl bei der Sharpe als auch bei der Treynor Ratio die deutlich höchsten Werte. Dabei schlägt er auch hinsichtlich beider Kennzahlen den Benchmark. Dies ist aber in erster Linie einer guten Titel-

---

<sup>279</sup> Während die anderen beiden Fonds sowohl tiefere Sharpe Ratios als auch Treynor Ratios als der Öko Aktienfonds aufweisen, performt der BlackRock Global Funds New Energy Fund-A nur auf Basis Sharpe Ratio schlechter als der Öko Aktienfonds.

<sup>280</sup> Vgl. Landier / Nair 2009, S. 61.

<sup>281</sup> Dies gilt nicht für den BlackRock Global Funds New Energy Fund A, welcher auch vor der Krise eine Volatilität von 23.61% aufweist.

auswahl zuzuschreiben, verbunden mit Währungsgewinnen aufgrund des hohen Exposures in australischen Dollars.<sup>282</sup>

Generell ist jedoch festzuhalten, dass seit der Krise kaum ein Fond eine positive durchschnittliche Rendite erreicht, während dies dem *MSCI World Index* gelingt. In den meisten Fällen wäre seit Frühjahr 2007 also eine Anlage in den risikolosen Zinssatz vorteilhafter, was an den negativen Werten für die Sharpe und Treynor Ratios zu erkennen ist.

Insgesamt kann über die gesamte Periode, wie in den meisten bisherigen Studien, *keine systematische Out- oder Underperformance* von SRI-Fonds festgestellt werden. Es gibt Fonds, die bessere Sharpe und Treynor Ratios als der Benchmark erreichen, während wiederum andere schlechtere Werte aufweisen. Ein Investor muss also durch eine Anlage in SRI keine Rendite-Nachteile in Kauf nehmen. Einzig Themenfonds scheinen durch ihre Konzentration auf zukunftssträchtige Sektoren wie alternative Energien oder Energietechnologie das Potential für deutlich höhere Renditen zu haben. Ein Investor sollte bei solch einer Anlage aber immer auch das Risiko betrachten, welches bei einer derartigen Fokussierung besonders hoch ist.

### **6.3 Indices**

Mit der rasanten Entwicklung nachhaltiger Anlagen hat auch die Anzahl an SRI-Indices stetig zugenommen. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sie als Basis für Anlageprodukte dienen. Schliesslich kann sich eine Investmentgesellschaft ein kostenintensives Nachhaltigkeits-Research sparen, indem sie das Anlageuniversum eines Indexes als Grundlage nimmt. Es ist also naheliegend, dass sich das zunehmende Interesse an SRI-Anlagen in einer steigenden Anzahl an SRI-Indices niederschlägt.<sup>283</sup> Weiter können die Indices in der Performance-Messung von SRI-Anlagen eine Anwendung finden, was auch in dieser Arbeit genutzt wird. Die Verwendung von Indices bringt mehrere Vorteile mit sich: Im Gegensatz zu Fonds sind keine potentiellen Einflüsse durch die Fähigkeiten des Fond-Managements, welche sich beispielsweise in Market Timing niederschlagen können, zu berücksichtigen. Ausserdem sind auch keine Effekte durch Transaktions-Kosten, welche bei Fonds aufgrund der eingeschränkten Transparenz häufig schwer einzuschätzen sind, in der Performance widerspiegelt.<sup>284</sup> Deshalb ist die Auswertung der Ergebnisse für die Indices, welche in Tab. 7 dargestellt sind, besonders interessant:

---

<sup>282</sup> Vgl. Hunter Hall Investment Management 2011a, S. 7.

<sup>283</sup> Böttcher / Klasen / Röder 2009, S. 182, zit. nach: Pinner 2008, S. 146 und Gabriel 2007, S. 137.

<sup>284</sup> Vgl. Schröder 2007, S. 331.

Tab. 7: Performance Indices (31.12.2002-31.05.2011)

Index	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
FTSE4Good Global Index	7.45%	17.10%	0.3273	0.0534	1.0464	Negativ/Positiv
DJSI World ex all	7.75%	17.48%	0.3366	0.0551	1.0684	Negativ/Best-in-Class
MSCI KLD 400 Social Index	8.12%	14.93%	0.4191	0.0720	0.8694	Negativ/Best-in-Class
DJSI World	9.16%	17.42%	0.4186	0.0685	1.0644	Best-in-Class
<b>MSCI World Index</b>	<b>10.78%</b>	<b>16.19%</b>	<b>0.5502</b>	<b>0.0891</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

Der *FTSE4Good Global Index*, der negative und positive Screens anwendet, erreicht über die ganze Periode gesehen mit 7.45% nicht die gleiche Rendite wie der Benchmark. Da zusätzlich die Volatilität höher ist, kann er sowohl auf Basis Sharpe (0.3273) als auch Treynor Ratio (0.0534) nicht mit dem MSCI World Index mithalten.

Dasselbe gilt für den *DJSI World ex All*, der beinahe identische Werte wie der FTSE4Good Global Index erzielt. Auch hier wäre für den gewählten Beobachtungszeitraum also ein Investment in den Benchmark deutlich vorteilhafter.

Der *MSCI KLD 400 Social Index* performt etwas besser als die beiden bisher betrachteten Indices. So erreicht er eine höhere Rendite bei deutlich tieferer Standardabweichung. Dies resultiert konsequenterweise in einer höheren Sharpe (0.4191) und Treynor Ratio (0.072). Nichtsdestotrotz sind auch bei diesem Index deutliche Nachteile gegenüber dem Benchmark zu konstatieren.

Der *DJSI World*, der einen reinen Best-in-Class-Ansatz verfolgt, weist eine ähnliche Volatilität wie der FTSE4Good Global Index und der DJSI World ex ALL Index auf, kann aber eine höhere Rendite verzeichnen. Dies reicht wiederum nicht um auf ein ähnliches Niveau wie der MSCI World Index zu kommen.

Besonders interessant ist ein vertiefter Vergleich zwischen dem *DJSI World* und dem *DJSI World ex All*<sup>285</sup>, da sich diese nur aufgrund der Ausschlusskriterien von Letzterem unterscheiden. Damit können Ergebnisse zum Einfluss von negativen Screens gewonnen werden. Die Standardabweichung der beiden Indices ist quasi identisch. Der DJSI World erwirtschaftet mit

<sup>285</sup> Der DJSI World ex All entspricht dem DJSI World gekürzt um Unternehmungen mit Tätigkeiten bezüglich Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Waffen und Adult Entertainment. Dies lässt ein Urteil über die finanzielle Wirkung von Ausschlusskriterien zu.

9.16% gegenüber den 7.75% des DJSI World ex All eine deutlich höhere Rendite, wodurch auch eine höhere Sharpe und Treynor Ratio resultiert. Da dieser Unterschied alleine auf die negativen Kriterien zurückzuführen ist, entspricht dies einem Indiz für Rendite-Nachteile durch negative Screens. Um die Behauptung zu verifizieren, welche bei der Auswertung der Fonds gemacht wird, dass Ausschlusskriterien insbesondere bei Downturns zu Rendite-Nachteilen führen, können die beiden Subperioden betrachtet werden. Diese sind in den Tab. 8 und 9 dargestellt.

Tab. 8: Performance Indices vor der Krise (31.12.2002-30.03.2007)

Index	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
FTSE4Good Global Index	15.89%	9.37%	1.4105	0.1278	1.0338	Negativ/Positiv
DJSI World ex all	17.10%	9.73%	1.4785	0.1347	1.0675	Negativ/Best-in-Class
MSCI KLD 400 Social Index	12.94%	8.93%	1.1494	0.1169	0.8786	Negativ/Best-in-Class
DJSI World	17.21%	9.79%	1.4849	0.1349	1.0776	Best-in-Class
<b>MSCI World Index</b>	<b>19.56%</b>	<b>8.93%</b>	<b>1.8901</b>	<b>0.1689</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

Tab. 9: Performance Indices während der Krise (30.04.2007-31.05.2011)

Index	Rendite	Standardabweichung	Sharpe Ratio	Treynor Ratio	Beta	Screening-Ansatz
FTSE4Good Global Index	-0.05%	22.25%	-0.0724	-0.0153	1.0501	Negativ/Positiv
DJSI World ex All	-1.04%	22.69%	-0.0918	-0.0195	1.0682	Negativ/Best-in-Class
MSCI KLD 400 Social Index	3.40%	19.23%	0.1226	0.0270	0.8748	Negativ/Best-in-Class
DJSI World	1.47%	22.64%	0.0187	0.0040	1.0652	Best-in-Class
<b>MSCI World Index</b>	<b>2.43%</b>	<b>21.05%</b>	<b>0.0657</b>	<b>0.0138</b>	-	-

Quelle: Eigene Darstellung

Die Resultate dieser beiden Indices stützen die Folgerung aus den Beobachtungen bei den Fonds. Der *DJSI World* erreicht die über die gesamte Periode ausgewiesene bessere Performance vor allem durch eine höhere Krisenresistenz. So weisen beide Indices vor Ausbruch der Krise für sämtliche Kennzahlen beinahe identische Werte aus. Während der Finanzkrise rentiert der *DJSI World* jedoch immer noch besser als die risikolose Anlage und erzielt eine leicht positive Sharpe und Treynor Ratio. Der *DJSI World ex All* hingegen erwirtschaftet eine negative Rendite von -1.04%, was wiederum dafür spricht, dass die klassischen „Sin Stocks“ wie Alkohol und Tabak aufgrund ihrer tiefen Marktsensitivität ein Portfolio zu stabilisieren vermögen.

Der *FTSE4Good Global Index* weist bei einer Analyse der beiden Subperioden keine nennenswerten Charakteristika auf, da er in beiden Perioden schlechtere Werte als der Benchmark aufweist, wobei er seit der Krise wie viele Fonds eine negative jährliche Rendite erleidet.

Der *MSCI KLD 400 Social Index* hingegen ist eine nähere Betrachtung wert. Während er vor der Krise die schlechteste Performance aller Indices aufweist, vermag er während der Krise sogar den Benchmark zu schlagen. Durch die durchschnittliche annualisierte Rendite von 3.4% bei einer Standardabweichung von 19.23% erreicht er auch höhere Werte als sämtliche SRI-Fonds, abgesehen vom Hunter Hall International Ethical No.1 Fund. Diese Entwicklung ist auf die tiefe Marktsensitivität dieses Indexes, mit einem Beta von 0.8748, zurückzuführen.

Insgesamt liefern die Indices eher Evidenz dafür, dass SRI-Anlagen zu Rendite-Nachteilen führen. Da die Indices untereinander sehr ähnliche Werte aufweisen, sind, abgesehen von den Indizien für Rendite-Nachteile negativer Kriterien während Downturns, keine Rückschlüsse auf die finanziellen Implikationen einzelner Screening-Strategien möglich. Selbstverständlich können aufgrund der sehr kleinen Stichprobe auch keine klaren Aussagen erwartet werden.

## 7. Konklusion und Ausblick

Zum Abschluss sollen die wichtigsten Erkenntnisse dieser Arbeit zusammengefasst werden. Insbesondere die eigenständige empirische Untersuchung steht dabei im Fokus. Zusätzlich werden Vertiefungsmöglichkeiten für eine weitere Arbeit auf diesem Gebiet aufgezeigt.

SRI haben in den letzten 50 Jahren ein gewaltiges Wachstum erlebt: Sie haben sich von einer glaubensbasierten Anlagestrategie zu einem Anlageansatz entwickelt, der von zahlreichen Marktakteuren in verschiedenen Ausprägungen angewendet wird. Dabei reichen die Strategien von einfachen passiven Ansätzen wie negativen Screens, über zeit- und kostenintensive aktive Ansätze wie Shareholder Activism, bis hin zu umfangreichen Kombinationen der unterschiedlichen Möglichkeiten. Während sich bei den passiven Ansätzen die Best-in-Class-Strategie aufgrund ihrer kapitalmarkttheoretischen Vorteile global breit etabliert hat, präsentiert sich bei den aktiven Strategien je nach geographischem Raum ein anderes Bild. In den USA werden aufgrund der grosszügigen Aktionärsrechte häufig die Möglichkeiten des Shareholder Activism wahrgenommen. In Kontinentaleuropa hingegen wird eher, wenn überhaupt, der Dialog hinter verschlossener Tür gesucht.

Es wird aufgezeigt, dass die verschiedenen Marktakteure aus unterschiedlichen Beweggründen SRI tätigen, was sich wiederum in spezifischen Anlagen manifestiert. Generell wird festgestellt, dass sich die aktiven Ansätze in erster Linie für grosse institutionelle Investoren anbieten, während die Privaten Investoren die zahlreichen Möglichkeiten passiver Ansätze nutzen. Um hierfür genauere Erkenntnisse zu erhalten, wären Interviews mit den verschiedenen Investorengruppen interessant. Während dies bei institutionellen Investoren durchaus realisierbar ist, könnte es sich bei den privaten Investoren schwierig gestalten, da deren Identifikation kaum möglich ist.

Nach wie vor liefern die umfangreichen Studien zur finanziellen Performance von SRI keine klare Evidenz für eine Out- oder Under-Performance gegenüber herkömmlichen Anlagen. Um diesbezüglich mehr Klarheit zu gewinnen, werden deshalb in einer eigenständigen empirischen Untersuchung 20 Fonds sowie vier Indices anhand der Sharpe und Treynor Ratio mit dem MSCI World Index verglichen. Auch hier sind keine klaren Aussagen zur relativen Performance von SRI möglich. Nichtsdestotrotz können einige interessante Schlüsse gezogen werden:

- *Themenfonds* erreichen während der Phase des Aufschwungs ausserordentlich hohe Renditen bei moderaten Volatilitäten, womit sie sich als ausgesprochen attraktive An-

lagemöglichkeit präsentieren. Der Vergleich von Sharpe und Treynor Ratio lässt jedoch auf ein hohes idiosynkratisches Risiko schliessen, was sich in einer besonders schlechten Performance während der Krise niederschlägt.

- Obwohl die Kapitalmarkttheorie klare Rendite-Nachteile für Anlagen mit *negativem Screening* erwarten lässt, kann dies zumindest über die gesamte Periode hinweg nicht bestätigt werden. Während dem Downturn lässt sich jedoch Evidenz dafür gewinnen, dass der Ausschluss von „Sin Stocks“ aus einem Portfolio dessen Rendite beeinträchtigt. Dies wird andeutungsweise bereits bei den Fonds ersichtlich und kann durch den Vergleich des DJSI World mit dem DJSI World ex All bekräftigt werden. Somit können die Erkenntnisse von Hong und Kacperczyk (2009) sowie Statman und Glushkov (2008) gestützt werden, wonach „Sin Stocks“ aufgrund ihrer niedrigen Marktsensitivität eine stabilisierende Wirkung ausüben.
- Der *Best-in-Class-Ansatz* wird den Erwartungen nicht gerecht: Obwohl während der Krise aufgrund der breiten Diversifikation leichte Vorteile gegenüber den anderen Screening-Strategien zu beobachten sind, schneidet er über die gesamte Periode hinweg vergleichsweise schlecht ab.

Um aussagekräftigere Resultate zu erhalten, wäre in einer vertieften Untersuchung die Auswertung einer grösseren Stichprobe interessant. Ausserdem berücksichtigen weder die Sharpe noch die Treynor Ratio besondere Fonds-Charakteristika, wie beispielsweise die Grösse oder die Book-to-Market Ratio. In einer weiteren Analyse anhand des Carhart-4-Faktoren-Modell wären deshalb genauere Resultate zu erwarten. Des Weiteren wäre die Untersuchung einer grösseren Anzahl an Indices<sup>286</sup> von Interesse, was sich aufgrund der mangelnden Datenverfügbarkeit leider als schwierig erweist.

Spannend wird zu beobachten sein, inwiefern die Finanzkrise und die jüngsten Umweltkatastrophen in Fukushima und im Golf von Mexiko die Entwicklung von SRI beeinflussen werden. Als Folge dieser Geschehnisse sind schliesslich neben den Veränderungen im gesellschaftlichen Bewusstsein auch regulatorische Konsequenzen, wie etwa schärfere Umweltgesetzgebungen, zu erwarten. Falls sich diese, wie erwartet werden kann, positiv auf die finanzielle Performance nachhaltiger Anlagen auswirken, wären vielversprechende Voraussetzungen für die weitere erfolgreiche Entwicklung von Socially Responsible Investments gegeben.

---

<sup>286</sup> Da deren Performance direkter als diejenige der Fonds gemessen werden kann. Vgl. Schröder 2007, S. 331.

## **Literaturverzeichnis**

### **Artikel**

Aberdeen Unit Trust Managers (Hrsg.): Aberdeen Ethical World Fund. Annual short report for the year ended 31 July 2010, Aberdeen 2010.

Aberdeen Unit Trust Managers (Hrsg.): Aberdeen Ethical World Fund. Performance Data and Analytics to 31 May 2011, Aberdeen 2011.

Barber, B.M: Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS' Activism, in: The Journal of Investing, Vol. 16, No. 4, 2007, S. 66-80.

Barnett, M.L. / Salomon, R.M.: Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance, in: Strategic Management Journal, Vol. 27, No. 11, 2006, S. 1101-1122.

Bauer, R. / Derwall, J. / Otten, R.: The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada, in: Journal of Business Ethics, Vol. 70, No. 2, 2007, S. 111-124.

Bauer, R. / Koedijk, K. / Otten, R.: International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 29, No. 7, 2005, S. 1751-1767.

Bauer, R. / Otten, R. / Tourani-Rad, A.: Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?, in: Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 14, No. 1, 2006, S. 33-48.

Bello, Z.Y.: Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification, in: The Journal of Financial Research, Vol. 28, No. 1, 2005, S. 41-57.

Béquelin, P.: Privatanleger sind unsicher, in: Finanz und Wirtschaft, 20.10.2010, S.82.

BlackRock Investment Management (Hrsg.): New Energy Fund. Fondsdaten bis 30. April 2011, London 2011.

- Blanc, D. / Cozic, A. / Hobeika, S.: Achieving investment objectives through ESG integration, Working Paper, Novethic (Hrsg.), Paris 2010.
- Boatright, J.R.: Ethics in Finance, 2<sup>nd</sup> ed., Blackwell Publishing, Malden 2008.
- Bodie, Z. / Kane, A. / Marcus, A.J.: Investments, 8<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill, New York 2009.
- Boer, J.-H.: Konsistente Performance dank Nachhaltiger Anlagen, in: Schweizer Magazin für Kollektive und Strukturierte Investments, Ausgabe 28, 2010, S. 61-64.
- Böttcher, J.H. / Klasen, C. / Röder, S.: Die nachhaltige Investmentrevolution. Neue Entwicklungen, Motive und Trends aus Sicht institutioneller Investoren, in: Simon, J.W. (Hrsg.), Bd. 2 von Schriftenreihe Finance, Insurance & Law, Verlag Dr. Kovač, Hamburg 2009.
- Bruns, C. / Meyer-Bullerdiek, F.: Professionelles Portfoliomanagement. Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien, 4. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2008.
- Campino, I.: The Rating of a Multinational: Experiences of Deutsche Telekom, in: Reisch, L.A. (Hrsg.), Ethical-ecological Investment: Towards Global Sustainable Development, Verlag für Interkulturelle Kommunikation, Frankfurt am Main 2001, S. 65-72.
- Carnegie (Hrsg.): Carnegie Worldwide Ethical sub Fund. Monthly Report for May 2011, Luxemburg 2011.
- CME Group Index Services (Hrsg.): Dow Jones Sustainability World Index. Fact Sheet, o. O. 2011.
- Crane, A. et al.: The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, Oxford University Press, New York 2008.
- De Bettignies, H.-C. / Lépineux, F. / Tan, C.K.: Insurers' Corporate Responsibility Policies: A Response to the Industry's Bad Image?, in: De Bettignies, H.-C. / Lépineux, F. (Hrsg.), Finance for a better World, Palgrave Macmillan, Hampshire 2009, S. 118-139.

- De Graaf, F.J. / Slager, A.: Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process, in: *The Journal of Investing*, Vol. 18, No. 3, 2009, S. 70-78.
- Derwall, J. et al.: The Eco-Efficiency Premium Puzzle, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 2, 2005, S. 51-63.
- Döbeli, S. / Bilecen, E.: Nachhaltige Geldanlagen – Eine Übersicht für Institutionelle Kunden, *Forum Nachhaltige Geldanlagen Schweiz (FNG) (Hrsg.)*, o. O. 2011.
- EIRIS (Hrsg.): *The EIRIS Green & Ethical Funds Directory*, London 2008.
- Eurosif (Hrsg.): *European SRI Study 2010*, Paris 2010a.
- Eurosif (Hrsg.): *High Net Worth Individuals & Sustainable Investment 2010*, Paris 2010b.
- F. Hoffmann – La Roche (Hrsg.): *Roche from A to Z. Serving Health*, Basel 2007.
- Figeac, A.: *Socially Responsible Investment und umweltorientiertes Venture Capital*, Working Paper, Berlin School of Economics, Berlin 2007.
- Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) (Hrsg.): *Vermögensverwalter von Pensionsfonds als nachhaltige Investoren 2004-2005*, o. O. 2004.
- FTSE International (Hrsg.): *FTSE Research. FTSE4Good Markets Performance Report. Q1 2011*, o. O. 2011.
- Fung, H.-G. / Law, S.A. / Yau, J.: *Socially Responsible Investment in a Global Environment*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2010.
- Gächter, T.: *Das Vorsorgesystem der Schweiz: Ein Mischsystem mit Vorbildcharakter für eine Erwerbstätigenversicherung?*, in: Friedrich-Ebert-Stiftung (Hrsg.), *Deutschland auf dem Weg zur Erwerbstätigenversicherung: Hat die Organisation der Altersvorsorge der Schweiz und Österreichs für uns eine Vorbildfunktion?*, o. O. 2008.
- Gebhard, S. / Wettlaufer, F.: *Nachhaltige Kapitalanlagen von der Bank Sarasin & Cie – Umsetzung individueller Wertvorstellungen bei attraktiver Rendite*, in: Bassler, K. / Kuhlo,

- M. / Stoll, P. (Hrsg.), *Ethisches Investment – Strategien für kirchliche Geldanlagen*, Gesangbuchverlag Stuttgart, Stuttgart 2001, S. 123-137.
- Geczy, C.C. / Stambaugh, R.F. / Levin, D.: *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, Working Paper, University of Pennsylvania, Philadelphia 2005.
- Gil-Bazo, J. / Ruiz-Verdú, P. / Santos, A.A.P.: *The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies*, in: *Journal of Business Ethics*, Vol. 94, No. 2, 2010, S. 243-263.
- Gray, T.R.: *Investing for the Environment? The Limits of the UN Principles of Responsible Investment*, Working Paper, University of Oxford, Oxford 2009.
- Haigh, M. / Hazelton, J.: *Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?*, in: *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, No. 1, 2004, S. 59-71.
- Hancock, J.: *Ethical Money. How to Invest in Sustainable Enterprises and Avoid the Polluters and Exploiters*, Kogan Page, London 2002.
- Hauff, V. (Hrsg.): *Unsere gemeinsame Zukunft. Der Brundtland-Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung*, Eggenkamp Verlag, Greven 1987.
- Hawken, P.: *Socially Responsible Investing. How the SRI industry has failed to respond to people who want to invest with conscience and what can be done to change it*, Natural Capital Institute (Hrsg.), Sausalito 2004.
- Hoepner, A.G.F. / McMillan, D.G.: *Research on “Responsible Investment”: An Influential Literature Analysis comprising a rating, characterization, categorization & investigation*, Working Paper, University of St. Andrews, St. Andrews 2009.
- Hong, H. / Kacperczyk, M.: *The price of sin: The effects of social norms on markets*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, No. 1, 2009, S. 15-36.
- Hunter Hall Investment Management (Hrsg.): *Hunter Hall International Ethical Fund plc. Zwischenbericht & Ungeprüfter Abschluss für den am 31. Dezember 2010 abgeschlossenen Sechsmonatszeitraum*, Dublin 2011a.

- Hunter Hall Investment Management (Hrsg.): Hunter Hall International Ethical No. 1. Monthly Performance Fact Sheet 31 May 2011, London 2011b.
- Jennings, W.W. / Martin, G.W.: Socially Enhanced Indexing: Applying Enhanced Indexing Techniques to Socially Responsible Investment, in: The Journal of Investing, Vol. 16, No. 2, 2007, S. 18-31.
- Jupiter Unit Trust Managers (Hrsg.): Jupiter Ecology Fund. June 2011, London 2011.
- Juravle, C. / Lewis, A.: Identifying impediments to SRI in Europe: A review of the practitioner and academic literature, in: Business Ethics: A European Review, Vol. 17, No. 3, 2008, S. 285-310.
- Kempf, A. / Osthoff, P.: SRI Funds: Nomen est Omen, in: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 35, No. 9-10, 2008, S. 1276-1294.
- Kempf, A. / Osthoff, P.: The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance, in: European Financial Management, Vol. 13, No. 5, 2007, S. 908-922.
- KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft (Hrsg.): Europäischer Transparenz Kodex für Nachhaltigkeitsfonds, Linz 2010.
- KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft (Hrsg.): KEPLER Ethik Aktienfonds (A). Fondsübersicht 31.05.2011, Linz 2011.
- Kinder, P.D.: Socially Responsible Investing: An evolving Concept in a changing World, KLD Research & Analytics (Hrsg.), Boston 2005.
- Knoepfel, I. / Janezic, B.: Sustainable Investments in Switzerland 2010, Forum Nachhaltige Geldanlagen Schweiz (FNG) (Hrsg.), o. O. 2010.
- Kreander, N. et al.: Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 32, No. 7-8, 2005, S. 1465-1493.

- Landier, A. / Nair, V.B.: Investing for Change. Profit from Responsible Investment, Oxford University Press, New York 2009.
- Lee, D.D. et al.: Socially responsible investment fund performance: The impact of screening intensity, in: Accounting and Finance, Vol. 50, No. 2, 2010, S. 351-370.
- Louche, C.: Socially Responsible Investment: Global Convergence or Local Divergence?, in: De Bettignies, H.-C. / Lépineux, F. (Hrsg.), Finance for a better World, Palgrave Macmillan, Hampshire 2009, S. 51-70.
- Lücker, C.F.: A Basic Impulse for Ethical-ecological Investment, in: Reisch, L.A. (Hrsg.), Ethical-ecological Investment: Towards Global Sustainable Development, Verlag für Interkulturelle Kommunikation, Frankfurt am Main 2001, S. 31-38.
- Mackenzie, C. / Lewis, A.: Morals and Markets: The Case of Ethical Investing, in: Business Ethics Quarterly, Vol. 9, No. 3, 1999, S. 439-452.
- Michelson, G. et al.: Ethical Investment Process and Outcomes, in: Journal of Business Ethics, Vol. 52, No. 1, 2004, S. 1-10.
- Mill, G.A.: The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility, in: Journal of Business Ethics, Vol. 63, No. 2, 2006, S. 131-148.
- Molthan, P.: Introduction to Ethical and Socially Responsible Investment. A Reference Guide for Researchers, by Broadhurst, D. / Watson, J. / Marshall, J., Saur Verlag, München 2003, XI–XXV.
- Oehri, O.: Nachhaltige Geldanlagen. An der Schwelle zur Generation 2.0, in: Private. Das Geld-Magazin, Jg. 11, Heft 4, 2010, S. 22.
- Ökoworld (Hrsg.): Ökoworld Ökovision Classic. Fonds-Informationen per 31. Mai 2011, Hilden 2011.
- Osthoff, P.: Socially Responsible Investment, Diss. Universität zu Köln, Logos Verlag, Berlin 2008.

- o. V.: Indien unternimmt in Sachen Bhopal einen neuen Anlauf, in: Neue Zürcher Zeitung, 22.03.2011.
- Peylo, B.T.: Integration der unternehmerischen Nachhaltigkeit in die Portfolioselektion, Working Paper, Leuphana Universität Lüneburg, Lüneburg 2010.
- Principles for Responsible Investment (Hrsg.): Annual Report of the PRI Initiative 2010, o. O. 2010.
- Renneboog, L. / ter Horst, J. / Zhang, C.: Is ethical money financially smart?, Discussion Paper, Tilburg University, Tilburg 2006.
- Renneboog, L. / ter Horst, J. / Zhang, C.: Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance, Discussion Paper, Tilburg University, Tilburg 2007.
- Riegler, C.E.: Kunden- und ertragsorientierte Ansätze der Preisgestaltung für Beratungsleistungen im Private Banking, Diss. Universität Basel, Difo-Druck, Bamberg 2005.
- Robeco (Hrsg.): SAM Sustainable European Equities D EUR. Factsheet. Zahlen per 31.01.2011, o. O. 2011.
- SAM Sustainable Asset Management (Hrsg.): SAM Sust. Water Fund EUR. 31.05.2011, Zürich 2011.
- Sarasin (Hrsg.): New Energy Fund (EUR) B. Factsheet Juni 2011, Basel 2011.
- Schäfer, H.: Triple Bottom Line Investing. Ethik, Rendite und Risiko in der Kapitalanlage, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 54, Heft 13, 2001a, S. 740-744.
- Schäfer, H.: Triple Bottom Line Investing. Zukunft der ethischen Kapitalanlage, in: Sparkasse, Manager-Magazin für die Sparkassen-Finanzgruppe, Jg. 118, Heft 4, 2001b, S. 161-166.
- Schepers, D.H.: A Critique of Social Investing's Diversity Measures, in: Business and Society Review, Vol. 108, No. 4, 2003, S. 487-508.

- Schröder, M.: Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, No. 1-2, 2007, S. 331-348.
- Schröder, M.: The Performance of Socially Responsible Investments: Investment Funds and Indices, in: *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 18, No. 2, 2004, S. 122-142.
- Schumacher-Hummel, I.: Die Rolle von Pensionskassen im Bereich Socially Responsible Investments – Einflussfaktoren eines aktiven Aktionärstums, Diss. Universität St. Gallen, St. Gallen 2004.
- Sharpe, W.F.: Mutual Fund Performance, in: *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, 1966, S. 119-138.
- Sigg, A. / Portmann, J. / Ziegler, S.: Corporate Governance Strukturen von Pensionskassen, Working Paper, Universität Zürich, Winterthur 2005.
- Social Investment Forum (SIF) (Hrsg.): Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2010, Washington 2010.
- Sparkes, R. / Cowton, C.J.: The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the developing link with Corporate Social Responsibility, in: *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, No. 1, 2004, S. 45-57.
- Statman, M. / Glushkov, D.: The wages of social responsibility, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 65, No. 4, 2009, S. 33-46.
- Statman, M.: How many Stocks make a diversified Portfolio?, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, No. 3, 1987, S. 353-363.
- Statman, M.: Socially Responsible Investments, Working Paper, Santa Clara University, Santa Clara 2007.
- Statman, M.: Socially Responsible Mutual Funds, in: *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 3, 2000, S. 30-39.

- Stoll, P.: Ethisches Investment? Motivation, Kriterienfindung und aktueller Stand in der evangelischen Landeskirche in Württemberg, in: Bassler, K. / Kuhlo, M. / Stoll, P. (Hrsg.), Ethisches Investment – Strategien für kirchliche Geldanlagen, Gesangbuchverlag Stuttgart, Stuttgart 2001, S. 29-40.
- Szczesny, A. / Wilhelm, A.: Pensionskassen und Nachhaltiges Investment, Scoris (Hrsg.), Hannover 2005.
- Tanner, R. et al.: Die berufliche Vorsorge in der Schweiz. Pensionskassenstatistik 2009, Bundesamt für Statistik (BFS) (Hrsg.), Neuenburg 2011.
- Tober, C. / Vögele, G.: Marktbericht nachhaltige Geldanlagen 2010. Deutschland. Österreich und die Schweiz, Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) (Hrsg.), Berlin 2010.
- Treynor, J.L.: How to rate Management of Investment Funds, in: Harvard Business Review, Vol. 43, No. 1, 1965, S. 63-73.
- UBS (Hrsg.): Education Note Nachhaltige Geldanlagen, o. O. 2007.
- UBS (Hrsg.): Values-Based Investing (Wertebasiertes Anlegen). Andere Werte - andere Ansätze, o. O. 2010.
- Ulrich, P. / Jäger, U. / Waxenberger, B.: Prinzipiengeleitetes Investment I : Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis bei „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen, in: Institut für Wirtschaftsethik der Universität St. Gallen. Beiträge und Berichte Nr. 83, 1998, S. 1-65.
- Union Investment Privatfonds (Hrsg.): KCD-Union Nachhaltig Aktien. Globaler Aktienfonds mit Nachhaltigkeits-Konzept. Produktinformation 31. Mai 2011, Luxemburg 2011a.
- Union Investment Privatfonds (Hrsg.): LIGA-Pax-Cattolico-Union. Globaler Aktienfonds mit ethischer Ausrichtung. Produktinformation 31. Mai 2011, Luxemburg 2011b.
- Van Maanen, G.: Das Erfolgsgeheimnis von Oikocredit – ein Traum und fünf Mirakel, in: Bassler, K. / Kuhlo, M. / Stoll, P. (Hrsg.), Ethisches Investment – Strategien für kirchliche Geldanlagen, Gesangbuchverlag Stuttgart, Stuttgart 2001, S. 55-64.

Visiltanachoti, N. / Zheng, Q. / Zou, L.: The Performance of “Sin” Stocks in China, Auckland 2009.

Wen, S.: Institutional Investor Activism on Socially Responsible Investment: Effects and Expectations, in: Business Ethics: A European Review, Vol. 18, No. 3, 2009, S. 308-333.

Werhane, P.H. / Freeman, R.E.: Business Ethics: The State of the Art, in: International Journal of Management Reviews, Vol. 1, No. 1, 1999, S. 1-16.

Wilding, B. / Volkart, R.: Strukturierte Produkte aus Anlegersicht. Überlegungen zum Chancen-Risiken-Potential anhand ausgewählter Beispiele, in: Der Schweizer Treuhänder, Jg. 9, Heft 11, 2007, S. 814-822.

### **Internetquellen**

ABP, “About ABP, Investments, Environment, Social and Governance”, Website von ABP, abgefragt am 7. Juli 2011,  
[http://www.abp.nl/abp/abp/english/about\\_abp/investments/esg/](http://www.abp.nl/abp/abp/english/about_abp/investments/esg/)

CSSP, “News/Medien, Microfinance - The next Investment Bubble?”, Website von CSSP, abgefragt am 16. Mai 2011, <http://www.cssp-ag.com/hp/nc/navigation-links-newsmedien/mitteilungenpresse/detail/article/47-Microfinance-The-next-Investment-Bubble.html>

Das Österreichische Nachhaltigkeitsportal, “Thema & Dialog, Themen-Archiv, Monatsthemen 2009, Monatsthema 09/09: Nachhaltige Investments: Chance auch für öffentliche Haushalte”, Website vom Österreichischen Nachhaltigkeitsportal, abgefragt am 17. Mai 2011, <http://www.nachhaltigkeit.at/article/articleview/77682/1/29571>

Dexia Asset Management, “My Tools, Search for Funds, Dexia Sustainable Europe”, Website von Dexia Asset Management, abgefragt am 26. Juni 2011,  
<https://ch.dexia-am.com/tools/search+funds/FundsPresentation.htm?FundId=420>

Dow Jones Sustainability Indexes, “Indexes, DJSI World, Key Facts”, Website von Dow Jones Sustainability Indexes, abgefragt am 24. Juni 2011,  
[http://www.sustainability-index.com/07\\_html/indexes/djsiworld\\_keyfacts.html](http://www.sustainability-index.com/07_html/indexes/djsiworld_keyfacts.html)

DZ Privatbank, “Unsere Leistungen, Private Banking, Finanzplatzspezialitäten, Öko Aktienfonds”, Website von DZ Privatbank, abgefragt am 26. Juni 2011, [https://www.dz-privatbank.com/dzpb/de/oeko\\_aktienfonds.html](https://www.dz-privatbank.com/dzpb/de/oeko_aktienfonds.html)

Europäische Kommission, „Unternehmen und Industrie, Politische Schwerpunkte, Nachhaltiges und verantwortungsbewusstes Unternehmertum, Soziale Verantwortung der Unternehmen“, Website der Europäischen Kommission, abgefragt am 20. April 2011, [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business-/corporate-social-responsibility/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business-/corporate-social-responsibility/index_de.htm)

Fondstrends, “News, Institutionelle bevorzugen festverzinsliche Anlagen”, Website von Fondstrends, abgefragt am 05. Juli 2011, <http://www.fondstrends.ch/news-newsseite/artikel/institutionelle-bevorzugen-festverzinsliche-anlagen/>

Green Economy, “Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar Social Responsible Investments”, Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011, <http://www.green-economy.de/oekologisch-investieren/social-responsible-investments-/glossar/social-responsible-investments-sri.xhtml>

Green Economy, “Ökologisch Investieren, Social Responsible Investments, Glossar SRI-orientierte Anlageformen”, Website von Green Economy, abgefragt am 19. Mai 2011, <http://www.green-economy.de/oekologisch-investieren/social-responsible-investments-/glossar/sri-orientierte-anlageformen.xhtml>

Greenpeace, „Themen, Öl, Öltanker, Grosse Tankerkatastrophen 1967-2003“, Website von Greenpeace, abgefragt am 10. Juli 2011, [http://www.greenpeace.de/themen/oel-oeltanker/artikel/grosse\\_tankerkatastrophen\\_1967\\_2003/](http://www.greenpeace.de/themen/oel-oeltanker/artikel/grosse_tankerkatastrophen_1967_2003/)

MSCI, “Products and Services, Indices, MSCI Country and Regional Indices, Developed Markets”, Website von MSCI, abgefragt am 24. Juni 2011, [http://www.msci.com/products/indices/country\\_and\\_regional/dm/](http://www.msci.com/products/indices/country_and_regional/dm/)

MSCI, “Products and Services, Indices, MSCI ESG Indices, Performance, MSCI KLD 400 Social”, Website von MSCI, abgefragt am 24. Juni 2011, <http://www.msci.com/products/indices/thematic/esg/performance.html>

MSCI, “Products and Services, Indices, MSCI ESG Indices, Values-based”, Website von MSCI, abgefragt am 28. Juni 2011,  
<http://www.msci.com/products/indices/thematic/esg/values-based.html>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, Robeco, SAM Sustainable European Equities Fund, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011,  
<http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=1319>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, SAM Sustainable Asset Management AG, SAM Sustainable Water Fund, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011, <http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=85>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, Swisscanto Fondsleitung AG, Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011, <http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds-/Datenbank/Fondoverview.aspx?idfonds=102>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, UBS Equity Fund Management Company SA, UBS (Lux) Equity Fund – Eco Performance, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 25. Juni 2011,  
<http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=106>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondsgesellschaften, Vontobel Fonds Services AG, Vontobel Fund Global Trend New Power Tech A1, Übersicht”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 25. Juni 2011,  
<http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=110>

Nachhaltiges Investment, “Fonds, Fondswissen”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 08. Juni 2011,  
<http://www.nachhaltiges-investment.org/Fonds/Fondswissen.aspx>

Nachhaltiges Investment, “Indizes, Indexprovider, FTSE Group, FTSE4GOOD Global Index, Indexbildung”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011, <http://www.nachhaltiges-investment.org/Indizes/Datenbank-/Indexbildung.aspx?idIndex=40>

Nachhaltiges Investment, “Indizes, Indexprovider, KLD Research & Analytics, MSCI KLD 400 Social Index, Stammdaten”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011, <http://www.nachhaltiges-investment.org/Indizes/Datenbank-/Ergebnis.aspx?idIndex=11>

Nachhaltiges Investment, “Indizes, Indexprovider, SAM Group; Dow Jones & Company, DJSI World, Indexbildung”, Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011, <http://www.nachhaltiges-investment.org/Indizes/Datenbank-/Indexbildung.aspx?idIndex=121>

Ökoworld, “Fonds, Ökoworld Ökovision Classic”, Website von Ökoworld, abgefragt am 25. Juni 2011, [http://www.oekoworld.de/oekovision\\_classic.php](http://www.oekoworld.de/oekovision_classic.php)

Principles for Responsible Investment, “The Principles”, Website von Principles of Responsible Investment, abgefragt am 19.05.2011, <http://www.unpri.org/principles/german.php>

Sarasin, “Privatkunden, Produkte, Investmentfonds, Nachhaltigkeitsfonds, Sarasin Sustainable Equity – Global A”, Website von Sarasin, abgefragt am 25. Juni 2011, [http://www.sarasin.ch/internet/iech/index\\_iech/private\\_clients\\_iech-/private\\_clients\\_products\\_iech/private\\_clients\\_investment\\_funds\\_iech-/private\\_clients\\_sustainable\\_iech-/product?pageUrl=sarasinproduct\\_b35cd1e459f884e08a576f3d23b16c49&igndom=true](http://www.sarasin.ch/internet/iech/index_iech/private_clients_iech-/private_clients_products_iech/private_clients_investment_funds_iech-/private_clients_sustainable_iech-/product?pageUrl=sarasinproduct_b35cd1e459f884e08a576f3d23b16c49&igndom=true)

Sarasin, “Privatkunden, Produkte, Investmentfonds, Nachhaltigkeitsfonds”, Website von Sarasin, abgefragt am 05. Juni 2011, [http://www.sarasin.ch/internet/iech/print-/index\\_iech/private\\_clients\\_iech/private\\_clients\\_products\\_iech-/private\\_clients\\_investment\\_funds\\_iech/private\\_clients\\_sustainable\\_iech.htm](http://www.sarasin.ch/internet/iech/print-/index_iech/private_clients_iech/private_clients_products_iech-/private_clients_investment_funds_iech/private_clients_sustainable_iech.htm)

SEB, “Privatkunden, Aktienfonds, SEB Ethical Europe Fund”, Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011, <http://www.sebassetmanagement.de/de/privatkunden->

/fonds-fuer-privatkunden/ethisch-oekolog-fonds/seb-ethical-europe-fund/

SEB, “Privatkunden, Aktienfonds, Weitere Fonds, SEB ÖkoLux”, Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011, <http://www.sebassetmanagement.de/de/privatkunden-/fonds-fuer-privatkunden/ethisch-oekolog-fonds/seb-oekolux/>

Sustainable Business, “Search: Climate Change: Insurers must act”, Website von Sustainable Business, abgefragt am 30. Juni 2011, <http://www.sustainablebusinessonline.com/news/news.asp?id=176&cat=2>

Sustainable Investment, “Funds, Fund companies, BlackRock Merrill Lynch Investment Managers, Blackrock Global Funds New Energy Fund - A,Overview”, Website von Sustainable Investment, abgefragt am 23. Juni 2011, <http://www.sustainable-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=58>

Sustainable Investment, “Funds, Fund companies, IPConcept Fund Management SA, Öko-Aktienfonds, Overview”, Website von Sustainable Investment, abgefragt am 23. Juni 2011, <http://www.sustainable-investment.org/Fonds/Datenbank-/Fondoverview.aspx?idfonds=50>

Swisscanto, “Private Anleger, Nachhaltig investieren mit Swisscanto, Global und Schwellenländer, Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest”, Website von Swisscanto, abgefragt am 28. Juni 2011, <http://swisscanto.ch/ch/de/retail/fundDetails/overview.navMenu-L2NoL2RIL3JldGFpbC9hbmhxhZ2Vmb25kcy90YWdlc2t1cnNIL25hY2hoYWx0aWdrZWl0.fundid-56.html>

Vontobel, “Privatkunden, Nachhaltige Anlagen, Nachhaltigkeitsfonds, Aktienfonds, Vontobel Fund - Global Trend New Power A”, Website von Vontobel, abgefragt am 26. Juni 2011, <http://funds.vontobel.com/DE-/showpage.aspx?pageID=111&fundtype=263&competence=312&instrument=1586>

## **Datenquellen**

Datastream, Thompson Reuters, abgefragt durch Datastream Data Loader (DDL), abgefragt am 24.06.2011.

Bloomberg Professional, Bloomberg, abgefragt durch Bloomberg Terminal, abgefragt am 23.06.2011.

## Anhang

### Anhang I: Übersicht über die wichtigsten negativen und positiven Kriterien

Tab. 10: Übersicht über die wichtigsten negativen und positiven Kriterien

Kategorie	Definition	Art
<b>Abtreibung/ Verhütung</b>	Vermeidung von: Anbietern von Abtreibungen; Arzneimittelherstellern, die an der Herstellung und Vertriebung von Abtreibungsmitteln beteiligt sind; Versicherungsunternehmen, die für Abtreibungen bezahlen, sofern diese nicht gesetzlich bedingt sind; Unternehmungen, die finanzielle Unterstützung für "Planned Parenthood" leisten; Herstellern von Empfängnisverhütungsprodukten.	Negativ
<b>Alkohol</b>	Vermeidet Unternehmungen, die Alkohol produzieren, verkaufen oder den Konsum von alkoholischen Getränken andersweitig vermarkten.	Negativ
<b>Verteidigung/ Militärwaffen</b>	Vermeidung von Unternehmungen, die Waffen produzieren.	Negativ
<b>Feuerwaffen</b>	Vermeidung von Firmen, die Schusswaffen oder Munition für kleinere Waffen, die zur privaten Nutzung verfügbar sind, produzieren.	Negativ
<b>Glücksspiel</b>	Vermeidung von Firmen, die bedeutende Einnahmen aus der Bereitstellung von Spiel-Dienstleistungen generieren.	Negativ
<b>Rechte Eingeborener</b>	Vermeidung von Firmen, die die Rechte amerikanischer Indianer oder anderer Eingeborener verletzen.	Negativ
<b>Begünstigung unehelicher Lebensgemeinschaften</b>	Vermeidung von Firmen, die ihren Mitarbeitern "Begünstigungen" für uneheliche Lebensgemeinschaften anbieten.	Negativ
<b>Kernteknische Aktivitäten</b>	Vermeidung von Herstellern von Nuklearreaktoren und verwandter Ausrüstung, sowie Firmen die Kernkraftwerke betreiben.	Negativ
<b>Islam</b>	Vermeidung von Firmen, deren Produkte und Dienstleistungen unter dem Gesetz der Scharia verboten sind, inklusive Schweinefleisch-Produkte, herkömmliche Finanzdienstleistungen, Entertainment, Airlines und Kaufhäuser.	Negativ
<b>Pornographie</b>	Vermeidung von Investitionen in pornographische Magazine und Filmstudios, sowie andere Firmen mit verwandten Produkten.	Negativ
<b>Tabak</b>	Vermeidung von Herstellern oder Vertreibern von Tabak und Tabakprodukten.	Negativ
<b>Tierschutz</b>	Förderung einer humanen Behandlung von Tieren; Vermeidet Firmen die: Tierversuche durchführen oder Kosmetische Mittel oder Arzneimittel herstellen/verkaufen, die zuvor an Tieren getestet wurden; in irgendeiner Weise an der Intensivhaltung von Tieren beteiligt sind; Schlachthöfe betreiben; Produzenten oder Händler von Fleisch, Fisch, Geflügel, Milcherzeugnissen oder Schlachthof-Nebenprodukten sind; beteiligt an Jagd-/Fangausrüstung oder der Nutzung von Tieren in Endprodukten sind.	Positiv/ Negativ
<b>Biotechnologie</b>	Vermeidung von Firmen mit Beteiligung an der Förderung/Entwicklung von Gentechnologie für landwirtschaftliche Verwendungen; Förderung von Firmen, die eine nachhaltige Landwirtschaft, Biodiversität und lokale Bauern unterstützen.	Positiv/ Negativ
<b>Corporate Governance/ Geschäftspraktiken</b>	Förderung von Firmen mit grossen Investitionen in die Forschung & Entwicklung, Qualitätssicherung und Produktsicherheit. Vermeidung von Firmen mit Verletzungen gegen das Kartellrecht, Kundenbetrug und Marketing-Skandalen.	Positiv/ Negativ
<b>Umwelt</b>	Vermeidung von Firmen, die giftige Produkte herstellen und zur Klimaerwärmung beitragen; Förderung von Unternehmungen, die durch eine proaktive Beteiligung an Recycling, Abfallreduktion und der Umweltsanierung auffallen.	Positiv/ Negativ
<b>Geschäftstätigkeit im Ausland</b>	Förderung von Firmen, die hohe Standards in ihren internationalen Geschäftstätigkeiten anstreben. Vermeidung von Investitionen in gewaltsame Regime.	Positiv/ Negativ

<b>Menschenrechte</b>	Vermeidung von Firmen, die direkt oder indirekt in Menschenrechtsverletzungen verwickelt sind. Förderung von Firmen, welche hohe Standards der Menschenrechte pflegen.	Positiv/ Negativ
<b>Mitarbeiterbeziehungen/ Arbeitsbedingungen</b>	Vermeidung von Firmen, die durch Ausbeutung von Mitarbeitern auffallen. Förderung von Firmen mit guten Beziehungen zu den Gewerkschaften und sinnvoller Profit-Aufteilung.	Positiv/ Negativ
<b>Unterstützung der Gemeinschaft</b>	Förderung von Firmen, die durch Zahlung wohltätiger Beiträge, freiwilliger Arbeit oder Bildungsprogrammen proaktiv in die Gemeinschaft investieren.	Positiv
<b>Gleichbehandlung der Mitarbeiter</b>	Förderung von Firmen bei denen Frauen, Minderheiten und behinderte Personen rekrutiert werden und im Kader vertreten sind.	Positiv
<b>Gesundheitswesen/Pharmazeutika</b>	Förderung von Firmen, deren Produkte und Leistungen die Bereitstellung von Dienstleistungen im Gesundheitsbereich oder die Herstellung und Verteilung von Pharmazeutika umfassen.	Positiv
<b>Investitionen</b>	Förderung von Firmen, die ihre Verpflichtung gegenüber einer nachhaltigen Entwicklung in ihren Investitionen zeigen. Dabei kann es sich auch um Investitionen von Kapital handeln.	Positiv
<b>Erneuerbare Energie</b>	Förderung von Firmen, die sich mit Energie aus Wasserkraftwerken, Brennstoffzellen, Erdwärme, Solarenergie oder Windenergie beschäftigen.	Positiv
<b>Nachhaltigkeit</b>	Sammelbegriff, der primär von europäischen Fonds zur Beschreibung eines integrativen Ansatzes verwendet wird. Im Vordergrund stehen nicht genauer spezifizierte ökonomische, ökologische und soziale Kriterien.	Positiv

Quelle: Eigene Darstellung gemäss Hawken 2004, S. 39-40.

## Anhang II: Überblick der Studien zur finanziellen Performance von SRI

Tab. 11: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI a.)

Studie	Länder	Zeitraum	Anzahl Fonds/Indices
Statman (2000)	USA	1990-1998	31 SRI-Fonds, 62 konventionelle Fonds
Schröder (2004)	USA, Schweiz, Deutschland	1990-2002	46 SRI-Fonds und 10 SRI-Indices
Gezcy, Stambaugh und Levin (2005)	USA	1963-2001	35 SRI-Fonds, 894 konventionelle Fonds
Bello (2005)	USA	1994-2001	42 SRI-Fonds, 84 konventionelle Fonds
Bauer, Koedjik und Otten (2005)	USA, UK, Deutschland	1990-2001	103 SRI-Fonds, 4384 Konventionelle Fonds
Bauer, Otten, Tourani-Rad (2006)	Australien	1992-2003	25 SRI-Fonds, 281 konventionelle Fonds
Bauer, Derwall und Otten (2007)	Kanada	1994-2003	8 SRI-Fonds, 267 konventionelle Fonds
Kreander et al. (2005)	Europa	1995-2001	30 SRI-Fonds, 30 konventionelle Fonds
Mill (2006)	UK	1982-2004	1 SRI-Fonds
Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006)	Global	1992-2003	410 SRI-Fonds, 649 konventionelle Fonds
Barnett und Salomon (2006)	USA, Global	1972-2000	61 SRI-Fonds
Lee et al. (2010)	USA	1989-2006	61 SRI-Fonds
Derwall et al. (2005)	USA	1995-2003	-
Kempf und Osthoff (2007)	USA	1992-2004	-
Schröder (2007)	Global	1996-2003	29 SRI-Indices
Statman und Glushkov (2008)	USA	1992-2007	-
Hong und Kacperczyk (2009)	USA	1965-2006	USA
Gil-Bazo, Ruiz-Verdú und Santos (2010)	USA	1997-2005	86 SRI-Fonds, 1761 konventionelle Fonds

Quelle: Eigene Darstellung

Tab. 12: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI b.)

Studie	Vorgehen
Statman (2000)	Vergleich S&P 500 Index mit Domini Social Index und Vergleich 31 SRI-Fonds mit jeweils 2 ähnlichen konventionellen Fonds.
Schröder (2004)	Vergleich der SRI-Anlagen mit Benchmark (MSCI World Index) anhand Sharpe Ratio und modifiziertem Jensen's Alpha.
Gezcy, Stambaugh und Levin (2005)	Simulation optimaler Portfolios mit historischen Preisinformationen, wobei dem Investor verschiedene Vorstellungen über die zugrundeliegenden Kapitalmarkt-Modelle unerstellt werden.
Bello (2005)	Vergleich jeweils eines SRI-Fonds mit zwei traditionellen Fonds, wobei Net Assets für Matching entscheidend, anhand Jensen's Alpha und Sharpe Information Ratio.
Bauer, Koedjik und Otten (2005)	Vergleich von SRI-Fonds mit konventionellen Fonds anhand Carhart-4-Faktoren-Modell.
Bauer, Otten, Tourani-Rad (2006)	Analog Bauer, Koedjik und Otten (2005).
Bauer, Derwall und Otten (2007)	Analog Bauer, Koedjik und Otten (2005).
Kreander et al. (2005)	Jeweils Gegenüberstellung eines SRI-Fonds und eines konventionellen Fonds, die ähnliche Charakteristika haben. Als Performance-Masse dienen Sharpe Ratio, Treynor Ratio und modifiziertes Jensen's Alpha.
Mill (2006)	Untersuchung eines SRI-Fonds, der ursprünglich klassische finanzielle Ziele ohne ESG-Orientierung verfolgte.
Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006)	Multivariates Framework mit mehreren Einflussfaktoren wie Fonds-Grösse, Alter, Risiko, Gebührenstruktur und Reputation.
Barnett und Salomon (2006)	Analyse der risikoadjustierten Performance unterschiedlich intensiv gescreenter SRI-Fonds unter Berücksichtigung verschiedener Kontrollvariablen wie Grösse und Geographische Diversifikation.
Lee et al. (2010)	Anwendung des Jensen's Alpha und des Carhart-4-Faktoren-Modell.
Derwall et al. (2005)	Stellen Portfolio von Unternehmungen mit gutem Öko-Effizienzrating einem Portfolio von Unternehmungen mit schlechtem Öko-Effizienz-Rating gegenüber.
Kempf und Osthoff (2007)	Anwendung einer Long-Short-Strategie an eigenständig generierten Negativ-, Positiv- und Best-in-Class-Portfolios. Vergleich anhand Carhart-4-Faktoren-Modell.
Schröder (2007)	Vergleich SRI-Indices mit ausgewählten Benchmarks anhand Sharpe-ratio und Jensen's Alpha.
Statman und Glushkov (2008)	Anwendung einer Long-Short-Strategie an eigenständig generierten Best-in-Class-beziehungsweise Worst-in-Class-Portfolios. Vergleich auf Basis CAPM, FAMA-French-3-Faktoren-Modell und Carhart-4-Faktoren-Modell.
Hong und Kacperczyk (2009)	Vergleich zwischen Returns von "Sin Stocks" und vergleichbaren Titeln, die als unproblematisch gelten.
Gil-Bazo, Ruiz-Verdú und Santos (2010)	Vergleich SRI-Fonds und konventionelle Fonds anhand Carhart-4-Faktoren-Modell.

Quelle: Eigene Darstellung

Tab. 13: Überblick Studien zur finanziellen Performance von SRI c.)

Studie	Erkenntnisse
Statman (2000)	In beiden Fällen erzielen SRI-Anlagen höhere nicht-signifikante risikoadjustierte Renditen.
Schröder (2004)	SRI-Fonds werden gemäss beiden Performance-Masszahlen tendenziell outperformed, wobei Unterschied aber nicht-signifikant ist. SRI-Indices erzielen kompetitive Renditen.
Gezcy, Stambaugh und Levin (2005)	SRI erzielen tiefere risikoadjustierte Renditen, wobei Ausmass stark von Vorstellungen des Investors abhängig ist.
Bello (2005)	SRI-Fonds unterscheiden sich hinsichtlich Charakteristika, Rendite und Diversifikation nicht von traditionellen Fonds.
Bauer, Koedjik und Otten (2005)	Keine signifikanten Rendite-Unterschiede. Aber bei Aufteilung der Beobachtungsperiode in drei Subperioden Feststellung, dass SRI-Fonds eine Lernphase durchgemacht haben.
Bauer, Otten, Tourani-Rad (2006)	SRI-Fonds weisen signifikant weniger Marktrisiko auf. Keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich risikoadjustierter Renditen gegenüber klassischen Fonds.
Bauer, Derwall und Otten (2007)	Es werden keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich risikoadjustierter Performance festgestellt.
Kreander et al. (2005)	Konventionelle Fonds weisen höhere Betas und Standardabweichungen auf. Jedoch keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich risikoadjustierter Renditen.
Mill (2006)	Keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich risikoadjustierter Rendite vor und nach Umwandlung in SRI-Fonds.
Renneboog, Ter Horst und Zhang (2006)	Beobachtung, dass Rendite mit zunehmender Screening-Intensität steigt. Aber negative Beziehung bei Folus auf ethische und umweltbezogene Themen.
Barnett und Salomon (2006)	Es wird eine konvexe Beziehung zwischen Screening-Intensität und risikoadjustierter Rendite festgestellt. Ebenfalls Evidenz für Rendite-Nachteile für umweltbezogene Screens.
Lee et al. (2010)	Performance nimmt mit jedem zusätzlichen Screen um 70 Basispunkt ab. Gleichzeitig auch negative Beziehung zwischen Screening-Intensität und systematischem Risiko.
Derwall et al. (2005)	Best-in-Class Portfolios erzielen signifikant höhere risikoadjustierte Renditen als Worst-in Class Portfolios. Beobachtung, dass Einbezug von umweltbezogenen Kriterien in Investmentprozess zu besserer Performance führt.
Kempf und Osthoff (2007)	Erkenntnis, dass durch positives Screening und Best-in-Class-Ansatz signifikante risikoadjustierte Überrenditen erzielbar sind. Keine signifikanten Performance-Unterschiede durch negatives Screening.
Schröder (2007)	Keine signifikanten Unterschiede bezüglich risikoadjustierter Renditen zwischen SRI-Fonds und konventionellen Fonds. Aber 19 SRI-Fonds mit signifikant höherem systematischem Risiko.
Statman und Glushkov (2008)	Risikoadjustierte Renditen von SRI-Portfolios und traditionellen Portfolios sind gleichwertig, da sich positiver Effekt aus Auswahl qualitativer Aktien und negativer Effekt aus Ausschluss der teilweise gut rentierenden "Sin Stocks" gerade aufheben.
Hong und Kacperczyk (2009)	Portfolio aus "Sin Stocks" hat über Beobachtungsperiode den Benchmark statistisch und ökonomisch signifikant outperformed. SRI erleiden also Rendite-Nachteile durch Ausschluss dieser Aktien.
Gil-Bazo, Ruiz-Verdú und Santos (2010)	SRI-Fonds erzielen sowohl vor als auch nach Gebühren höhere risikoadjustierte Renditen als herkömmliche Fonds.

Quelle: Eigene Darstellung

### Anhang III: Vorgehen zur Berechnung der Werte in Kapitel 6

Zur besseren Nachvollziehbarkeit der in Kapitel 6 dargestellten Werte, wird nachfolgend deren Ermittlung dargelegt. Dabei ist für sämtliche Fonds und Indices das gesamte Vorgehen nötig. Zur Ermittlung der relevanten Zinsen ist nur der Schritt (A.2) nötig, da hierbei die bereits annualisierten monatlichen T-Bills ausgewertet werden. Für den Benchmark wiederum müssen alle Werte abgesehen vom Beta errechnet werden, da dieses gerade 1 ist. Deshalb werden die Formeln (A.7) und (A.8) hierzu nicht angewendet.

Die monatlichen Preisinformationen aus Bloomberg beziehungsweise Datastream werden durch die Formel (A.1) in monatliche Renditen umgerechnet.

$$\text{Rendite (monatlich)} = r_{i(\text{monatlich})} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (\text{A.1})$$

Anschliessend wird durch die Formel (A.2) deren Durchschnitt, die Erwartete Rendite (monatlich), ermittelt.

$$\text{Erwartete Rendite (monatlich)} = E(r_{\text{monatlich}}) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{i(\text{monatlich})} \quad (\text{A.2})$$

Da nicht die monatliche, sondern die jährliche Rendite interessiert, muss der Wert aus (A.2) annualisiert werden, was anhand der Gleichung (A.3) geschieht.

$$\text{Erwartete Rendite (jährlich)} = E(r_{\text{jährlich}}) = E(1 + r_{\text{monatlich}})^{12} - 1 \quad (\text{A.3})$$

Gleichzeitig muss die Volatilität der Anlage hergeleitet werden. Dazu wird in einem ersten Schritt die monatliche Varianz, welche gemäss der Formel (A.4) berechnet wird, durch Excel generiert.

$$\text{Varianz (monatlich)} = \sigma^2_{(\text{monatlich})} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n [r_{i(\text{monatlich})} - r_{\text{monatlich}}]^2 \quad (\text{A.4})$$

Anschliessend muss diese ebenfalls annualisiert werden, so dass sie der jährlichen Rendite gegenübergestellt werden kann. Dies geschieht durch eine Multiplikation mit dem Faktor 12, wie es in (A.5) dargestellt ist.

$$\text{Varianz (jährlich)} = \sigma^2_{(jährlich)} = 12\sigma^2_{i(monatlich)} \quad (\text{A.5})$$

Da letztlich nicht die Varianz, sondern die Standardabweichung interessiert, muss von dem in (A.5) ermittelten Wert, wie in Gleichung (A.6) ersichtlich ist, die zweite Wurzel gezogen werden.

$$\text{Standardabweichung (jährlich)} = \sigma_{(jährlich)} = \sigma^2_{(jährlich)}^{1/2} \quad (\text{A.6})$$

Die Kovarianz, welche für die Bestimmung des Betas verlangt ist, wird analog Formel (A.7) berechnet. Neben den Standardabweichungen der jeweiligen Anlage und dem Benchmark ist dazu auch deren Korrelation nötig, welche durch einen Befehl in Excel generiert wird.

$$\text{Kovarianz} = \sigma_{iM} = \rho_{iM}\sigma_i\sigma_M \quad (\text{A.7})$$

Die aus (A.7) und (A.5) (für den Benchmark) resultierenden Werte werden in die Formel (A.8) eingesetzt, um das Beta der jeweiligen Anlage zu berechnen.

$$\text{Beta} = \beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M} \quad (\text{A.8})$$

Nun sind alle Werte zur Ermittlung der Sharpe und Treynor Ratio gegeben und können entsprechend in die Gleichungen (1) und (2) eingesetzt werden.

## Anhang IV: Informationen zu den Fonds und Indices

Tab. 14: Informationen zu den Fonds

Fond	Anbieter	Investment Universum	Auflegungs- datum	Volumen in Mio.	Benchmark
<b>Negatives Screening</b>					
Hunter Hall International Ethical No.1 Fund <sup>287</sup>	Hunter Hall	Global	31.12.2002	24.3 USD	MSCI World Total Return
Carnegie Worldwide Ethical <sup>288</sup>	Carnegie	Global	27.12.2000	322.1 Euro	MSCI World
LIGA-Pax-Cattolico-Union <sup>289</sup>	Union Investment	Global	22.11.2002	48 Euro	n.a.
SEB Ethical Europa Fund <sup>290</sup>	SEB	Europa	06.12.1988	18.1 Euro	Ethical Europe
<b>Negatives und Positives Screening</b>					
Sarasin Sustainable Equity - Global A <sup>291</sup>	Sarasin	Global	31.05.1999	72.4 Euro	MSCI World
Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest <sup>292</sup>	Swisscanto	Global	09.11.1998	263.9 CHF (per 23.06.)	MSCI World
Kepler Ethik Aktienfonds A <sup>293</sup>	Kepler	Global	02.07.2002	39.9 Euro	MSCI World
Ökoworld Öko Vision Classic <sup>294</sup>	Ökovision	Global	02.05.1996	305.2 Euro	MSCI World
Aberdeen Ethical World Fund <sup>295</sup>	Aberdeen Asset Managers	Global	21.05.1999	275.4 Pfund	FTSE World
<b>Negatives Screening und Best-in-Class</b>					
Dexia Sustainable Europe <sup>296</sup>	Dexia	Europa	31.03.2000	223 Euro (per 31.03.)	MSCI World
Öko-Aktienfonds <sup>297</sup>	IP Concept Fund Management	Global	13.05.1991	98.5 Euro	n.a.
SAM Sustainable European Equities Fund <sup>298</sup>	Robeco	Europa	17.04.1998	573.4 Euro	MSCI Europe
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance <sup>299</sup>	UBS	Global	13.06.1997	101.2 CHF	MSCI World

<sup>287</sup> Vgl. Hunter Hall Investment Management 2011b, S. 1-2.

<sup>288</sup> Vgl. Carnegie 2011, S. 1.

<sup>289</sup> Vgl. Union Investment Privatfonds 2011b, S. 2-3.

<sup>290</sup> Vgl. SEB, "Privatkunden, Aktienfonds, SEB Ethical Europe Fund", Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>291</sup> Vgl. Sarasin, "Privatkunden, Produkte, Investmentfonds, Nachhaltigkeitsfonds, Sarasin Sustainable Equity – Global A", Website von Sarasin, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>292</sup> Vgl. Swisscanto, "Private Anleger, Nachhaltig investieren mit Swisscanto, Global und Schwellenländer, Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest", Website von Swisscanto, abgefragt am 28. Juni 2011.

<sup>293</sup> Vgl. KEPLER-FONDS Kapitalanlagegesellschaft 2011, S. 1.

<sup>294</sup> Vgl. Ökoworld 2011, S. 1.

<sup>295</sup> Vgl. Aberdeen 2011, S. 1.

<sup>296</sup> Vgl. Dexia Asset Management, "My Tools, Search for Funds, Dexia Sustainable Europe", Website von Dexia Asset Management, abgefragt am 26. Juni 2011.

<sup>297</sup> Vgl. Sustainable Investment, "Funds, Fund companies, IPConcept Fund Management SA, Öko-Aktienfonds, Overview", Website von Sustainable Investment, abgefragt am 23. Juni 2011

<sup>298</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondsgesellschaften, Robeco, SAM Sustainable European Equities Fund, Übersicht", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011.

<sup>299</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondsgesellschaften, UBS Equity Fund Management Company SA, UBS (Lux) Equity Fund – Eco Performance, Übersicht", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 25. Juni 2011.

KCD-Union Nachhaltig Aktien <sup>300</sup>	Union Investment	Global	01.03.2001	42 Euro	n.a.
SEB ÖkoLux <sup>301</sup>	SEB	Global	19.02.1992	23.8 Euro (per 23.06.)	MSCI World
<b>Themenfonds (Positives Screening)</b>					
SAM Sustainable Water Fund <sup>302</sup>	SAM	Global	28.09.2001	611.44 Euro	MSCI World
Blackrock Global Funds New Energy Fund - A <sup>303</sup>	BlackRock	Global	06.04.2001	2193.2 USD	MSCI World
Vontobel Fund- Global Trend New Power <sup>304</sup>	Vontobel	Global	07.12.2001	26.56 Euro	MSCI World
Jupiter Ecology Fund <sup>305</sup>	Jupiter	Global	04.04.1988	403 Pfund	FTSE World
Sarasin New Energy Fund <sup>306</sup>	Sarasin	Global	01.04.2000	121.73 Euro	n.a.

Quelle: Eigene Darstellung

Tab. 15: Informationen zu den Indices

Index	Anbieter	Investment Universum	Auflegungsdatum	Anzahl Unternehmen	Benchmark
FTSE4Good Global Index <sup>307</sup>	FTSE Group	Global	01.07.2001	720	FTSE Developed Index
DJSI World ex all <sup>308</sup>	SAM/Dow Jones & Company	Global	08.09.1999	n.a.	Dow Jones Global Index
MSCI KLD 400 Social Index <sup>309</sup>	MSCI	USA	01.01.1990	400	MSCI USA Investable Market Index
DJSI World <sup>310</sup>	SAM/Dow Jones & Company	Global	08.09.1999	324 <sup>311</sup>	Dow Jones Global Index

Quelle: Eigene Darstellung

<sup>300</sup> Vgl. Union Investment Privatfonds 2011a, S. 1-2.

<sup>301</sup> Vgl. SEB, "Privatkunden, Aktienfonds, Weitere Fonds, SEB ÖkoLux", Website von SEB, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>302</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondsgesellschaften, SAM Sustainable Asset Management AG, SAM Sustainable Water Fund, Übersicht", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 23. Juni 2011.

<sup>303</sup> Vgl. Sustainable Investment, "Funds, Fund companies, BlackRock Merrill Lynch Investment Managers, Blackrock Global Funds New Energy Fund - A, Overview", Website von Sustainable Investment, abgefragt am 23. Juni 2011.

<sup>304</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Fonds, Fondsgesellschaften, Vontobel Fonds Services AG, Vontobel Fund Global Trend New Power Tech A1, Übersicht", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 25. Juni 2011.

<sup>305</sup> Vgl. Jupiter Unit Trust Managers 2011, S. 2.

<sup>306</sup> Vgl. Sarasin 2011, S. 1.

<sup>307</sup> Vgl. FTSE International 2011, S. 1.

<sup>308</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Indizes, Indexprovider, SAM Group; Dow Jones & Company, DJSI World, Indexbildung", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011.

<sup>309</sup> Vgl. MSCI, "Products and Services, Indices, MSCI ESG Indices, Values-based", Website von MSCI, abgefragt am 28. Juni 2011.

<sup>310</sup> Vgl. Nachhaltiges Investment, "Indizes, Indexprovider, SAM Group; Dow Jones & Company, DJSI World, Indexbildung", Website von Nachhaltiges Investment, abgefragt am 27. Juni 2011.

<sup>311</sup> Vgl. CME Group Index Services 2011, S. 1.