

LANGFRISTIGE UND NACHHALTIGE ALTERSVORSORGEINVESTMENTS

EINE STUDIE FÜHRENDER, EUROPÄISCHER PENSIONS FONDS

**IM AUFTRAG VON ASSET4
UND DES DEUTSCHEN BUNDESUMWELTMINISTERIUMS**

ERSTELLT VON DR. AXEL HESSE (SD-M)

MAI 2008



**Bundesministerium
für Umwelt, Naturschutz
und Reaktorsicherheit**

Impressum

Herausgeber:
ASSET4
Bahnhofstrasse 2
P.O. Box 126
CH-6301 Zug
Schweiz
Tel.: +41 41 729 30 40
Internet: www.asset4.com

Inhaltsverzeichnis

1	Zusammenfassung	4
2	Einleitung.....	7
3	Kurzfristige Ausrichtung von Finanzmärkten, Unternehmen & Pensionsfonds und deren Gründe.....	9
4	Langfristige Research- und Investmentstrategien.....	13
4.1	Bedarf und Verwendung langfristigen Researchs	13
4.2	Qualität verfügbarer Informationen der langfristigen Unternehmensbewertung	15
4.3	Gegenwärtige Anforderungen an ein langfristig, nachhaltiges Research	16
4.4	Zukünftig erwartete, langfristige, risikoadjustierte Out- oder Underperformance nachhaltiger Researchansätze	18
4.5	Erfolgsmessung für langfristige, nachhaltige Anlagestrategien	20
4.6	Möglicher und faktischer Anlagehorizont der untersuchten Pensionsfonds	22
5	Anreizstrukturen für mehr längerfristige Investments	24
6	Engagementformen für langfristige, nachhaltige Investments	28
7	Fiduciary Duty und nachhaltige Investments	34
7.1	Informationsgrundlagen zur Fiduciary Duty	34
7.2	Integration von Langfristigkeit und Nachhaltigkeit im Zielsystem der Pensionsfonds	43
8	Assetklassen.....	45
	Über den Autor	48
	Über ASSET4	48

1 Zusammenfassung

Die Mehrheit der Akteure an den Kapitalmärkten agiert heute zu kurzfristig. Dies überträgt sich auf die investierten Unternehmen, so dass selbst der Branchenverband der „Chartered Financial Analysts“ (CFA) eine Abkehr vom ausufernden Quartalsdenken fordert. Die Psychologie der Kapitalmärkte, zu kurzfristige Unternehmensbewertungen und zu kurzfristige Ausrichtungen der Vermögensverwalter sind nur drei wichtige Gründe, die es zu ändern gilt, um zu mehr Langfristigkeit im System zu gelangen. Denn schon Rappaport, der Erfinder des „Shareholder Value“ stellte fest, dass die Betonung bei diesem Konzept auf langfristig erzielten Kapitalflüssen der Unternehmen zu liegen habe.

Das 21. Jahrhundert steht im Zeichen des international vereinbarten Leitbilds einer „nachhaltigen Entwicklung“ („Sustainable Development“). Umweltschutz (z.B. beim Klimawandel) und Armutsbekämpfung (z.B. mittels Mikrokrediten) werden zu immer wichtigeren Themen, wie die Friedensnobelpreise 2006 und 2007 zeigen. Je länger der Anlagehorizont eines Investors ist, umso vorteilhafter ist es für ihn, diesen langfristigen Werttreiber „Nachhaltigkeit“ in seine Investmentstrategien zu integrieren. Langfristige Investororientierung und Nachhaltigkeitskriterien im Investmentprozess beflügeln sich also gegenseitig.

Pensionsfonds sind sehr wichtige Akteure und häufig Vorreiter an den Finanzmärkten. Zudem nimmt die kapitalgedeckte Altersvorsorge weiter an Bedeutung zu. Während zum Beispiel in Deutschland heute circa 85% der Alterseinkünfte umlagefinanziert sind, kommen nur 5% aus kapitalgedeckter betrieblicher und 10% aus privater Vorsorge. Experten halten einen Mix von 50% umlage- und 50% kapitalgedeckter Vorsorge für geeigneter. Insbesondere bei der kostengünstigen, betrieblichen Altersvorsorge, wie sie z.B. Pensionsfonds anbieten, ist daher hohes Wachstum zu erwarten. A.T. Kearney prognostiziert, dass die Vermögenswerte in der gesamten betrieblichen Altersvorsorge in Deutschland bis 2030 auf 4 Billionen Euro anwachsen werden.

Pensionsfonds können grundsätzlich langfristig investieren, da ihnen die Anspargelder für die Altersvorsorge der Begünstigten über Jahrzehnte zur Anlage zur Verfügung stehen. Und die Begünstigten haben ein hohes Interesse daran, ihren Ruhestand in einer intakten Umwelt und friedlichen Weltgemeinschaft verleben zu können.

In dieser Studie wurde untersucht, inwieweit Pensionsfonds – oder allgemeiner: Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge – zu langfristigeren und nachhaltigeren Investments beitragen (können). Für die vom Autor persönlich geführten Interviews wurden zehn europäische Pensionsfonds ausgewählt, welche einerseits hohe Anlagevolumina verwalten (insgesamt über 460 Milliarden Euro) und andererseits Vorreiter in der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien sind. Aus Sicht der Befragten kann festgestellt werden, dass ein Mehr an Nachhaltigkeitskriterien auch eine längerfristige Investmentausrichtung im Vergleich zu anderen Pensionsfonds mit sich bringt.

Zum Beispiel werden von den interviewten Pensionsfonds bzw. ihren beauftragten Vermögensverwaltern mehr langfristig ausgerichtete Unternehmensanalysen nachgefragt und verwendet, so dass deren Marktmacht auch zu mehr Angebot von Langfrist- und Nachhaltigkeitsinformationen führen wird. Am schlechtesten wird zur Zeit die Qualität langfristiger Nachhaltigkeitsinformationen in den Lage- bzw. Geschäftsberichten der Unternehmen beurteilt. Diese werden auch noch nicht hinreichend in konventionelle Unternehmensbewertungen integriert.

Allgemein würde eine Fokussierung auf die wichtigsten, branchenspezifischen „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs) den Anforderungen der Pensionsfonds und ihrer Vermögensverwalter an Unternehmensbewertungen am stärksten entsprechen. Die Pensionsfondsexperten sehen in SD-KPIs und deren Integration in konventionelle Unternehmensbewertungen zukünftig ein hohes Potential zur Erzielung von überdurchschnittlichen Renditen. Derzeit gibt es hingegen noch eine Vielzahl unterschiedlicher Konzepte für nachhaltige Investments, was auch der Hauptgrund dafür ist, dass deren Ergebnisse langfristig noch nicht hinreichend verglichen werden können. Grundsätzlich sollte ein Vergleich der Anlageerfolge über zehn oder mehr Jahre erfolgen. Für Pensionsfonds sollte dabei ein Erfolgsmaßstab eine absolute Rendite sein, z.B. vier Prozent über der Inflationsrate.

Der mögliche Anlagehorizont der interviewten Pensionsfonds, der als Anlagedauer zur Verfügung steht, beträgt durchschnittlich 23 Jahre. Faktisch werden die getätigten Investments aber deutlich kürzer gehalten, im groben Durchschnitt sechs Jahre. Aber auch sehr kurzfristige Investments für nur wenige Tage,

Stunden oder Minuten – z.B. bei „Tradingstrategien“ für Aktien – werden von Vermögensverwaltern für die Pensionsfonds getätigt. Ohne derartige „Tradingaktivitäten“ könnte die faktische Haltedauer der Vermögenspositionen also im Sinne eines tatsächlichen „Langfristinvestors“ deutlich länger ausfallen. Dies wird durch die Ankündigung der staatseigenen, französischen Bank, Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) von April 2008, einen „long-term investment club“ zu gründen, bestätigt. Der Generaldirektor von CDC und Präsident des Boards des französischen Pensionsfonds FRR möchte hierzu weitere Großinvestoren wie Pensionsfonds und souveräne Staatsfonds mit einbeziehen. – An die Vermögensverwalter könnten häufiger Mandate vergeben werden, welche ein langfristig orientiertes Investitionsverhalten favorisieren. Dies würde gleichzeitig auch indirekt zur verstärkten Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien führen.

Es wurden Anreizstrukturen bewertet, die zu mehr langfristigen Investments führen könnten. Längerfristige Verträge mit den Vermögensverwaltern erscheinen zum Beispiel ähnlich erfolgversprechend wie deren Co-Investments.

Bei den Formen des so genannten „Engagement“ gegenüber investierten Unternehmen wurde festgestellt, dass aktive Dialoge und die Nutzung der Aktionärsrechte sowie das Engagement für langfristige und auf Nachhaltigkeit abzielende Vergütungsstrukturen besonders geeignet sind, um zum langfristigen Erfolg der Investments beizutragen. Kooperationen verschiedener langfristiger Investoren – z.B. kleiner wie großer Pensionsfonds und -kassen – können den Erfolg des Engagements bei investierten Unternehmen erhöhen. Sie können aber auch dazu beitragen, dass das Angebot an Nachhaltigkeitsbewertungen von Unternehmen steigt. Engagement-Kooperationen können auch auf Änderungen in den (politischen) Rahmenbedingungen abzielen. Die Befragten halten mehrheitlich die Abschaffung eines jährlichen Garantiezinses für Pensionskassen – wie er etwa in Deutschland oder der Schweiz besteht – für geeignet, um die langfristigen und nachhaltigen Erlöse zu steigern. Grundsätzlich sollten langfristige und nachhaltige Investments durch die Rahmenbedingungen gefördert werden, etwa mittels einer Berichtspflicht zur Nachhaltigkeit innerhalb der Investitionsprozesse oder einer Pflicht zur Stimmrechtsausübung und entsprechender Berichterstattung. Auch dies würde Erträge und Nachhaltigkeit langfristig steigern.

Eine der wichtigsten Erkenntnisse der Studie ist, dass sich die Pensionsfonds zunehmend für allgemein bessere Rahmenbedingungen zugunsten einer nachhaltigen Entwicklung einsetzen, z.B. in Politik und Unternehmen. Am deutlichsten wird dies zur Zeit bei ihrem Einsatz für eine striktere Klimaschutzpolitik. Da die befragten Nachhaltigkeitspioniere alle bereits in Unternehmen investiert sind, die durch derart striktere Rahmenbedingungen überdurchschnittlich profitieren würden, würde sich dies besonders positiv auf die Erträge ihrer investierten Altersvorsorgevermögen auswirken. Diese sich gegenseitig verstärkende Sachlage könnte zu einem der dynamischsten Treiber der Politik für nachhaltige Entwicklung insgesamt werden.

Im Studienabschnitt zur so genannten „treuhänderischen Pflicht“ („fiduciary duty“) wurde deutlich, dass das überwiegend oberste Ziel der Pensionsfonds – die Erzielung einer hohen Altersvorsorgerendite für die Begünstigten – langfristig/generationenübergreifend eng mit den zwei Kernzielen einer nachhaltigen Entwicklung – Umweltschutz bzw. Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen und Armutsbekämpfung – verknüpft ist. Wenn alle Pensionsfonds der Industrieländer sich in ähnlicher Weise wie die befragten Vorreiter verhalten, wird daraus ein hoher direkter wie indirekter Einfluss zur Lösung dieser Herausforderungen resultieren. Die Einstellungen der Begünstigten zu Fragen des nachhaltigen Investments könnten noch intensiver von Pensionsfonds und -kassen erhoben werden. Wenn repräsentative Befragungen der eigenen Begünstigten stattfanden, so zeigten sich mehrheitlich hohe bis sehr hohe Zustimmungsqoten zu den Aktivitäten.

Aus den Informationsgrundlagen zur treuhänderischen Pflicht ergibt sich, dass Pensionsfonds klare Ziele für einen langfristigen Investmenthorizont definieren und die Beachtung materiell wichtiger Nachhaltigkeitsindikatoren festlegen müssen, da diese einen bedeutsamen Einfluss auf die Erträge der investierten Unternehmen haben können. Die befragten Pensionsfondsexperten halten außerdem eine Klarstellung der Gesetzgeber bzw. Regulierer, ob Nachhaltigkeitsziele durch Pensionsfonds oder -kassen berücksichtigt werden müssen, für wünschenswert, da dies der Rechtssicherheit diene.

Die Vermögenswerte der befragten Pensionsfonds werden derzeit durchschnittlich zu 51% in Aktien, zu 34% in Anleihen und zu 7% in Immobilien investiert. Insbesondere bei Aktien und Anleihen sind daher die stärksten Nachhaltigkeitsanstrengungen zu verzeichnen. Doch auch in die, vor dem Hintergrund eines

längerfristigen Anlagehorizonts, zu erhöhenden Anlageklassen Immobilien, nicht-börsennotierte Unternehmen („Private Equity“), Infrastruktur und Rohstoffe werden von den interviewten Pensionsfonds bereits dreistellige Millionenbeträge explizit nachhaltig investiert. So gehen diese Investitionen beispielsweise in Schwellenländern, in „highly rated green buildings“, in „Carbon Funds“ zur Reduktion von Treibhausgasen, in „CleanTech“, erneuerbare Energien, Mikrofinanzierungen und nachhaltige Forstplantagen. Und es wird einen weiteren Ausbau der Aktivitäten in diesen Anlageklassen geben. In dieser Studie wurden Vorreiter der europäischen Pensionsfonds untersucht. Es werden sich auch bald die anderen Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge, weitere Pensionsfonds, -kassen, Lebensversicherungen etc. zunehmend der Thematik längerfristiger und nachhaltiger Investments annehmen (müssen).

2 Einleitung

Die Akteure an den Kapitalmärkten agieren heute häufig zu kurzfristig. Dies überträgt sich auf die Unternehmen der Realwirtschaft. Die Umkehr dieses Trends wird immer häufiger gefordert und hat teils schon begonnen.

„Nachhaltige Entwicklung“ ist ein Langfrist-Konzept zur Erhaltung der Lebensgrundlagen und Armutsbekämpfung. Diese Themen werden global immer wichtiger, wie beispielhaft die beiden letzten Friedensnobelpreise für Klimawandel und Mikrokredite gezeigt haben.

Je länger der Anlagehorizont eines Investors ist, umso vorteilhafter ist es für ihn, diesen langfristigen Werttreiber „Nachhaltigkeit“ in seine Investmentstrategien zu integrieren. Langfristige Investmentorientierung und Nachhaltigkeitskriterien im Investmentprozess können sich also gegenseitig beflügeln.

Pensionsfonds sind sehr wichtige Akteure und häufig Vorreiter an den Finanzmärkten. Zudem gewinnt die kapitalgedeckte Altersvorsorge international weiter an Bedeutung. Während zum Beispiel in Deutschland heute circa 85% der Alterseinkünfte umlagefinanziert sind, kommen nur 5% aus kapitalgedeckter betrieblicher und 10% aus privater Vorsorge. Experten halten einen Mix von 50% umlage- und 50% kapitalgedeckter Vorsorge für geeigneter. Insbesondere bei der kostengünstigen, betrieblichen Altersvorsorge, wie sie z.B. Pensionsfonds anbieten, ist daher ein hohes Wachstum zu erwarten¹. A.T. Kearney prognostiziert, dass die Vermögenswerte in der gesamten betrieblichen Altersvorsorge in Deutschland bis 2030 auf 4 Billionen Euro anwachsen werden.

Pensionsfonds können grundsätzlich langfristig investieren, da ihnen die Anspargelder für die Altersvorsorge der Begünstigten über Jahrzehnte zur Anlage zur Verfügung stehen. Und die Begünstigten haben ein hohes Interesse daran, ihren Ruhestand in einer intakten Umwelt und friedlichen Welt erleben zu können.

In dieser Studie wird untersucht, inwieweit Pensionsfonds – oder allgemeiner Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge – zu langfristigeren und nachhaltigeren Investments beitragen (können). Aus einer früheren Studie des Autors zu den Nachhaltigkeitsaktivitäten der Pensionsfonds aus 13 Ländern weltweit², wurden zehn europäische Pensionsfonds ausgewählt, welche einerseits hohe Anlagevolumina verwalten (insgesamt über 460 Milliarden Euro) und andererseits Vorreiter in der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien sind. Mit den folgenden Pensionsfonds und Interviewpartnern wurden im Zeitraum Februar bis März 2008 Gespräche vom Autor persönlich geführt:

Pensionsfonds ³	Ort	Interviewpartner	Anlagevolumen
ABP	Schiphol	Rob Lake	191 Milliarden Euro
Zorg en Welzijn (PGGM Investments ⁴)	Zeist	Marcel Jeucken	90 Milliarden Euro
Ethos ⁵	Genf (Telefoninterview)	Jean Laville, Daniel von Moltke	1,5 Milliarden Euro
ERAFF	Paris	Erik Christiansen	4,7 Milliarden Euro
FRR	Paris	Nada Villermain-Lecolier Raoul Briet	34,5 Milliarden Euro
AP1	Stockholm	Nadine Viel Lamare	23,5 Milliarden Euro
AP4	Stockholm	Annika Andersson Arne Lööv	22,2 Milliarden Euro
USS	London	David Russell	37,9 Milliarden Euro
BTPS (Hermes ⁶)	London	Colin Melvin	56,9 Milliarden Euro
MetallRente ⁷	Berlin	Heribert Karch	1,1 Milliarden Euro

¹ Vgl. Hesse, A.: Sustainable Development Management – Politik- und Geschäftsfeld-Strategien für Banken, Münster 2007, S. 339.

² Vgl. Hesse, A.: Nachhaltige Investments bei Pensionsfonds und Pensionskassen International, im Auftrag von Swisscanto, Zürich 2007.

³ Im weiteren Verlauf der Studie wird meist einheitlich nur von „Pensionsfonds“ gesprochen. Die hier vermerkten Differenzierungen unterbleiben.

⁴ PGGM Investments verwaltet 90 Milliarden Euro. Der Hauptkunde ist der Pensionsfonds Zorg en Welzijn (PFZW).

⁵ Ethos, die schweizerische Stiftung für nachhaltige Entwicklung, wurde 1997 von zwei Genfer Pensionskassen gegründet und umfasst zur Zeit 79 institutionelle Investoren.

⁶ Hermes ist institutioneller Vermögensverwalter. Der Eigentümer und größte Kunde ist „British Telecom Pension Scheme“ (BTPS). Colin Melvin ist Chief Executive der „Hermes Equity Ownership Services Limited“ und beantwortete die Fragen aus Sicht von BTPS.

⁷ Die berücksichtigten Antworten beziehen sich auf den Durchführungsweg „Pensionsfonds“ der betrieblichen Altersvorsorge. Gemeinsam mit den beiden Durchführungswegen Pensionskasse und Direktversicherung erzielte die MetallRente bislang rund 1,1 Milliarden Euro an Beitragseinnahmen.

Den Interviewpartnern gilt der besondere Dank des Autors für ihre eingesetzte Zeit und die sehr wertvollen Kommentare, ohne die diese Studie nicht hätte erstellt werden können. Des Weiteren möchte sich der Autor bei Peter Kraneveld, International Pension Advisor für Prime BV, für den persönlichen Vorabtest des Fragebogens bedanken.

Die Aussagen der Studie können nicht nur für Pensionsfonds sondern auch für Pensionskassen, Lebensversicherungen und andere Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge von Bedeutung sein und die verstärkte Langfristigkeit und Nachhaltigkeit bei den Investments und damit in der Weltwirtschaft insgesamt unterstützen.

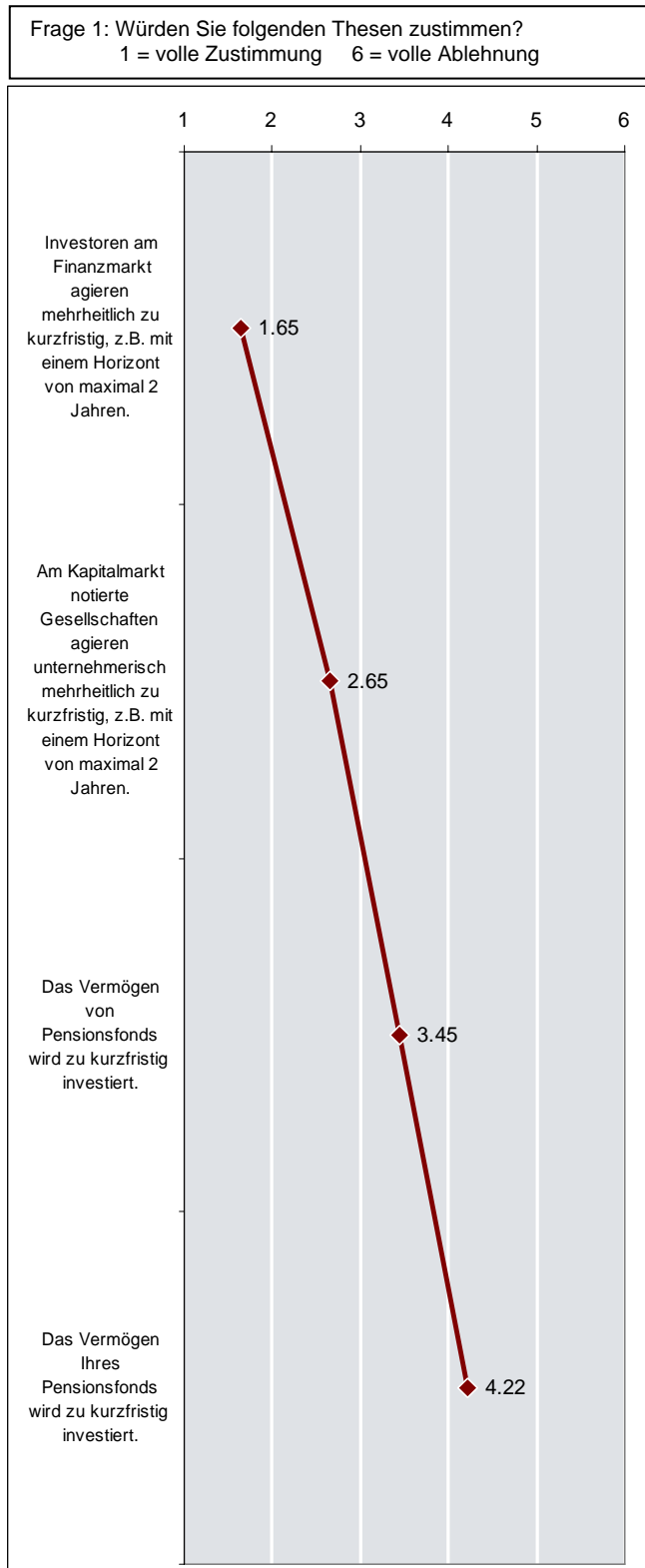
3 Kurzfristige Ausrichtung von Finanzmärkten, Unternehmen & Pensionsfonds und deren Gründe

Die Mehrheit der Akteure an den Finanzmärkten agiert zu kurzfristig. Diese These findet eine hohe bis sehr hohe Zustimmung bei den befragten Pensionsfondsmanagern. Dass dies grundsätzlich kein neues Phänomen ist, zeigt das folgende Zitat von Charles Henry Dow, Mitbegründer des Nachrichtenkonzerns „Dow Jones“: „Niemand, der Getreide anbaut, gräbt die Saat nach einem oder zwei Tagen wieder aus, um zu sehen, ob sie aufgegangen ist. Bei Aktien aber wollen die meisten Leute mittags ein Konto eröffnen und abends den Gewinn kassieren.“ [Ende des 19. Jahrhunderts]⁸

Grundsätzlich überträgt sich diese kurzfristige Ausrichtung der Investoren auch auf die Unternehmen, in die investiert wird (im Folgenden investierte Unternehmen genannt). Denn die Unternehmen tun meist das, was die Investoren wollen. Sind diese mehrheitlich an kurzfristigen Erträgen interessiert, führt dies auch zu kurzfristigerem Unternehmensverhalten. Die These, dass die am Kapitalmarkt notierten Unternehmen eher zu kurzfristig agieren, findet daher eine hohe Zustimmung. Allerdings wurde teils zwischen unterschiedlichen Ländern oder Branchen differenziert, in denen die Unternehmen besonders kurzfristig bzw. eher längerfristig orientiert seien.

In einer bis dahin einmaligen Aktion hat sich 2006 auch der Analysten-Branchenverband „Chartered Financial Analysts“ (CFA) mit seinen weltweit 86.000 Mitgliedern für eine Abkehr vom ausufernden Quartalsdenken in den Unternehmen stark gemacht⁹.

Die These, dass die Vermögensanlagen von Pensionsfonds im Allgemeinen zu kurzfristig investiert werden, wurde im Durchschnitt neutral bewertet, die einzelnen Antworten lagen hier aber weit auseinander. Kein Manager stimmte der These voll zu, sonst waren alle Meinungen zwischen 2 und 6 vertreten. Tendenziell werden die Pensionsfonds aus der angloamerikanischen Perspektive kurzfristiger agierend eingestuft, während sie sich etwa aus französischer Sicht eher langfristig investierend darstellen.



⁸ Dow, C. H., zitiert nach Storn, A.: Revolution an der Wall Street, in: Die Zeit, 24.7.2003, S. 24.

⁹ CFA Institute, Institute for Corporate Ethics: Breaking the Short-Term Cycle, Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value, 2006.

Die befragten Pensionsfonds sind europäische Vorreiter bezüglich der Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in den Investmentprozess. Da das Nachhaltigkeitskonzept selbst von langfristiger Natur ist, verwundert es nicht, dass die befragten Pensionsfonds ihr Vermögen tendenziell seltener als zu kurzfristig investiert betrachten. Im Vergleich zur Bewertung der Pensionsfonds im Allgemeinen (3,45) wird die These des zu kurzfristigen Investments der eigenen Vermögen mit 4,22 um 0,77 Bewertungspunkte stärker abgelehnt. Doch auch hier gibt es die gleichen Schwankungsbreiten zwischen 2 und 6. – Ethos konnte die letzte Frage nicht beantworten, da man im Auftrag einer Vielzahl anderer Pensionskassen nachhaltige Anlagedienstleistungen vollbringt.

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass mehr Nachhaltigkeitskriterien bei Pensionsfonds auch eine längerfristige Investmentausrichtung beflügeln.

Gründe für eine zu kurzfristige Ausrichtung der Finanzmärkte / Unternehmen

Bei der Bewertung der Gründe für eine zu kurzfristige Ausrichtung der Finanzmärkte, bzw. der Unternehmen zeigt sich ein recht einheitliches Bild: Kein Grund wurde von den befragten Pensionsfondsmanagern als sehr wichtig angesehen, aber alle als ähnlich wichtig mit Werten von 2,2 - 2,9. Es müssten also an vielen Stellen Änderungen vorgenommen werden, um insgesamt mehr Langfristigkeit zu erzielen.

Solche Änderungen werden zum Beispiel dadurch erschwert, dass die Mehrheit der Menschheit die Tendenz hat auf kurzfristige Sachverhalte zu fokussieren. Eine der wenigen Ausnahmen ist das Sparen für die Altersvorsorge selbst, wenn kurzfristige Einschränkungen für ein langfristiges Ziel in Kauf genommen werden. Daher können Pensionsfonds auch grundsätzlich längerfristiger agieren.

Auf Seiten der Unternehmen werden die dominante Rolle von Quartalszahlen und zu kurzfristige Anreizstrukturen z.B. bei der Managervergütung als Gründe genannt. Diese stehen in enger Verbindung zueinander. Tendenziell wurde von Interviewpartnern jedoch festgestellt, dass Bestrebungen zu „Good Corporate Governance“ wenigstens schon zu etwas längerfristigen Anreizstrukturen in Unternehmen beigetragen hätten. Grundsätzlich sei etwas mehr Langfristigkeit in europäischen Unternehmen im Vergleich zu denen in den USA festzustellen.

Auf der Seite der Researchanbieter sind kurzfristige Unternehmensbewertungen dominant, etwa indem einfach zu ermittelnde Quartalszahlen für „Discounted Cash Flow“ (DCF)-Modelle verwendet werden. Gleichzeitig wird durch kurzfristiges Research der Umsatz der Investmentbanken gesteigert, wobei auch Consultants und Asset Manager häufig umsatzgetrieben sind. Bei diesen beiden Akteuren sehen die Pensionsfondsmanager die wichtigsten Gründe für zuviel kurzfristige Investments. Sie müssten mehr längerfristige Mandate mit am längerfristigen, absoluten Ertrag orientierten Bonuszahlungen erhalten. Letzteres gilt teilweise auch für interne Asset Manager.

In der gegenwärtigen Praxis muss hingegen z.B. FRR die gesetzliche Vorgabe beachten, die externen Asset Manager „regelmäßig“ auszutauschen. Das führt in der Praxis zu Mandaten von drei bis maximal vier oder fünf Jahren.

Frage 2: Bitte bewerten Sie die folgenden Gründe für eine zu kurzfristige Ausrichtung der Unternehmen / Finanzmärkte bezüglich ihrer Bedeutung:
1 = sehr wichtig 6 = unwichtig



* überträgt sich auf investierte Unternehmen, z.B. Drei-Jahres-Rendite-Ziele mit kontinuierlichen Quartals-Performance-Reviews

Hedge Fonds gelten überwiegend als kurzfristig orientierte Investoren. Es gibt jedoch auch Ausnahmen¹⁰. Dies gilt in noch stärkerem Maße für die Assetklasse Private Equity, die in der öffentlichen Wahrnehmung als kurzfristig agierende „Heuschrecke“ bezeichnet wird. Gerade in diese Klasse werden teils auch besonders langfristige Investments getätigt werden. FRR hat in seiner Investmentpolitik explizit festgelegt, nicht in Hedge Fonds zu investieren, da deren zu kurzfristiger Anlagehorizont sich nicht mit der langfristigen Ausrichtung des Fonds decke.

Grundsätzlich kann festgestellt werden, dass die meisten der obigen Gründe wechselseitig verbunden sind. Am ehesten haben per Definition langfristige Investoren – wie Pensionsfonds – die Möglichkeit vom Anfang der Kette her diese zu mehr Langfristigkeit zu bewegen. Die tatsächliche Tendenz hierzu ergab sich auch aus den geführten Interviews.

Noch 1999 beschrieb von Weizsäcker es als „tragische Ironie“, dass ausgerechnet Altersvorsorgeeinrichtungen wie Pensionsfonds und -kassen weltweit den Shareholder-Value-Imperativ mit kurzfristigem Denken und damit negativen Folgen in der Wirtschaft verbreitet hätten¹¹. Dabei kritisierte Rappaport, der „Erfinder“ des Shareholder Value, 1998 in der zweiten Auflage seines 1986er Standardwerks *„a short-term earnings orientation“*, *„shortsighted focus on the current stock price“* sowie *„an obsessive fixation on earnings per share“* und betonte *„emphasis on long-term cash flow is the essence of the shareholder value approach“*¹².

¹⁰ Hedge Fonds können grundsätzlich nach drei Strategietypen systematisiert werden: Arbitragestrategien, opportunistische Strategien und unternehmensbezogenen Strategien. Insbesondere letztere können Short- (für nicht-nachhaltige Unternehmen) / Long- (für nachhaltigere Unternehmen) Strategien nutzen. Ein weiterer strategischer Bestandteil für Hedge Fonds mit Nachhaltigkeitsfokus kann die aktive Einflussnahme auf nachhaltigere Strategien der investierten Unternehmen sein. Beispiele für solche Hedge Fonds gibt es bereits einige. Vgl. Hesse, A.: Sustainable Development Management – Politik- und Geschäftsfeld-Strategien für Banken, Münster 2007, S. 360ff.

¹¹ Vgl. Strässle, R.: (Noch) wenig genutzte Macht, in: Umwelt Focus, Oktober 1999, S. 10.

¹² Rappaport, A.: Creating Shareholder Value – A guide for managers and investors, 2. A., New York 1998, S. 1, S. 3, S. 7 und S. 13.

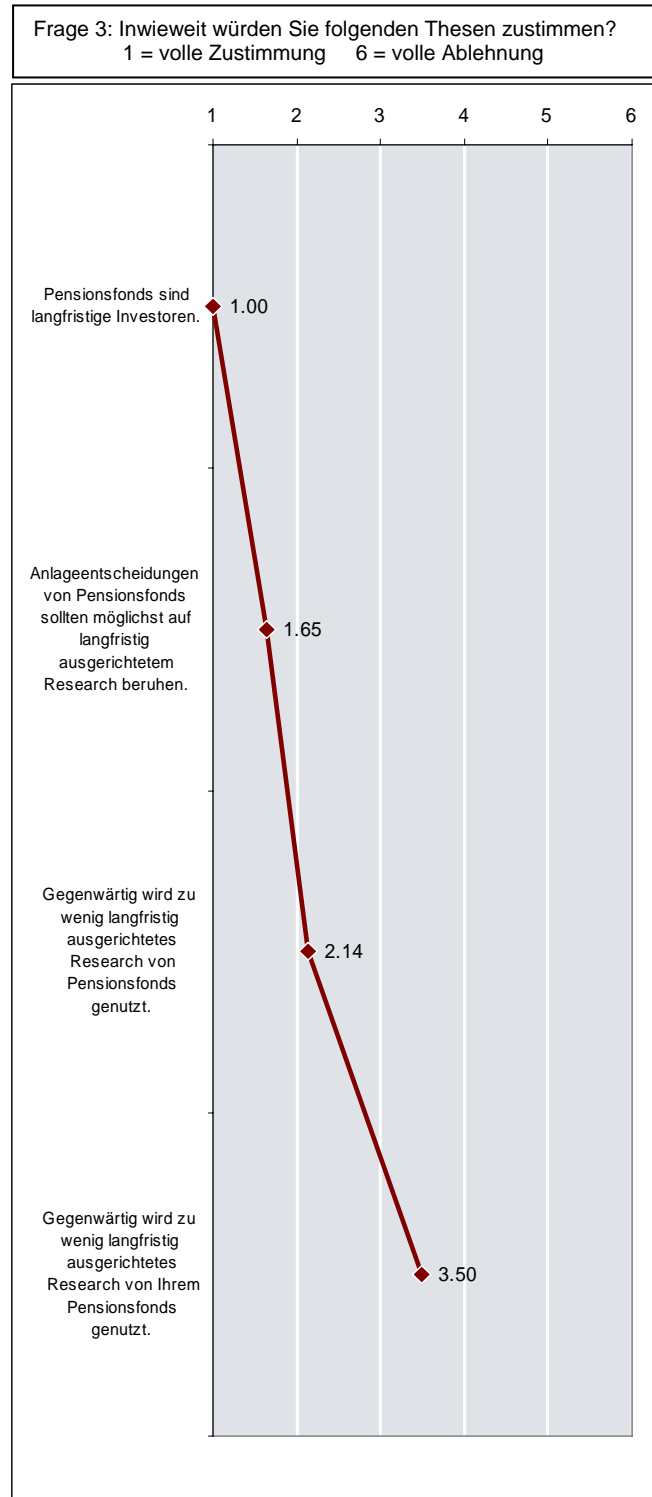
4 Langfristige Research- und Investmentstrategien

4.1 Bedarf und Verwendung langfristigen Researchs

Pensionsfonds sind langfristige Investoren. Diese These erscheint trivial und ihr wurde von allen Befragten voll zugestimmt. Was in der Theorie und aus der Definition der langfristigen Aufgabenstellung der Pensionsfonds heraus trivial erscheint, heißt aber noch lange nicht, dass die Pensionsfonds wirklich vollumfänglich langfristig und nachhaltig agieren. Täten sie das, hätte es beispielsweise keines Wettbewerbs von USS für ein fiktives Mandat bedurft, mit dem Titel „Investing Pension Funds as if the Long Term Really Did Matter“¹³. Der hieraus entstandene „Marathon Club“ erarbeitete eine „Guidance Note for Long-Term Investing“¹⁴. Und auch ein Sustainability Leadership Forum widmete sich der Thematik „From Short- to Long-Term: Who Cares?“¹⁵.

Die Befragten stimmten in hohem Umfang der These zu, dass die Anlageentscheidungen von Pensionsfonds möglichst auch auf langfristig ausgerichtetem Research beruhen sollten. Teils wurden hierbei geringe Einschränkungen gemacht: Wenn z.B. das Asset Liability Management für einige kurzfristige Verbindlichkeiten nur kurzfristige Investments nahelege oder z.B. 10% der taktischen Allokation auch zu kurzfristigen Investments wie Trading genutzt werden könnten, so brauche es hierfür zusätzlich kurzfristiges Research. Auch für langfristig intendierte Investments bedürfe es zum Zeitpunkt des Kaufs des richtigen, kurzfristigen Timings. Allerdings zeigen Untersuchungen, dass Timinggesichtspunkte umso unwichtiger werden, je länger der Investmenthorizont ist.

Die Befragten stimmten zu, dass Pensionsfonds im Allgemeinen (bzw. die meist von ihnen beauftragten, externen Asset Manager) noch zu wenig langfristig ausgerichtetes Research nutzen. Die hier befragten Vorbilder für nachhaltige Pensionsinvestments bewerten die Frage für ihre eigenen Häuser im Durchschnitt neutral, aber mit einer großen Varianz von voller Zustimmung (z.B. aus England) bis zu voller Ablehnung der These (z.B. aus Schweden).



¹³ Vgl. Universities Superannuation Scheme, Hewitt Bacon & Woodrow: Investing Pension Funds as if the Long Term Really Did Matter, London 2004.

¹⁴ Vgl. Marathon Club: Guidance Note for Long-Term Investing, London 2007.

¹⁵ Vgl. The Sustainability Forum Zürich: From Short- to Long-Term: Who Cares? Institutional Investors, Beneficiaries and Investees in Dialogue, Symposium Report, Zürich 2007.

Grundsätzlich stellt das teils noch nicht hinreichend verfügbare Angebot für langfristig orientiertes Research eine sehr wichtige Barriere dar. Je mehr Research für nicht-/extrafinanzielle, langfristige und nachhaltige Aspekte angeboten wird, desto mehr würde dieses Research auch für die langfristigen Investments der Pensionsfonds genutzt werden – insbesondere wenn es materiell wichtige Auswirkungen aufzeige. Die Pensionsfonds bzw. deren beauftragte Asset Manager können hier mit ihrer Marktmacht noch deutlich mehr langfristiges Research einfordern.

4.2 Qualität verfügbarer Informationen der langfristigen Unternehmensbewertung

Verfügbarkeit und hohe Qualität materiell wichtiger, langfristiger Informationen sind eine Grundvoraussetzung für entsprechend langfristige Unternehmensbewertungen und Investments. Die bereitgestellte Qualität der Informationen von Unternehmen selbst bzw. von Researchanbietern wird bislang nur als befriedigend bis ausreichend bewertet. Es besteht grundlegender Verbesserungsbedarf. Ein Hemmnis ist dabei sicherlich, dass längerfristig zukunftsorientierte, unsichere Informationen schwieriger – z.B. in Szenarien – aufzubereiten sind.

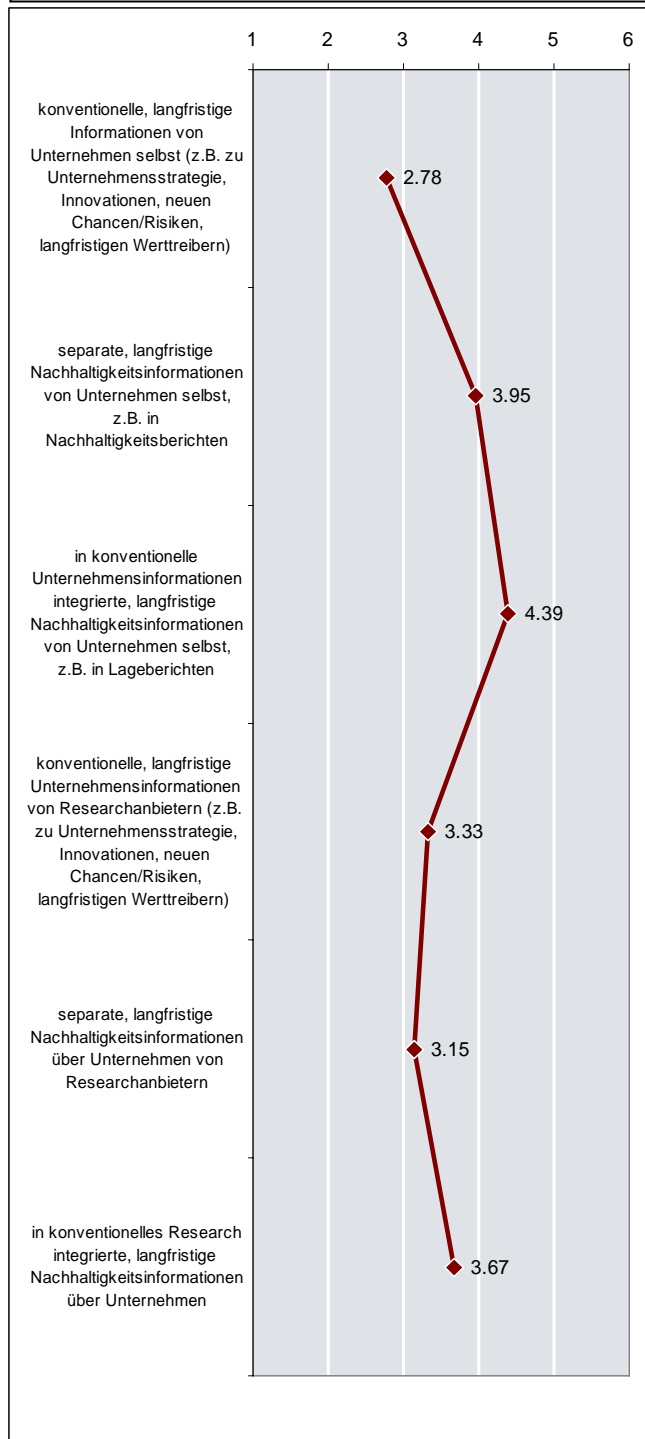
Die Pensionsfondsmanager empfinden konventionelle, langfristige Informationen von den Unternehmen selbst als etwas besser verglichen mit entsprechenden Angeboten von Researchanbietern (2,76 gegenüber 3,33). Im Gegensatz dazu werden separate sowie integrierte, langfristige Nachhaltigkeitsinformationen durchschnittlich von den Unternehmen selbst schlechter bereitgestellt als von Researchanbietern.

Es wurde ein starker Nachholbedarf insbesondere nach materiell wichtigen Nachhaltigkeitsinformationen von den Befragten ausgemacht (4,39). Solche Informationen werden erst seit wenigen Jahren z.B. durch die EU-Modernisierungsrichtlinie und entsprechend angepasste Gesetze der Mitgliedsländer (z.B. §§ 289, 315 des deutschen HGB) in Lageberichten der Unternehmen verlangt¹⁶. Doch auch die langfristigen Nachhaltigkeitsinformationen z.B. in separaten Nachhaltigkeitsberichten der Unternehmen werden nicht wesentlich besser bewertet. Zwar werden solche Reports schon länger publiziert, ihnen fehlt es aber häufig an knapp und gut aufbereiteten, materiell wichtigen Informationen (3,95).

Gegenwärtig wird die Qualität der materiell wichtigen, langfristigen Nachhaltigkeitsinformationen von separaten Researchanbietern durchschnittlich als befriedigend (3,15) eingeschätzt. Dies ist ein halber Bewertungspunkt besser als die Qualität entsprechender, in konventionelles Research integrierter Informationen (3,67). Teilweise sind aber Bestrebungen von konventionellen Analysten und deren Verbänden (etwa DVFA/EFFAS) zu erkennen, die Qualität hier zu verbessern¹⁷.

Frage 4: Wie beurteilen Sie die Qualität der verfügbaren materiell wichtigen Informationen der langfristigen Unternehmensbewertung?

1 = sehr gut 6 = ungenügend



¹⁶ Vgl. Hesse, A.: Langfristig mehr Wert. Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren mit Nachhaltigkeitsbezug auf dem Weg in die Geschäftsberichte deutscher Unternehmen, hrsg. v. Deloitte, Düsseldorf, München 2006, S. 5f.

¹⁷ Vgl. DVFA: KPIs for ESG, Frankfurt 2008.

4.3 Gegenwärtige Anforderungen an ein langfristig, nachhaltiges Research

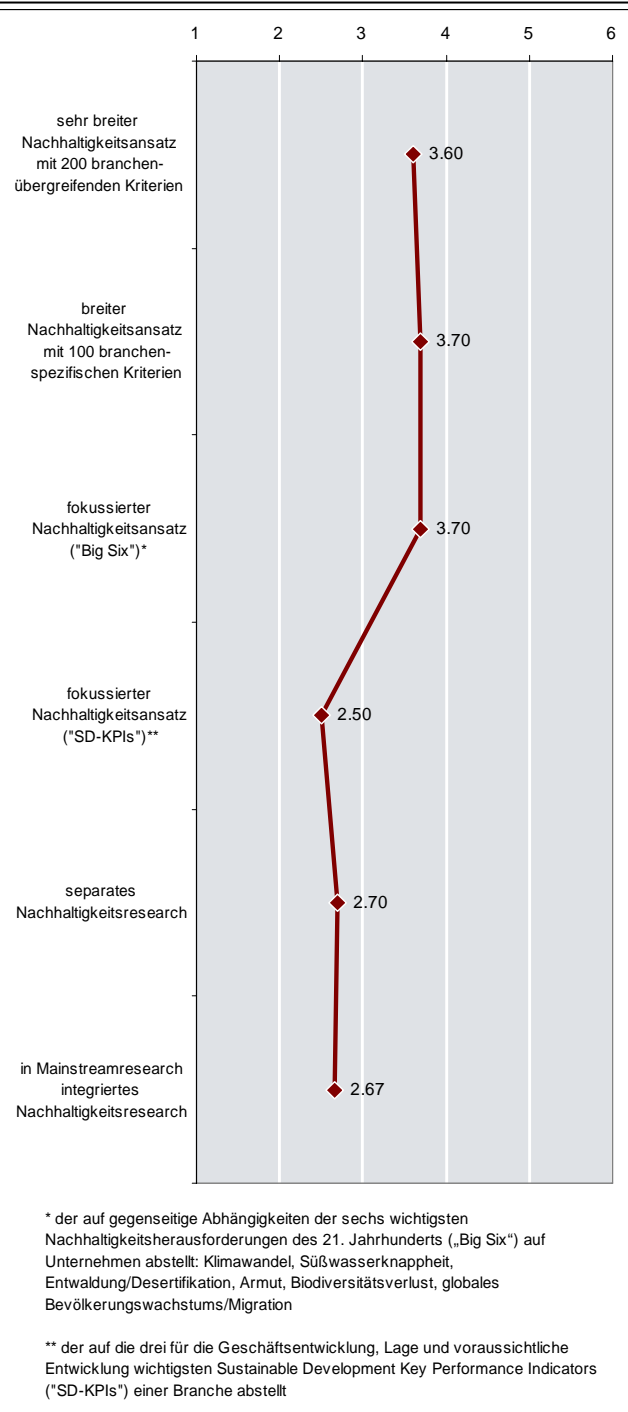
Betrachtet man die gegenwärtigen Anforderungen der für die befragten Pensionsfonds tätigen internen, bzw. externen Asset Manager an ein langfristig, nachhaltiges Research, so ergeben sich zwei Gruppierungen: (Sehr) breite Ansätze mit 100-200 Kriterien oder der vom Autor entwickelte „Big Six“-Ansatz¹⁸ entsprechen derzeit nur mittelmäßig den Anforderungen. Durchschnittlich gut bis befriedigend entsprechen hingegen die folgenden drei Ansätze den gegenwärtigen Anforderungen: Der vom Autor entwickelte, fokussierte Ansatz auf branchenspezifische „Sustainable Development Key Performance Indicators“ („SD-KPIs“¹⁹) sowie separates, als auch in das Mainstreamresearch (z.B. der großen Investmentbanken) integriertes Nachhaltigkeitsresearch.

Allerdings zeigen sich gegenwärtig erhebliche Varianzen in den Beurteilungen der einzelnen Ansätze durch die Pensionsfondsmanager: Die größten Abweichungen finden sich für die 200 branchenübergreifenden Kriterien, welche z.B. den Anforderungen von zwei Fonds sehr (1) und denen von zwei anderen Fonds gar nicht entsprechen (6). Ähnlich starke Abweichungen zeigen sich für den breiten Nachhaltigkeitsansatz mit 100 branchenspezifischen Kriterien und das separate Nachhaltigkeitsresearch. Das in das Mainstreamresearch integrierte Nachhaltigkeitsresearch wird zumindest von keinem der Pensionsfondsmanager als gar nicht den Anforderungen entsprechend (6) bewertet, während es zwei mit „sehr hohe Entsprechung“ (1) bewerten. Die geringsten Varianzen bei den Beurteilungen zeigen sich für das „Big Six“- und das „SD-KPIs“-Konzept.

Einige Pensionsfondsmanager sagten, dass sie gern anfänglich transparent – und nicht zu stark verdichtet – eine hohe Anzahl an Nachhaltigkeitsindikatoren bereitgestellt sehen möchten, im weiteren Verlauf des Investmentprozesses seien die Asset Manager aber in der Regel nur in der Lage einige wenige, besonders wichtige Indikatoren in die Anlageentscheidungen einzubeziehen. SD-KPIs seien dabei unter anderem für die quantitative Nutzung gut geeignet.

Frage 5: Welcher Ansatz entspricht am ehesten den gegenwärtigen Anforderungen Ihrer (mandatierten) Asset Manager an ein langfristig, nachhaltiges Research?

1 = sehr hohe Entsprechung 6 = keine Entsprechung



¹⁸ Vgl. Hesse, A.: Big Six – Die sechs wichtigsten globalen Herausforderungen für Sustainable Development im 21. Jahrhundert, Münster 2006 und Hesse, A.: Sustainable Development Management – Politik- und Geschäftsfeld-Strategien für Banken, Münster 2007, S. 71ff.

¹⁹ Vgl. Hesse, A.: Nachhaltig mehr Wert. Der Informationsbedarf von Investoren und Analysten nach branchenspezifischen „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs) in Lageberichten deutscher Unternehmen, hrsg. v. Deloitte, Düsseldorf, München 2007 und Baetge, J., Hesse, A.: Best Practices bei SD-KPIs – Beispiele guter Berichterstattung zu „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs) in Lageberichten 2006, hrsg. v. Deloitte, Düsseldorf, München 2008.

Teils sagten die Pensionsfondsmanager, dass die von ihnen beauftragten Asset Manager derzeit noch keine genauen Vorgaben bekämen, wie sie langfristige, nachhaltige Aspekte im Investmentprozess integrieren sollten. Dies förderte bislang sicherlich die Vielfalt der gegenwärtig benutzten Ansätze für das langfristig, nachhaltige Research. Für die Zukunft bleibt abzuwarten, ob sich die Vielfalt der Ansätze am Markt halten wird oder ob einzelne Ansätze an Bedeutung verlieren, während sich andere mehrheitlich durchsetzen werden.

4.4 Zukünftig erwartete, langfristige, risikoadjustierte Out- oder Underperformance nachhaltiger Researchansätze

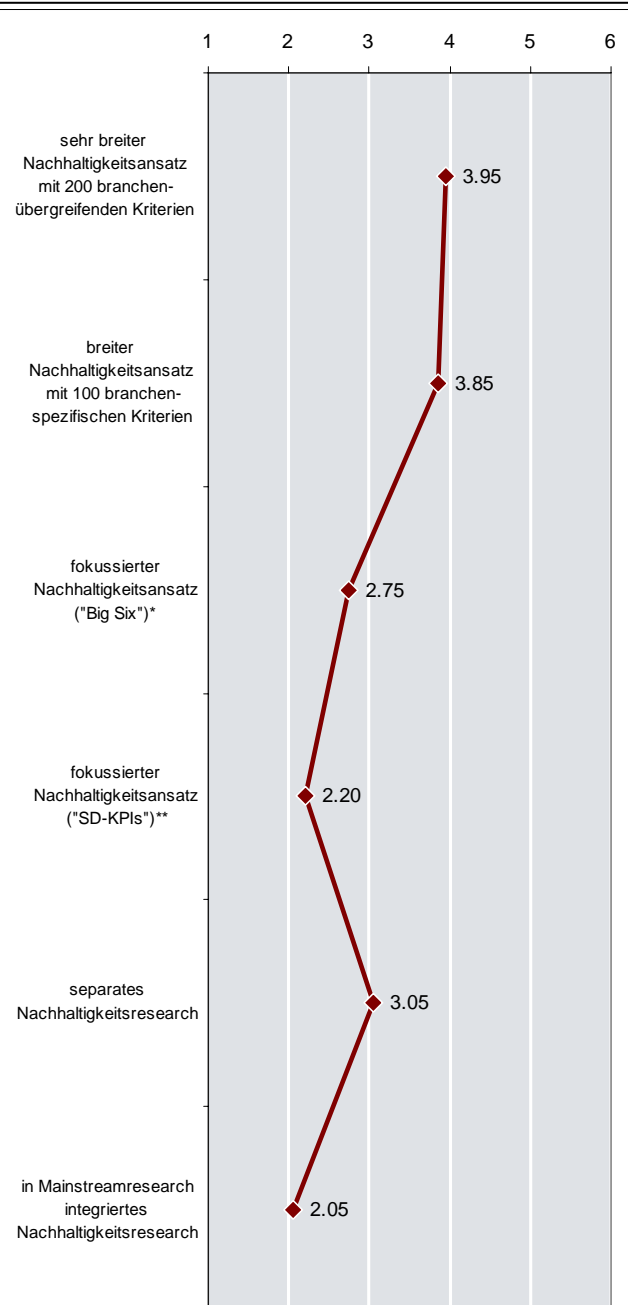
Das oberste Ziel der allermeisten Pensionsfonds ist das Erzielen einer hohen risikoadjustierten Performance für die Altersvorsorge der Begünstigten. Insofern ist die Frage nach einer langfristigen Performancewirkung von Nachhaltigkeitskriterien von besonderer Bedeutung. Daher wurden die Pensionsfondsmanager befragt, welche Ansätze von Nachhaltigkeitsresearch ihrer Meinung nach zukünftig langfristig zu risikoadjustierter Out- oder Underperformance führen werden.

Eine risikoadjustierte, leichte Underperformance erwarten die Befragten von (sehr) breiten Ansätzen mit 100-200 Kriterien. Hingegen wird eine risikoadjustierte Outperformance von fokussierten Ansätzen wie dem vom Autor entwickelten „Big Six“- (2,75) und „SD-KPIs“- (2,20) Konzept erwartet (vgl. Fußnoten 18 und 19). Während eine leichte, risikoadjustierte Outperformancewirkung (3,05) separiertem, hierauf spezialisiertem Nachhaltigkeitsresearch zugehört wird, zeigt sich die höchste, risikoadjustierte Outperformanceerwartung für das in das Mainstreamresearch integrierte Nachhaltigkeitsresearch (2,05; z.B. die Nutzung von ausgewählten Daten von separaten, spezialisierten Nachhaltigkeitsresearchanbietern oder selbst erhobenen Daten im Rahmen des konventionellen Research einer Investmentbank wie Merrill Lynch oder Goldman Sachs). Die höchste, risikoadjustierte Outperformance würde – aufgrund der Befragungsergebnisse – die Kombination „Integration von SD-KPIs in das Mainstreamresearch“ ergeben. Bei dieser Kombination sind auch die geringsten Abweichungen in den risikoadjustierten Outperformanceeinschätzungen der Pensionsfondsmanager festzustellen. Die höchste Varianz der Antworten erhielt das separate Nachhaltigkeitsresearch mit zwei Bewertungen von sehr wahrscheinlicher, risikoadjustierter Outperformance (1) bis zu einer Bewertung mit sehr wahrscheinlicher Underperformance (6). Eine Begründung dafür könnte sein, dass dieser Ansatz offen lässt, ob und wie das separate Research anschließend durch einen aktiven Asset Manager mit finanzmathematischem Sachverstand genutzt wird.

Mehrfach wurde erläutert, dass durch die Nachhaltigkeitskriterien eine Risikoreduktion erwartet würde. Diese führe zu einer höheren, risikoadjustierten Performance, selbst wenn die nicht-risikoadjustierte Rendite gleich bliebe.

Frage 6: Welcher der obigen Ansätze von Nachhaltigkeitsresearch wird Ihrer Meinung nach zukünftig langfristig zu risikoadjustierter Out- oder Underperformance führen?

1 = risikoadjustierte Outperformance sehr wahrscheinlich
6 = risikoadjustierte Underperformance sehr wahrscheinlich



* der auf gegenseitige Abhängigkeiten der sechs wichtigsten Nachhaltigkeitsherausforderungen des 21. Jahrhunderts („Big Six“) auf Unternehmen abstellt: Klimawandel, Süßwasserknappheit, Entwaldung/Desertifikation, Armut, Biodiversitätsverlust, globales Bevölkerungswachstums/Migration

** der auf die drei für die Geschäftsentwicklung, Lage und voraussichtliche Entwicklung wichtigsten Sustainable Development Key Performance Indicators ("SD-KPIs") einer Branche abstellt

Das früher oft zu hörende Argument, Nachhaltigkeitskriterien könnten das Investitionsuniversum verkleinern und somit das Risiko erhöhen, wurde nur noch von einem Befragten angeführt.

Häufig führten die Pensionsfondsmanager aus, dass es gegenwärtig noch zu wenig in das Mainstream-research integriertes Nachhaltigkeitsresearch gäbe. Tendenziell sei hier aber eine zunehmende Deckung der Nachfrage zu erkennen. Sollten die Erwartungen der Pensionsfondsexperten eintreffen, wird diese Art des integrierten Nachhaltigkeitsresearch mit sektorspezifischem Fokus etwa auf „Big Six“ oder „SD-KPIs“ allein schon aufgrund ihrer positiven, risikoadjustierten Performancewirkungen zukünftig deutlich an Bedeutung gewinnen. Und dies umso mehr, da sowohl dem „Big Six“- als auch dem „SD-KPIs“-Konzept zusätzlich eine gute Eignung für Engagementansätze – also die aktive Nutzung der Aktionärsrechte – z.B. für universelle Investoren wie große Pensionsfonds attestiert wurde.

4.5 Erfolgsmessung für langfristige, nachhaltige Anlagestrategien

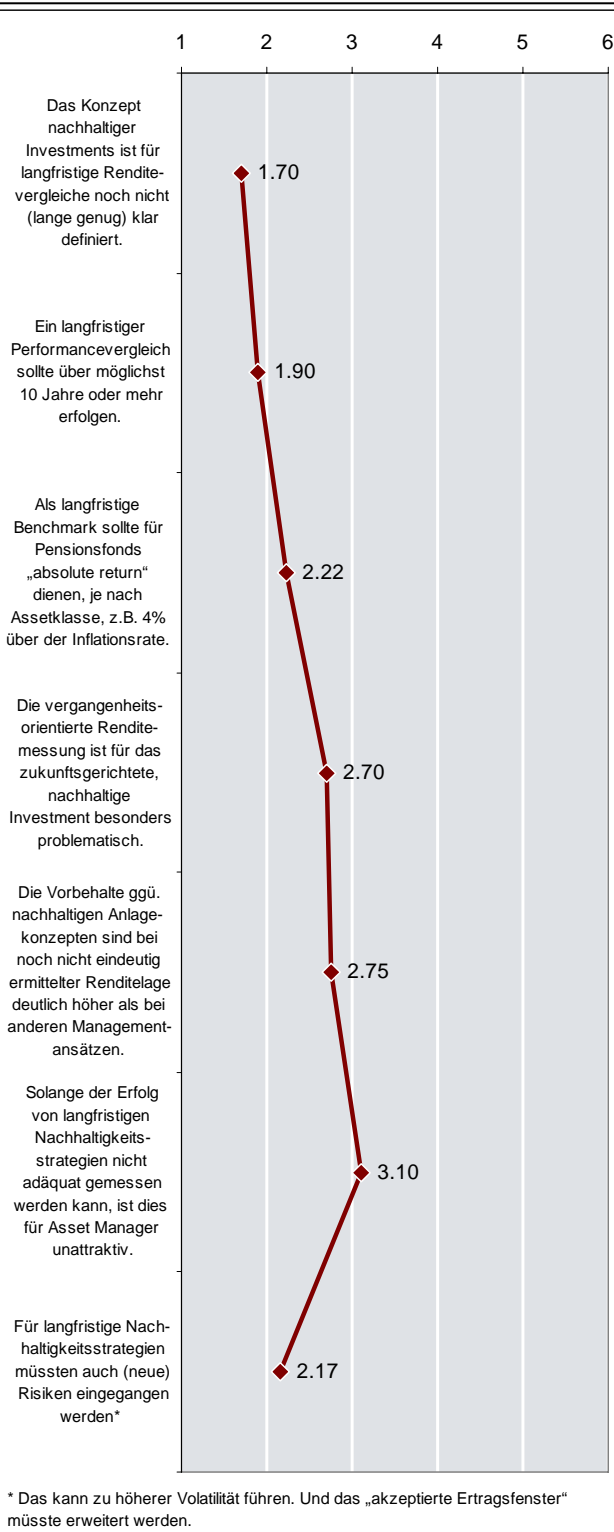
Die Messung des Anlageerfolgs ist grundsätzlich ein sehr wichtiger Bestandteil in der Prozesskette des Asset Management. Die Erfolgsmessung von langfristigen, nachhaltigen Anlagestrategien bereitet gegenwärtig teilweise noch Schwierigkeiten. Diese und mögliche Lösungsvorschläge sind hier in Thesenform aufgeführt. Die befragten Pensionsfondsmanager stimmten mit durchschnittlichen Werten von 1,7 bis 3,1 allen Thesen zu.

Die höchste Zustimmung erhielt die These, dass das Konzept nachhaltiger Investments für langfristige Renditevergleiche noch nicht (lange genug) klar definiert sei. Hierin spiegeln sich zwei Teilaspekte wider: Erstens werden unter dem Begriff des „nachhaltigen Investments“ gegenwärtig noch verschiedenste Research- und Anlagestile zusammengefasst. Bezüglich des Anlageerfolgs besteht daher die Gefahr „Äpfel mit Birnen“ zu vergleichen. Eine zukünftige Möglichkeit für die inhaltliche Annäherung der Konzepte könnten etwa die oben bereits genannten Fokussierungsansätze auf „Big Six“ oder „SD-KPIs“ sein. Zweitens ist eine langfristige Erfolgsmessung nur dann sinnvoll, wenn ein Konzept auch über möglichst zehn Jahre (vgl. These 2) konstant durchgehalten wurde. Da die ersten, nachhaltigen Investmentansätze erst vor rund zehn Jahren an den Markt kamen und seitdem meist auch größere, inhaltliche Änderungen erfuhren, ist die Erfolgsmessung gegenwärtig doppelt problematisch. Mit der zunehmenden Reife und Professionalisierung der Konzepte sollte diese heute noch wichtigste These zukünftig sukzessive an Bedeutung verlieren.

Als langfristige Benchmark soll ein „absolute return“ dienen. Hierin waren sich die Befragten interessanterweise sehr einig. Nur ein Manager lehnte diese These voll ab (6), sonst stimmten alle mit Werten von 1 oder 2 (voll) zu. Die Erkenntnisse des einflussreichen Myners-Reports scheinen die Pensionsmanager erreicht zu haben. Myners formulierte: „Objectives for the overall fund should not be expressed in terms which have no relationship to the fund's liabilities, such as performance relative to other pension funds, or to a market index“²⁰. – Letztlich müssen die Pensionsfonds ihre absoluten Verbindlichkeiten aus einer absolut erzielten Rendite bedienen. Zum Beispiel bezifferte ein Fonds diese absolut zu erzielende Rendite mit 4,5% p.a.

Frage 7: Der Erfolg von langfristigen Anlagestrategien nach dem Nachhaltigkeitsansatz kann teils noch nicht adäquat gemessen werden. Welchen der folgenden Aussagen aus diesem Kontext stimmen Sie (nicht) zu?

1 = volle Zustimmung 6 = volle Ablehnung



²⁰ Myners, P.: Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, London 2001, S. 148.

Die drei Thesen mit den niedrigsten Zustimmungswerten wiesen gleichzeitig auch die höchsten Abweichungen in den Antworten auf: Vergangenheitsorientierte, nachhaltige Renditemessung könne durchaus hilfreich sein, setze aber teils zusätzliches Experten-Know-how voraus. Andererseits würde gerade im Nachhaltigkeitsbereich häufig nicht nur in neue Konzepte, sondern auch in neue Unternehmen investiert, was das langfristige Backtracking erschwere oder verunmögliche. Aber der konventionelle „track record“ eines Asset Managers in der Vergangenheit könne als ein Kriterium für die Auswahl eines Nachhaltigkeitsmandat berücksichtigt werden. – Vorbehalte gegenüber nachhaltigen Anlagekonzepten und deren Renditen würden zwar teilweise noch bestehen, der Markt werde jedoch immer reifer und die Angebote professioneller. Zwei Pensionsfondsmanager betonten außerdem, dass die Einhaltung der (nicht- bzw. extrafinanziellen) Werte, welche Bestandteil nachhaltiger Investmentkonzepte sind, für sie von mindestens genauso hoher Bedeutung seien wie die finanzielle Performance. – Die zum Teil noch problematische Erfolgsmessung für nachhaltige Anlagekonzepte halte zwar einige, konventionelle „Mainstream“-Asset Manager vom Markteintritt ab. Entscheidend sei aber die Kundensicht. Da eine wachsende Kundengruppe, wie die hier befragten, volumenstarken Pensionsfonds, nachhaltige Investmentansätze nachfrage, wird dieser Markt für die Asset Manager insgesamt attraktiver.

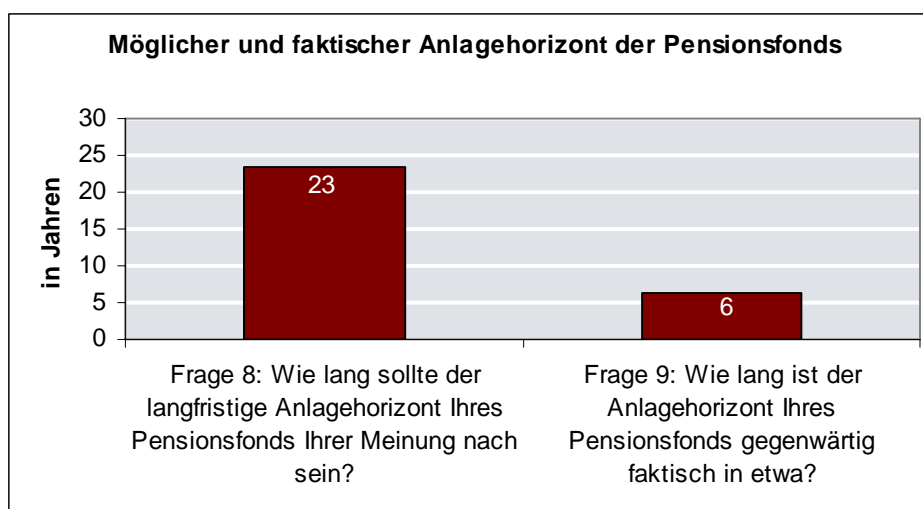
Für langfristige, nachhaltige Investmentstrategien sollte das „akzeptierte Ertragsfenster“, aus der Sicht aller befragten Pensionsfondsexperten, erweitert werden. Denn so würden langfristig erfolgversprechende Investitionen in alternative Assetklassen wie Private Equity und Infrastrukturinvestments sowie Nachhaltigkeits-Innovatoren erleichtert. Die eventuell höhere Volatilität könne mittels verstärkter Kommunikation durch den Fonds erläutert werden. Partiiell wäre eine Anpassung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Pensionsfonds bezüglich des „erweiterten Ertragsfensters“ notwendig.

4.6 Möglicher und faktischer Anlagehorizont der untersuchten Pensionsfonds

Dem Anlagehorizont kommt eine wichtige Bedeutung bei der Entwicklung einer Anlagestrategie zu. Er wird zumeist mit den folgenden ähnlichen, aber nicht deckungsgleichen Definitionen erläutert:

- (1) Der Anlagehorizont umfasst den *Zeitraum*, für den eine bestimmte Summe an Vermögen zur Anlage (grundsätzlich, theoretisch, maximal) *zur Verfügung* steht. Die Zeitdauer einer Anlage wird durch das Anlageziel vorgegeben, zum Beispiel im Rahmen der Altersvorsorgeinvestments durch den geplanten Renteneintritt.
- (2) Der Anlagehorizont umfasst den *Zeitraum*, in dem ein Anleger eine bestimmte Anlage mit großer Wahrscheinlichkeit *zu halten* beabsichtigt.

Nur wenn die einzelnen Investments auf den Anlagehorizont angepasst sind, kann eine Anlagestrategie dauerhaft erfolgreich sein. Generell wird zwischen einem kurz-, mittel- und langfristigen Anlagehorizont unterschieden. Als langfristiger Anlagehorizont kann ein Anlagezeitraum von mehr als fünf Jahren gelten. Für viele Anlageklassen wird eine Mindestanlagedauer empfohlen, zum Beispiel mindestens drei Jahre für einen Aktienfonds. Pensionsfonds können als langfristig orientierte Investoren grundsätzlich auf alle verfügbaren Assetklassen zurückgreifen. Durch deren systematische Auswahl und Gewichtung kann das Investmentportfolio unter Rendite- und Risikogesichtspunkten optimiert werden. Eine durchschnittliche Vertragslaufzeit von 30 Jahren führt beim Durchführungsweg „Pensionsfonds“ der Metallrente für die Mehrheit der Versorgungsanwärter, welche sich in der Ansparphase bis zur Vollendung des 55. Lebensjahres befinden, im Rahmen der strategischen Allokation zum Beispiel zu einer hohen Aktienquote von derzeit rund 80%.



Die Frage 8, „Wie lang sollte der langfristige Anlagehorizont Ihres Pensionsfonds Ihrer Meinung nach sein?“, zielte auf Definition (1) ab. Die Pensionsfondsmanager sollten hier die grundsätzlich mögliche Anlagedauer in Jahren benennen, welche für das Vermögen ihres Pensionsfonds zur Verfügung steht.

Meist orientieren sich die Pensionsfondsexperten an der Anzahl der Jahre, in denen die Begünstigten durchschnittlich Ansparbeiträge leisten werden – also vom Ansparbeginn bis zum Beginn der Pensionsauszahlung²¹. Staatliche Pensionspufferfonds wie etwa in Schweden oder Frankreich, die (noch) keine direkten Verbindungen zu einzelnen Begünstigten haben, benannten entsprechend gesetzte, strategische Zielwerte für die Dauer des langfristigen Anlagehorizonts. Aus allen Antworten ergab sich durchschnittlich eine mögliche Anlagedauer von 23 Jahren, wobei die Durchschnittsangaben zwischen minimal 10 und maximal 30 Jahren schwankten. – Für einen sogar noch deutlich längeren Anlagehorizont eines Pensionsfonds könnte argumentiert werden, dass dieser generationenübergreifend einen ähnlich hohen Bestand an Vermögensmassen aufweisen kann, da für in das Rentenalter eintretende Begünstigte ja gleichzeitig auch wieder junge Ansparer in das System eintreten.

²¹ Die Anspardauer einzelner Begünstigter variiert je nach Dauer von deren Zugehörigkeit zum jeweiligen Pensionsfonds zwischen etwa 10 und 50 Jahren.

Diese Ergebnisse zeigen deutlich, dass Pensionsfonds grundsätzlich langfristige Investoren sein können. Die Vermögensmassen stehen ihnen im Sinne der Definition (1) für 10 Jahre oder mehr zur Anlage zur Verfügung. Dies sollte entsprechend in den Zielsetzungen des Pensionsfonds, der strategischen Asset Allokation bzw. dem Asset Liability Management²² berücksichtigt werden.

Um den Ertrag der Begünstigten langfristig unter Rendite- und Risikogesichtspunkten zu optimieren, sollten für das Investmentportfolio insbesondere langfristige Assetklassen ausgewählt und mit einer hohen Gewichtung im Portfolio versehen werden.

Die Frage 9, „Wie lang ist der Anlagehorizont Ihres Pensionsfonds gegenwärtig faktisch in etwa?“, war auf Definition (2) ausgerichtet. Während es in Frage 8 darum ging, wie lange das Vermögen grundsätzlich maximal zur Anlage zur Verfügung steht, zielt Frage 9 also auf die tatsächliche Haltedauer der Vermögensanlagen ab. Der durchschnittlich angegebene Wert der Befragten liegt hier bei 6 Jahren. Die tatsächliche Haltedauer der Vermögensanlagen ist also etwa um den Faktor 4 kürzer als die theoretisch mögliche. Sie kann aber im Durchschnitt immer noch knapp als langfristig bezeichnet werden. Dieser nur der groben Orientierung dienende Durchschnittswert ist mehrfach erläuterungsbedürftig:

Zum einen schwanken die Angaben je nach Pensionsfonds. Weniger langfristig ausgerichtete Fonds nannten Haltedauern der Anlagen von zwischen 1 Monat bis zu 5 Jahren, längerfristig ausgerichtete Fonds von 10 bis 15 Jahren.

Aufgrund des Diversifikationseffekts verschiedener Anlageklassen wird nicht ausschließlich in für einen langfristigen Anlagehorizont besonders geeignete Assetklassen investiert. Und je nach Assetklasse ist die Haltedauer der Investments sehr unterschiedlich. Auch innerhalb einer für die langfristige Anlage geeigneten Anlageklasse wie Aktien ist die langfristige „buy and hold“-Strategie nur einer von vielen Investitionsstilen. Ebenso können die beauftragten Asset Managern z.B. sehr kurzfristige Tradingstrategien für die Assetklasse Aktien nutzen. Durch die Vielfalt der Investitionsstile erhoffe man sich ebenfalls Diversifikationseffekte. Allerdings besteht bei zuviel kurzfristigen Anlageklassen im Portfolio, wie auch bei zuviel kurzfristigen Investitionsstilen innerhalb der Assetklassen die Gefahr, dass der langfristige Anlagehorizont eines Pensionsfonds und dessen langfristige Chancen vernachlässigt werden. Teils wird ein in der Vergangenheit eher langfristig ausgerichtetes Investitionsverhalten als ein Kriterium im Auswahlprozess der Asset Manager verwendet, was nachhaltige Investmentstile begünstigen kann. Zwei Befragte äußerten explizit die Ansicht, dass der faktische Anlagehorizont ein ökonomischer Zyklus von etwa 7-8 Jahren Dauer sein solle. Mehrfach wurde jedoch von anderen Befragten erklärt, dass einmal beauftragte Asset Manager keine Vorgaben bezüglich einer kürzeren oder längerfristigen Haltedauer erhalten würden. Hingegen finden Performance-Reviews häufig in (zu) kurzfristigen Abständen statt, z.B. alle 3, 6 oder 12 Monate. Dies leitet unmittelbar zur Thematik des folgenden Abschnitts 5 über, der Möglichkeiten aufzeigt, durch welche Anreizstrukturen ein längerer Anlagehorizont faktisch erreicht werden kann.

Der „Myners Report“ betonte, dass häufig eine große Unsicherheit bei den Asset Managern bezüglich der Länge des Anlagehorizonts besteht, an dem sie beurteilt werden. Dies sei der reale, wenn auch vollkommen unnötige Grund dafür, dass der Asset Manager im Zweifel die kurzfristige Orientierung verfolgt, um nicht sein Mandat zu verlieren. Im Kontrast dazu behaupten aber die „Trustees“ ihrerseits nachdrücklich, dass sie nicht auf kurzfristige Performance bestehen und dies auch kein Kriterium für den Wechsel eines Asset Managers sei. Insgesamt sollte also mehr Klarheit für die zu beurteilende, längerfristige Performanceperiode hergestellt werden²³.

Eine interessante Entwicklung stellt die Ankündigung der staatseigenen, französischen Bank „Caisse des Dépôts et Consignations“ (CDC) von April 2008 dar, einen „long-term investment club“ für die größten Investoren weltweit zu gründen. Der Generaldirektor von CDC ist Präsident des Boards von FRR und möchte zum Beispiel den ebenfalls im nachhaltigen Investment aktiven norwegischen Government Pension Fund (250 Mrd. Euro) und souveräne Staatsfonds mit einbeziehen²⁴.

²² Asset Liability Management (ALM) bezeichnet ein Risikomodell zur fortlaufenden, gleichzeitigen, abstimmenden Steuerung der Anlagen und Verbindlichkeiten von Pensionsfonds (bzw. allgemein auch von Aktiv- und Passivposten in Bilanzen von Banken und Versicherungen).

²³ Vgl. Myners, P.: Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, London 2001, S. 2, S. 10 und S. 22.

²⁴ <http://www.responsible-investor.com/home/article/cdc/> [17.4.2008].

5 Anreizstrukturen für mehr längerfristige Investments

In diesem Abschnitt wurden die Pensionsfondsmanager befragt, inwieweit sie bestimmte Anreizstrukturen

- (1) für Pensionsfonds gegenüber ihren Asset Managern bzw.
- (2) für Asset Manager gegenüber investierten Unternehmen bzw.
- (3) innerhalb der investierten Unternehmen für geeignet halten, zu längerfristigen Investments beizutragen.

(1) Die Tradingaktivitäten durch ein „turnover limit“ zu begrenzen, halten die Befragten durchschnittlich für etwas geeignet (3,33). Allerdings liegen hier die größten Abweichungen aller vorgeschlagenen Maßnahmen vor. Zwei Pensionsfondsexperten halten sie z.B. für sehr geeignet: Längerfristige Investments könnten so erreicht werden und der Indikator geringe „Intensität der Handelsaktivitäten“ sei auch für die Vorauswahl von Asset Managern mit dem Stil wirklicher Langfristinvestoren geeignet. Zwei Manager hielten den Anreiz indes für nicht geeignet: Insbesondere bei gravierenden Veränderungen an den Börsen insgesamt oder bei einzelnen investierten Unternehmen könnten die Asset Manager eventuell nicht flexibel genug agieren. Zumindest für solche Fälle sollten Ausnahmeregelungen vorgesehen sein.

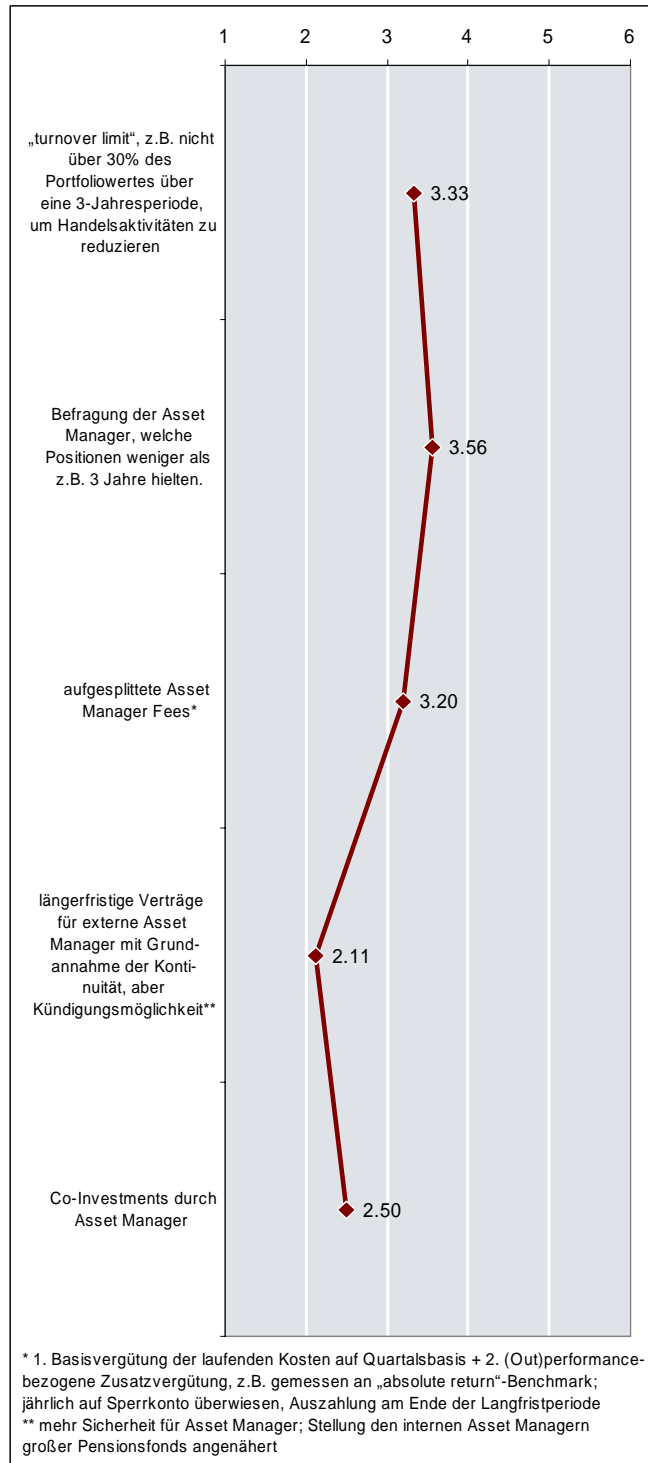
Die Befragung der Asset Manager, welche Positionen z.B. weniger als 3 Jahre lang hielten, wurde bei ähnlich großen Varianzen der einzelnen Antworten durchschnittlich neutral bewertet. Insbesondere für explizit vergebene „buy and hold“-Mandate sei diese Befragung sinnvoll. Solche Mandate gäbe es zur Zeit aber (noch) zu wenig. Häufiger käme derzeit ein längerfristig orientiertes Investmentuniversum zum Einsatz, innerhalb dessen kurzfristige Umschichtungen und Tradingaktivitäten stattfinden würden.

Auch aufgesplittete Vergütungen für Asset Manager mit einem festen Basisanteil und einer nur bei langfristiger Performance ausgezahlten Zusatzvergütung bewerten die Befragten durchschnittlich als etwas geeignet, allerdings bei geringeren Schwankungen im Vergleich zu den beiden oberen Maßnahmen. Einige Fonds haben (noch) keine oder nur wenige, performanceorientierte Vergütungssysteme.

Frage 10: Bitte bewerten Sie folgende Anreizstrukturen bezüglich Ihrer Eignung zu längerfristigen Investments beizutragen.

(1) Anreizstrukturen für Pensionsfonds gegenüber ihren Asset Managern

1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



Der Anteil der Basisvergütung müsse relativ hoch sein, so dass eine relativ geringe, langfristige Zusatzvergütung vielleicht keine ausreichende Anreizwirkung habe. Problematisch sei außerdem, dass ggf. auch mit einer Vielzahl kurzfristiger Investments auf Dauer eine hohe Performance und damit die eigentlich für Langfristinvestments intendierte Zusatzvergütung erzielt werden könne.

Die höchsten Zustimmungsraten bei geringsten Schwankungen fanden langfristige Verträge mit Asset Managern und Co-Investments der Asset Manager, wobei auch hieraus nicht automatisch Langfristinvestments resultieren. Die gegenwärtigen Vertragslaufzeiten von häufig 3-5 Jahren, müssten für Langfristinvestments noch verlängert werden, zumindest auf die durchschnittliche Länge eines ökonomischen Zyklus von 7-8 Jahren. Dazu müssten sich das Pensionsfondsmanagement und die „Trustees“ im Sinne ihrer Rolle als Langfristinvestoren eindeutig bekennen. Co-Investments seien für einige Assetklassen wie Private Equity besonders geeignet.

Grundsätzlich bleibt festzustellen, dass die Transparenz sowohl bezüglich der anvisierten (langfristigen) Investmentdauer bei den Asset Manager Mandaten, als auch bezüglich deren Anreiz- und Vergütungssystemen zukünftig deutlich erhöht werden muss. Was Pensionsfonds und Investoren von investierten Unternehmen einfordern, muss zukünftig auch für ihre eigenen Aktivitäten gelten.

(2) Die zwei vorgeschlagenen Anreize von Seiten der Asset Manager für mehr Langfristigkeit bei den investierten Unternehmen wurden durchschnittlich als befriedigend geeignet eingestuft. Doch auch bei diesen beiden Punkten gab es größere Abweichungen in den Antworten von sehr geeignet bis nicht geeignet.

Die Differenzierung zwischen ShareHOLDER und Sharehopper Value geht auf Walter (Deutsche Bank Research) zurück:

„Freilich gibt es auch in der Wirtschaft, insbesondere an den Finanzmärkten, Akteure, deren Zeithorizont kaum über den Tag hinaus reicht. Als Kapitalgeber gefragt sind jedoch nicht solche sharehopper, sondern shareholder, sprich Anleger, die auch zu einem längerfristigen Engagement bereit sind. Institutionelle Anleger haben dies längst erkannt, sie kaufen heute keine Aktien eines Unternehmens, ohne sich intensiv mit dessen Geschäftspolitik auseinander zu setzen und gegebenenfalls Einfluss auf strategisch wichtige Entscheidungen zu nehmen. Auch die Finanzmärkte erzwingen von den Unternehmen also keineswegs kurzfristige Gewinnmaximierung unter Vernachlässigung ethischer Normen, sondern langfristig tragfähige Erfolgsstrategien und damit verantwortliches Handeln.“²⁵

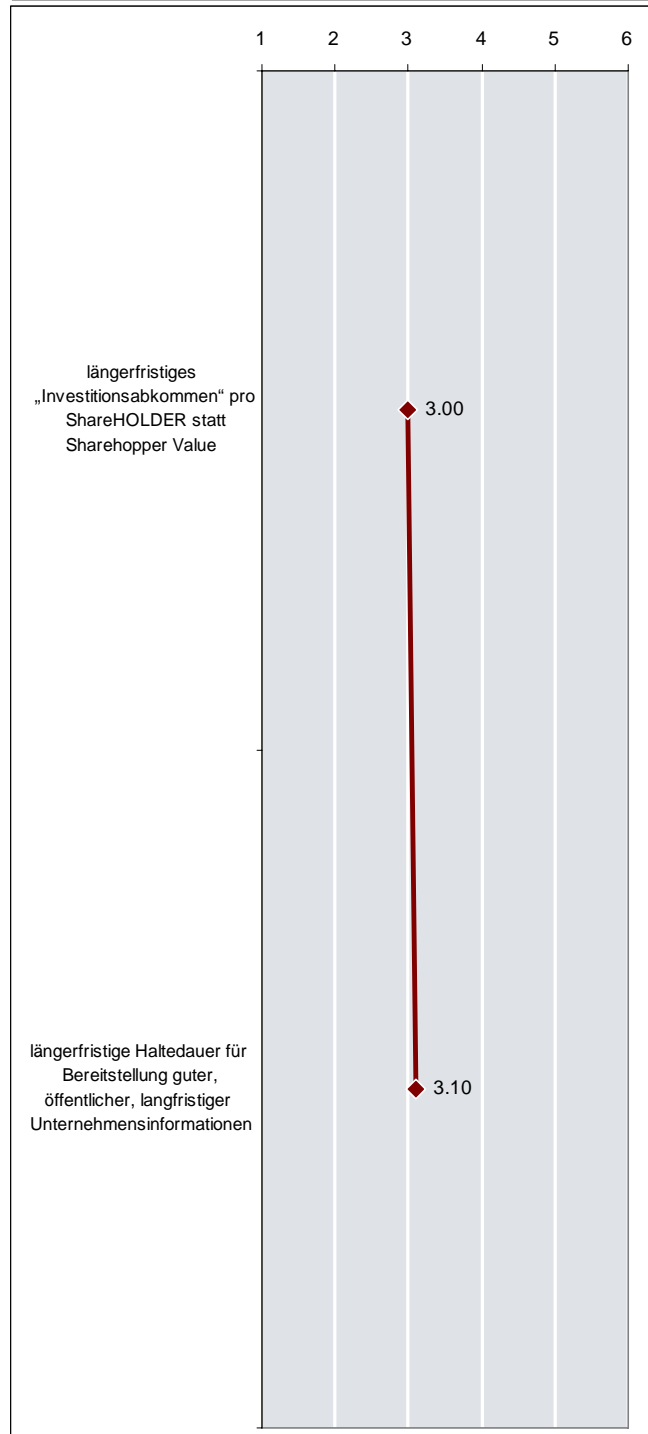
Der Anregung eines längerfristigen „Investitionsabkommens“ pro ShareHOLDER Value wurde entgegengehalten, dass besser effizientere Märkte den Weg zu mehr Langfristigkeit weisen sollten als derartige Strukturen. Auch bezüglich einer guten, langfristigen Strategie bräuchten die Unternehmen den Druck der Investoren, der eventuell durch ein „Abkommen“ verringert würde. Außerdem bedürfe es eines größeren Anteils am Unternehmenskapital, um derartige „Abkommen“ für beide Seiten überhaupt sinnvoll gestalten zu können. In jedem Fall müsste ein etwaiges „Abkommen“ auch Ausnahmeregelungen für besondere Vorkommnisse vorsehen. Besonders geeignet sind langfristige „Investitionsabkommen“ z.B. für die Assetklasse Private Equity.

ShareHOLDER haben auch ein größeres Interesse an einer guten Berichterstattung zu langfristigen Informationen von (investierten) Unternehmen. Allerdings sollten diese Informationen ohnehin von den Unternehmen geliefert werden. Und sie müssen zwingend öffentlich zugänglich sein, um als Asset Manager nicht den Gefahren der Nutzung von Insiderinformationen ausgesetzt zu sein.

noch Frage 10: Bitte bewerten Sie folgende Anreizstrukturen bezüglich Ihrer Eignung zu längerfristigen Investments beizutragen.

(2) Anreizstrukturen für Asset Manager gegenüber investierten Unternehmen

1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



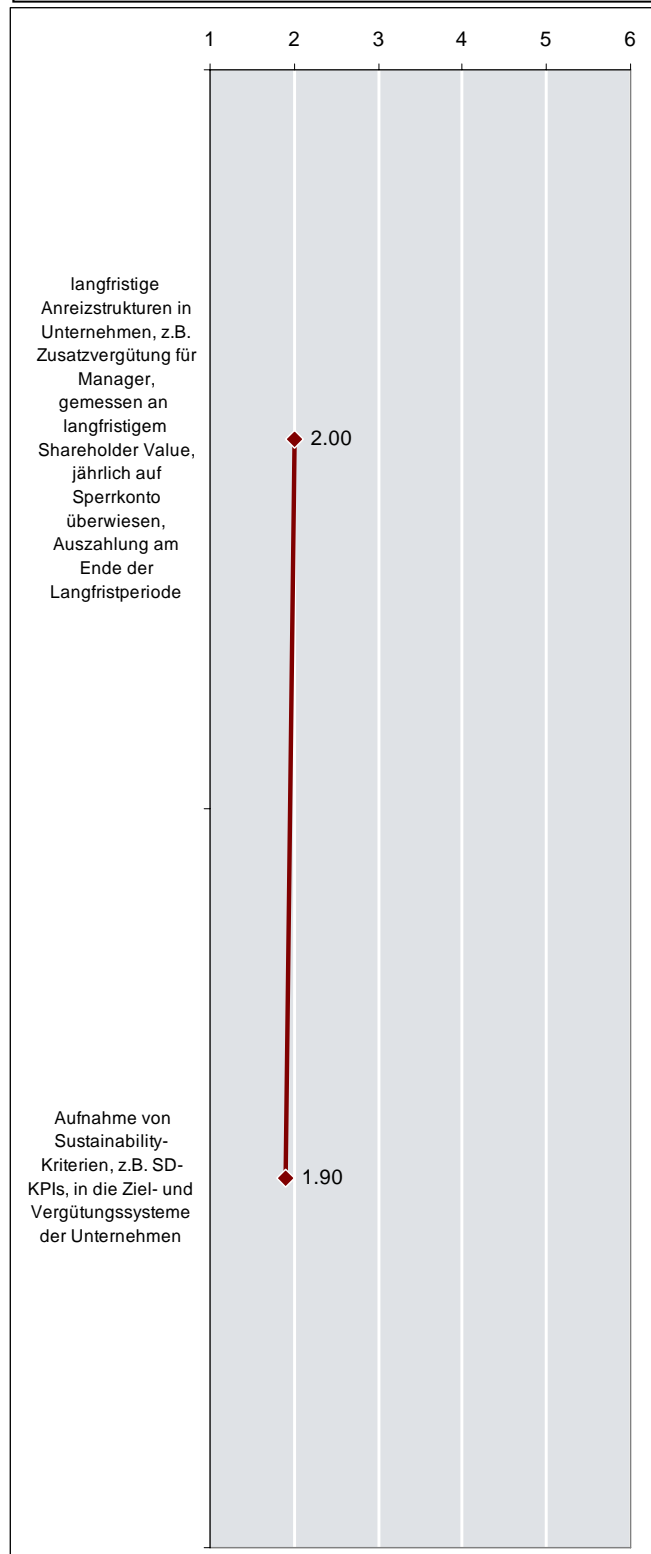
²⁵ Walter, N.: Wirtschaftsethik im Zeitalter der Globalisierung – störendes Beiwerk im Wettbewerb oder Grundlage des Erfolges, in: Rheinischer Merkur, 8.6.1999, S. n. b.

(3) Die erfolgversprechendsten Anreizstrukturen für mehr Langfristinvestments sehen die Pensionsfondsexperten interessanterweise nicht bei sich selbst, sondern am anderen Ende der Investmentkette, innerhalb der investierten Unternehmen selbst. Alle Befragten halten Zusatzvergütungen für Manager für langfristig erzielten Shareholder Value und die Aufnahme von Sustainability-Kriterien wie SD-KPIs²⁶ in die Vergütungssysteme der Unternehmen für geeignet bis sehr geeignet. Allerdings solle die Langfristvergütung der Manager nicht auf bestehende Vergütungen aufgeschlagen werden, sondern Vergütungen für kurzfristigere Erfolge entsprechend verringert werden. Für die Vergütung von Sustainability-Kriterien wurde teilweise die Einschränkung gemacht, dass diese von materieller Bedeutung sein müssten, wie bei SD-KPIs der Fall.

Insgesamt zeigt sich, dass Pensionsfonds ihren individuellen Mix aus den vorgeschlagenen oder ähnlichen Anreizstrukturen finden müssen, um mehr Langfristigkeit ihrer Investments zu erzielen. Diese müssen von Pensionsfonds und Asset Managern zukünftig transparent kommuniziert werden, so wie es bei den investierten Unternehmen verlangt wird und dort zum Teil schon gut geschieht.

noch Frage 10: Bitte bewerten Sie folgende Anreizstrukturen bezüglich Ihrer Eignung zu längerfristigen Investments beizutragen.

(3) Anreizstrukturen innerhalb der investierten Unternehmen
1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



²⁶ Vgl. Fußnote 19.

6 Engagementformen für langfristige, nachhaltige Investments

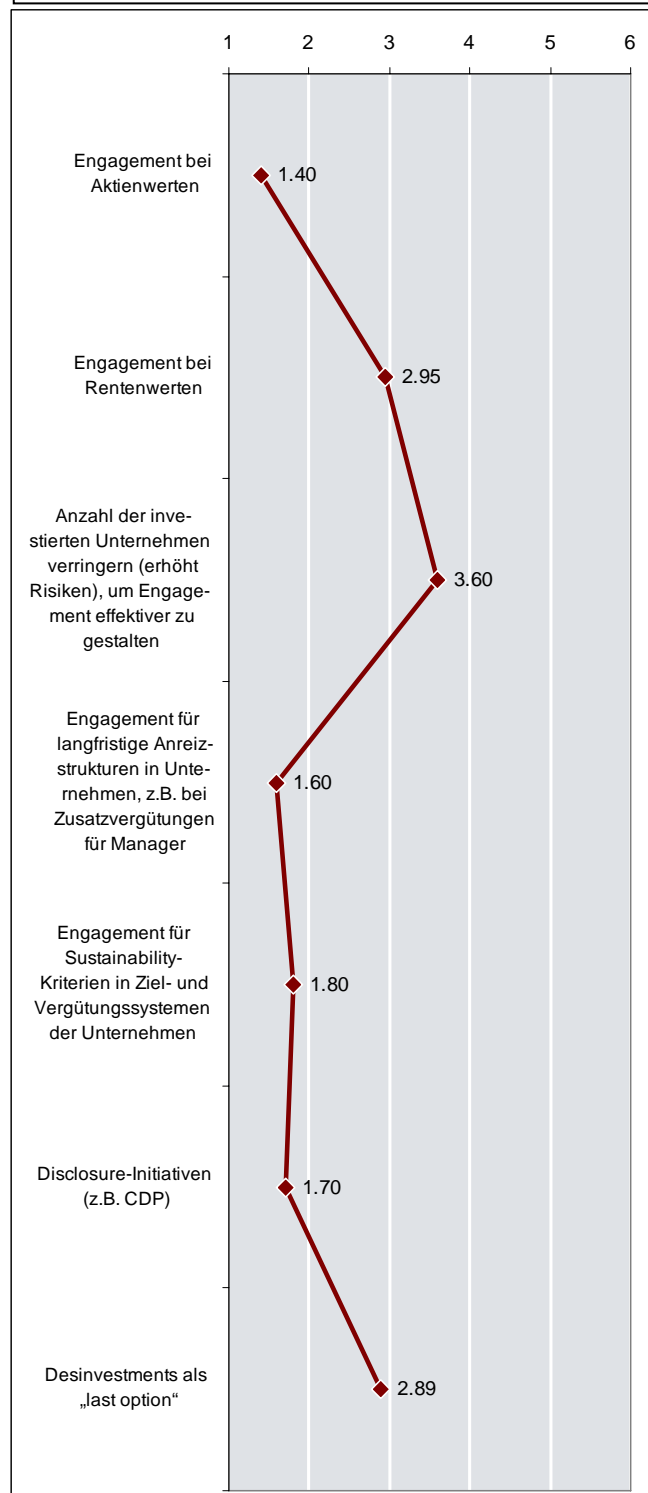
„Engagement“ gilt international als eine Möglichkeit für Investoren Einfluss auszuüben, um Risiken bei den Investments zu reduzieren und/oder Renditen zu steigern. Deutschland muss in dieser Hinsicht noch große Teile der Entwicklung aufholen. In dieser Studie wurde eine breite Palette an Engagementformen bezüglich ihrer Eignung abgefragt, zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern. Die drei Fragenkomplexe betreffen:

- (1) Engagement bei investierten Unternehmen
- (2) Engagement-Kooperation vieler Pensionsfonds im Allgemeinen
- (3) Engagement-Kooperation vieler Pensionsfonds im Speziellen, um (politische) Rahmenbedingungen oder Selbstregulierung für langfristig nachhaltige Pensionsinvestments zu verbessern.

(1) Engagement bei Aktienwerten ist die klassische Form des Engagements und besteht insbesondere aus der Führung aktiver Dialoge mit dem Management investierter Unternehmen und der Nutzung der Aktionärsrechte wie Antrags-, Sprech- und Stimmrechte auf Hauptversammlungen. Da sehr große Pensionsfonds als „universelle Eigner“ quasi an allen (großen) börsennotierten Aktiengesellschaften beteiligt sind und ihnen Desinvestition z.B. aus Gründen der Portfoliotheorie schwer fallen, bieten Engagement Overlays hier die Möglichkeit ihr Portfolio ohne Neugewichtungen oder Desinvestition zu verbessern. Entsprechend bewerten die Pensionsfondsexperten das Engagement bei Aktienwerten mit geringen Abweichungen als durchschnittlich sehr geeignet (1,40), um die langfristige, nachhaltige, risikoadjustierte Performance zu steigern.

Das Engagement mit Rentenwerten, genauer mit den Emittenten festverzinslicher Wertpapiere, gilt hingegen durchschnittlich nur als ein wenig geeignet (2,95), bei großen Abweichungen in den Antworten von sehr geeignet (1) bis nicht geeignet (6). Engagement mit den Emittenten, z.B. Staaten oder Unternehmen, gilt als schwieriger ohne den Druck aufgrund der Aktionärsrechte, wenn auch nicht als unmöglich. Besonders hoch sei der Einfluss bei der Neuemission eines festverzinslichen Wertpapiers.

Frage 11: Bitte beurteilen Sie folgende Engagementformen bezüglich ihrer Eignung, zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern.
(1) Engagement bei investierten Unternehmen
1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



Die Anzahl der investierten Unternehmen zu erhöhen, um das teils aufwendige Engagement effektiver zu gestalten, wird mit stark schwankenden Werten zwischen 2 und 6 durchschnittlich als am wenigsten geeignete Maßnahme bewertet. Es werden ohnehin nicht mit allen investierten Unternehmen Engagementprozesse geführt, vielmehr konzentrierte man sich nach fokussierter Vorauswahl der Themen und Branchen meist auf eine zweistellige Engagementanzahl pro Jahr. Für „universelle“ Eigner scheidet es wie oben erwähnt meist aus, die Anzahl der investierten Unternehmen zu verringern. Anders sieht dies im Private Equity Bereich aus, wo ein starker Anteil Engagement häufig zum Geschäftsmodell gehört, oder auch bei „Focus Funds“ mit Schwerpunkt Engagement, wie sie etwa Hermes anbietet.

Engagement für langfristige Anreizstrukturen in Unternehmen und Sustainability-Kriterien in Ziel- und Vergütungssystemen werden als sehr geeignet bewertet, die langfristige, nachhaltige, risikoadjustierte Performance zu steigern. Das korrespondiert mit den hohen Anreizwirkungen dieser Maßnahmen des Abschnitts 5. Interessant ist, dass Engagement für beide Maßnahmen annähernd gleich bewertet werden. Die Sustainability-Kriterien erhalten nur 0,2 Punkte weniger. Es ist eine klare Tendenz auszumachen, dass aus Sicht der langfristigen Investoren Sustainability-Kriterien zunehmend in Ziel- und Vergütungssystemen der Unternehmen Einzug finden (sollen).

Disclosure-Initiativen, z.B. das Carbon Disclosure Project (CDP), engagieren sich für mehr Berichterstattung der Unternehmen etwa im Bereich der nachhaltigen Entwicklung. Solche Initiativen bewerten die Pensionsfondsexperten durchschnittlich als sehr geeignet.

Desinvestitionen gelten häufig als letzte Option eines nicht erfolgreich verlaufenden Engagementprozesses. In keinem Punkt lagen die Antworten der befragten Pensionsfonds weiter auseinander als in dieser Frage: Vier Fonds empfanden diese Option als sehr geeignet, zwei als nicht geeignet. Die anderen Befragten lagen dazwischen und meinten, es käme auf den Einzelfall an. Für universelle Investoren kommen Desinvestitionen wiederum nicht in Frage, außerdem verlöre man so die Chance doch noch etwas zum Guten durch Engagement zu verändern. Andererseits können sich etwa nicht-nachhaltige Geschäftspraktiken einer Unternehmung negativ auf deren langfristige Performance auswirken, so dass Desinvestitionen zu einer Steigerung der langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beitragen können. Im Durchschnitt gilt die Maßnahme hierzu als etwas geeignet (2,89).

(2) Mit Engagement-Kooperationen vieler Pensionsfonds im Allgemeinen sind das Poolen von Vermögenswerten oder sonstiger Ressourcen für Engagementaktivitäten gemeint. Durch das Poolen können auch kleinere oder mittlere Pensionsfonds oder -kassen Engagementaktivitäten für ihre Investments nutzen.

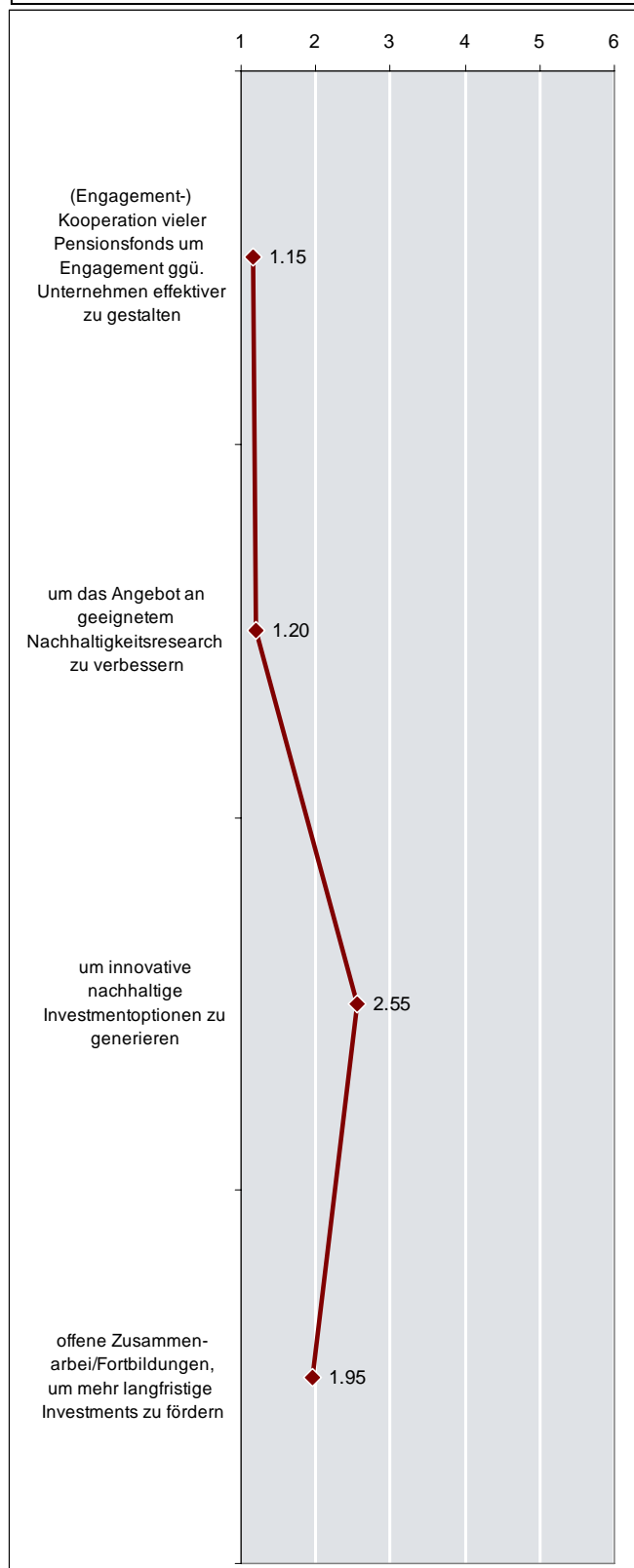
Kooperationen mehrerer oder vieler Pensionsfonds oder auch anderer, institutioneller Langfristinvestoren gelten als sehr geeignet, um das Engagement effektiver zu gestalten und damit auch die Performance zu erhöhen. Neun von zehn Pensionsfonds vergaben hier den Wert 1.

Ein gutes Beispiel ist die erfolgreiche Arbeit von Ethos, der schweizerischen Stiftung für nachhaltige Entwicklung. Sie wurde 1997 von zwei Genfer Pensionskassen gegründet und umfasst zur Zeit 79 institutionelle Investoren. Zweck der Stiftung ist es, bei den Anlagetätigkeiten die Berücksichtigung von Grundsätzen für nachhaltige Entwicklung und die Best-Practice-Regeln im Bereich der Corporate Governance zu fördern. Ein jüngeres Beispiel ist der „Ethical Council“, der von den schwedischen Pensionsfonds AP1, AP2, AP3 und AP4 gegründet wurde. Auch Hermes, der Fondsmanager des British Telecom Pension Scheme (BTPS), offeriert mit dem „Equity Ownership Services (EOS)“ Engagementdienstleistungen in Richtung Corporate Governance und nachhaltige Investments für BTPS und weitere Kunden mit insgesamt 45 Milliarden GBP (57,9 Milliarden Euro) an Vermögenswerten.

Um das Angebot an geeignetem Nachhaltigkeitsresearch zu steigern (vgl. Abschnitt 4), wird kooperatives Engagement ebenfalls als sehr sinnvoll erachtet. Ein gutes Beispiel hierfür ist die „Enhanced Analytics Initiative“ für verbessertes, extrafinanzielles und langfristiges Research, welche zur Zeit von Asset Managern mit 1,8 Billionen Euro an Vermögenswerten unterstützt wird²⁷.

Kooperationen um innovative, nachhaltige Investmentoptionen zu generieren, werden – bei einer Spanne in den Antworten von 1 bis 5 – durchschnittlich als gut bis befriedigend geeignet bewertet. Insbesondere können hier teils Wettbewerbsgründe einer Kooperation im Wege stehen. Als Beispiele gelungener Kooperation können in jüngerer Vergangenheit etwa CleanTech-Fondsinvestments von ABP und PGGM angeführt werden.

noch Frage 11: Bitte beurteilen Sie folgende Engagementformen bezüglich ihrer Eignung, zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern.
 (2) Kooperation vieler Pensionsfonds
 1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



²⁷ Vgl. <http://www.enhancedanalytics.com/>.

Munsters, Chief Investment Officer von ABP, erklärte 2007 gegenüber IPE, man spreche mit großen, europäischen Investoren und Pensionsfonds um mehr innovative „socially-responsible investment opportunities“ zu generieren.

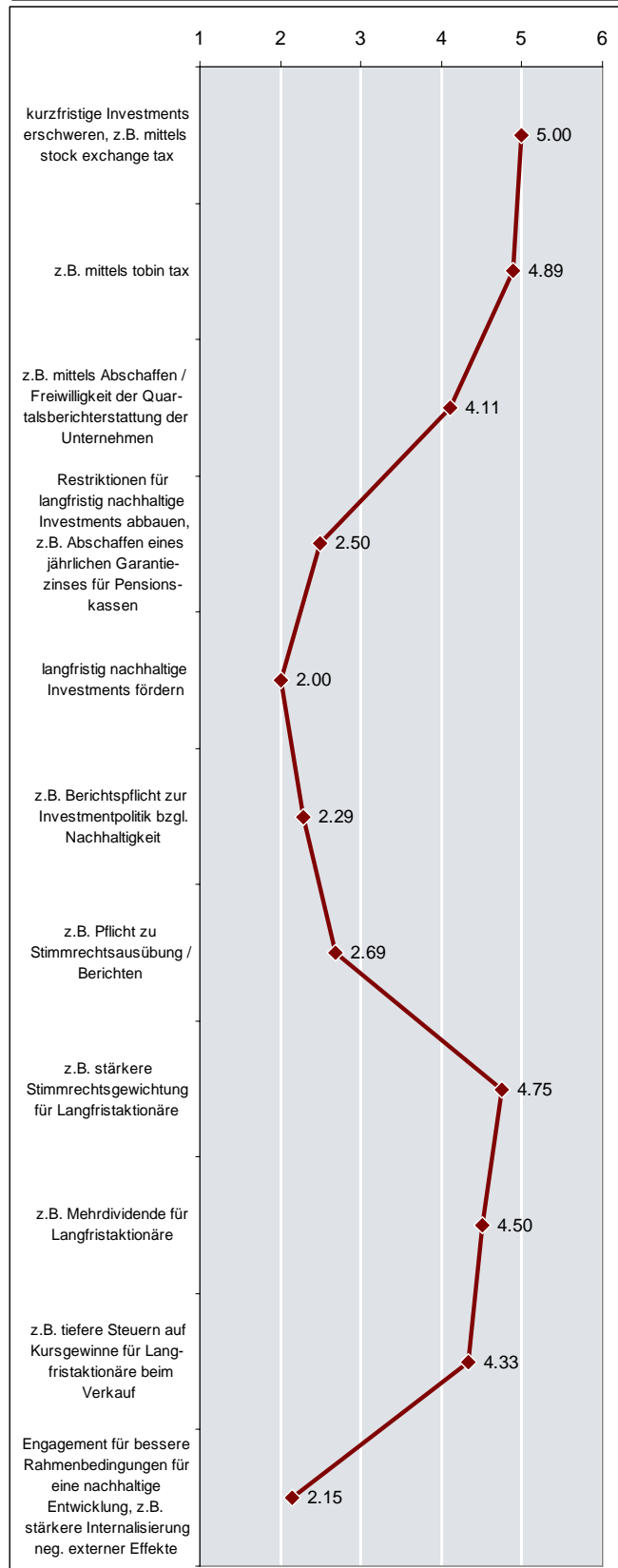
Letztlich sehen die Befragten offene Zusammenarbeit und Fortbildungen von Pensionsfonds als allgemein gute Kooperationsmöglichkeit an, um mehr über langfristige, nachhaltige Investmentstrategien zu erfahren. Als nur ein Beispiel im Nachhaltigkeitsbereich bietet die „Institutional Investors Group on Climate Change“ (IIGCC) Seminare für Trustees an.

(3) Die Rahmenbedingungen für langfristige, nachhaltige Investments können als mehrfach defizitär gelten. Insofern ist eine bewusste Beeinflussung der (politischen) Rahmenbedingungen bzw. Selbstregulierung von strategischer Bedeutung für die Performance von Finanzdienstleistern im Allgemeinen und langfristig agierende Pensionsfonds im Speziellen²⁸. Große Pensionsfonds und gepoolte, kleinere und mittlere Pensionsfonds haben gewichtigen Einfluss bezüglich der speziellen Rahmenbedingungen für Altersvorsorgeinvestments und der allgemeinen Rahmenbedingungen der Wirtschaft insgesamt. Die kann am besten in Engagement-Kooperationen genutzt werden. In diesem Abschnitt wurde untersucht, welche Änderungen in den Rahmenbedingungen am besten geeignet erscheinen, um zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern.

Rahmenbedingungen, die kurzfristige Investments erschweren, z.B. eine „stock exchange tax“ (Börsenumsatzsteuer) wie in Großbritannien oder eine „tobin tax“ auf Devisenumsätze halten die Pensionsfondsmanager für so gut wie gar nicht geeignet. Einerseits werden diese Maßnahmen für nicht effektiv genug gehalten, andererseits sollten die Märkte selbst effizienter gemacht werden und nicht durch neue Restriktionen verzerrt werden. Auch das Abschaffen der Pflicht zur Quartalsberichterstattung der Unternehmen bzw. deren Freiwilligkeit wird nur von drei von zehn Befragten für geeignet gehalten.

Restriktionen oder Barrieren für langfristig nachhaltige Investments abzubauen, z.B. einen jährlichen Garantiezins für klassische Pensionskassen in Deutschland oder der Schweiz, bewerten die internationalen Pensionsfondsexperten als gut geeignet.

noch Frage 11: Bitte beurteilen Sie folgende Engagementformen bezüglich ihrer Eignung, zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern.
 (3) Kooperation vieler Pensionsfonds um (politische) Rahmenbedingungen oder Selbstregulierung für langfristig nachhaltige Pensionsinvestments zu verbessern
 1 = sehr geeignet 6 = nicht geeignet



²⁸ Vgl. Hesse, A.: Sustainable Development Management – Politik- und Geschäftsfeld-Strategien für Banken, Münster 2007, S. 151ff.

In Deutschland selbst wird teilweise argumentiert, dass die nicht mit einem Garantiezins belasteten, erst seit 2002 eingeführten Pensionsfonds sich langfristig aufgrund höherer Performance gegenüber den Pensionskassen durchsetzen könnten. Da jedoch noch immer größere Volumina in klassische Pensionskassen investiert sind / werden, liegt die Forderung nach einer Abschaffung oder zumindest Verringerung des jährlichen Garantiezins nahe. Der Vorstand der mit ca. 19 Milliarden Euro größten deutschen Pensionskasse BVV, Jakubowski, kritisierte denn auch die Regulation der Pensionskassen. Sie verringere die langfristige Performance und mache Diversifikation schwierig. Nur durch zu konservative Investments (ca. 80% Festverzinsliche und nur 15% Aktien und 5% Alternatives wie Hedge Fonds oder Private Equity) könne jährlich der Garantiezins erzielt und der Stresstest der BaFin bewältigt werden. Dies führe zu deutlich geringerer Performance im Vergleich mit internationalen Altersvorsorgeanbietern²⁹ – und dazu, dass dem langfristigen Anlagehorizont entsprechende Assetklassen wie Aktienanlagen derzeit in viel zu geringem Maße ins Portfolio genommen werden können. Auch der Bundesverband deutscher Banken forderte im März 2008, die Renditeorientierung zu stärken und die Anlagevorschriften der betrieblichen Altersvorsorge zu vereinheitlichen³⁰. – Exkurs: Stattdessen veröffentlichte die deutsche Regierungskoalition Mitte April 2008 konkrete Pläne für den „Investivlohn“, die steuerliche Förderung einer Mitarbeiterbeteiligung am eigenen Unternehmen sowie spezieller, förderfähiger, branchenübergreifender Fonds. Diese Optionen führen neben hohen Einzelrisiken bei Unternehmenskonkursen insgesamt zu einer weiteren Komplexitätserhöhung statt -reduktion in der betrieblichen Altersvorsorge. Deren bisherigen Durchführungswegen droht aufgrund von Kannibalisierungseffekten ein bedeutender Dämpfer, sollten die Pläne realisiert werden; nicht zuletzt da dann die Mitarbeiterkapitalbeteiligung stärker gefördert würde als die bisherigen Formen der betrieblichen Altersvorsorge³¹.

Alle weiteren, vorgeschlagenen Engagementziele bezüglich günstigerer Rahmenbedingungen zielen auf die Förderung langfristiger nachhaltiger Investments ab. Grundsätzlich wird dieses Ziel im Allgemeinen von den Pensionsfondsexperten als gut geeignet (2,0) bewertet, um zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizusteuern. Von den fünf konkreten Vorschlägen wurden jedoch nur zwei als geeignet bewertet.

Am besten geeignet erscheint den Pensionsfondsexperten eine Berichtspflicht zur Investmentpolitik bezüglich Nachhaltigkeit für Pensionsfonds, wie sie zuerst in Großbritannien und dann auch in Deutschland und anderen Ländern eingeführt wurde. Diese war häufig ein erster, wichtiger Impuls für weitere Schritte. International teils schon bestehende Pflichten zur Stimmrechtsausübung und zu entsprechender, öffentlicher Berichterstattung sehen alle Befragten bis auf einen ebenfalls als geeignet an. Dabei müsse das Kosten-Nutzen-Verhältnis bedacht werden, z.B. durch günstige, webbasierte Lösungen. Noch werden solche veröffentlichten Informationen allerdings selten abgerufen. Der Informationsgehalt solle zumindest kontroverse Punkte und Abstimmungen auf Hauptversammlungen abdecken.

Kaum geeignet erscheinen den Pensionsfondsmanagern eine stärkere Stimmrechtsgewichtung für Langfristaktionäre (4,75), eine Mehrdividende für Langfristaktionäre (4,50) und geringere Steuern auf Kursgewinne beim Verkauf für Langfristaktionäre (4,33). Die Abweichungen in den Antworten sind jedoch recht groß. In allen Fällen wurden die Maßnahmen auch von mehreren Managern als geeignet eingestuft. Mehrstimmrechte für Langfristaktionäre könnten zu schwer prognostizierbaren Mehrheitsverhältnissen führen und gelten eher als undemokratisch und nicht passend zu einer „Good Corporate Governance“. Außerdem könnten zähe, industrielle Überkreuzbeteiligungen eine Folge sein, die häufig langfristig nicht als effizient eingestuft würden. Ähnliche Vorbehalte wurden gegenüber der Mehrdividende für Langfristaktionäre geäußert. Ein Vorstoß von ABP und PGM für eine „loyalty dividend“ wurde schon einmal von der Mehrheit der entsprechenden Hauptversammlung abgelehnt. – Andererseits hielten in einer anderen Befragung zwei Drittel der „Trustees“ (gesetzliche) Regulierungen zur Förderung langfristig getätigter Aktieninvestments für wünschenswert: 53% konnten sich dabei eine stärkere Stimmrechtsgewichtung vorstellen, 72% höhere Dividenden für Langfristaktionäre (nach z.B. mindestens 5 Jahren Haltedauer) und 78% geringe Gewinnsteuern beim Aktienverkauf³².

Exkurs: Die in Deutschland noch geltende Steuerfreiheit für Privatpersonen auf Kursgewinne nach einer Spekulationsfrist von 12 Monaten, läuft Anfang 2009 mit der neuen „Abgeltungssteuer“ aus. Diese ist eine Quellensteuer auf Kapitaleinkünfte mit einem pauschalen Steuersatz von 25% bis maximal 28%. Es kann festgehalten werden, dass diese Steueränderung in Deutschland zu weniger Langfristigkeit und Nachhaltigkeit sowie weniger systematischem Aufbau von privaten (Altersvorsorge-)Investments führt und zu

²⁹ Vgl. Wagner, J.: Pensionskassen head criticises BaFin regulation, in: IPE.com, 22.3.2007.

³⁰ Vgl. Bundesverband deutscher Banken: Den Lebensstandard im Alter sichern – Plädoyer für die kapitalgedeckte Altersvorsorge, Berlin 2008, S. 38ff.

³¹ Vgl. Afhüppe, S., Creutzburg, D.: Wirtschaft attackiert Investivlohn-Pläne, in: Handelsblatt, 17.4.2008, S. 5.

³² Vgl. Gribben, C., Faruk, A., Just Pensions (Hrsg.): Will UK Pension Funds become more responsible? – A Survey of Trustees, January 2004 edition, London 2004, S. 20.

eher fallenden statt steigenden Aktienquoten. Aus diesen wichtigen Perspektiven heraus ist die Abgeltungssteuer abzulehnen.

Ein sehr interessantes Ergebnis brachte der Punkt „Engagement für bessere Rahmenbedingungen für eine nachhaltige Entwicklung insgesamt, z.B. stärkere Internalisierung negativer externer Effekte“. Die Pensionsfondsexperten sehen dies als gut geeignet an (2,15). Die an den Finanzmärkten – auch als Vorreiter – einflussreichen Pensionsfonds werden sich also zukünftig verstärkt für allgemein nachhaltigere Rahmenbedingungen in Politik und Selbstregulierung einsetzen. Das sollte diesem für Sustainable Development notwendigen Prozess zu mehr Dynamik verhelfen. Auch die Begründung ist interessant: Da die befragten Pensionsfonds bereits zu einem größeren Anteil langfristige, nachhaltige Investments in ihren Portfolios haben, werden diese investierten Unternehmen durch nachhaltigere Rahmenbedingungen überproportional in ihrer Performance profitieren. So wie negative externe Effekte der Kohlendioxid-Emissionen jetzt mit einem Preis internalisiert werden, z.B. durch den Emissionshandel in Europa, so müsste dies für andere Umweltgüter fortgesetzt werden. Die Bepreisung mache auch das nachhaltige Research einfacher und materiell wichtiger. In Policy Groups der IIGCC oder „The Climate Group“ hätten sich institutionelle Investoren wie die Pensionsfonds bereits intensiv und erfolgreich für nachhaltige Rahmenbedingungen eingesetzt. Dieser Prozess wird weiter an Dynamik gewinnen. In den „Hermes Principles“ findet sich hierzu folgendes Zitat:

„Externalisation of costs

Principle 10 Companies should support voluntary and statutory measures which minimise the externalisation of costs to the detriment of society at large.

Business, of course, has to work in a competitive environment. This can create the conditions where there is a high incentive for businesses to ‘externalise’ costs – ie to make a profit for the company while high costs are incurred by society at large. Since Hermes opposes such activity we ask companies to welcome those frameworks, voluntary where possible, statutory where necessary, which encourage businesses not to externalise costs. This is not to encourage regulation per se. Of course it is important that where regulation exists it recognises the need to allow the greatest possible flexibility which will encourage positive entrepreneurship. However, most investors are widely diversified; it makes little sense for them to support activity by one company which is damaging to overall economic activity. The ultimate beneficiaries of most investment activity include the greater part of the adult population who depend on private pensions and life insurance. It makes little sense for pension funds to support commercial activity which creates an equal or greater cost to society by robbing Peter to pay Paul. Where companies are aware that such conditions exist, it is appropriate for them to support measures to align shareholder interests with those of society at large.“³³

Die hier analysierte, proaktive Einstellung der Pensionsfondsmanager zum „Engagement für bessere Rahmenbedingungen für eine nachhaltige Entwicklung insgesamt“ ist auch insofern von besonderem Interesse, da Nachhaltigkeitspolitik und die Investmentwelt in der Vergangenheit nur sehr wenige Berührungspunkte hatten. Hickox, Portfolio Manager der Environmental Initiative des einflussreichen, kalifornischen Pensionsfonds CalPERS, scherzte noch 2006 hierzu:

„In fact, I kiddingly offer the thought ,God forbid these groups find one another.“³⁴

³³ Hermes: The Hermes Principles, London 2006, S. 18.

³⁴ Hickox, W. H.: Incentives Promoting Patience in Investment, in: The Sustainability Forum Zürich, From Short- to Long-Term: Who Cares?, Zürich 2006, S. 15.

7 Fiduciary Duty und nachhaltige Investments

7.1 Informationsgrundlagen zur Fiduciary Duty

Kern der „Fiduciary Duty“ (treuhänderische Pflicht) in der Altersvorsorge ist insbesondere, dass die „Trustees“ (Treuhandler) alle Investmententscheidungen risiko- und renditeorientiert („maximisation of performance“), vorsichtig, vernünftig und vorausblickend im Interesse der Altersversorgung der Begünstigten treffen. Es sei denn, es werden noch andere Zwecke festgelegt. Primäre Treuhänder („Primary Fiduciaries“) im engeren Sinne sind das „Board of Trustees“ („common law“ in USA/UK) bzw. das „Pension Scheme Management Committee“ („civil law“ z.B. in Kontinentaleuropa). Andere Beteiligte mit ähnlichen Pflichten wie die primären Treuhänder sind Vermögensverwalter (Asset Manager), Versicherungsmanager und Pension Consultants³⁵. Vom Begriff „Fiduciary Duty“ zu trennen ist die Frage des „Fiduciary Management“, in der insbesondere entschieden wird, ob das Asset Management „in-house“ oder extern durchgeführt werden soll.

Lange Zeit war – und bei schlecht informierten Marktteilnehmern ist bis heute – strittig, ob die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien – häufig breiter auch als „Environmental, Social and Governance factors“ (ESG) bezeichnet – gegen die „Fiduciary Duty“ verstoßen würde. Seit einer viel beachteten Studie der führenden „law firm“ Freshfields ist diese Frage grundsätzlich geklärt, zumindest für die untersuchten neun Länder inklusive Deutschland, Frankreich, UK und USA.

Freshfields fasste zusammen:

„Conventional investment analysis focuses on value, in the sense of financial performance. As we note above, the links between ESG factors and financial performance are increasingly being recognised. On that basis, integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions. It is also arguable that ESG considerations must be integrated into an investment decision where a consensus (express or in certain circumstances implied) amongst the beneficiaries mandates a particular investment strategy and may be integrated into an investment decision where a decision-maker is required to decide between a number of value-neutral alternatives.“³⁶

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien ist also kein Verstoß gegen die „Fiduciary Duty“. Im Gegenteil, die Berücksichtigung ist erlaubt und kann aufgrund der zunehmenden Performanceeinflüsse von Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen der „Fiduciary Duty“ sogar als geboten bezeichnet werden.

Bevor Pensionsfonds-, Versicherungs- oder Asset Manager entsprechende Ziele, Strategien oder Maßnahmen zur Integration von Nachhaltigkeitskriterien formulieren, sollten im Rahmen der Informationsgrundlagen zuerst grundlegende Informationen zum Konzept nachhaltiger Entwicklung bzw. nachhaltiger Investments bedacht werden. Diesen Grundlagen widmen sich die folgenden Fragestellungen 12 bis 16. Erst in Frage 17 werden daraus Schlüsse für das Zielsystem der Pensionsfonds gezogen.

³⁵ Zur teils sehr unterschiedlichen Ausgestaltung der „Fiduciary Duty“ in einzelnen Ländern vgl. Freshfields Bruckhaus Deringer: A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment, produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, October 2005.

³⁶ Ebenda, S. 13.

Die grundlegende Definition für eine nachhaltige Entwicklung stammt von der Brundtland-Kommission und lautet wie folgt:

„Sustainable Development is a development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. It contains within it two key concepts:

- the concept of ‚needs‘, in particular the essential needs of the world’s poor, to which overriding priority should be given; and
- the idea of limitations imposed by the state of technology and social organization on the environment’s ability to meet present and future needs.“³⁷

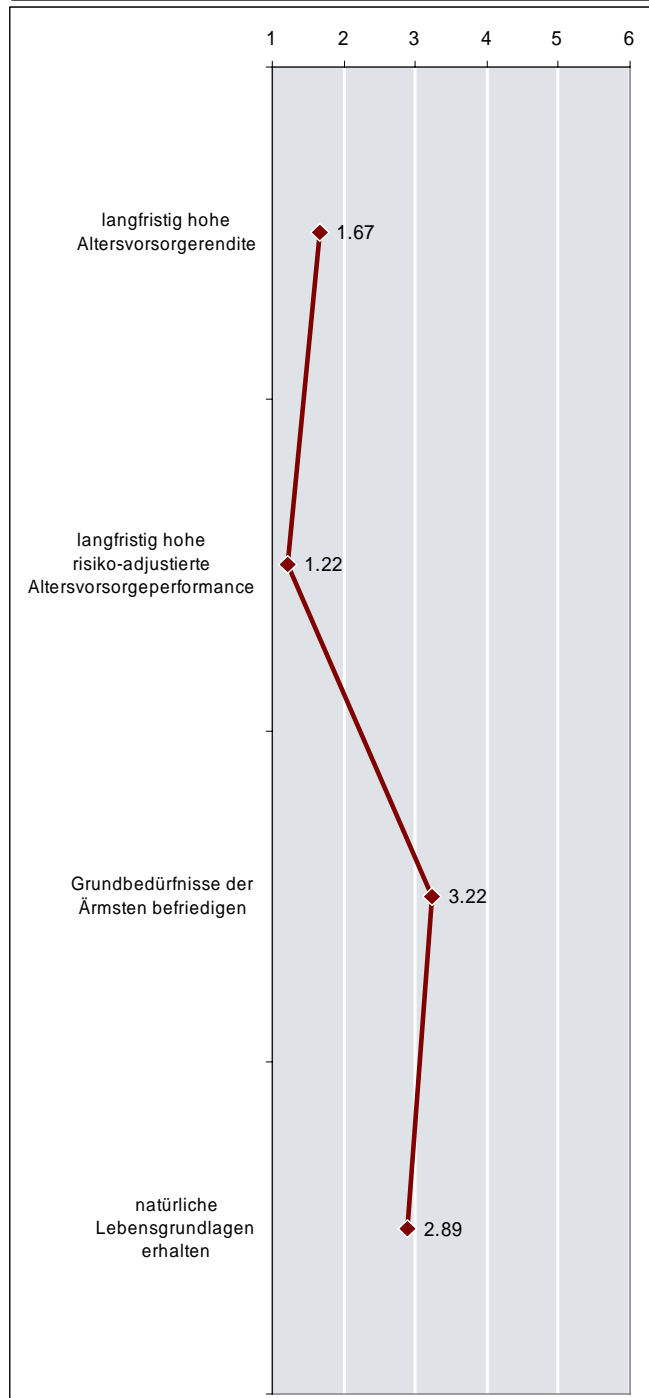
In Frage 12 wurden die Pensionsfondsmanager befragt, wie wichtig ihren Begünstigten die beiden Hauptziele der Brundtland-Kommission „Armutsbekämpfung“ und „Umweltschutz“ sind. Daneben wurde die Bedeutung der klassischen Ziele „langfristig hohe Altersvorsorgerendite“ und „langfristig hohe, risikoadjustierte Altersvorsorgeperformance“ ermittelt.

Erwartungsgemäß werden die beiden klassischen Ziele als sehr wichtig bewertet, wobei die risikoadjustierte Performance als besonders wichtig gilt. Die beiden Kernnachhaltigkeitsthemen „Armut“ und „Umweltschutz“ werden zumindest durchschnittlich als relativ wichtig angesehen. Die Varianzen der Antworten zeigen aber jeweils das volle Spektrum der Bewertungsmöglichkeiten von „sehr wichtig“ bis „unwichtig“. Ein Manager, der alle vier Punkte mit „sehr wichtig“ bewertete, sagte, er habe den scheinbaren „Zielkonflikt bewusst ignoriert“. Heute und zukünftig, generationenübergreifend, wie das Nachhaltigkeitskonzept und Pensionsfonds ja angelegt seien, müssten alle vier Punkte gleichermaßen erreicht werden, da sie insbesondere langfristig stark voneinander abhängig sind. Ein anderer Manager, der die beiden Nachhaltigkeitskriterien mit „unwichtig“ bewertete, meinte ebenfalls die vier Punkte sollten langfristig kein Widerspruch sein. Sein Fonds fokussiere jedoch auf hohe Rendite bzw. Performance für die Begünstigten und versuche gleichzeitig die Unternehmen, Märkte und Rahmenbedingungen so zu beeinflussen, dass zukünftig hohe Performance auch immer mehr mit hoher Nachhaltigkeit gleichgesetzt werden könne. Dass Nachhaltigkeit immer stärkere, finanzielle Implikationen habe und damit zunehmend aus der Performancesicht berücksichtigt werden müsse, habe der Freshfields-Report ja gezeigt.

Frage 12: Wie wichtig ist es für Ihren Pensionsfonds, dass Ihre Begünstigten:

- langfristig hohe Altersvorsorgerenditen erzielen?
- langfristig hohe risikoadjustierte Altersvorsorgeperformance erzielen?
- langfristig ihren Lebensabend in einer Welt verbringen können, in welcher die Grundbedürfnisse der Ärmsten der Welt befriedigt werden?
- langfristig ihren Lebensabend in einer Welt verbringen können, in welcher die natürliche Umwelt in der Lage ist, gegenwärtige und zukünftige Bedürfnisse aller Menschen zu befriedigen

1 = sehr wichtig 6 = unwichtig



³⁷ World Commission on Environment and Development: Our Common Future, Oxford 1987, S. 43.

Eine Sonderstellung nimmt Ethos ein, deren Gründungszweck ja gerade darin bestanden hat, dass die kooperierenden Pensionsfonds anteilig nachhaltige Investments tätigen wollten – ohne das Primat der Performance, sondern als gleich gewichtete Ziele.

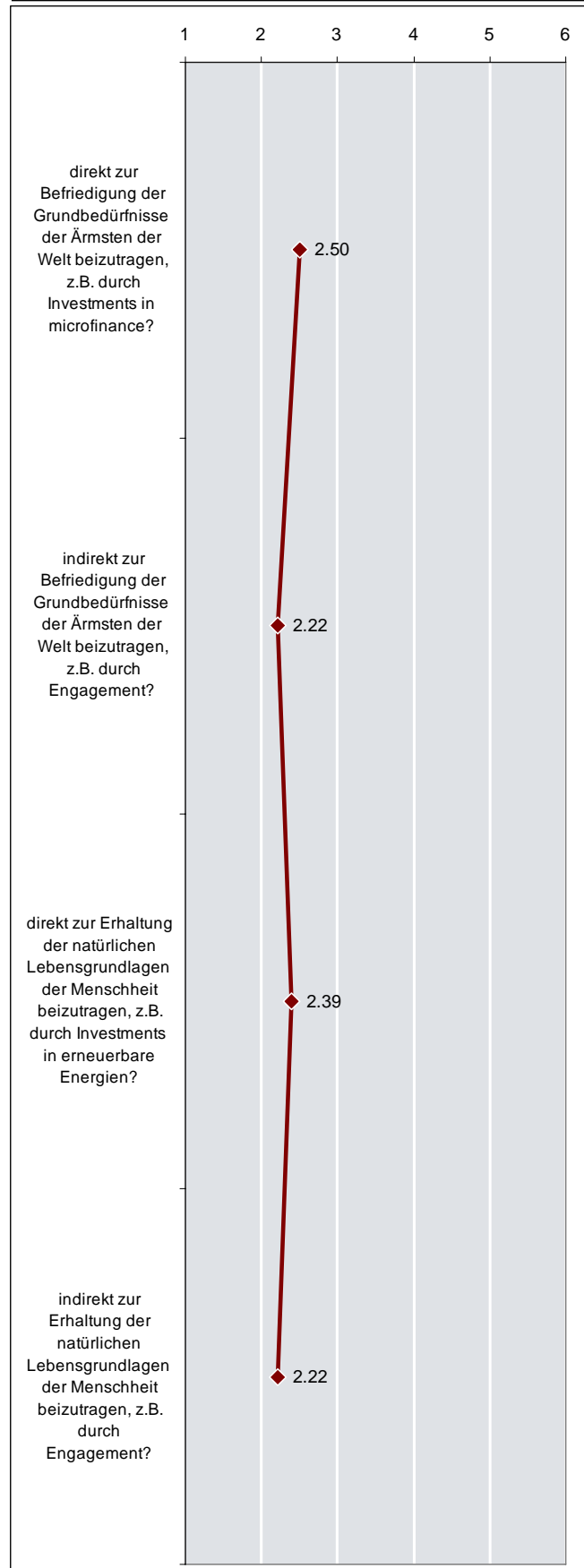
Die etwas wichtigere Stellung des „Schutzes der natürlichen Lebensgrundlagen“ wird damit begründet, dass die Begünstigten eher an ihr eigenes Rentnerdasein, ihre Kinder und Enkel und deren nähere Lebensumwelt denken würden. Absolute Armut sei überwiegend (Kontinente) weit entfernt, wenngleich sie zur Destabilisierung der gesamten Welt insgesamt führen könne und ohne Armutsbekämpfung global auch keine Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen möglich sei.

Pensionsfonds sind volumenstarke, einflussreiche Akteure an den Kapitalmärkten. Alle britischen Pensionsfonds halten z.B. rund 20% des britischen Aktienkapitals. Die Bedeutung der kapitalgedeckten Altersvorsorge nimmt in den Industrieländern weiter zu. Außerdem sind Pensionsfonds häufig Vorreiter. Ihre innovativen (nachhaltigen) Investmentstile haben großen Einfluss auf investierte Unternehmen und werden später vielfach von anderen Kapitalmarktakteuren adaptiert. Ein gutes Beispiel für das Durchdringen nachhaltigen Gedankenguts bei den Finanzmarktakteuren sind die UN „Principles for Responsible Investments“³⁸ (UN PRI): Gut ein Jahr nach Gründung der Initiative wurde diese 2007 bereits von mehr als 190 unterzeichnenden Kapitalmarktakteuren mit mehr als 9 Billionen US\$ an Vermögenswerten unterstützt. Während im PRI Board, welches die Initiative mit gründete und vorantreibt, fast ausschließlich Repräsentanten von Pensionsfonds, also Asset Owner, sitzen, finden sich bei den Unterzeichnern auch immer mehr Asset Manager, für welche die Initiative explizit offen ist.

Vor diesem Hintergrund stellte sich die Frage, wie stark die Pensionsfondsmanager selbst den direkten bzw. indirekten Einfluss aller Pensionsfonds in den Industrieländern einschätzen, zur Lösung der Kernherausforderungen einer nachhaltigen Entwicklung „Armutsbekämpfung“ und „Umweltschutz“ beizutragen. Die Frage stand unter der Prämisse, dass sich alle Pensionsfonds in den Industrieländern in ähnlicher Weise auf nachhaltige Investmentstrategien ausrichteten wie die befragten Pensionsfonds mit ihrer Vorreiterrolle.

Bei allen vier Punkten sehen die Pensionsfondsexperten – ohne große Abweichungen in den Antworten – einen langfristig hohen Einfluss. Dabei wird der indirekte Einfluss, z.B. mittels verschiedener Engagementformen (vgl. Abschnitt 6) etwas höher eingeschätzt als der direkte Einfluss z.B. über Investments in Mikrofinanzinstitutionen oder erneuerbare Energien. Direkte Investitionen würden insbesondere dann getätigt, wenn das Rendite-Risiko-Verhältnis stimmt. Hier bestehen besonders beim ersten Punkt, der direkten Befriedigung der Grundbedürfnisse der Ärmsten durch Investments, noch Probleme durch teils hohe Länderrisiken, z.B. in Afrika. Andererseits würden neben Mikrofinanzinvestments zunehmend auch langfristige Infrastrukturinvestments, z.B. in die (Ab-)Wasserinfrastruktur in Schwellen- und Entwicklungsländern getätigt. Eine Herausforderung, auf welche die Pensionsfonds weder direkt noch indirekt großen Einfluss verspüren, ist das Problem teils schlechter Regierungsführung (Bad Governance) in einigen Entwicklungsländern.

Frage 13: Wie stark schätzen Sie langfristig den Einfluss aller Pensionsfonds in den Industrieländern ein, ...
1 = sehr hoch 6 = kein Einfluss



³⁸ Vgl. <http://www.unpri.org/>.

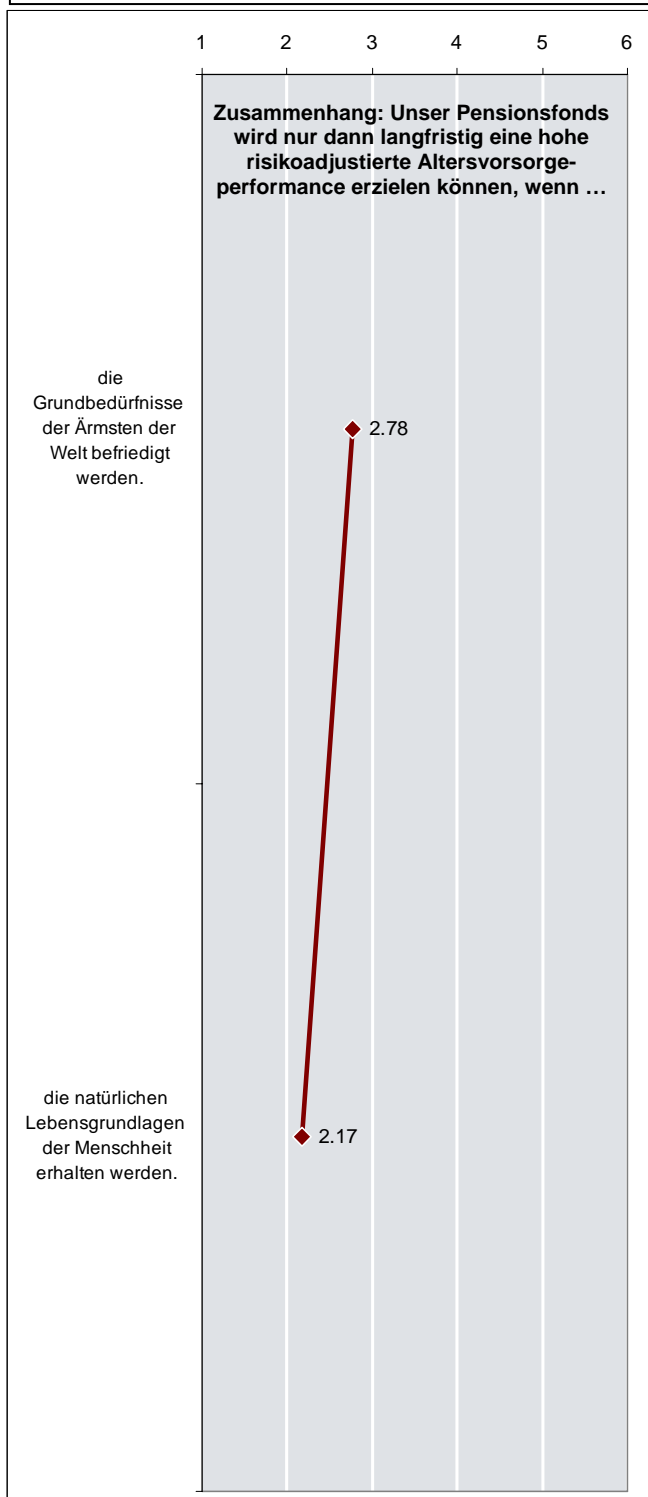
Der Zusammenhang zwischen einer langfristig hohen, risikoadjustierten Altersvorsorgeperformance und der Lösung der beiden Kernherausforderungen einer nachhaltigen Entwicklung „Armutsbekämpfung“ und „Erhalt der natürlichen Lebensgrundlagen“ wurde in Frage 14 direkt abgefragt. Die Befragten sehen einen hohen Zusammenhang beim Umweltschutz (2,17), z.B. bei der Bekämpfung des Klimawandels, und einen relativ hohen Zusammenhang bezüglich der Befriedigung der Grundbedürfnisse der Ärmsten (2,78).

Die Pensionsfondsexperten hatten diesen Zusammenhang schon in Frage 12 hergestellt, obwohl dort nicht direkt danach gefragt wurde. Dadurch fielen die verbalen Erläuterungen zu Frage 14 in den Interviews gering aus, andererseits verdeutlicht die vorzeitige Kommentierung die langfristig hohe Bedeutung des Performance-Zusammenhangs.

Bezüglich der absoluten Armut wurde kommentiert, dass diese zu Performancerisiken etwa durch vermehrte Migration und geopolitische Risiken führe. Andererseits könnten auch positive Performanceeffekte durch die Deckung der Grundbedürfnisse resultieren, denn diese enormen Bedürfnisse zu befriedigen, biete große Wachstumschancen etwa für investierte Unternehmen z.B. mittels „Bottom of the Pyramid“-Strategien oder direkte Infrastrukturinvestments der Pensionsfonds.

Wird die Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen in diesem Jahrhundert nicht gelingen, so folgt systemisch, dass eine hohe Altersvorsorgeperformance nicht mehr zu erzielen bzw. die Pension nicht mehr lebenswert auszugeben sein wird.

Frage 14: Wie stark ist der Zusammenhang zwischen der langfristig hohen, risikoadjustierten Altersvorsorgeperformance Ihres Pensionsfonds, der Befriedigung der Grundbedürfnisse der Ärmsten und der Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen?
1 = sehr hoher Zusammenhang 6 = kein Zusammenhang

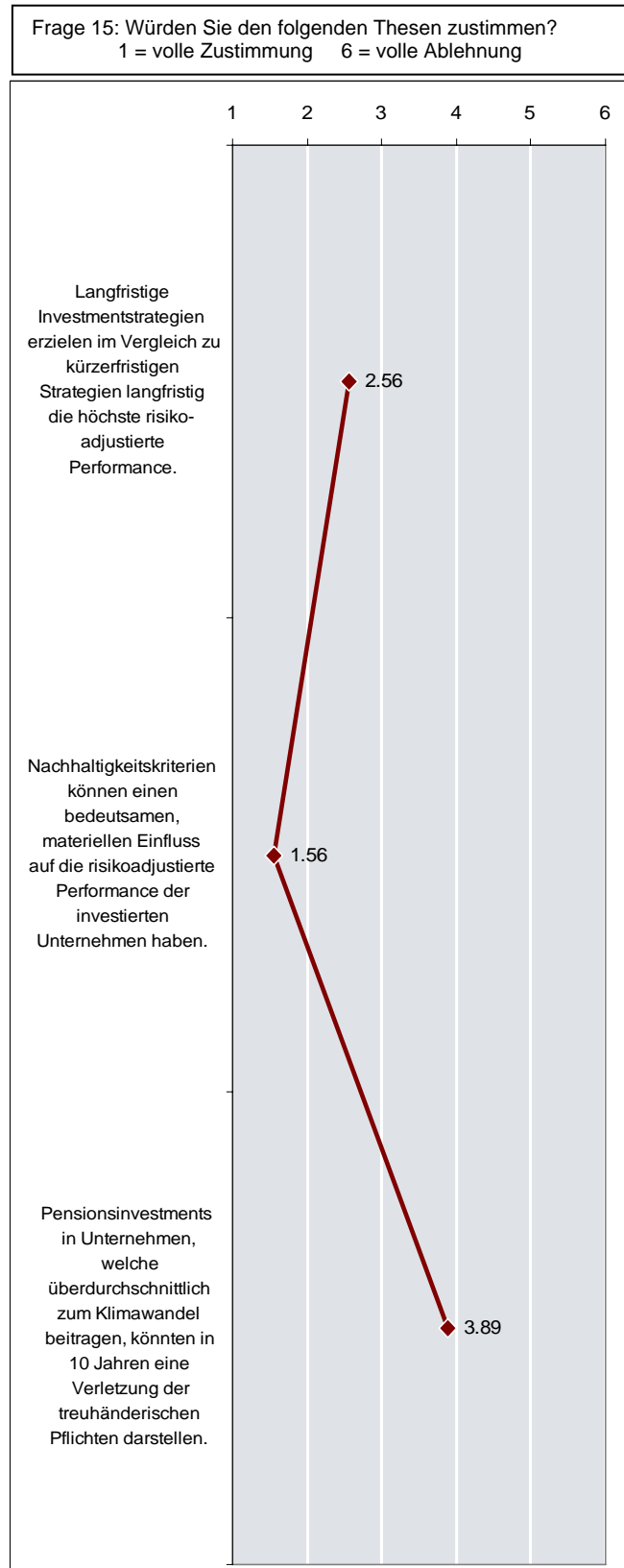


Legendär erfolgreiche Investoren wie Carret, Kostolanyi oder Bill Miller nutzten langfristige Investitionsstrategien. Kurzfristige Spekulation lehnten sie ab. Allerdings beschrieb schon Keynes die schwierige Position des Langfristinvestors:

„It is the long term investor, he who most promotes the public interest, who will in practice come in for most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is in the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally“³⁹.

Die befragten Manager der Pensionsfonds – selbst langfristige Asset Owner – stimmten der These „Langfristige Investmentstrategien erzielen im Vergleich zu kürzerfristigen Strategien langfristig die höchste risikoadjustierte Performance“ mit einem Wert von 2,56 zu. Grundsätzlich sei die These aus Sicht der Kapitalmarkttheorie richtig, es wurde aber auf die praktische Diversifikation der Investmentstrategien hingewiesen (vgl. Frage 9 im Abschnitt 4.6). Derzeit würde auch mit kurzfristigen Investitionsstrategien teils hohe Performance erzielt, ob dies auch langfristig zu duplizieren sei bleibe offen. Insgesamt könnten noch mehr Langfriststrategien für die Pensionsfonds zum Einsatz kommen und zu langfristiger Outperformance beitragen.

Ein Investmentstil mit sehr guten langfristigen Ertragsaussichten ist die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in den langfristigen Anlageprozess. Die These „Nachhaltigkeitskriterien können einen bedeutsamen, materiellen Einfluss auf die risikoadjustierte Performance der investierten Unternehmen haben“ fand einen hohen Zustimmungswert der Pensionsfondsexperten von 1,56. Durch die Integration von Nachhaltigkeitskriterien können negative Effekte auf investierte Unternehmen im Portfolio vermindert und positive Auswirkungen verstärkt werden. Der Vorstand und Managing Director of Investment des Pensionsfonds PGGM prognostizierte hierzu einmal:



³⁹ Keynes, J. M.: The General Theory of Employment, Interest and Money, zitiert nach: Myners, P., Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, London 2001, S. II.

„Letztendlich werden alle institutionellen Investoren nachhaltig anlegen. Langfristig wird dadurch die heute zu erzielende zusätzliche Rendite verschwinden. Das ist das eigentliche Ziel. Diejenigen die zuerst einsteigen, werden die höchsten Renditen einfahren“⁴⁰

Die dritte These dieses Fragenkomplexes geht auf die „law firm SCOTT + SCOTT“ zurück⁴¹. Die abgewandelte These „Pensionsinvestments in Unternehmen, welche überdurchschnittlich zum Klimawandel beitragen, könnten in 10 Jahren eine Verletzung der treuhänderischen Pflichten darstellen“ fand im Durchschnitt weder Zu- noch Ablehnung (3,89). In einer großen Spanne stimmten z.B. zwei Befragte der These zu (2), zwei lehnten sie voll ab (6). Mit Sicherheit kann die zukünftige Entwicklung natürlich nicht vorhergesagt werden. Die Wahrscheinlichkeit für eine entsprechende Entwicklung im Bereich der international variierenden Regelungen der „Fiduciary Duty“ innerhalb der nächsten zehn Jahre könnte aus den Antworten mit etwa 40:60 angegeben werden.

Interessant ist, dass gerade in der Beurteilung der Auswirkungen des Klimawandels auf das Investmentportfolio der Pensionsfonds verschiedenste Prozesse im Gang sind. So startete z.B. ABP ein internes Researchprojekt zu Chancen und Risiken des Klimawandels für die Investments. FRR untersucht 2008 Investmentstrategien im Bereich Klimawandel, u.a. CleanTech-Investments. Und USS veröffentlichte gemeinsam mit anderen Investoren eine entsprechende Publikation⁴².

⁴⁰ Munsters, R., zitiert nach Terasa, O., Pensionskassen und Nachhaltiges Investment, scoris Arbeitspapier, Hannover, September 2003, S. 11.

⁴¹ Originaler Wortlaut: „An Open Question For 21st Century Fiduciaries: Is it a breach of fiduciary duty for a trustee or pension manager to allow scheme assets to be invested in non-sustainable companies (e.g. companies causing climate risk)?“ Scott, D. R.: Fiduciary Duties: Evolving Into The 21st Century, Präsentationsfolien, Zürich 2006, S. 20.

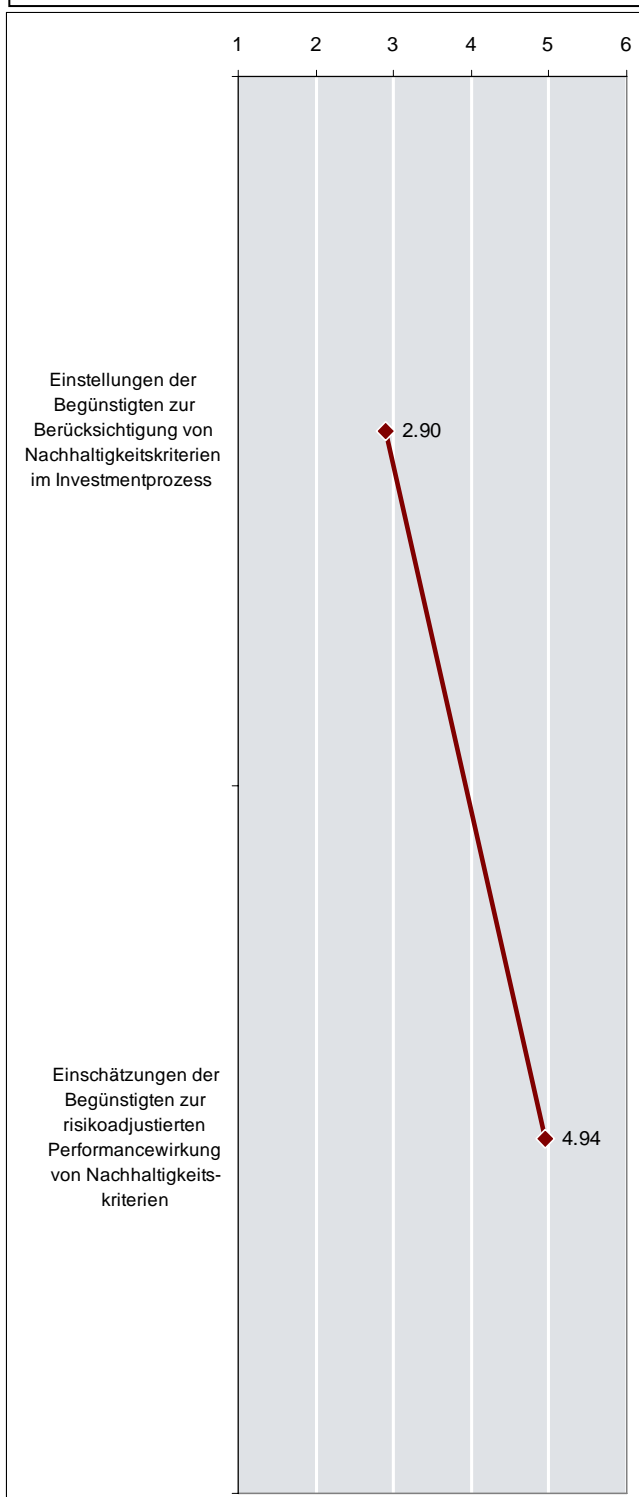
⁴² Vgl. Henderson Global Investors, USS, Railpen Investments, Insight Investment: Managing the unavoidable: Understanding the investment implications of adapting to climate change, London 2008.

Im Rahmen der Informationsgrundlagen zur „Fiduciary Duty“ erscheint es erforderlich, über die Einstellungen der Begünstigten bezüglich ihrer Altersvorsorgeinvestments informiert zu sein. Die Freshfields-Studie schlussfolgerte unter anderem, dass Nachhaltigkeitskriterien insbesondere dann berücksichtigt werden müssten, wenn ein ausdrücklicher oder in gewissen Fällen stillschweigender Konsens der Begünstigten diesbezüglich bestehe⁴³. Nur die Hälfte der befragten, führenden Pensionsfonds gab an, dass die Einstellungen ihrer Begünstigten hierzu voll (1) oder gut (2) bekannt seien. Es ist erstaunlich, dass erst wenige Pensionsfonds ihre Begünstigten explizit hierzu befragt haben. Die Pensionsfonds, welche repräsentative Befragungen von mindestens 1% ihrer Begünstigten durchgeführt haben, gaben Zustimmungswerten zu Nachhaltigkeitskriterien bei den Investments von 33%, 75%, 90% oder 100% an. Teils wurde dies mit dem Zusatz versehen, dass dabei keine geringere Performance erzielt werden möge, woran bei modernen, nachhaltigen Investmentansätzen für die Altersvorsorge gerade langfristig kein Zweifel bestehen dürfte. Andere Pensionsfonds nannten hingegen nur Kenntnisse aus allgemein zugänglichen, repräsentativen Befragungen, wie etwa der folgenden:

Für 80% der potentiellen Nutzer privater Altersvorsorgeinvestments in Deutschland war es 2001 persönlich (sehr) wichtig, dass Umweltaspekte bei der Anlage der Gelder berücksichtigt würden. Dieser Wert stieg auf 86%, wenn spezieller nach Einhaltung von Umweltgesetzen, Nichtherstellung umweltschädlicher Produkte und Einhaltung der Menschenrechte gefragt wurde. Sogar 87% war es (sehr) wichtig, dass eine Berichtspflicht der Altersvorsorgeunternehmen bezüglich der Umweltauswirkungen der investierten Gelder besteht⁴⁴.

Eine Sonderrolle spielen staatliche Puffer-Pensionsfonds wie FRR in Frankreich oder AP1 bis AP4 in Schweden. Hier müssten repräsentative Befragungen der Staatsbürger erfolgen, da diese in ihrer Gesamtheit die Begünstigten stellen. Allgemein gelten beispielsweise die Schweden als besonders proaktiv in Fragen der globalen, nachhaltigen Entwicklung.

Frage 16: Ist Ihnen die Einstellung Ihrer Begünstigten zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien im Investmentprozess und deren risikoadjustierten Performancewirkung bekannt, z.B. aus einer Befragung aller Begünstigten?
 1 = voll bekannt 6 = überhaupt nicht bekannt



⁴³ Vgl. Fußnote 36.

⁴⁴ Vgl. Ecologic: Ökologische Aspekte der privaten Altersvorsorge – Auswertung der Ergebnisse einer repräsentativen Meinungsumfrage von EMNID im Auftrag des Bundesumweltministeriums, Berlin 2001, S. 9 und S. 15ff.

Deutlich schlechter fallen die Einschätzungen zum Finanz-Know-how der Begünstigten aus. Neun von zehn Fonds trauten den Begünstigten nicht oder kaum zu (4 bis 6), die risikoadjustierte Performancwirkung von Nachhaltigkeitskriterien einzuschätzen. Diese würde den Begünstigten in der Kommunikation der Fonds bislang noch viel zu selten erklärt. Auch allgemein sei die Bildung der Bevölkerung in Finanzfragen eher zu gering. Hier sei durchaus der Staat gefragt, zu einer (nachhaltigen) Finanzbildung beizutragen.

Insgesamt könne der Bottom-up-Prozess mit Bildung und Befragungen der Begünstigten noch deutlich intensiviert werden.

7.2 Integration von Langfristigkeit und Nachhaltigkeit im Zielsystem der Pensionsfonds

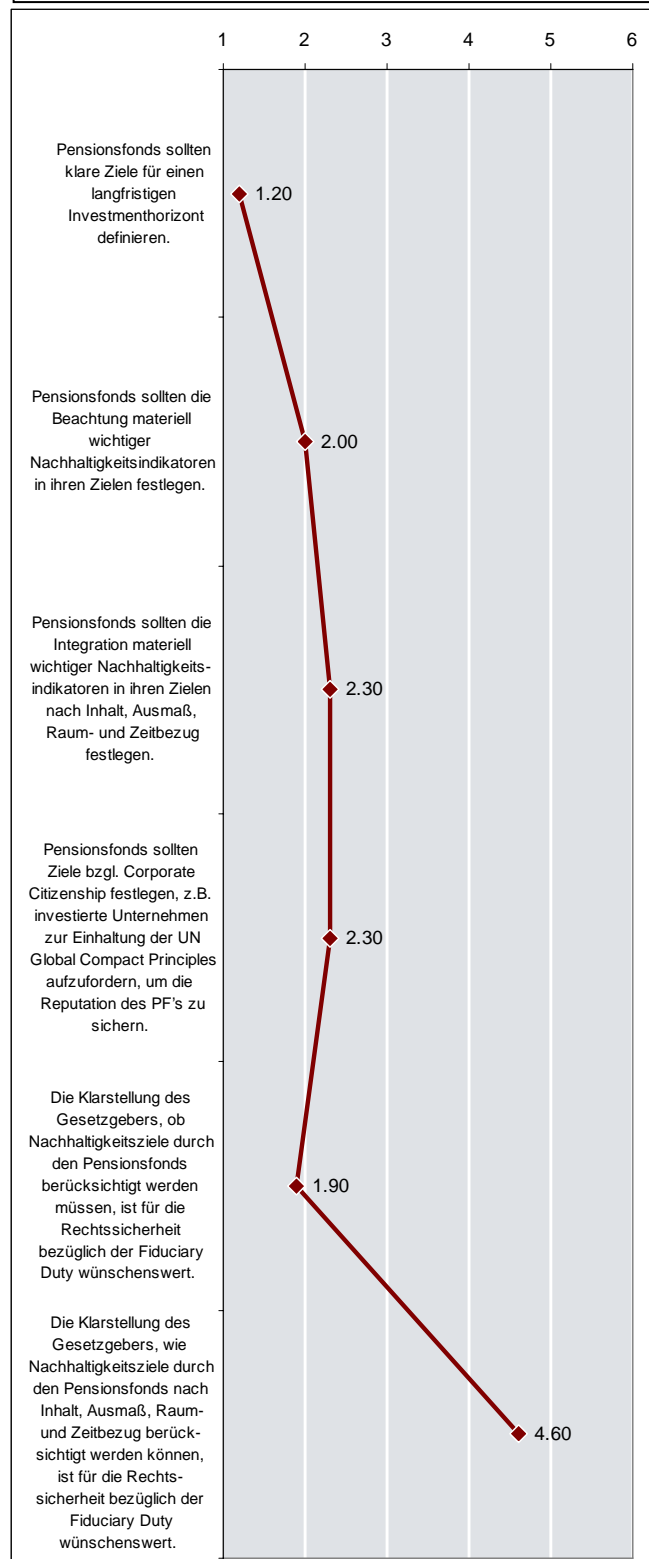
Nachdem die Informationsgrundlagen zur „Fiduciary Duty“ entsprechend bestimmt wurden (vgl. 7.1), sollten diese entsprechend im Zielsystem des Pensionsfonds berücksichtigt werden.

Oberste Zielpriorität der befragten Pensionsfonds ist mehrheitlich die langfristige Erzielung einer möglichst hohen Rendite bei akzeptablem bzw. geringst möglichem Risiko. Aus Sicht der Befragten sollten alle Pensionsfonds klare Ziele für einen langfristigen Investmenthorizont definieren (1,2).

Da die Analyse der Informationsgrundlagen ergab, dass Nachhaltigkeitsindikatoren materiell wichtige Auswirkungen auf die risikoadjustierte Performance der Investments haben können, sollte deren Beachtung aus Sicht der befragten Manager der führenden Pensionsfonds auch im Zielsystem des Pensionsfonds festgelegt werden (2,0). Die schwedischen AP-Fonds müssen z.B. per Gesetz Ethik- und Umweltfragen berücksichtigen, ohne dass Oberziel einer hohen Performance zu beeinträchtigen.

Alle Pensionsfondsexperten stimmten zu (2,3), dass eine weitere Konkretisierung derartiger, allgemein gehaltener Ziele erfolgen sollte. Dies könne etwa mit spezifizierten Zielen nach Inhalt (z.B. Assetklassen), Ausmaß (z.B. Anteil des Portfolios), Raumbezug (z.B. für Investments in Industrie- oder Schwellenländern) und Zeitbezug (bis wann soll das Ziel erreicht sein) geschehen. Die Metallrente hat z.B. für ihren Pensionsfonds die Integration von Nachhaltigkeitskriterien für die gesamte Assetklasse Aktien festgelegt. Und ERAFP hat sogar das Ziel gesetzt, die 100%ige Integration von Nachhaltigkeitskriterien für Aktien und Anleihen sowie für alle zukünftig ggf. investierten Assetklassen anzustreben. Das Board von ERAFP zielt dabei explizit auf eine Balance zwischen Finanz-, Sozial- und Umweltauswirkungen ab. Ethos hat in seinem Zielsystem für Aktien- und Rentenanlagen explizit verankert, nicht nur auf materielle Nachhaltigkeitsindikatoren abzustellen, sondern auch auf andere wichtige nicht-/extra-finanzielle Kriterien („Intangibles“), auch wenn diese (noch) nicht von unmittelbarer, materieller Bedeutung sind.

Frage 17: Würden Sie den folgenden Thesen zu Zielen im Rahmen der Fiduciary Duty der Pensionsfonds zustimmen?
1 = voll Zustimmung 6 = volle Ablehnung



Mit gleich hoher Gewichtung (2,3) sollten Pensionsfonds aus Sicht der Befragten auch Ziele bezüglich Corporate Citizenship der investierten Unternehmen festlegen. So fordert ABP seit März 2008 von den investierten Unternehmen, dass diese in Übereinstimmung mit den „Global Compact Principles“⁴⁵ zu Menschen-, Arbeitsrechten, Umwelt und Entwicklung sowie Korruption operieren. Das Board von ABP will damit gesellschaftliche Werte und Verantwortung des Pensionsfonds stärker betonen – und gleichzeitig die Reputation des Pensionsfonds schützen. Andere Fonds sprechen hier auch von identitätsbildenden Faktoren für den Pensionsfonds und seine Begünstigten und beziehen z.B. die „OECD Guidelines for Multinational Enterprises“⁴⁶ sowie (inter-)nationale Normen oder Verhaltenskodizes in ihr Zielsystem mit ein. Die Gründung des „Ethical Council“ der schwedischen AP-Fonds 1 bis 4 (vgl. 6) dient ebenfalls in hohem Maße dieser Zielsetzung. Meist wird folgerichtig gleich in den Zielsetzungen festgehalten, dass die mandatierten Asset Manager die Einhaltung der entsprechenden Zielsetzungen mit zu berücksichtigen haben.

Den zweithöchsten Zustimmungswert (1,9) erhielt die folgende These: „Die Klarstellung des Gesetzgebers, ob Nachhaltigkeitsziele durch den Pensionsfonds berücksichtigt werden müssen, ist für die Rechtssicherheit bezüglich der Fiduciary Duty wünschenswert“. Alle Länder, in denen es noch keine solch expliziten Klarstellungen des Gesetzgebers bzw. Regulierers gibt, sollten diese für alle Altersvorsorgeanbieter im Sinne einer sicheren, langfristig performancestarken und nachhaltigen Altersvorsorge erlassen.

Während durch den Gesetzgeber oder Regulierer also durchaus vorgeschrieben werden soll, dass Nachhaltigkeitsziele bei den Investments berücksichtigt werden müssen, soll das „wie“, die konkretisierende Ausgestaltung, den Pensionsfonds selbst vorbehalten bleiben. Die Politik solle aber die allgemeinen Rahmenbedingungen im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung – ggf. unterstützt durch die Pensionsfonds [vgl. 6 (3)] – konkreter vorteilhaft gestalten, dann könnten die Märkte und Investoren selbst viel leichter nachhaltig mitgestalten.

Nur ein Befragter meinte, wenn die Regulierung des „wie“ praktikabel und nicht zu detailliert ausfiele, könne sie auch hilfreich sein. Zur belgischen Verpflichtung zu einem 10%igen Anteil explizit nachhaltiger Investments am Portfolio wurde einerseits positiv geäußert, dass Belgien damit eine intensivere Beschäftigung mit der Thematik einfordere. Andererseits würde damit die Entscheidung des „ob“ und „wie“ einer vollständigen Integration von Nachhaltigkeitskriterien in die Investmentprozesse zeitlich aufgeschoben.

⁴⁵ Vgl. <http://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html>.

⁴⁶ Vgl. http://www.oecd.org/department/0,3355,en_2649_34889_1_1_1_1_1_1,00.html.

8 Assetklassen

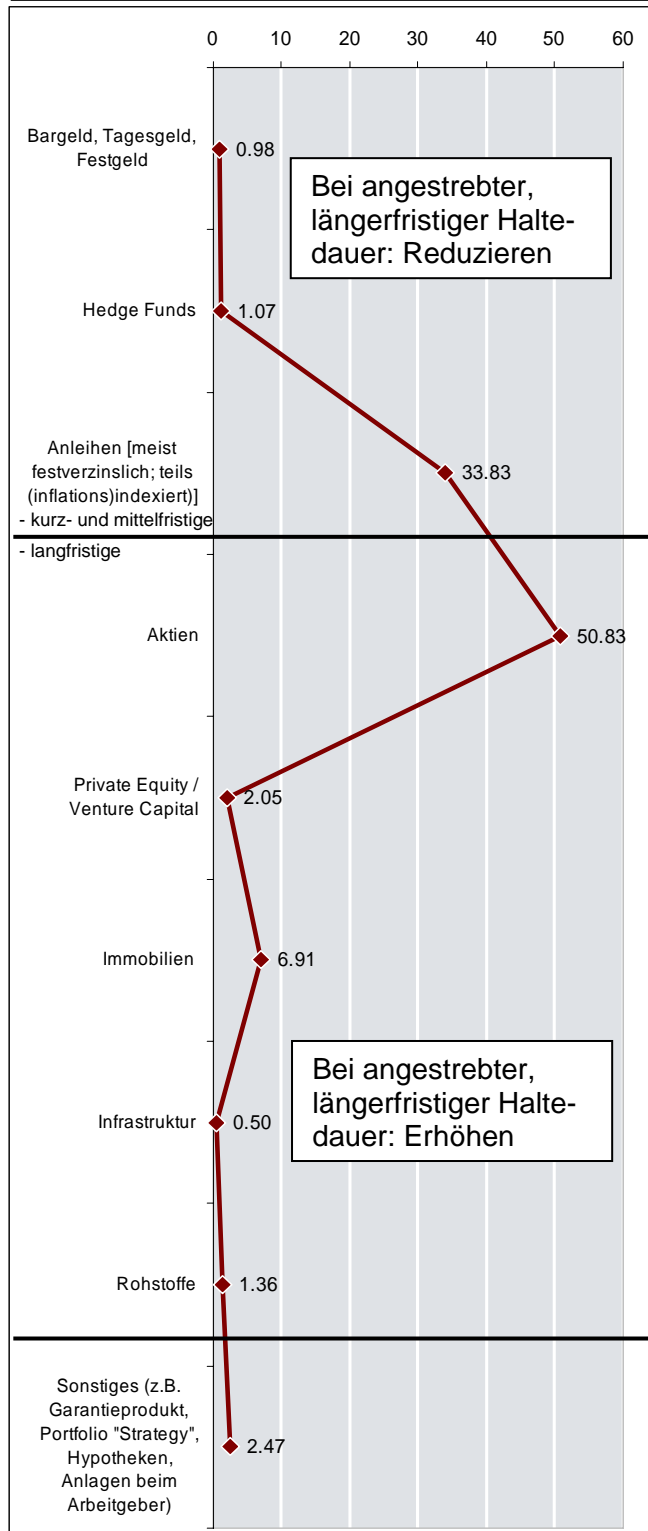
Die nebenstehende Abbildung zeigt die durchschnittliche Asset Allokation der zehn befragten Pensionsfonds nach investierten Assetklassen. Die Assetklasse Aktien hat hierbei das größte Gewicht und steht für gut die Hälfte aller Assets unter Management (50.83%). Die Abweichungen sind dabei erheblich und reichen von 14% bis 80% Anteil am Portfolio. Der Anteil der Anleihen am Portfolio liegt bei durchschnittlich 33,83%. Er weist die größten Abweichungen mit Werten von 5% bis 86% auf. Die drittstärkste Assetklasse stellen mit 6,91% Immobilien dar. Hier liegt die Spanne zwischen 0% und 18%. Diese drei Assetklassen stehen für über 90% der investierten Vermögenswerte. Allerdings ist eine Tendenz zu mehr Asset-Diversifikation auszumachen. Die jeweilig ermittelten Höchstwerte der anderen Assetklassen betragen für flüssige Mittel wie Tagesgeld 6,2%, Hedge Funds 5%, Private Equity / Venture Capital 5%, Infrastruktur 2,5% und Rohstoffe 5%.

Während die Durchschnittswerte etwa den Erwartungen entsprechen, welche man an Langfristinvestoren wie Pensionsfonds hat, sind die großen Abweichungen insbesondere in den drei bedeutendsten Assetklassen doch erstaunlich. Denn vor dem Hintergrund der ähnlich gelagerten, langfristigen Investmenthorizonte hätte eine größere Konvergenz um die arithmetischen Mittelwerte herum erwartet werden können. Als wichtige Hemmnisse auf dem Weg zu diesen für die führenden, europäischen Pensionsfonds derzeit als „optimal“ empfundenen, durchschnittlichen, langfristigen Allokationswerten können sicherlich gesetzliche oder regulatorische Vorgaben sowie Unterschiede in den Investmentkulturen gelten.

Wie in Abschnitt 4.6 festgestellt wurde, könnte die faktische Haltedauer von Investments beim zur Verfügung stehenden Anlagehorizont der Pensionsfonds teils durchaus länger sein. Vor diesem Hintergrund wurden die Pensionsfondsmanager befragt, inwieweit sich die Asset Allokation bei einer angestrebten, längerfristigen Haltedauer tendenziell verschieben könnte.

Frage 18: Wie teilt sich die Asset Allokation Ihres Pensionsfonds derzeit auf die Assetklassen auf? (Grafik: arithmetische Mittelwerte, in %)

Wie könnte sich die Asset Allokation Ihres Pensionsfonds tendenziell zukünftig verschieben, wenn ein längerfristiger Anlagehorizont (Haltedauer) angestrebt würde?



Ausgehend von der, durchschnittlichen Asset Allokation könnten bei angestrebter, längerfristiger Halte-dauer der Anteil folgender Assetklassen tendenziell

- reduziert werden:
 - flüssige Mittel wie Tagesgeld,
 - kurz- und mittelfristige Anleihen,
 - Hedge Fonds⁴⁷.
- erhöht werden:
 - langfristige Anleihen,
 - Aktien,
 - Private Equity / Venture Capital,
 - Immobilien,
 - Infrastruktur,
 - Rohstoffe.

Außerdem wären auch bei der bestehenden Asset Allokation innerhalb der jeweiligen Assetklassen selbst meistens längere Haltedauern möglich.

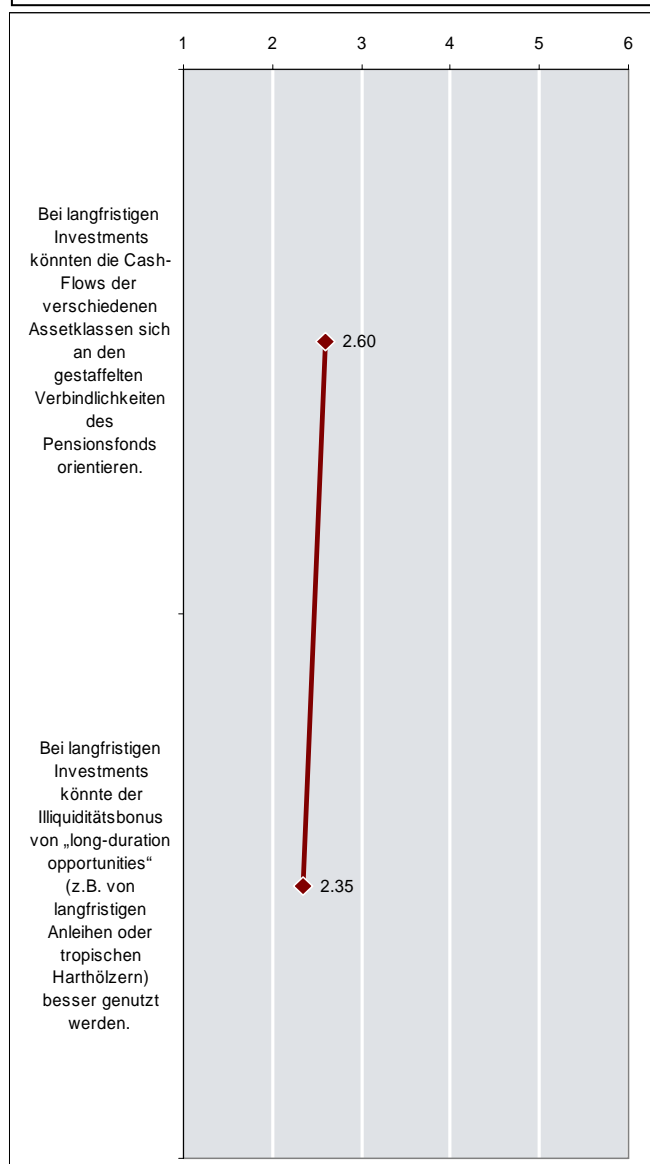
Ähnliche Ergebnisse brachten auch die Bewertungen der folgenden Thesen:

- Bei langfristigen Investments könnten die Cash-Flows der verschiedenen Assetklassen sich an den gestaffelten Verbindlichkeiten des Pensionsfonds orientieren (2,6).
- Bei langfristigen Investments könnte der Illiquiditätsbonus von „long-duration opportunities“ (z.B. von langfristigen Anleihen oder tropischen Harthölzern) besser genutzt werden (2,35).

PGGM nutzt zum Beispiel spezielle „illiquid strategies“ für strukturierte Investments innerhalb der Assetklassen Immobilien, Private Equity and Infrastruktur.

Eine stärkere Nutzung illiquider Assetklassen ist insbesondere für Zeiträume geeignet, in denen die Pensionsfonds noch keine oder keine hohen entsprechenden Verbindlichkeiten zu bedienen haben. Hemmend wirkt, dass Pensionsfonds zwar breit gestreute Risiken und Chancen wollen, die Investments aber häufig dennoch möglichst täglich abrufbar sein sollen. So kann in tropische Harthölzer z.B. auch mit der Aktie „Precious Woods“ investiert werden, dann indes ohne das direkte Vereinnahmen eines „Illiquiditätsbonus“.

Frage 19: Würden Sie folgenden Thesen zu langfristigen Pensionsinvestments in verschiedenen Assetklassen zustimmen?
1 = voll Zustimmung 6 = volle Ablehnung



⁴⁷ Interessant ist hier, dass schon jetzt 70% der untersuchten Pensionsfonds keine Hedge Funds im Portfolio haben und diese weiter reduziert würden, was ein Ergebnis des Abschnitts 3 bestätigt: Hedge Funds gelten überwiegend als zu kurzfristig orientiert für langfristige Investoren wie Pensionsfonds (aber vgl. auch Fußnote 10). Und FRR hat diese Assetklasse in seiner Investmentpolitik aus diesem Grunde ja sogar explizit ausgeschlossen.

Nachhaltige Innovationen in allen Assetklassen

Eine anteilig nachhaltige Ausrichtung der Assetklasse Rohstoffe mit „Illiquiditätsbonus“ stellen die 2007 über zehn Jahre getätigten Investments in Höhe von 60 Millionen US\$ von ABP und PGGM im „Global Solidarity Forest Fund“ (GSFF) dar. Hier wird in nachhaltige Forstwirtschaft in Mozambique investiert⁴⁸. Weitere Investments in nachhaltige Forstplantagen mit Zertifizierung gemäß Forest Stewardship Council (FSC) mandatierte PGGM in Höhe von 200 Mio. US\$ in Asien/Pazifik und Nord- und Südamerika mit einer Laufzeit von 15 Jahren. Eine Verlängerung um weitere fünf Jahre ist möglich. PGGM betrachtet „forestry as a stable investment, not least because trees grow regardless of economic cycles. Timber is one of the few commodities that have appreciated faster than inflation over the long term.“⁴⁹ Auch weitere interviewte Pensionsfonds zeigten sich für die nahe Zukunft an Investments in „Sustainable Forestry Management“ (SFM) sehr interessiert.

Für weitere Assetklassen sind die befragten Pensionsfonds zum Beispiel bei den folgenden nachhaltigen Investmentinnovationen engagiert:

- Multi-asset class: Langfristig orientierter Nachhaltigkeitsfonds für Investments in Schwellenländern, PGGM und Albright Capital (250 Mio. US\$)⁵⁰,
- Immobilien: BT Pension Scheme entwickelt ein Investmentportfolio für „highly rated green buildings“ (500 Millionen £),
- Immobilien: Hermes „Responsible Property Investment solutions (RPI)“ für alle Immobilienaktivitäten (12 Milliarden £)⁵¹,
- Private Equity: ABP- und PGGM-Anteile am Climate Change Capital (CCC)'s „Carbon II“ Fund für Investitionen in Entwicklungsländern zur Reduzierung von Treibhausgasemissionen (Volumen der zwei CCC-Funds: >800 Mio. US\$)⁵²,
- Private Equity: CleanTech Investments durch PGGM und ABP (500 Mio. Euro)⁵³,
- Infrastruktur: Erneuerbare-Energien-Infrastruktur-Fonds, ABP mit Triodos (100 Mio. Euro)⁵⁴,
- Microfinance: PGGM mit spezialisierten Fondsmanagern über 2-3 Jahre (200 Mio. Euro)⁵⁵.

Die stärkste Berücksichtigung erfahren Nachhaltigkeitskriterien in der Assetklasse Aktien, dem meist vom Volumen her größten und aufgrund der Aktionärsrechte einflussreichsten Portfolioanteil. Die Vielzahl der Ansätze (z.B. Negativkriterien, Positivkriterien, Best-in-class, Themenanlagen, Engagement, aktive wie passive, separate wie integrierte Ansätze) kann hier nicht dargestellt werden. Hierzu sei – ebenso wie für die zweit bedeutendste Assetklasse Anleihen – auf die separate Publikation des Autors in der Fußnote⁵⁶ verwiesen.

Grundsätzlich kann festgestellt werden, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien in allen Assetklassen umso stärker zunimmt, je langfristiger der Anlagehorizont – und hierbei insbesondere die geplante Haltedauer der Vermögenswerte – gesetzt wird. Alle interviewten Pensionsfonds planen zukünftig einen Ausbau ihrer Nachhaltigkeits-Aktivitäten vor allem durch

- Ausbau in den bisher involvierten Assetklassen und/oder
- Ausdehnung auf weitere Assetklassen und/oder
- stärkere Berücksichtigung separater, expliziter Nachhaltigkeitsmandate und/oder
- stärkere Integration von (materiell wichtigen) Nachhaltigkeitskriterien in die Mainstream-Anlageprozesse sowie -mandate und/oder
- Verstärkung von Engagementaktivitäten für Aktien und zunehmend auch für andere Assetklassen.

⁴⁸ http://www.abp.nl/abp/abp/investments/investments/esg/esg_in_practice/Global_Solidarity_Forest_Fund.asp

⁴⁹ http://www.responsible-investor.com/home/article/responsible_investment_mandate_watch/ [2.10.2007].

⁵⁰ <http://www.albrightcapital.com/content/PressRelease-PGGM-01182007.pdf> [18.1.2007].

⁵¹ http://www.hermes.co.uk/real_estate/real_estate_rpi_challenges.htm.

⁵² <http://www.climatechangecapital.com/pages/carbon.asp>.

⁵³ http://www.responsible-investor.com/home/article/pggm_comes_clean_on_private_equity_investment/ [10.7.2007].

⁵⁴ http://www.responsible-investor.com/home/article/abp_builds_in_renewable_energy_infrastructure/ [24.7.2007].

⁵⁵ http://www.responsible-investor.com/home/print/pggm_makes_one_of_worlds_biggest_institutional_investments_in_microfinance/ [28.3.2008].

⁵⁶ Vgl. Hesse, A.: Nachhaltige Investments bei Pensionsfonds und Pensionskassen International, im Auftrag von Swisscanto, Zürich 2007.

Über den Autor

Dr. Axel Hesse ist seit 2001 Berater für SD-M Sustainable Development Management und verfügt über 14 Jahre Erfahrung auf dem Gebiet nachhaltiger Geldanlagen, z.B. Lancierung des weltweit ersten Investmentprodukts auf den „Dow Jones Sustainability Index“ mit der HypoVereinsbank im Oktober 1999. Er ist Diplom-Kaufmann mit Schwerpunkten Asset Management, Rechnungswesen und Controlling sowie Nachhaltigkeitsmanagement. Er promovierte an der Handelshochschule Leipzig (HHL) zu „Sustainable Development Management – Politik- und Geschäftsfeld-Strategien für Banken“.

Hesse entwickelte 2002 das „Big Six“-Konzept der sechs wichtigsten Nachhaltigkeitsherausforderungen für das 21. Jahrhundert (vgl. Fußnote 18). Er ermittelte 2006 empirisch „Sustainable Development Key Performance Indicators“ für zehn Branchen und führte die Abkürzung „SD-KPIs“ ein (vgl. Fußnote 19). Das „Big Six“- und das „SD-KPIs“-Konzept sind urheberrechtlich geschützt und werden in Investmentprodukten abgebildet.

Kontakt:

Tel +49 251 2394678

Hesse@SD-M.de | www.SD-M.de

Über ASSET4

ASSET4 bietet eine neue Generation von Investment-Research-Informationen für professionelle Anleger, welche die wichtigsten Finanz-, Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Aspekte der Unternehmensperformance beinhalten. Als Ergänzung zur herkömmlichen Finanzanalyse ermöglichen diese Daten, eine verbesserte Performance gegenüber Konkurrenten und gleichzeitig eine Risikominimierung. Das Informationssystem von ASSET4 liefert objektive und jederzeit nachvollziehbare Daten, die das Investment Research und (wahrscheinlich) die ganze Finanzbranche revolutionieren werden.

Systematik

Die systematische und transparente Lösung von ASSET4 ist eine einzigartige, globale Quelle für ESG-Informationen. Die Plattform enthält für jedes analysierte Unternehmen insgesamt 250 Indikatoren sowie 900 Datenpunkte und bietet eine große Palette verschiedenster Berichte. ASSET4 bewertet jedes Unternehmen gleich. Um die Objektivität der Daten sicherzustellen, werden nur öffentlich zugängliche Daten verwendet. Interpretationen fließen nicht in die Bewertung ein.

Flexibilität

Die Nutzer können sich auf den für sie interessantesten Bereich sowie den gewünschten Grad an Granularität entsprechend ihrer jeweiligen Zielsetzung konzentrieren und die Gewichtung und Werte weiter präzisieren, um maßgeschneiderte Modelle zu schaffen. Mit dem assetmasterProfessional™ Programm oder mit Hilfe der Excel-Add-In Funktion können Unternehmen mit dem ASSET4-Universum, einem Sektor, einer Branche oder mit speziell zusammengestellten Gruppen auf allen Ebenen verglichen werden.

Universum

Das System von ASSET4 bietet umfassende Informationen über die weltweit führenden Unternehmen, einschließlich derjenigen, die in S&P 500, MSCI Europe und FTSE 350 enthalten sind. Ab Herbst 2008 deckt ASSET4 den gesamten MSCI World Index ab.

Eckdaten zu ASSET4

Die Firma wurde 2003 gegründet und beschäftigt heute über 220 Mitarbeiter. Der Hauptsitz befindet sich in Zug (Schweiz) mit Niederlassungen in London, Paris, Frankfurt, New York, Mauritius und Indien. ASSET4 ist ein Mitglied der „UN's Principles for Responsible Investment“. Zu Ihren Kunden darf ASSET4 unter anderem folgende namhafte Unternehmen zählen: Goldman Sachs, Merrill Lynch, BNP Paribas, Bank Sarasin, Shell Asset Management, Société Générale S.A. und Lombard Odier Darier Hentsch & Cie.

Kontakt:

Tel +41 41 729 30 40

info@asset4.com | www.asset4.com