

Henry Schäfer
Ewald Stephan
Frank Vogel *Hrsg.*

Innovative Nachhaltigkeit in Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung

Best Practices für das Anlage- und
Risikomanagement



Springer Gabler

Innovative Nachhaltigkeit in Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung

Henry Schäfer · Ewald Stephan · Frank Vogel
(Hrsg.)

Innovative Nachhaltigkeit in Einrichtungen der betrieb- lichen Altersversorgung

Best Practices für das Anlage- und
Risikomanagement

Hrsg.

Henry Schäfer
EccoWorks GmbH
Oberursel (Taunus), Deutschland

Ewald Stephan
ASSEKURATA Solutions GmbH
Köln, Deutschland

Frank Vogel
Pensions-Akademie e. V.
Frankfurt am Main, Deutschland

ISBN 978-3-658-32978-5 ISBN 978-3-658-32979-2 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-32979-2>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© Der/die Herausgeber bzw. der/die Autor(en), exklusiv lizenziert durch Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2022

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Planung/Lektorat: Guido Notthoff

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature.

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Geleitwort: Nachhaltigkeit bei der Geldanlage – Eine Chance für Investoren

Das internationale Wirtschafts- und Finanzsystem steht nicht erst seit der Corona-Pandemie unter großem Wandlungsdruck. Insbesondere die bessere Berücksichtigung von Umwelt- und sozialen Aspekten bei der Entscheidungsfindung von Unternehmen wird in den kommenden Jahren dazu führen, dass sich Unternehmen neu strukturieren und ihre Geschäftsmodelle weiterentwickeln müssen. Der Finanzindustrie wird dabei die Aufgabe zukommen, die Unternehmen bei ihrem Wandel zu begleiten und mit Finanzierungen und „Know-How“ zur Seite zu stehen.

Dafür muss auch das Finanzwesen nachhaltiger werden. Darunter ist einerseits zu verstehen, dass Finanzinstitute in ihrem Risikomanagement Nachhaltigkeitsaspekte stärker berücksichtigen müssen. In Zukunft werden zum Beispiel Geschäftsmodelle, die auf einem hohen Treibhausgasausstoß aufbauen, nicht mehr wettbewerbsfähig sein. Das bedeutet, dass von solchen Unternehmen finanzielle Risiken auch für Finanzinstitute ausgehen werden, die diese Geschäftsmodelle bislang finanzieren. Andererseits werden neue Geschäftsmodelle, Technologien und veränderte Verbraucherpräferenzen viele Möglichkeiten auch für Investoren und Kreditgeber eröffnen. Für Finanzinstitute ist es daher von großer Bedeutung, neben der Anpassung ihres Risikomanagements diese unternehmerischen Chancen zu erkennen und zu befördern.

- Als Bundesregierung wollen wir die richtigen Voraussetzungen dafür schaffen, dass dieser Wandel gelingt und der Finanzmarkt seine Rolle dabei bestmöglich ausfüllen kann. Wir setzen uns daher intensiv auf verschiedenen Ebenen und Handlungsfeldern für ein nachhaltiges Finanzwesen und das Thema „Sustainable Finance“ ein: Auf internationaler Ebene war daher schon unter der deutschen G20-Präsidentschaft im Jahr 2017 ein übergreifendes Ziel, das Umweltrisikomanagement in der Finanzindustrie zu verbessern. In der „Coalition of Finance Ministers on Climate Action“ treiben wir mit unseren internationalen Partnern Lösungen voran, um privates Kapital für die notwendigen Investitionen im Nachhaltigkeitsbereich zu mobilisieren.

- Im europäischen Kontext ist es unser Ziel, die umfangreichen Regulierungsaktivitäten der EU im Bereich Sustainable Finance ambitioniert und gleichzeitig praktikabel zu gestalten, denn: nur, wenn dabei auch die praktische Umsetzbarkeit der Maßnahmen sichergestellt ist, wird die Regulierung in der Breite Akzeptanz finden und ein Erfolg werden.
- Als größter Wirtschaftsstandort Europas wollen wir auch national mit gutem Beispiel und als Vorbild vorangehen. Die BaFin hat bereits im Dezember 2019 Möglichkeiten für ein adäquates Risikomanagement von Nachhaltigkeitsrisiken in der Finanzindustrie aufgezeigt. Daneben ist die KfW sowohl als Förderer grüner Projekte, als auch als Emittent von grünen Anleihen ein internationaler Vorreiter am „grünen“ Finanzmarkt. Und auch die Bundesrepublik Deutschland selbst hat im September 2020 das erste Grüne Bundeswertpapier emittiert. Wir wollen uns in dieser Hinsicht im Markt als regelmäßiger Emittent etablieren und eine „grüne“ Zinskurve aufbauen.

Die Präferenzen der Anleger, auch bei Altersvorsorgeprodukten, wandeln sich. Das Interesse daran, nachhaltig zu investieren, steigt. Ein prominentes Beispiel dafür ist der Deutsche Aktienindex, bei dem zukünftig auch Nachhaltigkeitsaspekte Berücksichtigung finden sollen. Diese Entwicklung ist uneingeschränkt zu begrüßen. Denn wie ausgeführt sind Nachhaltigkeitsrisiken auch finanzielle Risiken, deren stärkere Berücksichtigung einen positiven Einfluss auf die Stabilität einzelner Unternehmen und des Finanzsystems insgesamt nach sich ziehen kann.

Gleichzeitig sollte aber nicht ausschließlich die Risikodimension die Sustainable Finance-Debatte beherrschen. Stattdessen sind auch die wirtschaftlichen Chancen, die mit nachhaltigem Investieren einhergehen, von großer Bedeutung. Im Zuge des ökonomischen Wandels wurden in Deutschland, Europa und international bereits zahlreiche Initiativen gestartet, die die Förderung von „grünen“ Projekten zum Ziel haben. Die deutsche Wasserstoffstrategie sei hier als ein wichtiges Beispiel genannt. Über den mehrjährigen Finanzrahmen der Europäischen Union und das Wiederaufbauprogramm „Next Generation EU“ sollen darüber hinaus in den nächsten Jahren zusammen mindestens 540 Mrd. EUR in Projekte investiert werden, die den EU-Klimazielen dienlich sind.

Von diesen öffentlichen Investitionen werden insbesondere auch private Unternehmen profitieren, da nicht alle notwendigen Investitionen im Nachhaltigkeitsbereich von der öffentlichen Hand getragen werden können. Private Investoren sollten somit jetzt die entstehenden Opportunitäten identifizieren, insbesondere dort, wo öffentliche Investitionen nicht ausreichend vorhanden sind. Wir setzen uns als Bundesregierung zu diesem Zweck auch dafür ein, die Transparenz und Verlässlichkeit im Markt für „grüne“ Investitionen zu erhöhen. Dennoch kann Regulierung nicht den informierten und engagierten Investor ersetzen, sondern lediglich einen verlässlichen Rahmen für privatwirtschaftliche Initiative vorgeben.

Das vorliegende Sammelwerk stellt vor diesem Hintergrund einen wertvollen Beitrag zu dem dynamischen Themenfeld des nachhaltigen Anlage- und Risikomanagements dar. Ich wünsche allen Leserinnen und Lesern eine anregende Lektüre.

Jörg Kukies
Staatssekretär
Bundesministerium der Finanzen
Berlin, Deutschland

Dr. Jörg Kukies war von April 2018 bis November 2021 Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen und zuständig für die Aufgabenbereiche Finanzmarktpolitik und Europapolitik. Zuvor war er in verschiedenen Positionen bei Goldman Sachs tätig, zuletzt von 2014 bis März 2018 als Co-Vorsitzender des Vorstands der Goldman Sachs AG und Leiter der Zweigniederlassung Frankfurt am Main der Goldman Sachs International.

Inhaltsverzeichnis

Teil I Nachhaltigkeit als neues Handlungsfeld der Altersversorgung

1	Nachhaltigkeit in Altersversorgungseinrichtungen – das Momentum nutzen	3
	Henry Schäfer, Ewald Stephan und Frank Vogel	
2	Klimawandel und Nachhaltigkeit – europäische Treiber für die Aufsicht von Altersversorgungseinrichtungen	25
	Frank Grund und Susanne Clauß	
3	ESG-Präferenzen von Anspruchsberechtigten einer EbAV – Erkenntnisse aus der empirischen Forschung	37
	Maximilian Bong und Henry Schäfer	
4	ESG-Kriterien – Renditetreiber oder Renditerisiko?	51
	Stefan Nellshen	
5	ESG-Strategien: Robust durch die Corona-Krise	63
	Achim Philippus	
6	Ausschlusskriterien oder Best Practice – Spannungsfeld zwischen Ethik und gebotener Diversifikation	73
	Wolfram Gerdes	
7	Nachhaltigkeit über verschiedene Vermögensklassen – Integration in einem Multi-Asset-Portfolio	81
	Daniel Sailer und Martin Buchner	
8	Nachhaltigkeit von öffentlichen Anleihen und Klimawirkungen	91
	Dennis Hänsel und Nino Girardi	
9	Impact Investing der NIXDORF Kapital AG – aus dem Mittelstand Verantwortung für die Gesellschaft übernehmen	103
	Dagmar Nixdorf	

10	Herausforderungen an stabile Nachhaltigkeits-Ratings vor dem Hintergrund zunehmender ESG-Komplexität	113
	Frank Wehlmann	
11	Climate Excellence: Klimarisiken und -chancen in Finanzportfolien bewerten	123
	Jean-Christian Brunke und Nicole Röttmer	
12	Klimawirkung von Investitionen messen – in Grad Celsius	133
	Hannah Helmke, Sebastian Müller und Hannah Stringham	
13	Nachhaltigkeit in Zeiten von Corona: Warum verantwortungsvolles Investieren keinen Aufschub duldet	145
	Jürgen Scharfenorth	
14	Gesellschaftsstruktur und geografische Lage Dänemarks – und was das mit nachhaltigem Portfoliomanagement in der Altersversorgung zu tun hat	151
	Thomas Brand	
Teil II Best Practices von Altersversorgungseinrichtungen im deutschsprachigen Raum		
15	Bayerische Versorgungskammer – „Integration der Nachhaltigkeit in die Kapitalanlage“	161
	Nicole Becker und Daniel F. Just	
16	Schrittweise Einführung einer nachhaltigen Kapitalanlagestrategie bei einem berufsständischen Versorgungswerk	179
	Bernd Franken	
17	Nachhaltigkeitsstrategie in der Kapitalanlage des Versorgungswerks der Architektenkammer Baden-Württemberg	195
	Sven Röckle und Robert Poetzsch	
18	Einbeziehung von ESG-Aspekten in die Kapitalanlage – ein Praxisbericht	211
	Stefan Nellshen	
19	Einfluss von ESG-Kriterien auf Immobilieninvestments	219
	Johannes Kinzinger und Irina Ouvarova	
20	Best Practice bei der nachhaltigen Kapitalanlage der Verka VK Kirchliche Vorsorge VVaG und der Verka PK Kirchliche Pensionskasse AG	233
	Ewald Stephan	

21	Ethisch-nachhaltige Vermögensanlage einer kirchlichen Versorgungskasse	247
	Klaus Bernshausen und Guido Helfberend	
22	Best Practice bei der nachhaltigen Kapitalanlage der Hannoverschen Kassen	267
	Silke Stremmlau	
23	Best Practices zu ESG-Kriterien im Bereich Kapitalanlage im Konzern Versicherungskammer	279
	Isabella Pfaller, Diane Robers und Frank Walthes	
24	Nachhaltige Aktienanlage des Sondervermögens „Versorgungsrücklage des Landes Hessen“	291
	Dorothee Hilpert	
25	Integratives Nachhaltigkeitskonzept der CoOpera	303
	Matthias Wiesmann	
26	Nest – Eine Schweizer Pionierin der Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage	321
	Ulla Enne, Diego Liechti und Raphael Pepe	
27	Best Practice für das Anlage- und Risikomanagement bei der fair-finance Vorsorgekasse	335
	Markus Zeilinger	
28	Nachhaltigkeit der BONUS Pensionskassen Aktiengesellschaft	347
	Romana Pontasch-Reiner	
29	CSR-Management nachhaltig ausgerichteter Kapitalanlagen in der VBV-Vorsorgekasse AG	359
	Peter Eitzenberger	

Abkürzungsverzeichnis

aba	Arbeitsgemeinschaft betriebliche Altersversorgung
ABS	Alternative Bank Schweiz
Abschn.	Abschnitt
ABV	Arbeitsgemeinschaft Berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V.
ACWI	All Country World Index
AG	Aktiengesellschaft
AHV	Alters- und Hinterlassenen-Versicherung (Schweiz)
AIF	Alternative Investment Funds (Fonds)
AKI	Arbeitskreis Kirchlicher Investoren der evangelischen Kirche Deutschlands
akt.	aktualisiert(e)
AktG	Aktiengesetz
A-L	Asset-Liability
ALM	Asset-Liability-Management
Art.	Artikel
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ASIP	Schweizer Pensionskassenverband
ASRA	Austrian Sustainability Reporting Award
ATP	Arbejdsmarkedets Tillægspension (Arbeitsmarktzusatzrente)
AUM	Assets Under Management
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BIC	Best-In-Class
BIIF	Burning Issue Impact Fund
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
BM	Benchmark
BMO	Bank of Montreal
BMSVG	Betriebliches Mitarbeiter- und Selbstständigenvorsorgegesetz

BREEAM	Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology
bspw.	beispielsweise
BVG	Gesetz über die berufliche Vorsorge
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
BVK	Bayerische Versorgungskammer
BWG	Bundesgesetz über das Bankwesen (Österreich)
BWS	Bruttowertschöpfung
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CDP	Climate Disclosure Project
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CIG	Church Investors Group
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
CO ₂ e	Kohlenstoffdioxidäquivalente
COP	Conference of the Parties
CRIC	Corporate Responsibility Interface Center e. V.
CSR	Corporate Social Responsibility
CTR	Climate Transition Risk
DAV	Deutscher Alpenverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DGNB	Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen
DNK	Deutscher Nachhaltigkeitskodex
DWS	Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH
EbAV	Einrichtung(en) der betrieblichen Altersversorgung
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization
EC	European Commission
EEl	Energie-Effizienz-Index
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EKD	Evangelische Kirche in Deutschland
EMBI	Emerging Market Bond Index
EMU	European Monetary Union
EnEV	Energieeinsparverordnung
epd	Evangelischer Pressedienst
ERB	Aufsichtsrechtliche Mindestanforderungen an die eigene Risiko- beurteilung
ERK	Evangelische Ruhegehaltskasse
ESG	Ecological, Social, Governance
ETC	Exchange Traded Commodity
ETF(s)	Exchange Traded Fund(s)
ETH	Eidgenössische Technische Hochschule (Zürich)

EU	Europäische Union
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
EVU	Europäische Energieversorgungsunternehmen
FMA	Österreichische Finanzmarktaufsicht
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
FPIC	Free, Prior and Informed Consent
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
GE	Green Economy
ggfls.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPI	Global Peace Index
GRESB	Global Real Estate Sustainability Benchmark
GRI	Global Reporting Initiative
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
GVO	gentechnologisch veränderte Organismen
GWh	Gigawattstunde
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	High Level Expert Group
HY	High Yield
IC	Investment Committee
i. d. R.	in der Regel
IG	Investment Grade
IIGCC	Institutional Investors Group on Climate Change Ltd.
ILO	International Labour Organisation
inkl.	inklusive
INTERNORGA	Fachmesse für Gastronomie und Hotellerie
IORP	Institutions for Occupational Retirement Provision
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change („Weltklimarat“)
ISO	International Standards Organization
IT	Informationstechnik
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
K. d. ö. R.	Körperschaft des öffentlichen Rechts
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
kg	Kilogramm
KMU(s)	kleine und mittlere Unternehmen
KPI	Key Performance Indicator
KVG(en)	Kapitalverwaltungsgesellschaft(en)
KWh	Kilowattstunde
KZVK	Kirchliche Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen
LBMA	London Bullion Market Association
LEED	Leadership in Energy and Environmental Design

MaGo-EbAV	Mindestanforderungen an die Geschäftsorganisation von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung
MSCI	Morgan Stanley Capital International Inc.
m ²	Quadratmeter
NAICS	North American Industry Classification System
NGFS	Network for Greening the Financial System
NGO	Non-Governmental Organization (Nichtregierungsorganisation)
NN	Normal Null
NZAOA	Net-Zero Asset Owner Alliance
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
ÖGUT	Österreichische Gesellschaft für Umwelt und Technik
ÖPNV	öffentlicher Personennahverkehr
o. g.	oben genannt(en)
OTC	Over-The-Counter
p. a.	per annum
PACTA	Paris Agreement Capital Transition Assessment
PE	Private Equity
PRI	Principles for Responsible Investment
PUK	Pensionskasse für Unternehmen, Künstler und Freischaffende
PV	Photovoltaik
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH
PwCIL	PricewaterhouseCoopers International Limited
RAIF	Reservierter Alternativer Investmentfonds
rd.	rund
REITs	Real-Estate-Investment-Trust(s)
reo	responsible engagement overlay
resp.	respektive
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RSG	Responsible Shareholder Group
RTS	Regulatory Technical Standards
s.	siehe
SAA	Strategische Asset Allokation
SDG(s)	Sustainable Development Goal(s)
SE	Social Entrepreneurship
SFCR	Solvency and Financial Condition Report
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe
sog.	sogenannte(r/s)
SRI	Socially Responsible Investing
SSP 2	Shared Socioeconomic Pathway 2
SVVK	Schweizer Verein für verantwortungsbewusste Kapitalanlagen
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
S&P	Standard & Poor's Corporation

TAA	Taktische Asset Allokation
TCFD	Task-Force on Climate-related Financial Disclosure
TEG	Technical Expert Group
u. a.	unter anderem
UK	United Kingdom
UN	United Nations
UNEP FI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
USA	United States of America
usw.	und so weiter
u. v. m.	und vieles mehr
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vbw	Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e. V.
VersoG	Gesetz über das öffentliche Versorgungswesen
vgl.	vergleiche
VKPB	Versorgungskasse für Pfarrer und Kirchenbeamte
vs.	versus
VVaG	Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit
VwdA	Versorgungswerk der Architektenkammer
WEF	World Economic Forum
WGBI	World Government Bond Index
XDC	X-Degree Compatibility
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
ZVK	Zusatzversorgungskasse des Baugewerbes AG
°C	Grad Celsius

Teil I

**Nachhaltigkeit als neues Handlungsfeld
der Altersversorgung**



Nachhaltigkeit in Altersversorgungseinrichtungen – das Momentum nutzen

1

Henry Schäfer, Ewald Stephan und Frank Vogel

*The Times They Are a-Changin',
Bob Dylan 1963*

Zusammenfassung

Die Klimaschutzziele von Paris, die Sustainable Development Goals, die Aktivitäten der EU-Kommission für Sustainable Finance und die sie arrondierenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen wurden mittlerweile zum Weckruf für Altersversorgungseinrichtungen, sich intensiv mit Sustainable Finance zu beschäftigen. Geschäfts- und Produktmodelle stehen auf dem Prüfstand, Berichterstattungen und Risikomodelle sind um nicht-finanzielle Faktoren zu erweitern und von Kapitalanlagen werden positive Wirkungen auf Umwelt, Soziales und Unternehmensführung erwartet. Viele sich bislang in Sachen Nachhaltigkeit zurückhaltende Altersversorgungseinrichtungen werden von der regulatorischen Wucht stark gefordert. Wie können praktikable Konzepte für nachhaltige Geldanlagen aussehen, welche Erfahrungen wurden damit

H. Schäfer (✉)
EccoWorks GmbH, Oberursel, Deutschland
E-Mail: eccoworks@mailbox.org

E. Stephan
ASSEKURATA Solutions GmbH, Köln, Deutschland
E-Mail: stephan@assekurata-solutions.de

F. Vogel
Pensions-Akademie, Frankfurt am Main, Deutschland
E-Mail: frank.vogel@pensions-akademie.de

© Der/die Autor(en), exklusiv lizenziert durch Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH,
ein Teil von Springer Nature 2022

H. Schäfer et al. (Hrsg.), *Innovative Nachhaltigkeit in Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung*, https://doi.org/10.1007/978-3-658-32979-2_1

gemacht, welche Perspektiven gibt es? Welche Werkzeuge, Konzepte, Strategien kann es geben? Für diese und mehr zeigt das Buch Beispiele für Best Practices und unterstützende Dienstleistungen für Nachhaltigkeit in Altersversorgungseinrichtungen.

1.1 Nachhaltigkeit und Klimawandel – Erwartungen an Altersversorgungseinrichtungen

Altersversorgungseinrichtungen haben für die Entwicklung von Märkten für nachhaltige Geldanlagen in etlichen Ländern wie den USA, Großbritannien, den skandinavischen Ländern und den Niederlanden eine zentrale Rolle gespielt. Bereits jetzt wird der Großteil der nachhaltigen Geldanlagen in Europa von Einrichtungen betrieblicher Altersversorgung (EbAV) verwaltet (vgl. Eurosif 2018, S. 76). In diesen Ländern sind sie zugleich auch die maßgeblichen Kapitalsammelstellen, in denen Privathaushalte ihre Altersvorsorge bilden und aus denen sie ihre Renten beziehen. Ökonomisch betrachtet stellen Pensionsfonds und Pensionskassen zudem in vielen Ländern wie Japan, Kanada, Australien und Großbritannien mit ihren durch Leistungszusagen akkumulierten Vermögen finanzielle und gesamtwirtschaftliche Schwergewichte dar.

So beläuft sich das allein von Altersversorgungseinrichtungen der OECD Länder verwaltete Vermögen auf 50 Bio. US-Dollar. Die *Top 5* der Altersversorgungseinrichtungen befinden sich in Japan, Norwegen, Südkorea, den USA und den Niederlanden und machen in manchen Ländern wie in den Niederlanden mit 166 % oft ein Mehrfaches des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus. Etliche der *Top 20* Altersversorgungseinrichtungen wie der Norwegian Pension Fund oder der dänische ATP sind für ihre *ambitionierten Nachhaltigkeitskonzepte* in der Kapitalanlage seit langem bekannt (vgl. OECD 2020 und WillisTowersWatson/Thinking Ahead Institute 2020).

In etlichen Ländern spielen Altersversorgungseinrichtungen neben ihrer *mikroökonomischen* Rolle als Finanzintermediäre eine gewichtige *makroökonomische Rolle*. Ihre Kapitalanlagen erstrecken sich oft quer über unterschiedliche Assetklassen, nehmen verschiedene nationale Kapitalmärkte in Anspruch und tragen in vielen Ländern wegen der oft langen Duration ihrer Anlagen zur Finanzierung langfristiger Investitionsvorhaben bei (vgl. Oliver Wyman 2011).¹ In vielen Ländern werden Altersversorgungseinrichtungen deshalb oft als *machtvolle Universal Asset Owner* bezeichnet, die je nach rechtlichen Strukturen der investierten Assets einflussreiche *Eigentums- und Mitspracherechte* über einzel- und gesamtwirtschaftliches Vermögen auf sich vereinen (vgl. UNEP FI 2010).

Aufgrund ihrer mächtigen Position in vielen nationalen Kapitalmärkten, Wirtschaftssystemen und Gesellschaften messen multinationale und supranationale Organisationen

¹Allerdings: Aus Sicht vieler, gerade deutscher Altersversorgungseinrichtungen geht diese Entwicklung einher mit der Notwendigkeit, sog. Alternative Investments zu finden, um Renditeanforderungen zu erfüllen und die langfristigen Verbindlichkeiten mit entsprechenden Vermögensanlagen abzudecken (vgl. OECD 2017, S. 268).

wie die OECD, das World Economic Forum (WEF), die Vereinten Nationen (UN) und seit 2018 verstärkt die EU-Kommission und das EU-Parlament diesen Kapitalsammelstellen eine zentrale Bedeutung für die Finanzierung von langfristigen Investitionen in Klimaschutz, Klimaanpassung und Nachhaltigkeit im breitesten Sinne bei (vgl. OECD 2016; UNCTAD 2015 und Sikken 2011). Spätestens seit dem *Weltklimaschutzabkommen* von Paris 2015 und der im gleichen Jahr verabschiedeten *Sustainable Development Goals* (SDGs) der Vereinten Nationen besteht in weiten Teilen von internationalen und supranationalen Organisationen Konsens, dass die „*Just Transition*“ sowie die SDGs eine historisch nie dagewesene Re-Allokation von Kapital erfordern. So geht etwa die International Energy Agency (IEA) davon aus, dass bis 2050 mehr als 44 Bio. US-Dollar zusätzliche Investitionen nötig sind, um das globale Energiesystem zu dekarbonisieren und in Einklang mit dem *Zwei-Grad-Ziel* zu bringen (vgl. International Energy Agency 2014, S. 14). Die Finanzierung der Energie- und Klimaziele der Europäischen Union erfordert bis 2030 Investitionen in Höhe von jährlich 180 Mrd. Euro (vgl. EU-Kommission 2018, S. 3). Dadurch, dass im Zuge der *Subprime-/Finanzkrise* 2008/2009 sowie der daraufhin verschärften Regulierungsaufgaben Kreditinstitute ihr (vor allem kapitalmarktbasierendes) Finanzierungsvolumen drastisch zurückgefahren haben, rücken kapitalstarke und langfristig ausgerichtete institutionelle Investoren zur Finanzierung der *Transformation* hin zu einer emissionsarmen und resilienten Wirtschaft immer mehr an deren Stelle (vgl. G20 Green Finance Study Group 2016). Altersversorgungseinrichtungen im weitesten Sinne sind ein Teil dieser Investoren.

1.2 Nachhaltigkeit und Klimawandel – Bedrohungspotenzial für Altersversorgungseinrichtungen

Verstärkte Anstrengungen zu einer nachhaltigen, insbesondere klimafreundlichen Welt bieten neue Investitionschancen für Altersversorgungseinrichtungen – der weitgehend anthropogen verursachte Klimawandel und weitere negative Folgen mangelnden nachhaltigen Verhaltens verursachen aber auch finanzielle *Bedrohungen treuhänderischer Vermögen* aufgrund völlig neuer Risiken. In der Risikolandkarte des World Economic Forums (WEF) kommen global klimarelevanten Risiken (*physikalische und Transitionsrisiken*) und dem Politikversagen zur Findung von Lösungen für eine Anpassung an den Klimawandel die höchsten Stellenwerte zu (vgl. WEF 2021, S. 12). Mittlerweile werden solche Risiken kurz- und mittelfristig als höchst relevant für die *Finanzmarktstabilität* beurteilt (vgl. Bundesministerium der Finanzen 2016, S. 16). Und laut einer Untersuchung der European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) befinden sich knapp 13 % der Kapitalanlagen des europäischen Versicherungssektors in klimasensitiven Sektoren. Darin weisen Immobilien, Unternehmensanleihen und Aktien die höchsten klimabedingten Risikoanfälligkeiten auf (vgl. EIOPA 2018, S. 51 f.).

Diese Risiken stellen das Risikomanagement (u. a.) von Altersversorgungseinrichtungen vor neue Herausforderungen (vgl. BaFin 2019). Statistisch gesehen haben sie

oft die spezielle Eigenschaft von sog. „*Tail Risks*“, d. h. anders als gängige, oft normalverteilte Marktpreisrisiken können klimawandelbezogene Risiken zwar eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit aufweisen, dafür aber enorme negative Auswirkungen haben (z. B. Vermögensverluste durch plötzliche klimabedingte Kursrückgänge bei Aktien, was zu sog. „*Stranded Assets*“ in den Kapitalanlagen von Altersversorgungseinrichtungen führen kann). Solche auch als sog. „*Green Swan Events*“ bezeichneten Risiken (vgl. Bolton et al. 2020, S. 11 f.) sind mit den gängigen, auf Value-at-Risk-Modellen beruhenden Risikoquantifizierungen moderner Asset Allokations-Strategien nur unzureichend oder gar nicht erfassbar und nur schwer steuerbar.

Mittlerweile besteht ein breiter Konsens unter Regulierern, dass klimabedingte Risiken auch in Altersversorgungseinrichtungen einer intensiven Prüfung bedürfen, inwieweit Kapitalbestände klimarelevanten Ereignissen ausgesetzt sein könnten (z. B. durch *Stresstests*) und wie die möglichen Auswirkungen auf Vermögensbestände zu bewerten sind (z. B. durch *Szenarioanalysen*) (vgl. BaFin 2019). Die Komplexität und die Anforderungen an die Leistungsfähigkeit der neuen Generation von Risikomodellen wird dadurch noch erhöht, dass Nachhaltigkeits- und insbesondere Klimarisiken oftmals systemischer Natur sind, d. h. sie können nicht durch die übliche Diversifikation einer „guten Mischung“ von Kapitalanlagen gemindert oder gar ausgeschaltet werden (vgl. Schäfer 2016, S. 151 ff.). *Systemische Risiken* stellen generell eine immer relevanter werdende Form von Unsicherheiten dar, die wie u. a. auch die *Corona-Krise* zeigt, von den Ursachenquellen oft kaum zu identifizieren sind, sich netzwerkartig verbreiten und Dominoeffekte auslösen, die in finanzieller Hinsicht zu finanziellen *Megaschäden* führen können (vgl. Renn et al. 2020).²

Finanzaufsichtsbehörden nehmen mit zunehmender Sorge wahr, dass von solchen systemischen Risiken Instabilitäten auf die Finanzmärkte und den Finanzsektor insgesamt ausgehen können. Mit den möglichen Risiken des Klimawandels und institutsindividuellen sowie aufsichtsrechtlich erforderlichen Maßnahmen beschäftigt sich eine eigens dafür eingerichtete Arbeitsgruppe des Financial Stability Boards, die Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD). Im Dezember 2016 hatten Parlamentarier aus 34 Staaten ihre Unterstützung für das TCFD erklärt und Börsen und Regulatoren dazu aufgerufen, die *Offenlegung von Klimarisiken* bei Emittenten einzu-

²Mitunter nicht unerhebliche strukturelle Ähnlichkeiten mit systemischen Risiken weist eine weitere Risikoform auf, denen Altersversorgungseinrichtungen zunehmend ausgesetzt sind: *Reputationsrisiken*. Auch wenn es zum Begriff eine Vielzahl von Erklärungsansätzen in der Literatur gibt (vgl. Wolf 2019, S. 92 ff.), lässt sich zusammenfassend sagen: Reputationsrisiken sind negative Auswirkungen auf das materielle und immaterielle Vermögen von Altersversorgungseinrichtungen aufgrund von Aktionen und Meinungen externer Stakeholder, die Zweifel an der Kompetenz, gesellschaftlichen Integrität und Vertrauenswürdigkeit einer Altersversorgungseinrichtungen haben. Anschauungsmaterial hierzu bietet u. a. die Studie von Fairfinance (2020), in der provokativ formuliert der Frage nach einer „*Altersvorsorge auf Kosten von Mensch und Umwelt!*?“ nachgegangen wird.

fordern (vgl. TCFD 2016). Erste Ergebnisse der TCFD-Arbeiten betonen die Bedeutung von und machen Vorschläge zu erweiterten Veröffentlichungspflichten von Finanzmarktteilnehmern in Bezug auf klimabedingte Risiken, verbesserte Methoden zur Gewinnung klimarelevanter Daten und deren finanziellen Verknüpfungen sowie speziellen Szenario-Analysen zur Erfassung der strategischen Implikationen von Klima induzierten Risiken und Chancen (vgl. TCFD 2017).

1.3 Green Economy, Green Deal und Green Finance – Positionsfindung für Altersversorgungseinrichtungen

Altersversorgungseinrichtungen haben sich schon immer mit politischen und regulatorischen Veränderungsprozessen auseinanderzusetzen und darin ihre eigene Position zu bestimmen. Über allem sollten das Wohl der ihnen treuhänderisch anvertrauten Vermögen und die Erwartungen der Anspruchsberechtigten stehen. Altersversorgungseinrichtungen sind ferner zentrale und wichtige Akteure in Wirtschafts- und Gesellschaftssystemen und unterliegen dortigen Veränderungsprozessen. Eine seit Jahren im Gang befindliche, politisch in vielen Gremien diskutierte und angekündigte Systemänderung liegt das Konzept der *Green Economy* zugrunde wie es erstmals vom Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP) 2010 formuliert wurde: „A green economy (GE) can be defined as one that results in improved human well-being and social equity, while significantly reducing environmental risks and ecological scarcities.“ (UNEP FI 2010, S. 4).

Die Vorstellung einer Green Economy entstand im Nachgang zur Subprime-/Finanzkrise und soll im Rahmen eines *Global Green New Deal* die Welt in eine wachstumsorientierte und gesellschaftlich verträgliche Wirtschaftspolitik überleiten. Aus den Grundüberlegungen entwickelte sich über mehrere Arbeitsschritte in den Vereinten Nationen das Leitbild einer Kohlenstoff reduzierten, Ressourcen effizienten und sozial inklusiven Wirtschaft: „In a green economy, growth in income and employment are driven by public and private investments that reduce carbon emissions and pollution, enhance energy and resource efficiency, and prevent the loss of biodiversity and ecosystem services.“ (UNEP 2011, S. 16).

Die im November 2019 neu gebildete EU-Kommission hat dies zu ihrer ordnungs- und wirtschaftspolitischen Programmatik erkoren, indem sie für ihre Amtsperiode die Umsetzung einer Strategie des „*European Green Deal*“ proklamiert: „The European Green Deal is (...) a new growth strategy that aims to transform the EU into a fair and prosperous society, with a modern, resource-efficient and competitive economy where there are no net emissions of greenhouse gases in 2050 and where economic growth is decoupled from resource use.“ (EU-Commission 2019, S. 2). Dadurch erweitert sie ihren 2018 proklamierten *Aktionsplan für nachhaltiges Wachstum* (EU-Kommission 2018).

Basierend auf den bis heute maßgebenden und grundlegenden Nachhaltigkeitsvorstellungen der „*Brundtland-Kommission*“ von 1987 wurde mit der Verkündung der *6 Principles for Responsible Investment* (PRI) im Jahr 2006 durch den damaligen

UN-Generalsekretär, Kofi Annan, dem Finanzsektor eine Schlüsselrolle für die Erreichung nachhaltiger Entwicklungsziele beigemessen. Aber erst die Empfehlungen der *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) Ende 2017 und der „*EU Action Plan for a Sustainable Economy*“ vom Frühjahr 2018 haben breite regulatorische und regulierungsnahe Aktivitäten einer radikalen Instrumentalisierung von Finanzmärkten und –instituten für Nachhaltigkeitsziele in Gang gesetzt. Hierzu wurde der Begriff des „*Green Finance System*“ geprägt. Es zielt auf eine ganzheitliche Betrachtung der ökologisch nachhaltigen Entwicklung ab: „A ‘green finance system’ refers to a series of policies, institutional arrangements and related infrastructure building that, through loans, private equity, issuance of bonds and stocks, insurance and other financial services, steer private funds towards a green industry.“ (Green Finance Task Force 2015, S. 6). Diese Vorstellung erklärt auch, weshalb in jüngster Zeit klassische, auf Kapitalanlagen verengte Begriffe wie „Socially Responsible Investments“ oder „Sustainable Investments“ zunehmend vom ganzheitlichen und viel umfassenderen Begriff „*Sustainable Finance*“ verdrängt werden (vgl. Schäfer 2021, S. 248 und die Diskussion in Busch et al. 2021).

Die meisten Altersversorgungseinrichtungen sind zumindest in Deutschland im europäischen Vergleich bislang eher durch eine überdurchschnittlich hohe Zurückhaltung bezüglich eines Beitrags zur Green Economy, resp. nachhaltige Kapitalanlagen aufgefallen. Lediglich öffentliche Pensionsfonds weisen mit 18,6 % einen mittleren Anteil an nachhaltigen Kapitalanlagen in Deutschland auf. Auffallend ist dagegen mit fast Zweidrittel der hohe Anteil an nachhaltigen Geldanlagen der Altersversorgungseinrichtungen in Österreich (vgl. FNG 2020, S. 11 und 19). Als Begründung für die Zurückhaltung verwiesen in der Vergangenheit Vertreter von Altersversorgungseinrichtungen auf mehrere *Hindernisse* hin:

- Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit verschlechtere die *finanzielle Performance* von Kapitalanlagen und gefährde dadurch die treuhänderischen Pflichten. Mittlerweile liegen Meta-Studien vor, die eine grundsätzliche Vereinbarkeit von Rendite/Risiko-Zielen und Nachhaltigkeit als möglich erachten (vgl. Friede et al. 2015). Hertrich (2013) hat explizit für deutsche Pensionskassen unter Berücksichtigung von deren strengem regulatorischen Rahmen analysiert, unter welchen Bedingungen ein solcher Einklang praktikierbar ist.
- Ein weiterer oft geäußelter Grund für die Zurückhaltung von Altersversorgungseinrichtungen waren *fehlende* gesetzliche und aufsichtsrechtliche *Verpflichtungen* zur Berücksichtigung von ökologischen (und sozialen) Kriterien. Bemerkenswert ist allerdings auch der häufig geäußerte Einwand, dass die strikte Regulierung für Altersversorgungseinrichtungen (definiert u. a. in VAG, AnIV und R4/2011) eine Hürde für ein Engagement in nachhaltigen Kapitalanlagen darstellt.
- Als weitere, nicht unerhebliche Hindernisse wurden in Umfragen Engpässe in internen Kapazitäten und insgesamt zu hohe *Kosten* beim Praktizieren nachhaltiger Kapitalanlagen genannt (vgl. Union Investment 2018). Gerade im Umfeld anhaltender Niedrigzinsen wird aber ohnehin das Erfordernis gesehen, auf renditestärkere alternative Anlageklassen überzugehen und Multi Asset-Strategien zu fahren (vgl. Rajan 2021).

Aufgrund der Arbeiten der *Technischen Expertengruppe* (TEG) der EU-Kommission könnte man argumentieren, dass das „Beklagen“ fehlender gesetzlicher und aufsichtsrechtlicher Leitlinien in Sachen Nachhaltigkeit erhört wurde. Die Altersversorgungseinrichtungen in Deutschland und in Österreich sowie indirekt auch in der Schweiz sehen sich mittlerweile zunehmendem Druck im Hinblick auf die Nachhaltigkeit und die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-(ESG-)Faktoren in ihrer Geschäftspolitik und insbesondere in der Kapitalanlage ausgesetzt. Die *Sustainability Finance Disclosure Regulation* (SFDR) und die *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) bzw. demnächst *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), die *EU-Taxonomie-Verordnung* und auch das *BaFin-Merkblatt* zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken zwingen alle Altersversorgungseinrichtungen, sich intensiv mit den zahlreichen Facetten der Nachhaltigkeit auseinanderzusetzen.

Im Vergleich zu anderen Industriezweigen scheinen die deutsche *Versicherungsbranche* und insbesondere Altersversorgungseinrichtungen dem Megatrend der Nachhaltigkeit aber noch hinterherzuhinken. Nur einige wenige Unternehmen haben offenbar bisher basierend auf ihren eigenen Wertevorstellungen eine aktive Nachhaltigkeitsstrategie entwickelt und umgesetzt. Insgesamt scheint hier in der Branche noch ein *großer Nachholbedarf* gegeben zu sein. Die bisherigen Bemühungen konzentrieren sich im Wesentlichen – bedingt durch den entsprechenden *regulatorischen Druck* – auf die Berichterstattungspflicht gem. *CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz* und hier auf Aspekte aus dem Bereich von Umwelt und Klima. Auch Governance-Themen rücken zunehmend in den Fokus. Großes Potenzial besteht noch im Bereich „Soziales“, den viele Einrichtungen noch nicht so recht auf dem Radar haben. Hier ist jedoch aufgrund der bald zu erwartenden *EU-Sozialtaxonomie* auch eine beschleunigte Entwicklung zu erwarten.

Der Nachholbedarf und das Potenzial gerade von deutschen Altersversorgungseinrichtungen zur Mobilisierung von Privatkapital für Sustainable Finance kann also im internationalen Vergleich als sehr hoch angesehen werden. Dabei suchen Altersversorgungseinrichtungen in Zeiten von *Niedrigzinsen* zunehmend Anlagealternativen und beschäftigen sich (eher notgedrungen) auch verstärkt mit *Infrastrukturinvestitionen*. Sustainable Finance wird wie bereits ausgeführt in weiten Teilen durch solcherart Kapitalbeteiligungen verkörpert und tatsächlich sind aus dem Kreis der Altersversorgungseinrichtungen bereits seit längerem einige als (erfolgreiche) Infrastrukturanleger tätig. Hier bedarf es weitergehender innovativer und skalierbarer Konzepte zur Strukturierung von Infrastrukturanlagen. In solchen Prozessen werden vor allem institutionelle Anleger selbst auch eine noch viel aktivere Rolle übernehmen (müssen).

Die *Solvency II-Regulierung* für Versicherungen, welche seit 2016 die Eigenkapitalunterlegung von bis zu 59 % für Anlagen mit Risikoeigenschaften vorsieht und zu denen etliche Formen „grüner“ Anlagen zählen, stellt laut Untersuchungen der EIOPA ein gewichtiges Hindernis für Infrastrukturinvestitionen dar. Um deren Anteil in Portfolien von Versicherungen und Altersversorgungseinrichtungen zu erhöhen und um damit die Infrastrukturlücke vom Finanzierungspotenzial her schließen zu können, ist die Europäische Kommission nach wie vor bemüht, Investitionsbarrieren abzu-

bauen. Eine der ersten Maßnahmen im „Aktionsplan Kapitalmarktunion“ war denn auch eine Novelle der delegierten Rechtsakte zu *Solvency II*. Diese beinhaltet die Reduzierung der notwendigen Eigenkapitalunterlegung für bestimmte „qualifizierte Infrastrukturprojekte“. Die Eigenkapitalanforderungen für Anlagen in nicht an der Börse notierten Unternehmensanteilen dieser Projekte wurde von 49 % auf 30 % und für Fremdkapitalfinanzierung um bis zu 40 % herabgesetzt (vgl. EU-Commission 2016). Zusätzlich stellen auch andere EU-Richtlinien, wie die *EbAV-II Richtlinie* und die Aktionärsrechterichtlinie II, bereits auf eine Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage von institutionellen Investoren ab.³

Für betriebliche Altersversorgungseinrichtungen hat das *EU-Parlament* die Revision der Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) auf den Weg gebracht (Directive of the European Parliament and of the Council on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, IORP II). In den Artikeln 19 und 25 wird explizit auf die Notwendigkeit der Berücksichtigung von Risiken aus dem Klimawandel, der Umwelt generell und Wertverlusten durch mögliche Stranded Assets für das Risikomanagement von Altersversorgungseinrichtungen hingewiesen. Außerdem werden die EU-Staaten mittels Anwendung der SFDR von Altersversorgungseinrichtungen verlangen, dass diese die Berücksichtigung oder auch Nichtberücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren in den Analysen für ihre Kapitalanlageentscheidungen und deren Risikomanagement offen darlegen. Die Berücksichtigung von *Nachhaltigkeitsfaktoren* und deren langfristigen Wirkungen sollen unter den *Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht* fallen, welches das Grundprinzip der Kapitalanlagen von Altersversorgungseinrichtungen darstellt.

Alles in allem lässt sich auf der Grundlage der aktuellen und voraussichtlich anhaltenden dynamischen Entwicklungen in vielen politischen, zivilgesellschaftlichen und aufsichtsrechtlichen Gremien feststellen, dass Sustainable Finance für institutionelle Investoren und damit auch für Altersversorgungseinrichtungen nicht mehr wegzudenken ist. Auch wenn durchaus Kritik an der größten staatlich verordneten „*Investitionslenkung*“ seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs damit verbunden sein dürfte (vgl. Schäfer 2019) – Sustainable Finance wird integraler Bestandteil von Geschäftsmodellen von Altersversorgungseinrichtungen werden müssen und sich nicht „nur“ auf Kapitalanlagen beschränken. Auch wenn die neue „*Brüsseler Welt der Nachhaltigkeitsregulatorik*“ tief in die Autonomie von Treuhändern eingreifen wird, bleibt es dennoch Aufgabe von Altersversorgungseinrichtungen, ihre eigene Position zu Nachhaltigkeit zu bestimmen und glaubwürdig umzusetzen. Die eigene DNA, Unternehmenswerte, Stakeholder Dialoge u. v. m. können dazu wichtige Impulse und Grundlagen liefern, aber Altersversorgungseinrichtungen sind gefordert, hier ihren Weg selbst zu finden. Etliche haben bereits ihre individuelle Landkarte der Nachhaltigkeit geprägt und Wegstrecken hinter sich gebracht – andere stehen erst noch am Anfang, sehen nur

³S. Richtlinie (EU) 2016/2341 und Richtlinie EU 2017/828.

Dickicht und finden nicht ihren Kompass. Die nachfolgenden Beiträge richten sich an beide Gruppen mit der Absicht, Sustainable Finance mehr chancenorientiert und mit Lust auf Innovation und Gestaltung, denn ausschließlich risikogepflegt und mit der Last von Regulatorik und Zwängen zu verbinden.

1.4 Inhaltlicher Aufbau des Buches

Das vorliegende Herausgeberwerk entstand unter der Schirmherrschaft der Pensions-Akademie e. V. Es besteht schwerpunktmäßig aus *Best Practices* von Konzepten nachhaltiger Kapitalanlagen in betrieblichen Altersversorgungseinrichtungen *des deutschsprachigen Raumes*. Ein regionaler Schwerpunkt ist unverkennbar Deutschland. Hier wird auch die hauptsächliche Zielgruppe für das Buch erwartet, da (wie bereits angedeutet) in Deutschland und hier insbesondere in der Assekuranz (inkl. EbAV) gegenüber anderen europäischen Ländern ein Rückstand in Sachen nachhaltige Kapitalanlagen besteht und ein entsprechendes Nachholpotenzial gesehen werden kann.

Der *Aufbau des Buches* gliedert sich in *zwei inhaltliche Teilbereiche*. *Teil I* umfasst übergreifende Beiträge, die im *Querschnitt* den regulatorischen Handlungsrahmen sowie verschiedene *Spezialaspekte* nachhaltiger Kapitalanlagen behandeln, die (nicht nur) für Altersversorgungseinrichtungen von Bedeutung sind:

- Die ersten Beiträge richten ihr Augenmerk auf aufsichtsrechtliche Auseinandersetzungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen und deren möglichen Auswirkungen auf das Anlage- und Risikomanagement.
- Daran schließen Beiträge an, die sich ausgewählten innovativen Themen für das Anlagemanagement widmen. Es werden sowohl traditionelle Strategien und Praktiken nachhaltiger Kapitalanlagen hinterfragt, als auch neuere Entwicklungen und Innovationen wie Multi Asset-Strategien, die Einbindung von Klimafaktoren sowie das Impact Investing behandelt. Ein eigener Beitrag ist einem bis vor kurzem noch weitgehend unbekanntem Thema gewidmet – dem Zusammenhang zwischen nachhaltiger Kapitalanlage und Krisen, veranschaulicht anhand der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf finanzielle und Nachhaltigkeitsaspekte des Anlagenmanagements.
- Ein weiterer thematischer Schwerpunkt des ersten Teils beschäftigt sich mit „Werkzeugen“ die benötigt werden, um die besonderen Anforderungen an nachhaltige Kapitalanlagen umsetzen zu können. Dazu zählen ganz an erster Stelle ESG-Ratings. Allerdings ist aufgrund des Weltklimaschutzabkommens und der SDGs ein zusätzlicher Bedarf an neuen Messverfahren entstanden – etwa zur Ermittlung des Beitrages eines Anlagenportfolios zu den SDGs oder der Treibhausgasausstoß eines Portfolios.

Im *Teil II* befindet sich der inhaltliche Schwerpunkt des Buches: die *Best Practice-Beiträge* von Altersversorgungseinrichtungen. Den Herausgebern kam es bei der Auswahl der Altersversorgungseinrichtungen darauf an, die Vielfalt der unterschiedlichen

praktizierten Konzepte nachhaltiger Kapitalanlagen zusammen zu führen. Beim Vergleich der drei länderspezifischen Modelle der Altersversorgung – *Deutschland, Schweiz, Österreich* – wird deutlich, dass es zwischen ihnen nicht nur im konventionellen Bereich durch Unterschiede in der Regulatorik etc. differierende Umsetzungswege gibt, sondern auch der Nachhaltigkeitsanspruch teilweise sehr unterschiedlich praktiziert wird.

Diese *Vielfalt* macht denn auch den besonderen Wert der Best Practices für die interessierte Leserschaft aus. Es gibt nicht einen einzigen Zugang zu *Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage* von Altersversorgungseinrichtungen, sondern es ist jeder einzelnen Einrichtung überlassen, ihren Weg zur Nachhaltigkeit zu finden und zu bestimmen – trotz wachsender *Regulatorik* wie sie insbesondere die EU-Kommission Altersversorgungseinrichtungen verordnet. Diesen eigenen Leitfaden finden, den bereits eingeschlagenen Weg hinterfragen und sich von Erfahrungen anderer Einrichtungen inspirieren lassen – das sehen die Herausgeber als Mehrwert der Best Practice-Beiträge:

- So beginnt der zweite Teil mit drei berufsständischen Altersversorgungseinrichtungen, der *Bayerischen Versorgungskammer*, der *Nordrheinischen Ärzteversorgung* und dem *Versorgungswerk der Architektenkammer Baden-Württemberg*. Aufschlussreich ist es zu erkennen, wie unterschiedlich die Zugänge und Ausgestaltungen nachhaltiger Kapitalanlagen in Versorgungswerken sein können.
- Mit der folgenden *Bayer-Pensionskasse* wird der Nachhaltigkeitsansatz eines Unternehmens aus der Sphäre eines DAX-Konzerns deutlich. Der besondere Charakter des spezifischen Umsetzungsweges eines multinationalen Arbeitgebers vor dem Hintergrund der Chemiebranche wird hier ganz deutlich. Eine weitere Branche, nämlich der Bausektor, mit dem Blick aus Arbeitnehmersicht wird mit der tarifvertraglichen Einrichtung *SOKA BAU* vorgestellt.
- Denkt man an Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage von Altersversorgungseinrichtungen, dann dürfte meistens der *kirchliche Sektor* als erstes genannt werden. Mit der *Verka VK Kirchliche Vorsorge VVaG* und der *Evangelischen Ruhegehaltskasse* präsentieren zwei Einrichtungen aus diesem Kreis ihre Strategie, Umsetzung und Erfahrungen zu nachhaltiger Kapitalanlage. Lange Erfahrung, eine spezifisch *christlich geprägte Werteorientierung* und weit gereifte Konzepte prägen diese Einrichtungen in Sachen Nachhaltigkeit.
- Ihnen folgen die *Hannoverschen Kassen* mit ihrem anthroposophisch ausgerichteten Ansatz, der seine spezifischen Anforderungen an nachhaltige Kapitalanlagen über die Jahre entwickelt hat und hierfür u. a. 2021 den Deutschen ESG Pensions Award verliehen bekam. Den nächsten Beitrag liefert die *Bayerische Versicherungskammer*, indem sie ihre spezielle Umsetzung nachhaltiger Kapitalanlagen in einem mehr *versicherungsnahen Geschäftsmodell* beschreibt.
- In Deutschland haben sich in jüngster Zeit immer mehr Beamten-Pensionsfonds dem Thema Nachhaltigkeit angenommen. Hierfür steht in gewisser Weise auch stellvertretend für andere Bundesländer der *Beitrag des Hessischen Finanzministeriums*.

- In der Reihung folgen dann *Schweizerische Einrichtungen* der Altersversorgung mit ihren *sehr individuellen Zugängen und Umsetzungswegen* von Nachhaltigkeit in ihren Vermögen. Auch hier ist in den beiden Beiträgen die berufsständische Altersversorgung grundlegend.
- Ein weiterer inhaltlicher Schwerpunkt bilden die Konzepte und Umsetzungswege in Sachen nachhaltiger Kapitalanlage von drei *Altersversorgungseinrichtungen aus Österreich*. Es wird oft deutlich wie gezielt und umfassend dort Nachhaltigkeit praktiziert wird, was sich u. a. in den vielen Auszeichnungen dieser Einrichtungen ausdrückt.

1.5 Einleitende Beiträge – der Teil I

Der erste Teil des Herausgeberwerkes beginnt mit dem Beitrag von *Frank Grund* und *Susanne Clauß* und damit der deutschen Finanzaufsicht, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Im Fokus steht der Stand der deutschen Regulatorik in Sachen Nachhaltigkeit. Ein wichtiger Bestandteil und Impulsgeber sind die diesbezüglichen regulatorischen Initiativen der EU-Kommission, mit denen sie seit 2015 nachhaltige Investitionen im Realsektor fördern und die negativen Auswirkungen des Klimawandels begrenzen will. Dem Finanzsystem wird hierbei eine *Schlüsselrolle* beigemessen und Altersversorgungseinrichtungen sind bekanntlich dessen Bestandteil. Es wird deutlich, dass die BaFin im Besonderen bestrebt ist, koordiniert mit der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und der betrieblichen Altersversorgung (EIOPA) auch Altersversorgungseinrichtungen zu einem angemessenen Prozess im Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken sowie zu deren Offenlegung anzuhalten.

Ein zentrales Anliegen der EU-Kommission und der von ihr entwickelten Nachhaltigkeitsinitiativen ist es, institutionelle und private Anleger gleichermaßen für mehr Einsatz ihrer Anlagengelder für nachhaltige Zwecke zu mobilisieren. Zwar sind Altersversorgungseinrichtungen vordergründig institutionelle Investoren, dahinter stehen jedoch anspruchsberechtigte Privatpersonen. Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG-Faktoren) in ihren Kapitalanlagen zu integrieren, könnte von Altersversorgungseinrichtungen an den ESG-Präferenzen ihrer Versicherten ausgerichtet werden. *Maximilian Bong* und *Henry Schäfer* stellen in ihrem Beitrag wissenschaftliche Ergebnisse vor, die zeigen, dass es durchaus *unterschiedliche ESG-Präferenzen* zwischen Versorgungsanwärttern und -beziehern geben kann. Auch hinsichtlich der Relation zwischen ESG-Faktoren und finanziellen Anlagekriterien sind unterschiedliche Einstellungen zwischen den Gruppen nicht auszuschließen.

Werden ESG-Kriterien in die Kapitalanlage einer Altersversorgungseinrichtung integriert, so kann dies die risikoadjustierte langfristige Renditeerwartung und die Wahrscheinlichkeit, die zugesagten Leistungen langfristig finanzieren zu können, beeinflussen. *Stefan Nellshen* untersucht dies mittels eines *mathematischen Modells* aus der

nichtlinearen Optimierungstheorie und der Kapitalmarkttheorie. In seinem Modell demonstriert er, dass eine ESG-Integration unter Asset-Liability-Gesichtspunkten, spezielle Bedingungen erfüllen muss. Seine Modellierungen führen ihn zum Schluss, dass für alle Investoren einheitlich und pauschal definierte ESG-Klassifizierungen von Investments im Hinblick auf die Finanzierungssicherheit der zugesagten Leistungen kritisch sein können.

Rendite und Risiko – dieses für die Performance eines Anlagenportfolios wichtige Zusammenspiel ist der zentrale Baustein praktizierter Anlagenpolitik. Was aber, wenn das Risiko eine Dimension annimmt, die die Normalverteilungsannahmen gängiger statistischer Kapitalmarktmodelle sprengt? Traute man bislang dies vor allem sog. „Green Swans“ zu, so verschaffte sich ganz plötzlich eine bis dahin völlig unbekannt Risikoursache allerhöchste Aufmerksamkeit – die COVID-19-Pandemie. *Achim Philippus* stellt in seinem Beitrag in verschiedenen Modellrechnungen dar, dass es gute Gründe und empirische Belege dafür gibt, dass nachhaltig wirtschaftende Unternehmen krisenfester sind als durchschnittliche, weniger nachhaltig geführte Unternehmen. Zwar wurde diese These auch vor der Corona-Krise schon einige Male mit Zahlen untermauert, doch welche Erklärungsansätze gibt es dafür? Und finden sich Indizien, dass dies auch für die COVID-19-Pandemie gilt?

Das Management von Kapitalanlagen mit ESG-Faktoren kann auf verschiedene Methoden zugreifen. Eine traditionelle und bis heute in vielen Ländern die statistisch vorherrschende Form ist das Setzen von *Ausschlusskriterien*. Das Vermeiden von sog. „Sünden-Aktien“ ist vor allem aus ethischer Sicht durchaus naheliegend, entpuppt sich in der praktischen Durchführung aber durchaus als sehr anspruchsvoll. *Wolfram Gerdes* nimmt sich dieses Themas an, indem er das Spannungsfeld zwischen konsequent „Sünden-Aktien“ vermeidender Strategien und dem Erfordernis finanzieller Nachhaltigkeit aufzeigt. Die Spannung kann durch *pragmatische Umsetzungswege (Best Practices)* zwar gelockert werden, setzt sich dann aber u. U. dem Eindruck mangelnden konsequent ethischen Handelns aus.

Aktien sind die Assetklasse, mit der am längsten und häufigsten Nachhaltigkeitsansätze in der Kapitalanlage praktiziert werden. Aber in Zeiten einer längeren und voraussichtlich bis auf weiteres *anhaltenden Niedrigzinsphase* sowie hoch bewerteter Aktienmärkte interessieren sich auch Altersversorgungseinrichtungen immer mehr für alternative Anlagestile wie z. B. Multi-Asset-Fonds. *Daniel Sailer* und *Martin Buchner* zeigen auf, dass solche Anlagemöglichkeiten neben einer hohen Individualisierbarkeit auch brauchbare Diversifikationseigenschaften auszeichnen. Mit ihrer Asset-Liability-Studie und dem Design spezieller Konstruktionen von Multi-Asset-Portfolien zeigen die Autoren Wege auf, um Multi-Asset-Portfolien effizient und Ertrag bringend steuern zu können.

„Alle reden vom Wetter. Wir nicht!“ Dieser bis heute bekannte Werbeslogan der Deutschen Bahn aus den 1960er Jahren galt lange Zeit auch für Finanzmärkte. *Dennis Hänsel* und *Nino Girardi* zeigen in ihrem Beitrag, dass Wetter-, resp. Klimarisiken und -chancen auch im Anlagenmanagement zählen und demonstrieren dies an Staatsanleihen. Es geht ihnen um den Zusammenhang zwischen Klimarisiken und Portfolien, bestückt

mit Staatsanleihen. Den Startpunkt für die Konstruktion ihrer Portfolien markiert für sie ein *Klimarating für Staaten*. Dazu stellen sie das Rating für Klimarisiken bei Staaten aus ihrem Hause detailliert vor. Sie wenden dieses Rating anschließend für eine erste Analyse an und zeigen, dass es sich sowohl für gut diversifizierte Indizes von Staatsanleihen aus entwickelten Ländern als auch für solchen von Entwicklungsländern eignet.

Nachhaltig Geld anlegen war historisch meist davon geprägt, dem ethischen oder moralischen Anspruch des Investors gerecht zu werden, nicht für externe negative Effekte unternehmerischen und staatlichen Handelns (indirekt) mit verantwortlich zu sein. Diese philosophisch gesehen deontologische Ethik wird seit der Jahrtausendwende spürbar von einer teleologischen Ethik begleitet: Der Frage wie positive externe Effekte auf Umwelt, Soziales und Unternehmensführung erzielt werden können. Mit *Impact Investing* hat sich eine Spielart nachhaltiger Geldanlagen entwickelt, die gezielt, kontrolliert und manchmal sogar die finanzielle Performance einer Kapitalanlage von der erzielten Umwelt- oder Sozialwirkung (teil)abhängig macht. *Dagmar Nixdorf* zeigt in ihrem Beitrag auf, wie eine solche Asset Allokation verstanden und praktiziert werden kann – und das auch durchaus vonseiten der Altersversorgungseinrichtungen.

Paris Alignment und damit der Klimawandel, Sustainable Development Goals, die Taxonomie der Europäischen Kommission etc. sind Entwicklungen der vergangenen fünf Jahre, bei denen hohe Ansprüche an Finanzmärkte gestellt werden. Sie sollen maßgeblich positive Beiträge zu den großen Umwelt- und Sozialproblemen der Welt leisten. Dabei bleibt offen, auf welchen Wegen dies im konkreten Einzelfall durch die Investoren geschieht – und wie dies im Einklang mit den individuellen Geschäftsmodellen steht. *Frank Wehlmann* widmet sich in seinem Beitrag der Frage, wie eine Aussage darüber getroffen werden kann, ob der seitens eines Managers verwendete ESG-Ansatz zu seinem Nachhaltigkeitsprofil passt. Dazu stellt er einen *qualitativen und holistischen ESG-Rating-Ansatz* vor.

Dass außer Renditen und Risiken in einem Anlagenportfolio noch andere Potenziale schlummern könnten, gar solche nicht-finanzieller Art, war bis vor Kurzem im Mainstream der Finanzmärkte kaum ein Thema. Spätestens seit dem Weltklimagipfel 2015 in Paris steigt das Bewusstsein von Investoren und Asset Managern, dass ihre Portfolien mit Scope 3-Treibhausgasen aufgebläht und deren Wirkung auf die Performance des Portfolios ebenso toxisch sein könnte wie die Kohlenstoffdioxid-Emissionen selbst. *Jean-Christian Brunke* und *Nicole Röttmer* widmen sich in ihrem Beitrag dem *Treibhausgasereffekt von Kapitalanlagen*. Mit Hilfe von Szenarioanalysen ermitteln sie das Ausmaß der negativen aber auch der positiven Auswirkungen, die der Klimawandel auf das Geschäftsmodell und die Portfolien von Investoren haben kann. Mit einem Climate Excellence-Werkzeug zur Klimaszenarioanalyse untersuchen sie die Materialität des Klimawandels, indem sie auf das Anlagenspektrum des MSCI-Welt-Index rekurrieren.

Der Klimawandel heizt nicht nur den Erdball auf, sondern auch zunehmend die finanzielle Performance von Anlagenportfolien. Zwei Sichtweisen – bekannt als „doppelte Materialität“ – sind dabei zu unterscheiden: die sog. *Outside-In Perspektive* betont die neuen Risikoquellen, die durch klimatische Veränderungen oder

Naturkatastrophen entstehen und die finanzielle Performance durcheinander wirbeln können. *Hannah Helmke*, *Sebastian Müller* und *Hannah Stringham* widmen sich in ihrem Beitrag allerdings der *Inside-Out Perspektive*, also welche Wirkungen sich durch Kapitalanlagen auf das Klima ergeben. Mit ihrem wissenschaftlich fundierten X-Degree Compatibility (XDC) Modell als spezielle Umsetzung von Methoden des sog. „Temperature Alignment“ zeigen sie deren Anwendbarkeit in der Praxis der Asset Allokation auf.

Jürgen Scharfenorth führt mit seinem Beitrag von der sehr vielschichtigen Werkzeugbetrachtung in den strategischen Kontext. Er schließt an den Eingangsbeitrag von Frank Grund und Susanne Clauß an, indem er aufzeigt, dass Nachhaltigkeit für institutionelle Investoren zum *Pflichtprogramm* wird. Neue Finanzdienstleister, Initiativen und Regulierungen haben für das Entstehen eines ganz eigenen Marktes für Nachhaltigkeitsdienstleistungen gesorgt, auf dem Lösungen, Werkzeuge und Beratungen feilgeboten werden. Anhaltend hoch ist die Nachfrage nach ESG- und Klima-Daten, mit denen institutionelle Investoren und Kapitalgesellschaften die mit ihrer jeweiligen Anlagepolitik verbundenen Risiken am besten messen und auf gesetzliche Vorgaben reagieren können.

Den Abschluss der Beiträge des Teils I bildet *Thomas Brand*. Er fügt in seinem Beitrag die verschiedenen Fäden bestehend aus gesetzlichen Anforderungen an die betriebliche Altersversorgung, Veränderungen im Generationenaufbau einer Gesellschaft, deren Sozial- und Kulturverständnis, ihre Historie aber auch ihrer Einstellung zu Nachhaltigkeit zusammen – und veranschaulicht dies gekonnt am europäischen Nachbar Dänemark. Es gelingt ihm aufzuzeigen, dass auch in Zeiten von Klimawandel und Krisen wie COVID-19-Pandemie die Asset Allokation in der Altersversorgung ohne eine entsprechende finanzielle Performance nicht die Zukunft Einzelner aber auch den Wohlstand einer ganzen Nation ermöglichen bzw. sichern kann.

1.6 Best Practices nachhaltiger Kapitalanlagen – Teil II

Der zweite Teil des Herausgeberwerks widmet sich den praktizierten Konzepten nachhaltiger Kapitalanlagen und stellt den zentralen Teil des Buches dar.

Den Einstieg in die Best Practices liefern drei Versorgungswerke und es startet der Beitrag von *Nicole Becker* und *Daniel F. Just* von der Bayerischen Versorgungskammer. Sie hat die Kapitalanlage von zwölf berufsständischen und kommunalen Altersversorgungseinrichtungen mit der Unterzeichnung der UN-Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investment (*PRI*) 2011 langfristig an einer Nachhaltigkeitsstrategie ausgerichtet. Ihre stetigen Weiterentwicklungen reichen über ein *Engagement*-Konzept hin bis zur vollständigen Integration der Nachhaltigkeit in alle Assetklassen. Triebkräfte sind dabei auch die Zunahme der regulatorischen Verpflichtungen und Standardisierung vor allem im Hinblick auf die messbare Weiterentwicklung ihrer nachhaltigen und damit zukunftsweisenden und krisensicheren Anlagestrategie.

Auch *Bernd Franken* von der Nordrheinische Ärzteversorgung betont die Bedeutung von Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage für die von ihm hier vertretene Einrichtung.