



ESG-Kriterien in der Portfolioverwaltung Herausforderungen in der Umsetzung

IZS-Input Serie zu ESG

30. Oktober 2025

Dr. Marco Haase
Leiter Investment Office
Avadis Vorsorge AG



Übersicht

1. Rückblick und Einführung
2. Perspektivenwechsel Nachhaltigkeit
3. Finanzielle Implikationen
4. Trends
5. Fazit



“Nachhaltige Investition” (SFDR / MiFID II)

Artikel 2(17) SFDR: **“nachhaltige Investition”**: «eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines **Umweltziels** beiträgt, ..., oder eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines **sozialen Ziels** beiträgt, ... ,

vorausgesetzt, dass
diese Investitionen

... **keines** dieser Ziele
erheblich **beein-**
trächtigen und...

... die Unternehmen, in die investiert wird,
Verfahrensweisen einer guten
Unternehmensführung anwenden, ...”

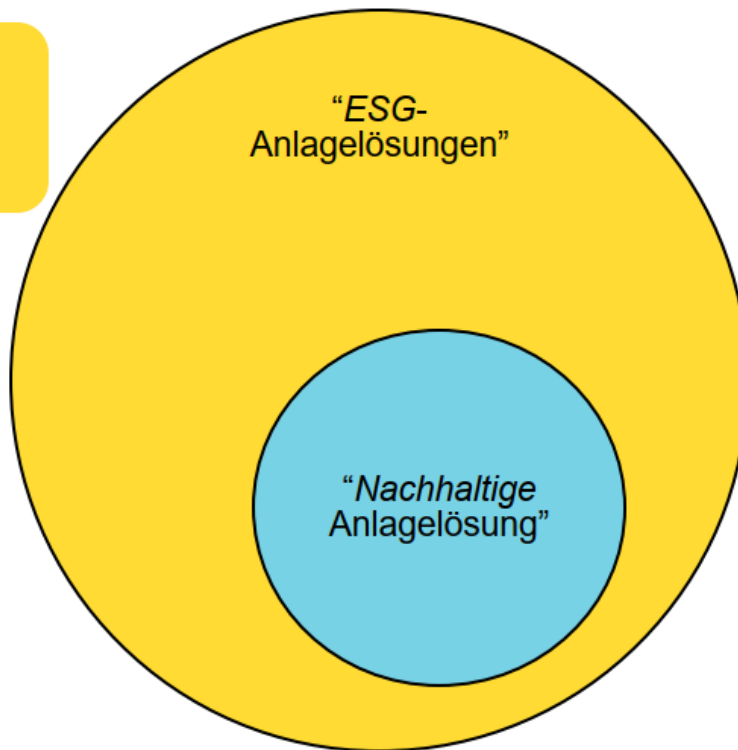


“Nachhaltige Anlagelösung” (SBVg Selbstregulierung; Minimalstandard)

ESG-Anlagelösungen

“Anlagelösungen, die ESG-Kriterien berücksichtigen.”

Regulierungsansätze
beziehen sich primär
auf die Produktebene.



Ist die Produkt-
perspektive hilfreich
im Portfoliokontext
einer Pensionskasse?

Nachhaltige Anlagelösung

ESG-Anlagelösung die, zusätzlich zu den finanziellen Zielen, mindestens eines der folgenden Anlageziele verfolgt:

Verträglichkeit
 (“alignment”)

oder

Beitrag
 (“contribution”)

(inkl. Transition) mit einem
oder mehreren
spezifischen
Nachhaltigkeitszielen

zur Umsetzung eines oder
mehrerer spezifischer
Nachhaltigkeitsziele

Literaturübersicht – Eigenschaften nachhaltiger Investitionen

Eine Übersicht theoretischer und empirischer Forschung

Responsible investing: The ESG-efficient frontier[☆]

Lasse Heje Pedersen^{1,2,3,4}, Shaun Fitzgibbons³, Lukasz Pomorski³

¹AQR Capital Management, Two Greenwich Plaza, Greenwich, CT 06830, USA
²Copenhagen Business School, Solbjerg Plads 3-A5, DK-2000 Frederiksberg, Denmark
³Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, UK

ARTICLE INFO

Article history:
Received 7 October 2019
Revised 24 January 2020
Accepted 26 February 2020
Available online 9 November 2020

JEL classification:
G12
G11
G23
M14
Q5

Keywords:
Portfolio choice

ABSTRACT

Review of Finance, 2022, 1345–1388
<https://doi.org/10.1093/rof/rfac045>
Advance Access Publication Date: 21 July 2022



A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion*

Olivier David Zerbib

EDHEC Business School, Nice, France

Abstract

This article shows how sustainable investing—through screening and environmental, social, and governance (ESG) effects—impacts asset returns. I develop an asset pricing model with heterogeneous preferences. I characterize two Merton's (1987) premium on neglected stocks and a relationship between ESG and financial performance. I estimate the model by applying it to sin stocks as exclusions of green funds to proxy for environmental integration effect is 2.79% for the period 1999–2019. A range from −1.12% to +0.14% across industries for between the top and bottom terciles of companies with 2% per year. Finally, I estimate and explain the dynamic effect of ESG on asset returns.

Sustainable investing in equilibrium[☆]

Luboš Pástor^{1,2,3,4}, Robert F. Stambaugh^{5,6}, Lucian A. Taylor^{7,8}

¹University of Chicago, 5807 S. Woodlawn Ave., Chicago, IL 60637, USA
²University of Pennsylvania, 3620 Locust Walk, Philadelphia, PA 19104, USA
³NBER, USA
⁴CEPR, United Kingdom
⁵National Bank of Slovakia, Slovakia

ARTICLE INFO

Article history:
Received 14 February 2020
Revised 1 May 2020
Accepted 14 May 2020
Available online 31 December 2020

JEL classification:
G11
G12

Keywords:
Sustainable investing
Socially responsible investing

ESG-Präferenzen
ändern das
Portfolioproblem

Impliziert Anpassungen
im Investitionsprozess

Welchen Einfluss
können wir erzielen?

Nachhaltige
Portfolien haben
eine geringere
erwartete
Rendite...

...verlagern Real-
investitionen auf
grüne
Unternehmen...

...haben keinen
signifikanten
Einfluss auf das
ESG-Verhalten
der Firmen.

ABSTRACT

We model investing that considers environmental, social, and governance (ESG) effects. Green assets have positive shocks hit the ESG products and investors' taste for price assets in a two-factor model. ESG preferences differ most among firms greener and by shift



Volume 27, Issue 6
November 2023

< Previous Next >

JOURNAL ARTICLE

Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior?

Davidson Heath, Daniele Macciochi, Roni Michaely, Matthew C. Ringgenberg

Review of Finance, Volume 27, Issue 6, November 2023, Pages 2057–2083,
<https://doi.org/10.1093/rof/rfad002>

Published: 06 February 2023 Article history

Cite Permissions Share

Abstract

Using micro-level data, we examine the behavior of socially responsible investment (SRI) funds. SRI funds select firms with lower pollution, more board diversity, higher employee satisfaction, and better workplace safety. Yet, both in the cross-section and using an exogenous shock to SRI capital, we find that

**Starker Fokus der Regulierung
auf «Nachhaltige Anlage-
lösungen»**

**Zeit für einen
Perspektivenwechsel?**



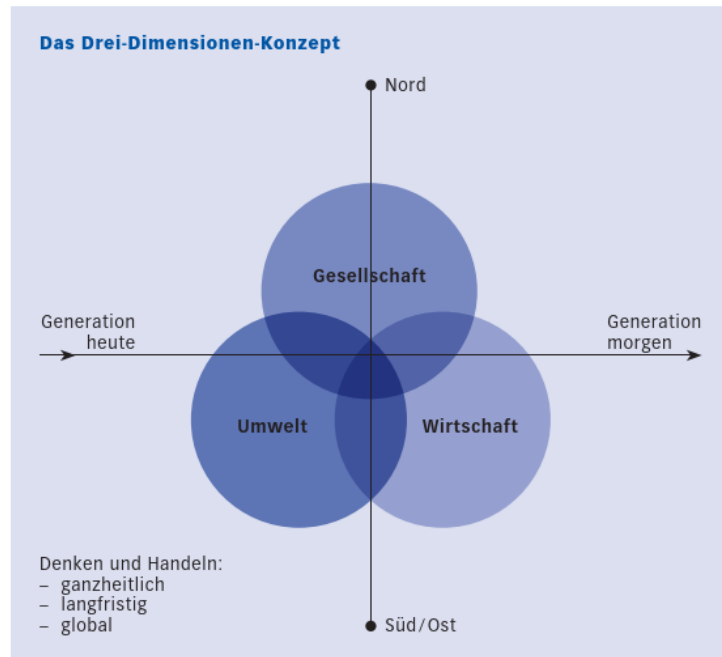
AVADIS

Nachhaltigkeit – das Management von Zielkonflikten im Fokus

Grundkonzept Bundesamt für Raumentwicklung

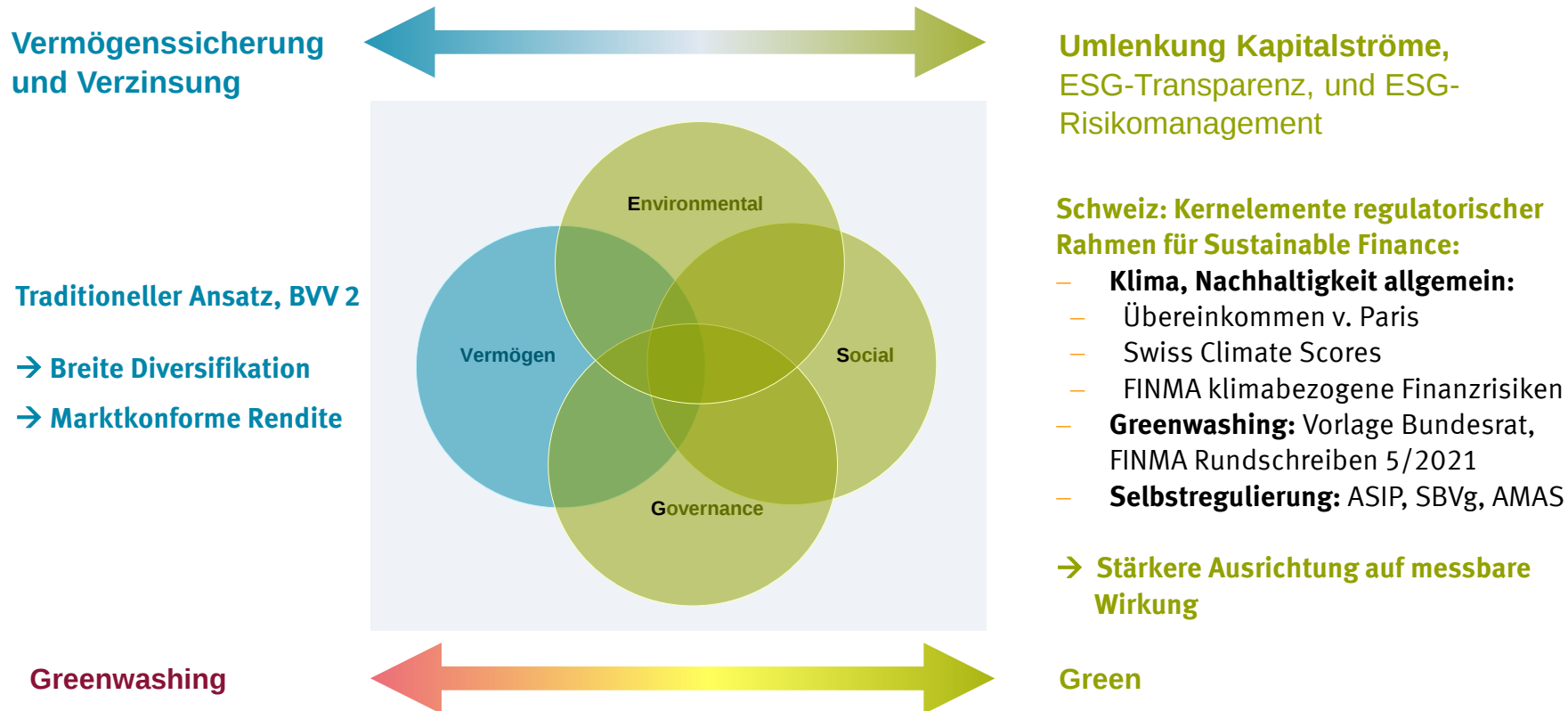
Verankert in der Strategie Nachhaltige Entwicklung 2002 des Bundesrates

- Drei-Dimensionen-Konzept wird ergänzt um das **Kapitalstockmodell**
- Für jeden **Kapitalstock** gelten **kritische Grenzen**, die nicht unterschritten werden dürfen (**nicht verhandelbar**)
- Nachhaltigkeit bedeutet **Zielkonflikte**, nicht Harmonie.
- Gegenläufige Interessen erfordern **aktive Abwägung und Priorisierung**.
- Balance statt Einseitigkeit: **Einhaltung von Mindeststandards** in Umwelt, Wirtschaft und Gesellschaft sind unverhandelbar.



Pensionskassen im Zielkonflikt – ESG blendet die Vermögenssicherung aus

Finanzielle- vs. Nachhaltigkeitsziele – schematische Darstellung



ASIP-Wegleitung 2022 – Verbindung zw. Vermögen und Nachhaltigkeit

Wesentliche Unterscheidung ist Finanzielle Wesentlichkeit und Wirkungsrelevanz

Finanzielle Wesentlichkeit «financial materiality»

- Systematischer Einbezug von ESG-Risiken und –Chance in die Anlageentscheidung mit dem Ziel, die **risikobereinigte Rendite** zu steigern. **ESG-Integration selbst ist nicht auf die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen ausgerichtet**
- **Nachhaltigkeitswirkung ist implizit**
- **ESG-Risiken:**
 - ESG-Risiken sind «materiell», wenn sie sich auf den finanziellen Wert einer Anlage auswirken (können)
- **ESG-Chancen:**
 - Unternehmen mit einer geringen Nachhaltigkeits-Performance können als interessante Anlagemöglichkeit eingestuft werden, wenn das erwartete Risiko / Rendite-Profil attraktiv ist

Wirkungsrelevanz «impact materiality»

- Im **Investitionsprozess** ist **Nachhaltigkeit als «Output»** der Investitionsentscheidung zu verstehen. Der Kontext zur Beurteilung ist die tatsächliche Nachhaltigkeitswirkung in Bezug auf **Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung**
- **Nachhaltigkeitswirkung ist explizit**
- Unterscheidungsmerkmal ist:
 - die **Intentionalität** der Wirkung durch eine Investition
 - die **Messbarkeit** der Wirkung

Doppelte Materialität: verfolgt das Ziel ein **marktkonformes Rendite-Risiko-Verhältnis** zu erwirtschaften und eine **positive** umwelt- und sozialrelevante **Wirkungsbilanz** aufzustellen.

Doppelte Materialität – Eine portfoliotheoretische Betrachtung des Zielkonflikts



Klassische Portfoliooptimierung: Zielkonflikt zw. Rendite und Risiko

ESG-Integration – beeinflusst die ex ante-Einschätzung zu Rendite und Risiko

Erwartete Rendite

Risiko und Risikoaversion

$$\max_{x \in X} \left(x' \mu - \frac{\gamma}{2} x' \Sigma x \right)$$

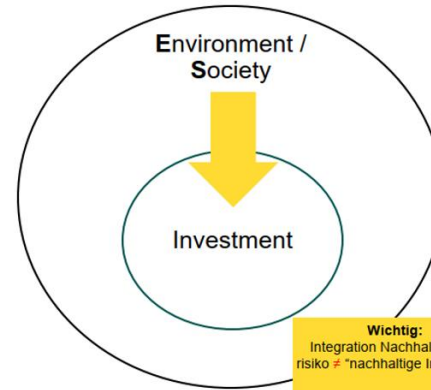
x – Gewichte der Anlagen
 μ – erwartete Rendite der Anlagen
 γ – Risikoaversionsparameter
 Σ – Kovarianzmatrix der Anlagen

ESG-Integration ist die Nutzung bewertungsrelevanter Informationen für Investitionsentscheidung.

Traditionelle Portfolio Optimierung (ALM-Studie)

- **ESG** – Informationen beeinflussen direkt:
 - i. die **Erwartete Rendite**
 - ii. das **Erwartete Risiko**
 - iii. aber **nicht** die ESG-Wirkung

→ **Nachhaltigkeitsrisiko:** „ein Ereignis oder eine Bedingung in den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, dessen beziehungsweise deren Eintreten tatsächlich oder potenziell wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnte“ (SFDR; vergleichbare Definition in der SBVg-Selbstregulierung)



Wichtig:
Integration Nachhaltigkeits-
risiko ≠ "nachhaltige Investition"

AMAS Selbst-Regulierung 2.2* – Erhebliche Vorteile gegenüber EU...

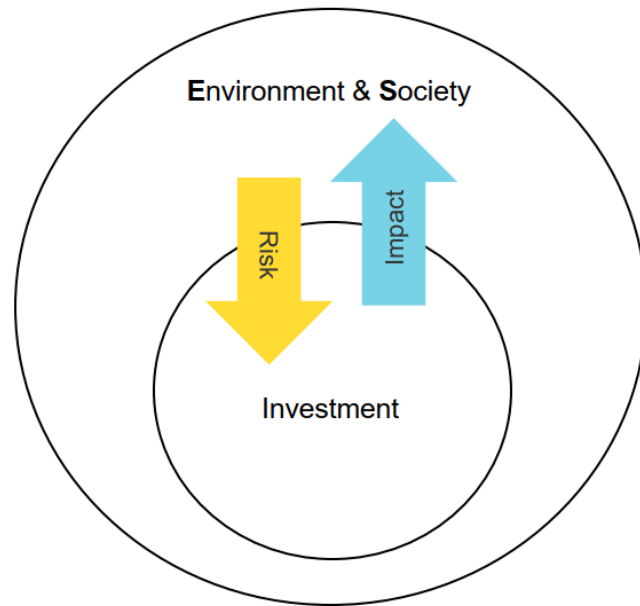
...durch stärkere Fokussierung. Wie sieht die Umsetzung im Portfolio aus?

Mindestens **eines der folgenden Nachhaltigkeitsziele** für **mindestens 70% seiner Vermögenswerte** verfolgt:

- i. **Verträglichkeit** (inkl. Transition) mit **einem oder mehreren** spezifischen **Nachhaltigkeitszielen**;
oder
- ii. **Beitrag** zur Umsetzung **eines oder mehrerer** spezifischer **Nachhaltigkeitsziele**.

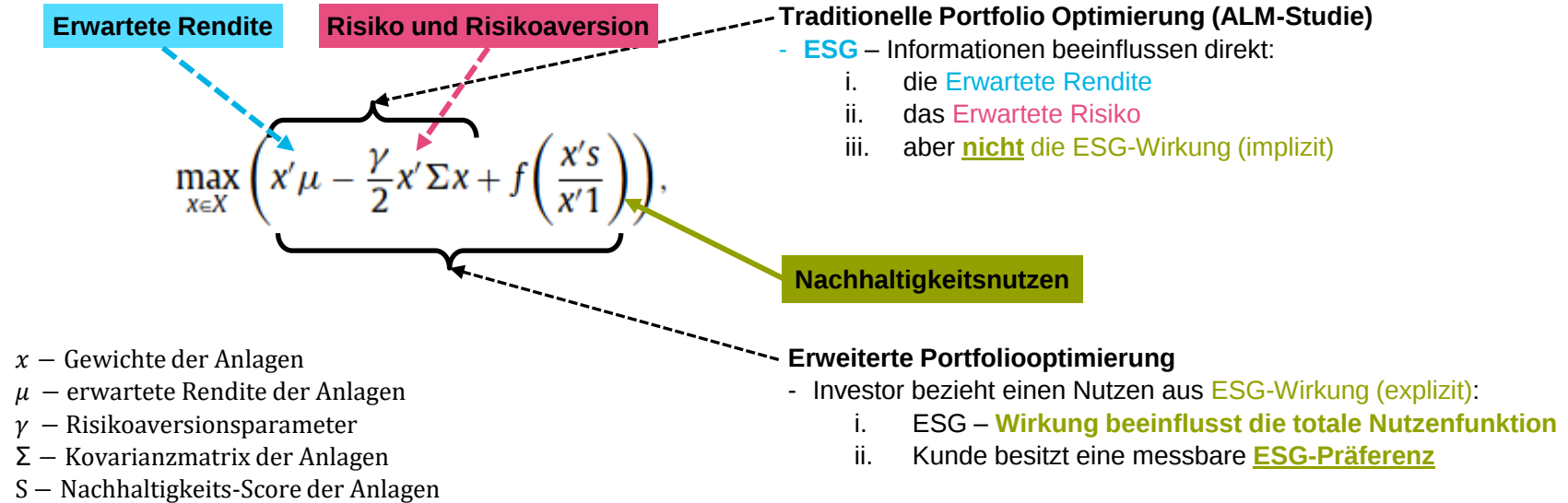
Das (die) verfolgte(n) Nachhaltigkeitsziel(e) wird (werden) definiert nach

- i. einem wohldefinierten Referenzrahmen; und
- ii. spezifischen **Indikatoren, die zur Messung und Überwachung** des(der) verfolgten(s) **Nachhaltigkeitsziel(en) geeignet sind**.



*AMAS Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug vom 29.04.2024 – (Version 2.2).

Portfoliotheorie: Einbezug von Nachhaltigkeitszielen beeinflusst das «traditionell» optimale Portfolio und erzeugt einen Zielkonflikt zw. Rendite/Risiko u. Wirkung



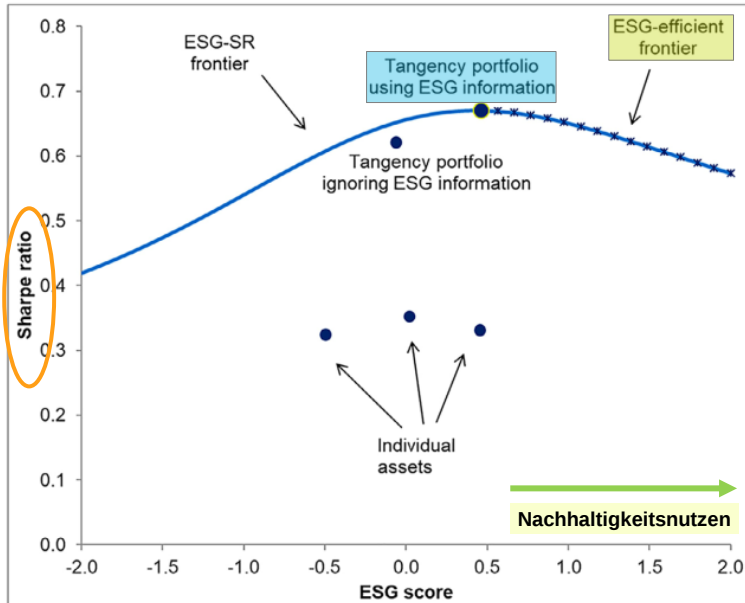
Der Einbezug von Nachhaltigkeitszielen setzt einen erzielbaren (nicht-monetären) Nutzen aus der Wirkung voraus, der den Zielkonflikt zw. Rendite/Risiko und Wirkung beeinflusst!

Quelle: Pedersen et al. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of financial economics*, 142(2), 572-597.

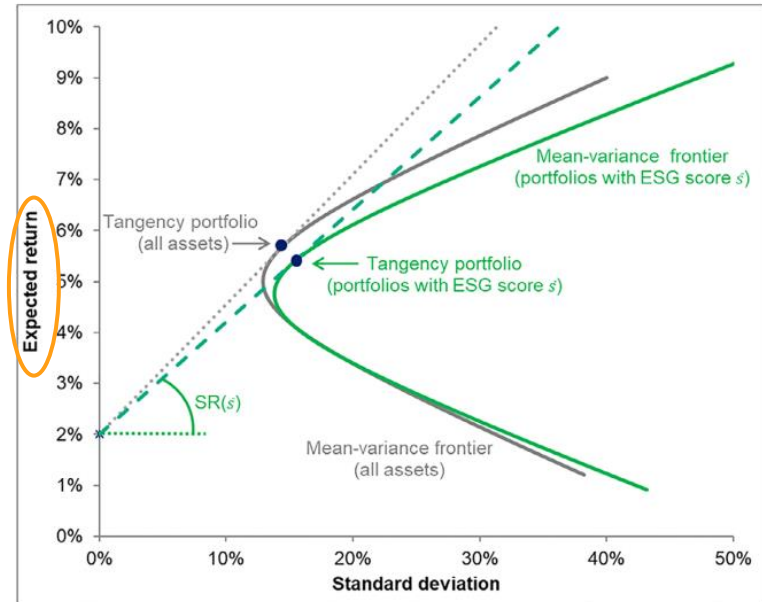
Grafische Darstellung des inhärenten Zielkonflikts

Je grösser der erzielte Nachhaltigkeitsnutzen, desto geringer das Sharpe Ratio

Panel A: ESG-efficient frontier



Panel B: Mean-variance frontiers for all assets and portfolios with certain ESG score



Quelle: Pedersen et al. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of financial economics*, 142(2), 572-597.

Für die Portfoliosteuerung sind Nachhaltigkeitspräferenzen zentral...

...doch die Regulierung liefert bislang kaum Orientierung oder operative Unterstützung

ASIP ESG-Wegleitung für Schweizer Pensionskassen 2022

„Für die Umsetzung ist ein gemeinsames Nachhaltigkeitsverständnis innerhalb des obersten Organs unabdingbar. Entscheidend sind die Wertvorstellungen und Präferenzen der Mitglieder der obersten Organe der PK.

Wir ermuntern Sie, diese Diskussion in Ihren Gremien zu führen.“

MiFID II Nachhaltigkeitspräferenzen

Art. 2(7) MiFID II DelReg

„**Nachhaltigkeitspräferenzen**“ die Entscheidung eines Kunden oder potenziellen Kunden darüber, *ob und, wenn ja, inwieweit* eines oder mehrere der folgenden Finanzinstrumente in seine Anlage einbezogen werden sollen:

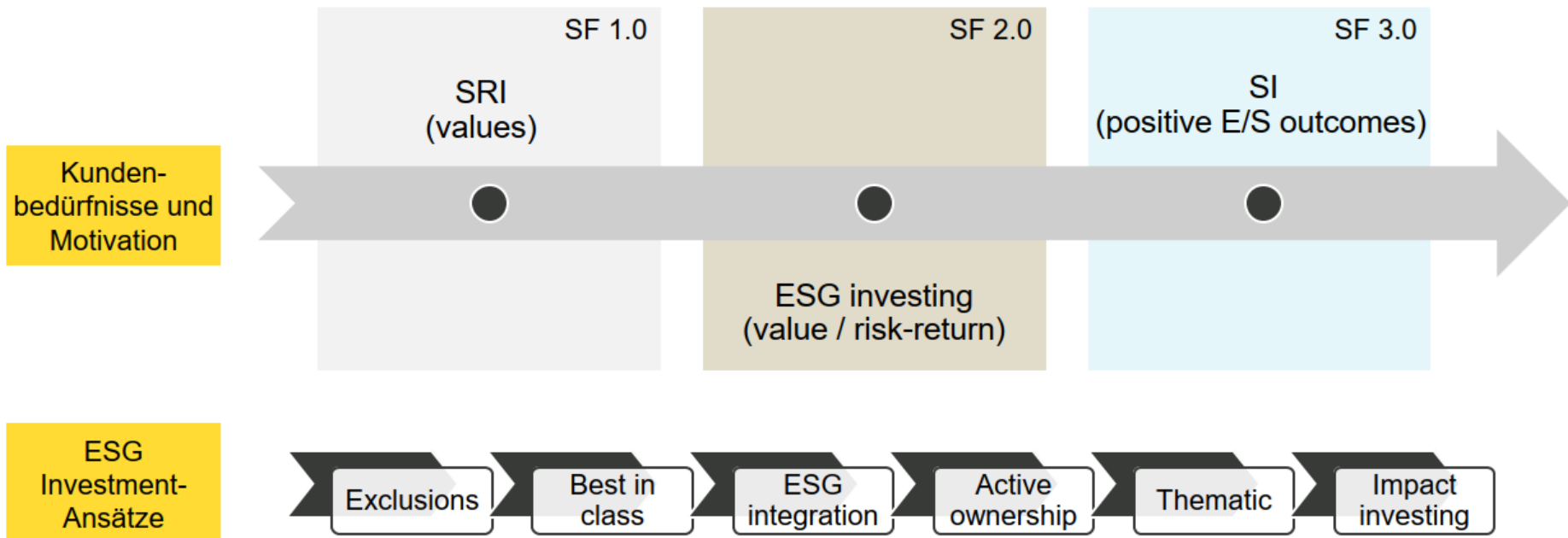
- a) ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein **Mindestanteil in ökologisch nachhaltige Investitionen** im Sinne von Artikel 2 Nummer 1 der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates (1) angelegt werden soll;
- b) ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein **Mindestanteil in nachhaltige Investitionen** im Sinne von Artikel 2 Nummer 17 der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates (2) angelegt werden soll;
- c) ein Finanzinstrument, bei dem die **wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt** werden, wobei die qualitativen oder quantitativen Elemente, mit denen diese Berücksichtigung nachgewiesen werden, vom Kunden oder potenziellen Kunden bestimmt werden; *(Hervorhebungen hinzugefügt)*

Regulierungstrends: Auswirkungen auf die Portfolioverwaltung



AVADIS

Kick-off: Der ESG Investing-Markt und was ihn bewegt



Abkürzungen:

SRI – Socially Responsible Investing

ESG – Environmental, Social, Governance

SI – Sustainable Investing

SF – Sustainable Finance

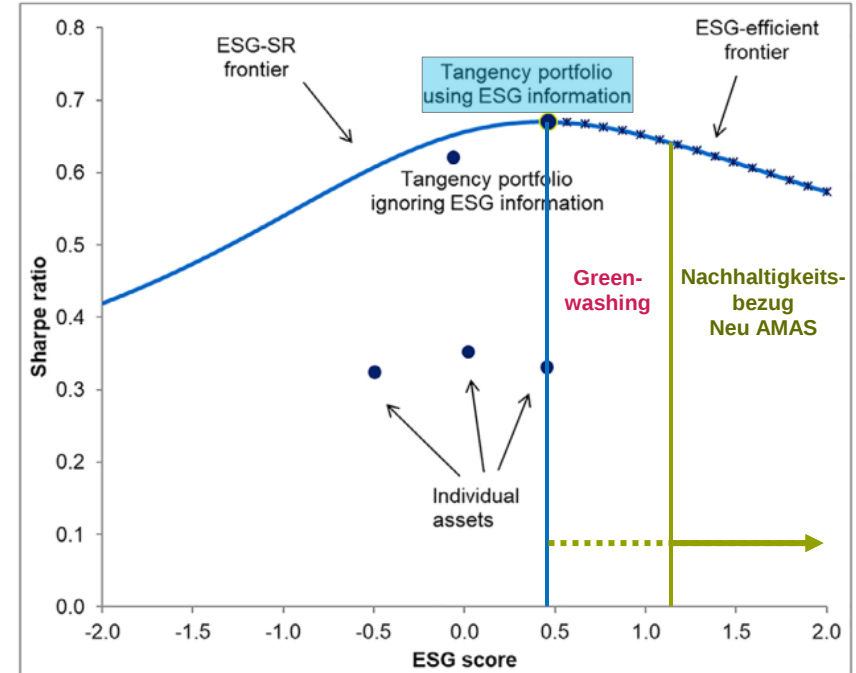
Trend zu mehr Wirkung bei Anlagen mit Nachhaltigkeitsbezug

...führt zu grösserer Abweichung vom optimalen Portfolio ohne Nachhaltigkeitsbezug

Beispiel: AMAS-Selbstregulierung*:

Ein Kollektivvermögen **darf nicht [mehr] als nachhaltig dargestellt werden**, wenn nur die folgenden Nachhaltigkeitsansätze (alleine oder zusammen) angewendet werden:

- **ESG-Integration**
- **Ausschlüsse**
- **Stimmrechtsvertretung**



*AMAS Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug vom 29.04.2024 – (Version 2.2).

Trend zu mehr Impact – bleibt der Kurs regulatorisch bestehen?

Fehlende Evidenz für Wirkung bei Best-in-Class-Ansätzen

- SRI-Fonds investieren bevorzugt in Unternehmen mit besserem Umwelt- und Sozialverhalten.
- Kein nachweisbarer Einfluss auf das tatsächliche Verhalten der investierten Unternehmen.
- Kein Greenwashing, aber mögliches „**Impact Washing**“ – Wirkung wird betont, ohne reale Veränderung.

JOURNAL ARTICLE

Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior? [Get access >](#)

Davidson Heath, Daniele Macciocchi, Roni Michaely, Matthew C. Ringgenberg ✉

Review of Finance, Volume 27, Issue 6, November 2023, Pages 2057–2083,

<https://doi.org/10.1093/rof/rfad002>

Published: 06 February 2023 **Article history** ▼

“ Cite 🔑 Permissions ➦ Share ▼

Abstract

Using micro-level data, we examine the behavior of socially responsible investment (SRI) funds. SRI funds select firms with lower pollution, more board diversity, higher employee satisfaction, and better workplace safety. Yet, both in the cross-section and using an exogenous shock to SRI capital, we find that SRI funds do not significantly change firm behavior. Moreover, we find little evidence that they try to impact firm behavior using shareholder proposals. Our results suggest that SRI funds are not greenwashing, but they are impact washing; they invest in a portfolio of firms with better environmental and social conduct but do not follow through on their promise of impact.

Fazit – Sustainable Finance bleibt in Bewegung

Der Weg zu nachhaltiger Vorsorge ist noch nicht zu Ende

- **Selbstregulierung als Stärke:** Die Schweizer Lösung ist praxisnäher und operativ umsetzbarer als die EU-Regulierung.
- **Nachhaltigkeit ist kein harmonisches Konzept** – Zielkonflikte und Interessengegensätze erfordern bewusste Abwägungen und Kompromisse.
- **Treuhänderische Verantwortung im Fokus:** Das oberste Organ trägt die Verantwortung für eine nachhaltige, zukunftsorientierte Bewirtschaftung der Versichertenvermögen.
- **Nachhaltigkeitspräferenzen als Pflicht:** Die Definition klarer, messbarer Nachhaltigkeitsziele ist Teil der treuhänderischen Sorgfalt – und nicht delegierbar.
- **Fokussierung statt Überfrachtung:** Wenige, klar priorisierte Ziele erleichtern die wirksame Umsetzung.



Q&A

Dr. Marco Haase

Leiter Investmentoffice

Avadis Vorsorge AG

Zollstrasse 42 | Postfach | 8031 Zürich

T +41 58 585 33 55 | www.avadis.ch

Die in dieser Präsentation enthaltenen Angaben gelten nicht als Angebot und dienen lediglich Marketing- und Informationszwecken. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts wird keine Haftung oder Gewähr übernommen.

AVADIS