

Abkehr vom Quartaldenken

Die Beratungsgesellschaft Sustainable Development Management hat jüngst in einer Studie das Anlageverhalten großer europäischer Pensionsfonds im Hinblick auf das Thema Nachhaltigkeit untersucht. Hier exklusiv die Vorabveröffentlichung mit durchaus interessanten Ergebnissen.

Das 21. Jahrhundert steht im Zeichen des international vereinbarten Leitbilds einer „nachhaltigen Entwicklung“ („Sustainable Development“). Umweltschutz (Stichwort „Klimawandel“) und Armutsbekämpfung (Stichwort „Mikrokredite“) werden zu immer wichtigeren Themen, wie auch die Friedensnobelpreise 2006 und 2007 zeigen. Wie gehen institutionelle Investoren mit dem Thema nun aber wirklich um?

Dieser Frage hat sich Axel Hesse, Senior Consultant bei Sustainable Development Management (SD-M), in einer Studie gewidmet, die er im Auftrag des Investment-Research-Hauses Asset4 und des Bundesumweltministeriums erstellt hat (siehe *Kasten Seite 121*).

Strikter Klimaschutz

Eines der wichtigsten Ergebnisse der Studie: Pensionsfonds setzen sich sowohl in der Politik wie auch in den Unternehmen, in die sie investieren, zunehmend für allgemein bessere Rahmenbedingungen zugunsten einer nachhaltigen Entwicklung ein. Am deutlichsten wird das zurzeit bei ihrem Einsatz für eine striktere Klimaschutzpolitik. Da die befragten Nachhaltigkeitspioniere alle bereits in Unternehmen investiert sind, die zu den Profiteuren derart strikter Rahmenbedingungen gehören, würde sich dies besonders positiv auf die Erträge ihrer investierten Altersvorsorgevermögen auswirken. „Diese sich gegenseitig verstärkenden Aspekte könnten zu einem der dynamischsten Treiber der Politik für nachhaltige Entwicklung insgesamt werden“, so

Hesse. Es gelte demnach: „Langfristige Investororientierung und Nachhaltigkeitskriterien im Investmentprozess beflügeln einander.“ Anders gesagt: Je länger der Anlagehorizont eines Investors ist, umso vorteilhafter ist es für ihn, den langfristigen Werttreiber „Nachhaltigkeit“ in seine Investmentstrategien zu integrieren.

Aber in diesem Zusammenhang gibt es eben immer noch ein großes Problem. Die Mehrheit der Akteure an den Kapitalmärkten agiert heute viel zu kurzfristig, was sich wiederum auf die Unternehmen, in die sie investieren, überträgt. „Es ist nicht nur

Rappaport, der den Gedanken des „Shareholder Value“ im Jahr 1986 eigentlich entwickelt hat, stellte schon damals fest, dass die Betonung bei seinem Konzept auf den langfristig erzielten Kapitalflüssen der Unternehmen zu liegen habe.

In seiner Studie hat Hesse deshalb unter anderem analysiert, inwieweit Pensionsfonds – oder allgemeiner: Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge – zu langfristigeren und nachhaltigeren Investments bereits heute beitragen. Aber auch die Frage, welche Voraussetzungen aus Sicht der Pensionsfondsverantwortlichen erfüllt sein müs-

» Langfristige Investororientierung und Nachhaltigkeitskriterien im Investmentprozess beflügeln einander.«

Dr. Axel Hesse, Sustainable Development Management (SD-M)



die Psychologie der Kapitalmärkte, sondern auch die zu kurzfristige Unternehmensbewertung und die zu kurzfristige Ausrichtungen der Vermögensverwalter, die es zu ändern gilt, um zu mehr Langfristigkeit im System zu gelangen“, zieht Axel Hesse einen wichtigen Schluss aus seiner Untersuchung.

Shareholder Value

Dabei sei diese Erkenntnis noch nicht einmal so neu, denn das Problem der Kurzfristigkeit habe auch der Branchenverband der „Chartered Financial Analysts“ (CFA) erkannt, der eine Abkehr vom ausufernden Quartalsdenken fordere. Selbst der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Alfred

sen, damit sie das Thema noch stärker in ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen können, hat er untersucht.

Dass sich gerade Pensionsfonds für eine solche Untersuchung eignen, belegt nicht nur deren Bedeutung als gewichtige Akteure am Kapitalmarkt, die häufig eine Vorreiterrolle an den Finanzmärkten spielen. Auch nimmt die kapitalgedeckte Altersvorsorge weiter an Bedeutung zu.

Während zum Beispiel in Deutschland heute zirka 85 Prozent der Alterseinkünfte umlagefinanziert sind, kommen nur fünf Prozent aus kapitalgedeckter betrieblicher und zehn Prozent aus privater Vorsorge. Experten halten dagegen einen Mix von 50 Prozent umlagefinanzierter und 50 Prozent kapitalgedeckter Vorsorge für geeigneter.

Insbesondere bei der kostengünstigen betrieblichen Altersvorsorge, wie sie etwa Pensionsfonds anbieten, ist daher hohes Wachstum zu erwarten. So prognostizieren die Experten von A. T. Kearney beispielsweise, dass die Vermögenswerte in der gesamten betrieblichen Altersvorsorge in Deutschland bis 2030 auf vier Billionen Euro anwachsen werden.

Anlagehorizont 23 Jahre

Die eingangs erwähnte These, die Mehrheit der Finanzmarktakteure agiere zu kurzfristig, wurde von den befragten Pensionsfondsmanagern bestätigt und spiegelte sich zudem auch bei den eigenen Produkten wider:

Während der mögliche Anlagehorizont der Pensionsfonds, der als Anlagedauer zur Verfügung steht, durchschnittlich 23 Jahre beträgt, werden die tatsächlich getätigten Investments im groben Schnitt faktisch nur sechs Jahre gehalten. Als Haupttreiber für die kurzfristige Sicht betrachten die Pensionsfondsmanager die primär kurzfristigen Researchangebote, die oft mit einem erhöhten Umsatz bei Investmentbanken respektive Consultants und Asset Managern einhergehen.

Im Hinblick auf die eigene Zukunft fiel das Ergebnis allerdings deutlich moderater aus: Kein Manager stimmte der These, dass die Vermögensanlagen von Pensionsfonds im Allgemeinen zu kurzfristig investiert werden, voll zu, allerdings war die Bandbreite der Antworten sehr groß. „Tendenziell werden die Pensionsfonds aus der angloamerikanischen Perspektive als kurzfristiger agierend eingestuft, während sie sich etwa aus französischer Sicht eher langfristig investierend darstellen“, erklärt Hesse.

Allgemein würde eine Fokussierung auf die wichtigsten branchenspezifischen „Sustainable

Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs, siehe Kasten) den Anforderungen, die Pensionsfonds und ihre Vermögensverwalter an Unternehmensbewertungen stellen, am stärksten entsprechen. „Die Pensionsfondsexperten sehen in SD-KPIs und deren Integration in konventionelle Unternehmensbewertungen zukünftig ein hohes Potenzial zur Erzielung von überdurchschnittlichen Renditen“, erklärt Hesse. Derzeit gebe es hingegen noch eine Vielzahl unterschiedlicher Konzepte für nachhaltige Investments, worin der Nachhaltigkeitsspezialist auch den Hauptgrund

dafür sieht, dass deren Ergebnisse langfristig noch nicht hinreichend verglichen werden können. „Grundsätzlich sollte ein Vergleich der Anlageerfolge über zehn oder mehr Jahre erfolgen“, so Hesse. „Für Pensionsfonds sollte dabei ein Erfolgsmaßstab die absolute Rendite sein, etwa in Form einer Vorgabe von „vier Prozent über der Inflationsrate“.

Langfristiger Dialog

Besonderen Wert legen die Pensionsfonds unter anderem auf den aktiven Dialog mit

den Unternehmen, in die sie bereits investieren, sowie auf die Nutzung von Aktionärsrechten und das Engagement für langfristige und auf Nachhaltigkeit abzielende Vergütungsstrukturen, die sie als Erfolgstreiber ausmachen. Aber auch langfristig ausgerichtete Unternehmensanalysen stehen bei den Managern der Pensionsfonds hoch im Kurs, die bis dato innerhalb der Branche noch unzureichend genutzt werden, auch weil deren Zahl bisher noch sehr begrenzt ist. „Zudem muss auch an der Qualität langfristiger Nachhaltigkeitsinformationen in den Lage- bzw. Geschäftsberichten der Unternehmen noch deutlich gefeilt werden“, mahnt Hesse.

Gemeinsam stärker

Ein weiterer Punkt, dem die befragten Pensionsfondsmanager steigende Bedeutung beimessen, sind Kooperationen verschiedener langfristiger Investoren, beispielsweise kleiner wie großer Pensionsfonds und Pensionskassen. Diese könnten zum einen den Erfolg des Engagements bei den Unternehmen, in die investiert wird, erhöhen. Zum anderen könnten sie nicht nur dazu beitragen, dass das Angebot an Nachhaltigkeitsbewertungen von Unternehmen steigt, sondern

Über die Studie

Für die Studie mit dem Titel „Langfristige und nachhaltige Altersvorsorgeinvestments“ hat die Münsteraner „Sustainable Development Management SD-M“ (www.SD-M.de) im Auftrag der Investment-Research-Hauses Asset4 und des Bundesministeriums die Verantwortlichen von zehn der größten Pensionsfonds in Europa (siehe Liste unten) befragt. Der Studienleiter Axel Hesse verfügt über 14 Jahre Erfahrung im Bereich nachhaltiger Investments und hat unter anderem die HypoVereinsbank bei der Auflage des weltweit ersten Investmentprodukts auf den Dow Jones Sustainability Index im Oktober 1999 unterstützt. Hesse entwickelte zudem 2002 das „Big Six“-Konzept der sechs wichtigsten Nachhaltigkeitsherausforderungen für das 21. Jahrhundert, außerdem hat er 2006 empirisch die „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPIs) für zehn Branchen ermittelt.

Zu den Vermögenswerten der befragten Pensionsfonds: Diese werden durchschnittlich zu 51 Prozent in Aktien, zu 34 Prozent in Anleihen und zu 7 Prozent in Immobilien investiert. Doch auch in die vor dem Hintergrund eines längerfristigen Anlagehorizonts höher zu gewichtenden Anlageklassen Immobilien, nichtbörsennotierte Unternehmen (Private Equity), Infrastruktur und Rohstoffe werden von den Pensionsfonds bereits dreistellige Millionenbeträge explizit nachhaltig investiert.

Pensionsfonds	Interviewpartner	Anlagevolumen
ABP	Rob Lake	191 Mrd. Euro
Zorg en Welzijn (PGM Investm.)	Marcel Jeucken	90 Mrd. Euro
Ethos	Jean Laville, Daniel v. Moltke	2 Mrd. Euro
ERAFP	Erik Christiansen	5 Mrd. Euro
FRR	Nada Villermain-Lecolier, Raoul Briet	35 Mrd. Euro
API	Nadine Viel Lamare	24 Mrd. Euro
AP4	Annika Andersson, Arne Lööv	22 Mrd. Euro
USS	David Russell	38 Mrd. Euro
BTPS (Hermes)	Colin Melvin	57 Mrd. Euro
MetallRente	Heribert Karch	1 Mrd. Euro

Quelle: SD-M

auch auf Änderungen in den (politischen) Rahmenbedingungen drängen. In der Studie wurden Vorreiter der europäischen Pensionsfonds untersucht, wobei laut Studien-

autor Hesse davon auszugehen ist, dass sich bald auch die anderen Anbieter der kapitalgedeckten Altersvorsorge, weitere Pensionsfonds, -kassen, Lebensversicherungen etc.

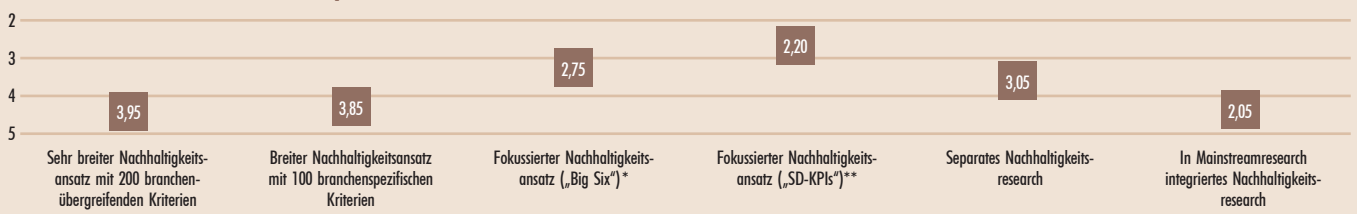
zunehmend mit der Thematik längerfristiger und nachhaltiger Investments beschäftigen und diese in ihre Investmentstrategie integrieren werden.



Würden Sie den folgenden Thesen zu Zielen im Rahmen der Fiduciary der Pensionsfonds zustimmen? (1 = volle Zustimmung; 6 = volle Ablehnung)



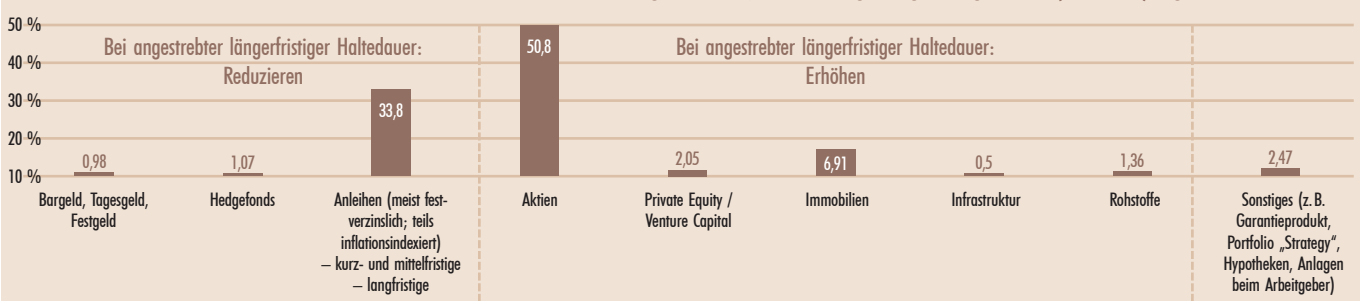
Welcher der folgenden Ansätze von Nachhaltigkeitsresearch wird zukünftig langfristig zu risikoadjustierter Out- oder Underperformance führen? (1 = risikoadjust. Outperform. sehr wahrscheinl.; 6 = risikoadjust. Underperform. sehr wahrscheinl.)



*der auf gegenseitige Abhängigkeiten der sechs wichtigsten Nachhaltigkeitsherausforderungen des 21. Jahrhunderts („Big Six“) auf Unternehmen abstellt: Klimawandel, Süßwasserknappheit, Entwaldung/Desertifikation, Armut, Biodiversitätsverlust, globales Bevölkerungswachstum/Migration. ** der auf die drei für die Geschäftsentwicklung, Lage und voraussichtliche Entwicklung wichtigsten Sustainable Development Key Performance Indicators abstellt

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

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



Welche der folgenden Engagementformen eignen sich dazu, zu einer langfristigen, nachhaltigen, risikoadjustierten Performance beizutragen? (1 = sehr geeignet; 6 = nicht geeignet)

