

# C a r e s p e k t i v

Vermögensverwalter von Pensionsfonds

als nachhaltige Investoren



## Ein Leitfaden

H i n t e r g r ü n d e

Herausgeber:

**f o r u m**  
nachhaltige Geldanlagen

**Eurosif**  
European Social Investment Forum

p r o p a g i e r t v o n

# C a r e s p e k t i v e

Projektinitiative für sozialwirtschaftliche Vorsorge

## ..... C a r e s p e k t i v e ..... in der Sachwaltung sozialwirtschaftlicher Vermögen

### Der Leitfaden – Inhalte und Ziele

Der Leitfaden soll Vermögensverwaltern ein besseres Verständnis nachhaltiger Anlagen und Hilfestellung bei der Integration entsprechender Anlagestrategien bieten.

Der Druck auf europäische Pensionskassenverwalter erhöht sich laufend – einerseits durch immer weniger vorhersehbare Marktentwicklungen, andererseits aber auch durch die Verlagerung weg von Altersvorsorgemodellen mit festen Bezugsgrößen hin zu Modellen, in denen die Kunden das Risiko teilen. Daher besteht ein wachsender Bedarf, Risiken von Unternehmen umfassend zu analysieren und zu kalkulieren. Gleichzeitig werden von vielen Anlegern extrafinanzielle Aspekte der Unternehmensführung zunehmend berücksichtigt, weil sich daraus finanzielle Konsequenzen, aber auch weiterführende Auswirkungen auf Risiken, Werte und eine nachhaltige Entwicklung ergeben. Diese Entwicklung spiegelt sich mehr und mehr in nationalen und auch länderübergreifenden Gesetzen und Richtlinien. Eurosif leistet mit dieser Broschüre einen Beitrag für eine weitere Steigerung der Popularität nachhaltiger Investments.

#### Welche Fragen beantwortet dieser Leitfaden?

Wir gehen auf die Fragen ein, die institutionelle Vermögensverwalter am häufigsten an Experten für nachhaltige Investments stellen:

- I - HINTERGRÜNDE
  - 1 Was sind nachhaltige Geldanlagen?
  - 2 Wozu nachhaltige Investments?
  - 3 Wie sind die rechtlichen Rahmenbedingungen?
- II - STRATEGIEN
  - 4 Welche Strategien gibt es?
  - 5 Wohin gehen die aktuellen Trends?
- III - IHR WEG IN DIE PRAXIS
  - 6 Wie finde ich den richtigen Asset-Manager?
  - 7 Was kann ich gegen Interessenkonflikte unternehmen?
  - 8 Wie kann ich Fragen der Nachhaltigkeit in meine Anlagepolitik integrieren?
  - 9 Was unternehmen andere Vermögensverwalter?

Der vorliegende Leitfaden geht auf solche Fragen ein und bringt Ihnen die wichtigsten Aspekte von nachhaltigen Investments näher.

#### Für wen ist der Leitfaden gedacht?

Dieser Leitfaden wurde hauptsächlich für Vermögensverwalter von Pensionsfonds verfasst. Er eignet sich aber ebenso gut für andere institutionelle Investoren, für Asset-Manager und alle, die Interesse an der Thematik nachhaltige Investments mitbringen.

#### Wie kann ich den Leitfaden nutzen?

Der Leitfaden enthält neben den Hintergrundinformationen farblich gekennzeichnete detailliertere **Erläuterungen** einzelner Aspekte, **Beispiele aus der Praxis** und **Tools** mit unmittelbaren Handlungsanleitungen für Vermögensverwalter. Am Ende der Broschüre finden Sie ein **Glossar** zur gängigen Terminologie in diesem Themenfeld und ein **Literaturverzeichnis**.

#### ZEICHEN IN DIESEM TEXT:



Symbol für Querverweise auf ein anderes Kapitel



Symbol für Literaturhinweise

Der Leitfaden ist so gegliedert, dass die einzelnen Abschnitte nicht aufeinander aufbauen. Daher können Sie selektiv lesen und Abschnitte aussparen.

#### Was möchten wir erreichen?

Wir möchten, dass Sie als Vermögensverwalter:

- über nachhaltige Geldanlagen informiert werden
- mit den wichtigsten Themen, Playern, Strategien und aktuellen Projekten vertraut werden
- wissen, wie Sie in der ersten Phase, in der Sie Verbündete in Ihrer Verwaltung suchen und eine nachhaltige Anlagepolitik in Bewegung setzen, vorgehen können
- wissen, wo Sie sich sonst noch informieren können.

## 1

I HINTERGRÜNDE

## Was sind nachhaltige Geldanlagen?



Mit nachhaltigen Geldanlagen verbinden Investoren traditionell ihre finanziellen Ziele mit ihren sozialen, ökologischen und ethischen Überzeugungen. Nachhaltige Anlagen haben sich aber entwickelt und gehen heute weiter. Denn aktuell wächst in großen Teilen der Bevölkerung, bei Investoren, Unternehmen und Staaten das Bewusstsein dafür, dass diese verschiedenen Aspekte von Nachhaltigkeit langfristig neben der gesellschaftlichen Entwicklung auch die wirtschaftlichen Risiken und Chancen beeinflussen.

Anleger entscheiden sich aus den unterschiedlichsten Beweggründen für nachhaltige Investments. Einige legen besonderen Wert auf ethische Werte und Normen. Für andere steht dagegen der finanzielle Aspekt im Vordergrund und sie sehen beispielsweise ökologische Fragen als einen Aspekt des Shareholder-Value an. Für die meisten Anleger spielen beide Motive eine Rolle, und es stehen ihnen zahlreiche unterschiedliche Methoden zur Verfügung, um extrafinanzielle Risiken in ihre Anlagestrategien einzubeziehen.

Eurosif ist außerdem der Ansicht, dass nachhaltige Investments auch ein Instrument für eine umfassende Berücksichtigung von Corporate-Governance-Aspekten darstellen. Es gibt im Wesentlichen zwei Verbindungspunkte:

- Corporate Governance ist ein Bestandteil nachhaltiger Investmentstrategien
- Eine gute Corporate Governance ermöglicht die Umsetzung von Nachhaltigkeitsstrategien.

### Was bedeutet Corporate Governance?

Infolge von Unternehmensskandalen wächst seit einigen Jahren das Interesse der Öffentlichkeit an Corporate Governance. Um es nochmals kurz zu umreißen: Corporate Governance beinhaltet die Verantwortlichkeiten und Kontrollmechanismen, die das Verhältnis zwischen Aktionären, Unternehmens-Management und weiteren beteiligten Interessengruppen bestimmen. Im Mittelpunkt stehen also in erster Linie transparente Verfahren und nicht so sehr Zielsetzungen und Standards. Die Kernelemente sind:

- Zusammensetzung des Vorstands
- Vergütung des Vorstands
- Recht der Aktionäre auf Informationen
- Recht der Aktionäre, bei Versammlungen Anträge zu stellen
- Stimmrechte der Aktionäre (zum Beispiel eine Stimme pro Aktie)
- Kontrollmechanismen (einschließlich Risikomanagement)


### Was verbindet Corporate Governance mit nachhaltigen Investments?

Ein wichtiges Interesse nachhaltiger Investoren ist ein fairer Umgang mit den Interessengruppen eines Unternehmens. Aktionäre sind hier eine der wichtigsten Gruppen. Ihre Rechte und Anliegen sind zugleich Bestandteil der Corporate Governance. Befürworter einer guten Corporate Governance und nachhaltige Investoren haben also ein gemeinsames Interesse: Sie wünschen ein verantwortliches Unternehmensmanagement, das dem Wohle des Unternehmens und der beteiligten Interessengruppen dient.

### Welchen Beitrag leistet Corporate Governance für die Umsetzung von Nachhaltigkeitsstrategien?

Corporate Governance ermöglicht es den Aktionären, ihre Interessen im Hinblick auf extrafinanzielle Fragen zu äußern und auch ihr Stimmrecht zu gebrauchen. Folgende Elemente einer guten Corporate Governance sind hilfreich:

- Geregelte Berichtspflichten gewährleisten den Aktionären ihr Anrecht auf Informationen und ermöglichen damit einen fundierten Dialog mit der Unternehmensführung.
- Das Recht der Aktionäre, in besonders strittigen Fragen auf den Versammlungen Anträge einzubringen, hat sich als nützliches Warnsignal vor den Stimmabgaben erwiesen. Kritisch ist hier zu bemerken, dass nach europäischem Recht üblicherweise nur Großaktionäre Anträge einbringen dürfen.
- Wichtig sind auch die Regelungen zur Stimmabgabe. Derzeit wird nicht allen Aktionären ein ihrem Aktienanteil gemäßes Stimmgewicht eingeräumt. Viele Investoren plädieren für die Durchsetzung eines einheitlichen „eine Aktie – eine Stimme“ Wahlrechts.

 Weitere Informationen zur aktiven Aktionärspolitik finden Sie im Kapitel „Strategien“.

Fazit: Vermögensverwalter werden zunehmend auch mit den Konsequenzen extrafinanzieller Risiken konfrontiert. Um diesen Risiken zu begegnen und die richtige Entscheidung für Ihre Investments zu treffen, sollten Sie engagiert und informiert an Fragen der Nachhaltigkeit und der Corporate Governance herangehen.

# 2 Wozu nachhaltige Geldanlagen?

I HINTERGRÜNDE

Dieses Kapitel widmet sich einer Kernfrage: Vermögensverwalter möchten zumeist wissen, inwiefern nachhaltige Investments ihren Zielen und der Erfüllung ihrer treuhänderischen Pflichten förderlich sind. Mit anderen Worten: Können extrafinanzielle Anlagekriterien und -strategien mit den finanziellen Zielen Ihrer Institution in Einklang gebracht werden?

Eurosif vertritt den Standpunkt, dass zuerst die wirtschaftlichen Auswirkungen der ökologischen und sozialen Fragen betrachtet werden sollten. Denn hier liegen die Anknüpfungspunkte zur Erfüllung der treuhänderischen Aufgaben. Kurzfristig gesehen ist der wirtschaftliche Einfluss von extrafinanziellen Aspekten nicht immer erkennbar. Bei langfristig orientierten Investoren greift die Argumentation jedoch, denn auf lange Sicht sprechen die wirtschaftlichen Auswirkungen für eine nachhaltige Anlagepolitik. Wir erläutern zuerst die wirtschaftlichen Auswirkungen der verschiedenen Aspekte von Nachhaltigkeit.

## WIRTSCHAFTLICHE ASPEKTE

Eurosif ist der Ansicht, dass nachhaltige Geldanlagen eine gleichwertige oder bessere Performance bieten als herkömmliche Investments. Wir nennen Ihnen hier die Gründe:

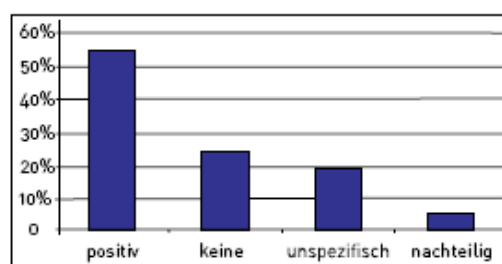
- **Die Performance der Unternehmen:** Die Auffassungen über die Definition von Unternehmensverantwortung – Corporate Social Responsibility<sup>1</sup> (CSR) gehen bis heute auseinander. Der bekannte Ökonom Milton Friedman plädierte im Jahr 1962 dafür, dass die Unternehmen sich ausschließlich der Maximierung des Profits und der Wertentwicklung des Aktienkurses<sup>2</sup> widmen sollten. Die Aktionäre hingegen sollten darüber entscheiden, ob sie auf faire Weise Gewinne machen möchten. Doch die oft kurzfristig orientierten Strategien, die auf dem Finanzmarkt dominieren, widersprechen manchmal der langfristig angelegten nachhaltigen Unternehmenspolitik und deren wirtschaftlichen Vorteilen. Denn auf lange Sicht verbessert eine ökologisch und sozial verantwortliche Unternehmenspolitik die Reputation, senkt die Risiken, reduziert den Ressourcenverbrauch und erhöht die Marktchancen.

- **Nachhaltige Investmentfonds:** Bis heute konnte noch nicht stichhaltig belegt werden, dass sich nachhaltig Anlegen generell lohnt. Die Geschichte

der nachhaltigen Geldanlagen ist noch zu kurz, um endgültige Aussagen zu treffen. Daher erschienen bis dato eine Reihe von Studien mit widersprüchlichen Schlussfolgerungen. Im Jahr 2001 veröffentlichten Margolis und Walsh eine Zusammenfassung von 80 Studien in diesem Themenfeld. Sie kamen zu einigen interessanten Ergebnissen: In mehr als 50% der Fälle wird eine verantwortungsvolle Unternehmensführung als förderlich für die Wertentwicklung nachhaltiger Fonds angesehen. Dem stehen 5% der Studien gegenüber, die eine schlechtere Wertentwicklung von nachhaltigen Fonds feststellen.

In den übrigen Studien konnte kein Zusammenhang zwischen Performance und Nachhaltigkeitsansatz der Fonds nachgewiesen werden. Zusammenfassend wird also die Performance nachhaltiger Fonds neutral bis positiv bewertet.

Chart: Margolis & Walsh 2001 Auswirkungen nachhaltiger Anlagestrategien auf die Performance



Quelle: Vigeo

- **Positive Fallbeispiele:** Aktuelle Studien haben ergeben, dass Anlagestrategien, die bestimmte Aspekte der Corporate Governance und der Nachhaltigkeit berücksichtigen, quantifizierbare Vorteile erbringen. Die folgenden drei Studien nennen Reputationsrisiken, Ökoeffizienz und Corporate Governance als Beispiele:

### 1) Reputationsrisiken

Unternehmen und Investoren sind sich der Reputationsrisiken zunehmend bewusst. Die wesentlichen Gesichtspunkte sind:

- Staatliche Entscheidungen über Zulassungen
- Kaufentscheidungen von Konsumenten
- Attraktivität für Arbeitnehmer
- Auswirkungen auf den Aktienkurs

Eine Studie der University of Pittsburgh aus dem

1. CSR betrifft Unternehmenspolitik im Gegensatz zu nachhaltigem Investment, das sich auf Praktiken im Investment-Bereich bezieht.  
 2. Friedman wies den Unternehmen jedoch die Verantwortung zu, legal und sitzungsgemäß zu agieren. Er war der Ansicht, dass der Gesetzgeber die soziale Verantwortung der Unternehmen festlegen sollte.  
 3. Quelle: Just Pensions Guide for Trustees. Mai 2001.

Jahr 1997 illustriert anhand von 27 Beispielen die Auswirkungen von unsozialem oder illegalem Verhalten, Gerichtsprozessen, Bußgeldern und Rückrufen von Produkten auf den Aktienkurs. Die Studie belegt, dass die Aktionäre erhebliche, andauernde Verluste erlitten.<sup>3</sup>

### 2) Umwelt und Ökoeffizienz

Unternehmen werden in Bezug auf ihr Umweltverhalten immer wieder von Öffentlichkeit und Gesetzgebern unter Druck gesetzt. Ökoeffizienz wird in der Öffentlichkeit auch mit hoher Effizienz des Managements assoziiert. Eine Studie von Derwall, Günster, Bauer & Koedijk aus dem Jahr 2004<sup>4</sup> befasst sich mit dem Zusammenhang zwischen Ökoeffizienz und Aktienkurs<sup>5</sup>. Mithilfe eines Bewertungsverfahrens einer Rating-Agentur stellten die Autoren zwei gegensätzliche Portfolios zusammen. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass ein Portfolio aus Unternehmen mit guter Ökoeffizienz in den Jahren 1995 bis 2003 eine deutlich bessere Wertentwicklung vorweisen konnte als ein Portfolio mit schlechten Ökoeffizienzwerten. Die Studie wurde auch von konventionellen Asset-Managern wie CIO Global State öffentlich gewürdigt.

### 3) Corporate Governance

Börsenanalysten bestätigen, dass eine gute Corporate Governance den Aktienkurs beeinflusst. In einer neueren Analyse bewerteten Professor Metrick, Paul Gompers und Joy Ishi von der Harvard University 1500 US-Unternehmen mit Noten zwischen 1 und 24 für die Rechte ihrer Aktionäre, wobei 1 den beste Wert darstellt. Unternehmen, in denen die Aktionäre die meisten Rechte genossen, erhielten bis zu 5 Punkte und wurden zum Bestandteil eines „Democracy Portfolio“. Unternehmen mit stark eingeschränkten Aktionärsrechten erhielten 14 Punkte oder mehr und wurden in ein „Dictatorship Portfolio“ aufgenommen. Die demokratischen Unternehmen zeigten eine signifikant bessere Wertentwicklung. Der Studie zufolge wurden aus 1 USD, der im Jahr 1990 im demokratischen Portfolio angelegt wurde, bis Ende 1999 7.07 USD, was einer Wertsteigerung von 23.3% im Jahr entspricht. Demgegenüber wurden aus 1 USD im diktatorischen Portfolio bis Dezember 1999 nur 3.39 USD. Dies entspricht einer Wachstumsrate von 14% im Jahr.<sup>6</sup>

## TREUHÄNDERISCHE ASPEKTE

Die Studien zu den wirtschaftlichen Auswirkungen lassen auf neutrale bis positive Auswirkungen nachhaltiger Anlagestrategien auf die Wertentwicklung von Fonds schließen. Von dieser Argumentation ausgehend, lässt sich auch die Vereinbarkeit mit den treuhänderischen Pflichten der Vermögensverwalter gut begründen. Die treuhänderische Verpflichtung von Vermögensverwaltern liegt – einfach ausgedrückt – darin, Anlageentscheidungen vor allem oder ausschließlich im Interesse der Kunden und Bezugsempfänger zu treffen. Das ist der Kern der Aufgabe, die im Detail jedoch unterschiedlich definiert und interpretiert wird.

Bis dato gibt es in Europa keinerlei Gesetze, die auf die Vereinbarkeit von nachhaltigen Geldanlagen mit den treuhänderischen Pflichten explizit eingehen.<sup>7</sup> Es besteht zwar eine weit gehende Akzeptanz dafür, Corporate Governance einzubeziehen. In Bezug auf ökologische, ethische und soziale Aspekte besteht jedoch noch Unsicherheit in weiten Teilen der Finanzwelt.

Und tatsächlich gehen die Meinungen, wie Corporate Governance und Nachhaltigkeitsaspekte in die treuhänderischen Pflichten integriert werden sollten, weit auseinander.

- Nach Ansicht traditioneller konventioneller Investoren dürfen solche Kriterien nicht berücksichtigt werden. Doch solche Ansichten werden heute deutlich seltener geäußert.
- In Großbritannien wird das aktive Engagement von Aktionären weit gehend befürwortet, doch insbesondere strenge nachhaltige Anlagekriterien werden abgelehnt<sup>8</sup>, denn durch die Selektion wird das Anlageuniversum eingeschränkt und die Diversifikation reduziert. Diversifikation ist jedoch ein wesentliches Kriterium für defensive Anleger.
- Eine weitere Variante wird in Großbritannien durch den Trade Union Congress (TUC) und einige prominente Asset-Manager vertreten. Sie betrachten die Ausübung des Stimmrechts als Teil des Aktienwertes und als Bestandteil der treuhänderischen Pflichten.
- In Kontinentaleuropa hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass es für institutionelle Anleger von Vorteil sei, wenn sie in eine Auswahl von Branchenbesten – im Sinne von Nachhaltigkeitskriterien – investieren. Denn durch sorgfältige Portfolioanalysen, die auch extrafinanzielle Risiken

4. Nachzulesen unter [www.epn-magazine.com](http://www.epn-magazine.com)

5. The Eco-Efficiency Puzzle, Derwall, Günster, Bauer & Koedijk, Mai 2004.

6. Siehe [www.nyse.com](http://www.nyse.com)

7. Die einzige Ausnahme bildet hier ein britischer Gerichtsfall im Jahr 1980, in dem einem Pensionsfonds für den Bergbau die Anwendung extrafinanzieller Anlagekriterien untersagt wurde.

8. Lesen Sie hierzu auch das Kapitel zu den rechtlichen Rahmenbedingungen.

berücksichtigen, können die Investoren Risiken reduzieren und zusätzliches Gewinnpotenzial erschließen.



Lesen Sie hierzu auch Kapitel 4: "Welche Strategien gibt es?"

Kern der Auseinandersetzungen ist die Frage, ob die Anwendung zusätzlicher Anlagekriterien die Diversifikation reduziert und damit gegen treuhänderische Verpflichtungen verstößt.

Nachhaltige Investoren verweisen demgegenüber darauf, dass verschiedene Formen der Eingrenzung von Investment-Universen sehr gängig sind. Ein Beispiel sind Fonds, die in Unternehmen von bestimmter Größe investieren – also in Small Caps, Mid-Caps und Large Caps.

Doch die Debatte ist in einer Entwicklung begriffen, Gesetze werden weiterentwickelt, neue Erfahrungen und Erkenntnisse über die Märkte werden gesammelt und die Ansätze finden in immer mehr Ländern Anwendung. Wir gehen deshalb davon aus, dass die verschiedenen Standpunkte bald deutlicher werden.

#### Zusammenfassung:

- Wir präsentierten Ihnen Studien, die mehrheitlich zum Schluss kommen, dass nachhaltige Investments eine durchschnittliche bis überdurchschnittliche Wertentwicklung ermöglichen.
- Wer diese Befunde anerkennt, sieht auch die Bedeutung nachhaltiger Investments für die treuhänderischen Pflichten.
- Wie Sie diesen Aspekt der treuhänderischen Pflichten umsetzen können, hängt davon ab, ob in Ihrem Land zusätzliche Anlagekriterien sowie ein Engagement als Aktionär und die Nutzung von Stimmrechten akzeptiert werden.
- Unabhängig von der allgemeinen Akzeptanz werden wir Ihnen an anderer Stelle noch die Ansatzpunkte und Kombinationsmöglichkeiten für diese verschiedenen Strategien erläutern.

#### Exkurs: Aktuelle Trends in der ökonomischen Theorie für eine treuhänderische Pflicht zu nachhaltigen Anlagestrategien

Studien im Kontext der Universal Investor Theory, einer aktuellen makroökonomischen Strömung, hoben bereits mehrfach den Nutzen nachhaltiger Investments hervor. Die Begründer dieser Theorieschule sind Jim Hewley und Andrew Williams vom Saint Mary College in Kalifornien. Nach der Terminologie der Autoren sind „Universal Owners“ große treuhänderische Institutionen, welche aufgrund ihres hohen Anlagevolumens und ihrer Anlagestrategie über ein branchen- und stülbergreifendes Aktienportfolio verfügen.

Solche Universal Owners (UO), wie zum Beispiel Pensionsfonds, halten ihre Aktien über einen längeren Zeitraum. Aufgrund der breiten Diversifikation ist die Rendite solcher UO nicht von einzelnen Investments, sondern in erster Linie von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig.

Die UO sollten, so eine zentrale These der Theorie, bei ihren Investmentanalysen berücksichtigen, ob das jeweilige Unternehmen einen positiven Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ausübt. Als Einflussnahmen gelten auch Beiträge für die Ökologie, Bildungsmaßnahmen, Forschungs- und politische Leistungen. All diese Elemente werden langfristig zum Investitionserfolg des institutionellen Investors beitragen.

Industrien, die durch externe Effekte einen schlechten Einfluss auf andere Industrien ausüben, schädigen dadurch den Gesamterfolg solcher Anleger. Daraus folgt, dass die treuhänderische Pflicht nunmehr auch die Lösung solcher Probleme beinhaltet. Andernfalls könnten andere Unternehmen aus dem eigenen Portfolio Schaden nehmen. Dieser vollkommen neue Ansatz gewinnt zunehmend an Popularität und wird in den nächsten Jahren noch Aufmerksamkeit auf sich ziehen.

# 3

I HINTERGRÜNDE

## Wie sind die rechtlichen Rahmenbedingungen?

### Gesetze europäischer Länder zu nachhaltigen Geldanlagen in der Altersvorsorge

Derzeit haben fünf europäische Länder Gesetze zu nachhaltigen Investments in der Altersvorsorge: Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Schweden.<sup>9</sup> Zwei weitere Länder stehen im Begriff, entsprechende Gesetze einzuführen (Italien und Spanien); demgegenüber haben andere Länder entsprechende Gesetze diskutiert, sich jedoch letztlich dagegen entschieden (Schweiz und Österreich). Die Gesetzgebung variiert in vielerlei Hinsicht, nämlich hinsichtlich der verschiedenen einbezogenen Säulen der Altersvorsorge, aber auch im Hinblick auf Implementierung und Erfolg.

Die gesetzlichen Vorgaben beziehen sich auf zwei verschiedene Aspekte: Berichtspflichten und Investitionsrichtlinien. Vorreiter für die erste Variante ist die britische Berichtspflicht für Pensionsfonds. Nahezu alle anderen derzeitigen Gesetze sind nach diesem Modell strukturiert und wurden vom britischen Beispiel inspiriert. Das prominenteste Beispiel für den zweiten Typus ist die schwedische Gesetzgebung für die staatlichen AP-Fonds. Dieses Modell fand bislang nur wenige Nachahmer, obwohl es etwa zeitgleich mit der britischen Berichtspflicht verabschiedet wurde und ebenfalls sehr erfolgreich war.

In diesem Kapitel präsentieren wir Ihnen eine Zusammenfassung der Gesetzgebung in den verschiedenen Ländern und diskutieren die Auswirkungen auf die Altersvorsorge und die Verbreitung nachhaltiger Investments in den jeweiligen Ländern.

### Großbritannien

Die britische Berichtspflicht zu nachhaltigen Anlagekriterien trat zum 3. Juli 2000 in Kraft. Ein Ziel der Regulierung war die Verbesserung des Verbraucherschutzes. Außerdem wurde eine explizite Zustimmung des Gesetzgebers für nachhaltige Investments von Pensionsfonds angestrebt. Das Gesetz bezieht die private ebenso wie die staatliche und betriebliche Altersvorsorge mit ein.

Das Gesetz im Wortlaut:

"[other matters on which trustees must state their policy in their statement of investment principles] are (a) the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments, and (b) their policy (if any) in relation

to the exercise of the rights (including voting rights) attached to investments." [Statutory Instrument 1999 No. 1849; Amendment Regulations 1999]

Die Auswirkungen des Gesetzes auf die Transparenz waren schwach. Die Vorgaben werden nicht nachdrücklich durchgesetzt. Die Mitglieder von Pensionsfonds erhalten Auskünfte zur Anlagepolitik nur auf Anfrage. Bei Vertragsabschluss ist der Anbieter nicht verpflichtet, den Kunden über diese Fragen zu informieren. Hinzu kommt, dass laut einer aktuellen Studie etwa die Hälfte der Pensionsfonds nicht gesetzeskonform sind und in ihrer Darstellung der Anlagepolitik den Aspekt nachhaltiger Anlagekriterien nicht erwähnen. Und diejenigen, die zu Nachhaltigkeitsfragen berichten, treffen schließlich oft sehr oberflächliche Aussagen.

Die Resonanz in der betrieblichen Altersvorsorge war gering. Nur elf Pensionskassen bieten heute eine nachhaltige Anlagevariante an. Aufgrund der Tatsache, dass wenig öffentliche Aufklärung zu der neuen Gesetzgebung geleistet wurde, ist das Interesse der Öffentlichkeit und zahlreicher Pensionskassen bis heute verhalten. Doch die Pensionsfonds zeigten sich deutlich aufgeschlossener. Einige wenige entschieden sich für nachhaltige Anlagekriterien und investierten so mehrere hundert Millionen Euro. Zahlreiche Investoren votierten für mehr Engagement als Aktionäre. 15% der Pensionsfonds (die 51% aller Vertragspartner und mehrere hundert Milliarden Euro repräsentieren) haben bereits mit der neuen aktiven Aktionärspolitik begonnen. In vielen Fällen engagieren sie sich auf diesem Wege für mehr Nachhaltigkeit in den Unternehmen. Ein ungelöstes Problem stellt dagegen die Qualität des Aktionärsengagements dar. Um diese Prozesse zu optimieren und auch transparenter zu gestalten, entwickelte Eurosif in Zusammenarbeit mit zwölf Fondsmanagern spezielle Transparenzleitlinien, die „European Guidelines for Engagement and Voting in Institutional Investment“.



Lesen Sie hierzu auch den Abschnitt zum aktiven Aktionärswesen im Kapitel „Welche Strategien gibt es?“.

### Deutschland

Die deutsche Berichtspflicht basiert auf dem britischen Modell. Sie gilt für die zertifizierten Produkte der privaten und für große Bereiche der betrieblichen Altersvorsorge: Pensionskassen,

9. Norwegen ist eine besondere Ausnahme – siehe Abschnitt zu Norwegen in diesem Kapitel.

Direktversicherungen und Pensionsfonds. Die Gesetze sollten private nachhaltige Investitionen fördern und zum Verbraucherschutz beitragen.

Die Berichtspflicht wurde im Rahmen einer allgemeinen Rentenreform eingeführt. Im Hinblick auf die zweite Säule des Rentensystems, die der betrieblichen Altersvorsorge, wurden am 1. August 2001 auch Pensionsfonds als neues Element des Rentensystems etabliert. Diese Pensionsfonds sind dazu verpflichtet, ihren Mitgliedern jährlich über ihre Anlagekriterien Auskunft zu erteilen. Wie im britischen Fall sind auch die deutschen Pensionsfonds nicht zu einer nachhaltigen Anlagepolitik verpflichtet – sie müssen lediglich darüber informieren, ob und wie sie nachhaltig investieren.

In der privaten Vorsorge gilt die Berichtspflicht für die Riester-Rente. Der Gesetzestext ist hier identisch mit den Vorgaben für Pensionsfonds. Doch in der Anfangsphase ab dem 1. August 2001 interpretierte die Aufsichtsbehörde das Gesetz so, dass Anbieter die jährliche Berichtspflicht umgehen konnten, wenn sie bereits bei Vertragsabschluss nachhaltige Anlagekriterien kategorisch ausschlossen. Dies führte zu der Entstehung zahlreicher „garantiert nicht nachhaltiger“ Riester-Renten-Produkte. Erst seit einer Gesetzesänderung im Juli 2004 sollen ausnahmslos alle Anbieter vor Vertragsabschluss und zusätzlich jährlich schriftlich berichten.

Die Berichtspflicht besteht gegenüber den einzelnen Vertragspartnern. Diese müssen schriftlich über die (Nicht-)Berücksichtigung der Kriterien informiert werden. Hinsichtlich der Inhalte der Berichte gibt es keine Vorgaben. Die Aufsichtsbehörde kontrolliert die Einhaltung sporadisch. Verstöße haben jedoch kaum Konsequenzen.

Die neue Gesetzgebung zeigte besonders bei den neu entstehenden Pensionsfonds Wirkung. Nahezu 25% der Fonds wenden zumindest für einen Teil ihres Portfolios Nachhaltigkeitskriterien an. Im Gegensatz zur britischen Tradition findet hier jedoch keine aktive Aktionärspolitik statt. Die Fonds konzentrieren sich auf die Selektion nachhaltiger Werte. Das Volumen der nachhaltigen Investments beläuft sich jedoch auf wenige hundert Millionen Euro. Denn da sie erst mit der Rentenreform ins Leben gerufen wurden und bis dato wenig populär sind, spielen die Pensionsfonds im Vergleich zu anderen Modellen der betrieblichen Altersvorsorge derzeit noch eine marginale Rolle.

Der grundsätzliche Erfolg der Gesetzgebung im Bereich der Pensionsfonds führte im Jahr 2005 zu einer Ausweitung der Gesetzgebung. Neuerdings unterliegen auch Pensionskassen und betriebliche Direktversicherungen den gleichen Berichtspflichten wie Pensionsfonds. Hier ist es noch zu früh, Aussagen über die Wirkungen der Berichtsregelung zu treffen.

In der privaten Vorsorge entwickelten sich konventionelle Riester-Renten deutlich besser als der Markt für nachhaltige Riester-Renten-Produkte, der nur 1% ausmacht. Denn durch die Gesetzesinterpretation der Aufsichtsbehörden entstanden zwischen den Jahren 2001 und 2004 zahlreiche unabänderlich „nicht nachhaltige“ Produkte.

### Frankreich

Im Jahr 2001 wurden in Frankreich kurz nacheinander zwei Gesetze zu nachhaltigen Investments in der Altersvorsorge erlassen. Auch in diesen Fällen war das britische Modell der Ausgangspunkt. Verbraucherschutz und die Förderung nachhaltiger Geldanlagen waren die Hauptbeweggründe für die Gesetzesinitiative.

In einem im Februar 2001 verabschiedeten Gesetz verband das französische Parlament die betrieblichen Rentenversicherungen und nachhaltige Investments. Die französischen betrieblichen Rentenversicherungen dienten zeitweise als Ersatz und heute als Ergänzung zu den Pensionskassen. Die im Jahr 2001 verabschiedeten Gesetze veränderten zahlreiche Bestandteile der betrieblichen Rentenversicherungen. Zugleich wurde festgelegt, dass die Fonds interne Leitlinien zu ihrer gegebenenfalls nachhaltigen Anlagepolitik verfassen müssen. Zudem soll im Jahresbericht erläutert werden, wie Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden. Das zweite im Jahr 2001 verabschiedete Gesetz sieht vor, dass die Direktion des staatlichen Reservefonds FRR einer neu etablierten Kontrollkommission über die Anlagepolitik und die Berücksichtigung sozialer, ökologischer und ethischer Kriterien Rechenschaft ablegt. Der Reservefonds verfügt über ein Anlagekapital von 23 Milliarden Euro und dient als Reserve für das staatliche Rentensystem.

Die Gesetze zeigten insbesondere beim Reservefonds Wirkung. Der Fonds erhöht schrittweise den Anteil nachhaltiger Investments. Und auch

## I HINTERGRÜNDE

als Aktionär tritt der Fonds für Belange der Nachhaltigkeit ein. Ende 2004 etablierte der FRR einen gesonderten nachhaltigen Fonds. Außerdem werden die Asset-Manager, die in europäische Aktien investieren, zur Ausarbeitung einer nachhaltigen Anlagestrategie aufgefordert. Die Berichtspflicht für betriebliche Rentenversicherer war weniger erfolgreich, obgleich die französischen Gewerkschaften die Initiative mit Nachdruck unterstützten.

### Belgien

Die belgische Berichtspflicht trat im Januar 2004 in Kraft. Die Regulierung betrifft ausschließlich die zweite Säule, die betriebliche Altersvorsorge. Und ebenso wie in Deutschland und Frankreich diente das britische Modell als Ausgangspunkt. Ziel der Initiative war die Förderung einer nachhaltigen Wirtschaftsentwicklung und nachhaltiger Investments. Das Gesetz verpflichtet Pensionsfonds, in ihren Jahresberichten auch über die Berücksichtigung sozialer, ökologischer und ethischer Aspekte in ihrer Anlagestrategie Auskunft zu geben. Der Jahresbericht wird jedoch nur an die Organisatoren der Pensionsfonds ausgegeben. Mitglieder erhalten nur auf Anfrage eine Kopie.

Sanktionen oder Kontrollmechanismen sind in diesem Gesetz nicht vorgesehen. Für diese Informationen gelten die gleichen Regeln wie für andere, herkömmliche Elemente der Jahresberichte. Zudem wird über die Form der Berichterstattung keine Aussage getroffen.

Die erste Berichterstattung über soziale, ethische und ökologische Aspekte der Anlagepolitik erfolgte mit den Jahresberichten 2004, also Anfang des Jahres 2005. Nachhaltig orientierte Investment-Manager sind mit den ersten Berichten wenig zufrieden. Sie kritisieren die uneinheitlichen Formen der Berichterstattung und die laxen Kontrolle durch den Gesetzgeber. Bis heute bleibt das Interesse belgischer Pensionsfonds verhalten. Der Anteil nachhaltiger Pensionsfonds am gesamten Kapital belgischer Pensionsfonds von knapp 11 Milliarden Euro beträgt im März 2005 immer noch lediglich knapp 1%.

### Schweden

Schweden verabschiedete am 1. Januar 2001 ein Gesetz zu nachhaltigen Investments der nationalen Reservefonds (AP Fonds). Das Gesetz betrifft die

Reservefonds AP 1, AP 2, AP 3, AP 4 und den Premium-Reservefonds AP 7. Diese Fonds sollen ethische und ökologische Aspekte einbeziehen, ohne dabei die Erwirtschaftung hoher Renditen als Gesamtziel zu vernachlässigen.

Die AP-Fonds entwickelten verschiedene Strategien, um den Vorgaben zu nachhaltigen Investitionen zu entsprechen. Eine einheitliche Lösung wurde nicht angestrebt. AP 1 nahm internationale Normen zum Maßstab. Der Fonds engagiert sich für diese Normen in erster Linie als aktiver Aktionär. Desinvestitionen sind dabei das letzte Mittel. Der AP-2-Fonds hatte seinen Schwerpunkt bislang ebenfalls im aktiven Aktionärswesen, investierte nun jedoch 76 Millionen Euro gezielt in die nachhaltigsten Unternehmen jeder Branche. AP 3 widmete sich von nun an in seiner Aktionärs-politik auch Fragen der Nachhaltigkeit.

Insbesondere bei schwedischen Unternehmen intensiviert der Fonds seinen Einsatz für die Nachhaltigkeit. Hier kann AP 3 seinen Einfluss als großer schwedischer Investor am effektivsten geltend machen. AP 4 als passivster Fonds engagiert sich ebenfalls in der Aktionärs-politik. AP 7 konzentriert sich – ähnlich wie AP 1 – auf die Selektion von Werten, die mit internationalen Normen konform sind.

Interessanterweise führte die Gesetzesinitiative zu einem Wettstreit der Reservefonds um die beste nachhaltige Anlagestrategie. Dies brachte wiederum ein wachsendes Interesse unter anderen institutionellen Anlegern. Während die normenorientierte Anlagepolitik des AP 7 im Jahr 2001 die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit fand, konnten AP 1 und AP 3 später mit neuen nachhaltigen Strategien aufholen. Neuerdings finden der AP 2 und seine Entscheidung für die Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Auswahl von Aktien besondere Beachtung.

### Italien

Im Juli 2004 stimmte die italienische Camera dei Deputati (das Unterhaus) einer Rentenreform zu, die anschließend vom Senat gebilligt und in Kraft gesetzt wurde. Das neue Gesetz beinhaltet eine Berichtspflicht nach britischem Vorbild für alle Fonds der zweiten und dritten Säule des Rentensystems. Die Gesetzesnovelle sieht eine Erklärung im Jahresbericht und eine umfassende Information im Jahresauszug der Kunden und Mitglieder vor. Hier

soll darüber berichtet werden, ob und in welcher Weise ökologische, soziale und ethische Aspekte bei der Anlagepolitik und in der Ausübung der Aktionärsrechte berücksichtigt werden.

Das Gesetz enthält keine Aussagen zur genauen Durchführung, also etwa zur Form der Berichterstattung oder zu Sanktionen bei Nichtbefolgung. Diese Details müssen erst auf dem Wege einer Verordnung festgelegt werden. Zur Ausgestaltung der Verordnung finden zurzeit Beratungen statt. Die im Gesetz formulierte Berichtspflicht wird erst in Kraft treten, wenn die zugehörige Verordnung festgelegt worden ist.

#### **Spanien**

Der spanische Senat schlug 2003 dem Parlament ein neues Gesetz zu nachhaltigen Geldanlagen und Pensionsfonds vor. Der Gesetzesentwurf sieht eine Berichtspflicht für alle Pensionsfonds vor. Damit würden also betriebliche und private Altersvorsorge einbezogen. Aber auch in diesem Fall werden keine Angaben zur Form getroffen. Auch die Frage der Implementierung bleibt offen.

#### **Österreich**

Die Diskussion um eine Berichtspflicht begann mit einer Reform des Rentensystems im Jahr 2002. Zur Debatte stand eine Berichtspflicht für die neu geschaffenen Pensionskassen, Mitarbeiter-vorsorgekassen genannt. Aufgrund von politischen Widerständen und einer zu kurzfristigen Einbringung blieb es vorerst bei einem Gesetzesentwurf. Dennoch weckte die Debatte einige öffentliche Aufmerksamkeit. Vier von neun Mitarbeiter-vorsorgekassen verpflichteten sich freiwillig einer nachhaltigen Anlagepolitik.

Erst im Jahr 2005 wurde eine Berichtspflicht im Kontext der Umsetzung der EU-Richtlinie zu Aufgaben und Beaufsichtigung von Institutionen betrieblicher Altersvorsorge verabschiedet. Laut der neuen Regelung werden die Verbraucher zwar nicht jährlich informiert; sie sollen jedoch auf Anfrage eine schriftliche Erklärung zur Veranlagungspolitik erhalten, welche die „allfällige Auswahl der Vermögenswerte nach ethischen, ökologischen und/oder sozialen Kriterien“ umfasst.

#### **Schweiz**

Auch in der Schweiz scheiterte der Versuch, im Zuge einer Rentenreform zugleich auch eine Berichtspflicht zu etablieren. Doch eine Berichts-

pflicht zur Aktionärspolitik der Pensionsfonds wurde im Jahr 2002 verabschiedet. Diese Neuregelung führte dazu, dass zunehmend mehr Pensionsfonds begannen, sich auf Aktionärsversammlungen zu engagieren und von ihrem Stimmrecht Gebrauch zu machen. Doch werden im Gesetzestext zu dieser speziellen Berichtspflicht Aspekte der Nachhaltigkeit nicht explizit genannt.

#### **Norwegen**

Der norwegische Petroleum-Fonds wurde im Jahr 1990 gegründet und akkumulierte bis März 2005 138 Milliarden Euro. Der Fonds dient als Reservefonds und Verwalter der Erdölgewinne. Und obschon der Petroleum-Fonds kein Pensionsfonds im eigentlichen Sinne ist, dient er doch langfristig ähnlichen Zielen. Insofern sind seine Vorstöße in Richtung nachhaltige Investments wegweisend für zahlreiche andere institutionelle Investoren und Pensionsfonds in Norwegen wie im Ausland.

Im Jahr 2001 begründete der Petroleum-Fonds mit einem kleinen Teil seines Anlagekapitals einen Umweltfonds. In den darauf folgenden Jahren wurde ein eigenes Komitee gegründet, das nachhaltige Anlagestrategien für das gesamte Portfolio implementierte. Die Richtlinien des Komitees wurden vom norwegischen Parlament unterstützt und in den norwegischen Haushaltsbericht für 2004 aufgenommen.

Die Richtlinien des Fonds sehen eine kombinierte Anlagestrategie vor. Zuerst setzt sich der Fonds in den Unternehmen für eine ethische und mit universellen Normen vereinbare Unternehmenspolitik ein. Außerdem werden bei der Auswahl von Titeln Rüstungsunternehmen, deren Produkte gegen fundamentale Menschenrechtsprinzipien verstoßen, ausgeschlossen. Auch in Unternehmen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit gegen humanitäre Prinzipien und Menschenrechte verstoßen oder in Korruption oder schwere Umweltverschmutzung involviert sind, wird nicht investiert. Der Umweltfonds wurde nach der Etablierung der allgemeinen Richtlinien wieder aufgelöst.

die Kapitel : Strategien und ‚Ihr Weg in die Praxis‘ finden Sie im ausführlichen Leitfaden unter [www.forum-ng.de](http://www.forum-ng.de)

### **Schlussfolgerungen**

Die Gesetzestexte zur Berichtspflicht in der Altersvorsorge wurden in den verschiedenen europäischen Ländern sehr ähnlich formuliert. Die Auswirkungen auf den Markt waren dennoch sehr unterschiedlich. In Großbritannien führte die Berichtspflicht zum Beispiel zu einem verstärkten Engagement für Nachhaltigkeit im Aktionärswesen. Die Resonanz war sehr hoch und trug zu einer Verbreitung nachhaltiger Anlagestrategien bis in den Mainstream bei. Demgegenüber führte die Regelung in Deutschland zur Entstehung „garantiert nicht nachhaltiger“ Finanzprodukte.

Allgemein brachte die Berichtspflicht jedoch eine neue Wachstumsdynamik für nachhaltige Investments. Spanien, Italien und einige weitere Länder werden voraussichtlich noch nachfolgen. Von dem Erfolg der Berichtspflicht werden einige Segmente der Altersvorsorge voraussichtlich noch profitieren. Nicht immer ist eine gesetzliche Regulierung ausschlaggebend. In den Niederlanden gibt es beispielsweise keinerlei Gesetze zu diesem Themenfeld und dennoch wächst der Anteil nachhaltiger Investments in der Altersvorsorge. Doch nach unseren bisherigen Beobachtungen konnte die Initiative der Gesetzgeber im Falle der Berichtspflicht zum Impuls für weitere Initiativen werden.

## Eurosif Mitglieder

**ABP**, Niederlande

**Amnesty International**, Großbritannien

**AXA Investment Managers**, Frankreich

**Calvert**, USA

**CIC Crédit Mutuel AM**, Frankreich

**CoreRatings**, Großbritannien

**Det Norske Veritas (DNV)**, Norwegen

**Dexia Asset Management**, Belgien

**Economistas sin Fronteras**, Spanien

**ESADE**, Spanien

**Ethical Investment Research Service (EIRIS)**,  
Großbritannien

**Ethix SRI Advisors AB**, Schweden

**Ethos**, Schweiz

**Fédération des Experts Comptables  
Européens (FEE)**, Belgien

**Fidelity**, Großbritannien

**FTSE**, Großbritannien

**Fundación Ecología y Desarrollo (ECODES)**, Spanien

**Henderson Global Investors**, Großbritannien

**HSBC**, international

**I.DE.AM.**, Frankreich

**Insight Investment**, Großbritannien

**ISIS Asset Management**, Großbritannien

**Jupiter Asset Management**, Großbritannien

**Kinder, Lydenberg, Domini & Co.**, USA

**Nextra (Grupo Intesa)**, Italien

**Oikocredit**, Niederlande

**Pioneer**, Italien

**SAM**, Schweiz

**Bank Sarasin**, Schweiz

**Standard Life Investments**, Großbritannien

**Trade Union Advisory Team (TUAC)**, international

**Triodos Bank**, Niederlande

**UBS AG**, Schweiz

**Universiteit Nyenrode (EIBE)**, Niederlande

**Vigeo**, Frankreich

**WestLB**, Deutschland

**WWF**, Großbritannien

## Nationale Verbände

**Belsif**, Belgien

**Forum Nachhaltige Geldanlagen**, Österreich,  
Deutschland, Schweiz

**Forum per la Finanza Sostenibile**, Italien

**Forum pour l'Investissement  
Responsable**, Frankreich

**Swesif**, Schweden

**UK Social Investment Forum**, Großbritannien

**VBDO (Vereiniging van Beleggers voor  
Duurzame Ontwikkeling)**, Niederlande