

Wandel in den Kapitalanlagestrategien für Altersvorsorgeeinrichtungen – das Potenzial des Nachhaltigkeitsansatzes

Univ.-Prof. Dr. Henry Schäfer
Universität Stuttgart/EccoWorks GmbH

**Präsentation anlässlich des Forums
“Altersvorsorge und Nachhaltigkeit”**

10. Oktober 2013, Berlin



Deutsches Institut für Altersvorsorge

0  11.10.2013



Universität Stuttgart

 **eccoworks**

Agenda

I. Altersvorsorgeeinrichtungen und SRI

II. Deutschland: Pensionskassen im Fokus

III. Empirie und Ergebnisse

IV. Fazit und Perspektiven

1  11.10.2013



Universität Stuttgart

 **eccoworks**

Agenda

I. Altersvorsorgeeinrichtungen und SRI

2



11.10.2013



Universität Stuttgart

Zur Lage: Ergebnisse für Europa (1/2)

SRI-Treiber, die die Bereitschaft europäischer Pensionsfonds hin zu SRI prägen:

1. Allgemein: die Anzahl der durch den Fonds abgedeckten Begünstigten, die Größe des vom Fonds verwalteten Vermögens, die Anzahl der im Fonds Beschäftigten.
2. Öffentliche Pensionsfonds, betriebliche Pensionsfonds dagegen kaum.
3. Pensionsfonds mit einer Größe von 5 bis 10 Mrd. Euro.
4. Pensionsfonds mit fester Leistungszusage.
5. Staatliche Pflichtrentenversicherungen.

Quelle: Sievänen/Rita/Scholtens, 2012, The Drivers of Responsible Investment: The Case of European Pension Funds, J Bus Ethics

3



11.10.2013



Universität Stuttgart

Zur Lage: Ergebnisse für Europa (2/2)

Zentrale **SRI-Hindernisse** für europäische Pensionsfonds:

1. Fehlende allgemeinverbindliche Vorstellung zentraler Begriffe wie SRI und CSR.
2. Befürchtung einer Underperformance bei SRI.
3. Fehlende interne Kompetenzen und externe Beratungsmöglichkeiten zur Umsetzung von SRI-Strategien.
4. Keine/mangelnde Regulierungsaufgaben.

Quelle: Sieväne, 2012, Practicalities Bottleneck to Pension Fund Responsible Investment?

4



11.10.2013



Universität Stuttgart

Zur Lage: Ergebnisse für Deutschland (1/2)

Nachhaltige Geldanlagen bieten institutionellen Investoren Vorteile:

5. Wissenschaftliche Studien belegen eine ähnliche oder sogar höhere SRI-Performance gegenüber konventionellen Anlagen.
6. Auslegung treuhänderischer Pflichten: Vermögensverwalter sollten in nachhaltige Geldanlagen investieren (können).
7. Gesetzgeber: Berichtspflicht über ESG Faktoren in der Vermögensverwaltung von Pensionskassen im Rahmen des AltZertG.
8. Hohe Anzahl an ESG-Ratingagenturen, SRI-Wertpapierindizes, vielfältigen SRI-Assetklassen.

Quelle: Hertrich, 2013, Strategic Asset Allocation Considerations for German Pension Insurance Funds: Theoretical Analysis and Empirical Evidence

5



11.10.2013



Universität Stuttgart

Zur Lage: Ergebnisse für Deutschland (2/2)

Übersicht Nachhaltigkeitsstimmungsindex deutscher institutioneller Investoren

NH-Index	Anwender	Nichtanwender	Gesamtindex
Jahr	Anteil in der Befragung in %	Anteil in der Befragung in %	Skala -100 bis 100
2010	68,18	31,82	27,19
2011	64,22	35,78	22,26
2012	48,74	51,26	4,17
2013	47,76	52,24	5,41

Gesamtindex: -100 völlig ablehnend bis +100 völlig euphorisch

6



11.10.2013



Universität Stuttgart

Vorsorgeeinrichtungen und nachhaltige Geldanlagen (1/2)

Europa

- 65,3% (€3.222 Mrd.) aller nachhaltigen Geldanlagen in Europa sind in den Händen von Pensionsfonds⁽¹⁾
- UN PRI: von 387 europäischen Asset Ownern sind 283 Pensionsfonds (73,1%), davon 93 betriebliche Vorsorgeeinrichtungen (24,0%)⁽²⁾
 - Ungleiche Länderverteilung: UK 34,6%, 18,0% Niederlande, 13,1% Schweiz

(1) Eurosif (2010)

(2) PRI (2011)

(3) Union Investment (2013)

(4) WestLB Research (2010)

Deutschland

- Wenige bAV-Einrichtungen haben UN PRI unterzeichnet
- Für 70% aller bAV-Einrichtungen sind nachhaltige Geldanlagen (noch) kein Thema bzw. der aktuelle Wissensstand eher gering⁽³⁾
- Nachhaltigkeitsgedanke ist in vielen Unternehmen bereits auf der operationellen Seite umgesetzt worden, nicht jedoch in der zugehörigen Altersvorsorgeeinrichtung⁽⁴⁾

7



11.10.2013



Universität Stuttgart

Vorsorgeeinrichtungen und nachhaltige Geldanlagen (2/2)

Europa

- UK:
 - ▣ £939 Mrd. in nachhaltige Geldanlagen (84x dt. Publikumsfondmarkt), bereits seit 2000 Disclosure Requirement für nachhaltige Geldanlagen
- Niederlande:
 - ▣ €396 Mrd. in nachhaltige Geldanlagen, PGGM und APG verwalten 50% aller NL-Pensionsvermögen – Vorreiter für nachhaltige Geldanlagen

(1) Bundesministerium fuer Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit, Fortis (2008)

Deutschland

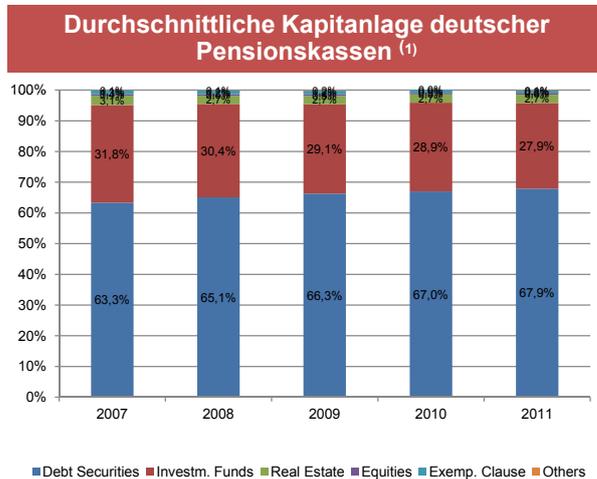
- “Obwohl Deutschland international als Vorreiter in Sachen Umweltschutz gilt, [...] wird die deutsche bAV als rückständig bei der umfassenden Integration von Nachhaltigkeitsaspekten bewertet”⁽¹⁾

Agenda

I. Altersvorsorgeeinrichtungen und SRI

II. Deutschland: Pensionskassen im Fokus

Anlagenstruktur deutscher Pensionskassen



Details für 2011 (151 regulierte Pensionskassen):

- 67,9% / €76,107 Mio. Debt Securities
- 27,9% / €31,294 Mio. Investment Funds
- 2,7% / €3,032m Real Estate
- 0,8% / €892 Mio. Exemption Clause
- 0,7% / €785 Mio. Others

⁽¹⁾ BaFin(2011)

Anzeichen für einen Wandel im strategischen Asset Management deutscher Pensionskassen

Herausforderungen

- Demographischer Wandel in Deutschland
- Starre Investmentmöglichkeiten durch Regulierungen sowie den Gesetzgeber (VAG, BetrAVG)
- Risiko/Rendite Profile von ehemals risikoarmen Investments haben sich in den letzten Jahren erheblich verändert; jahrelanges Niedrigzinsumfeld; Inflationsgefahr

+ Nachhaltige Geldanlagen

- Treuhänderische Pflicht
- Gesetzliche sowie regulatorische Verordnungen
- Erhöhter Druck durch Stakeholder
- Hohes Anlagevolumen durch europäische bAV Fonds
- Vielfältige Produktinnovationen
- Performance im Vergleich zu traditionellen Asset Klassen wettbewerbsfähig

+ Alternative Investments

- Niedrige Korrelationen mit traditionellen Asset Klassen
- Pensionsfonds größte Anleger in Alternative Investments (weltweit)
- Abbildung nachhaltiger Alternative Investments bereits möglich
- Produktinnovationen für illiquide (Hedge Funds) oder komplexe Investments (Rohstoffe)

Erfolgsfaktoren

Bestehende Struktur Portfolio

Regulierung (VAG, AnIV)

Risiko-Rendite Verteilungen

Technische Umsetzung

Agenda

I. Altersvorsorgeeinrichtungen und SRI

II. Deutschland: Pensionskassen im Fokus

III. Empirie und Ergebnisse

Forschungsbereiche

□ Eignung nachhaltiger Geldanlagen

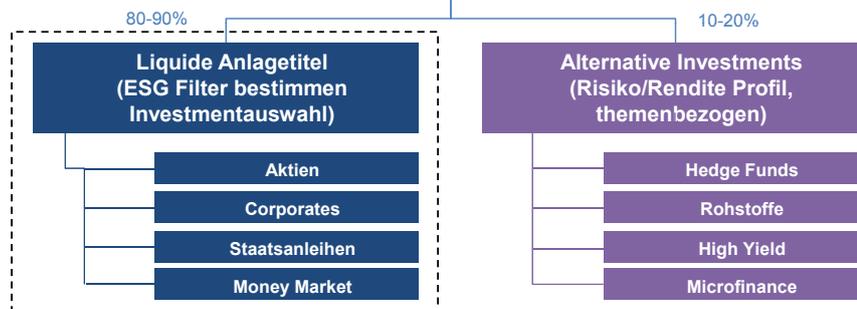
1. Eignen sich nachhaltige Geldanlagen für das Portfolio Management deutscher Pensionskassen, u.a. unter Beachtung von regulatorischen und gesetzlichen Vorschriften?
2. Besteht eine treuhänderische oder rechtliche Pflicht, in nachhaltige Geldanlagen zu investieren?
3. Wie lassen sich nachhaltige Geldanlagen in der Praxis umsetzen, v.a. im Hinblick auf (Unternehmens-) Anleihen
4. Unterscheiden sich Risiko-Rendite Verteilungen von nachhaltigen Portfolios im Vergleich zu traditionellen Asset Allokationen?

□ Eignung alternativer Investments

1. Wie gut lassen sich Alternative Investments in das regulatorische/rechtliche Anlagekorsett deutscher Pensionskassen integrieren?
2. Welche Alternative Investments eignen sich besonders, vor allem unter Risiko-Rendite Aspekten?
3. Lassen sich Alternative Investments auch nachhaltig abbilden?
4. Sollten die regulatorischen / gesetzlichen Investmenteinschränkungen gelockert werden, um den Anteil alternativer Investments zu erhöhen?

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (1/3)

Multi-Asset Management System für Pensionskassen



- ESG Filter (Best-in-Class, Negative Screening) bestimmen die Titelauswahl
- Grundstruktur des Portfolios bleibt weitgehend bestehen (Länder-, Sektoren-, Assetgewichtungen)

- Individuelle Themen- oder Risiko/Rendite-Konstellationen können abgebildet werden
- Impact Investing, nachhaltige Alternative Investments, Emerging Markets

(¹) BaFin(2011)

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (2/3)

Stufenweise Umsetzung eines aktiven Asset Management Ansatzes im Pensionskassen-Simulationsmodell:

- ▣ **Stufe 1:** Übertragung des Nachhaltigkeitsleitbildes innerhalb der liquiden Assets (80-90% AuM Gesamtportfolio), ohne die Struktur des Portfolios grundlegend zu verändern (Länder-, Sektoren- sowie Assetgewichtungen sollten weitgehend bestehen bleiben)
- ▣ **Stufe 2:** Schrittweise Investments in Alternative Kapitalanlagen bis zur maximalen erlaubten Grenze laut VAG/AnIV (z.B. 5% Hedge Funds, 5% Rohstoffe im Austausch mit Anleihen)
- ▣ **Stufe 3:** Sensitivitätsanalysen, um optimale Portfolioallokationen zu bestimmen (Teil 1 innerhalb des regulatorischen Rahmens, Teil 2 ohne Berücksichtigung regulatorischer Einschränkungen: Holland- und UK-Modell)

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (3/3)

Christian Herrlich
Asset Allocation Considerations for Pension Insurance Funds
Theoretical Analysis and Empirical Evidence
Springer Gabler

Asset-Klasse	Benchmark für Standard Portfolio	Neuer AM Ansatz (SRI, AP)	Kommentare
Aktien	MSCI Global	MSCI World ESG	Best-in-Class Ansatz; alle Aktien im MSCI Global (1.633 Aktien) werden nach ESG Kriterien geratet (813 Aktien im ESG Index)
Corporates	ML Global Corporate	ECPI Ethical Corporate Bond	Best-in-Class Ansatz; Globaler Index, der in EUR denomierte Unternehmensanleihen (Investmentgrade) investiert
Sovereigns	ML Global Sovereign	ECPI Euro Government Bond	Best-in-Class Ansatz; Globaler Index, der in EUR denomierte Bonds investiert, die von Staaten oder supranationalen Institutionen emittiert wurden
Money Market	ML Euro Treasury Bill	-	Gewisse Anlagemöglichkeiten lassen sich nicht systematisch (nachhaltig) abbilden
Hedge Funds	DJ CS Hedge Fund	-	Einzelfonds (Morley SRI Long/Short, AIG Global Inv. Group Good Steward Fund)
Rohstoffe	DJ AIG Commodity	ECPI Global Commodity	Best-in-Class Ansatz; Globaler Index, der in nachhaltige Rohstoffunternehmen investiert

16 11.10.2013

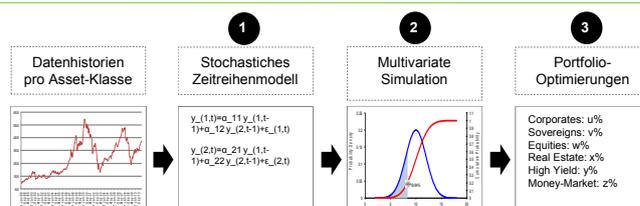


Universität Stuttgart

eccoworks

Methodik der empirischen Analyse – Simulationsmodell (1/3)

Christian Herrlich
Asset Allocation Considerations for Pension Insurance Funds
Theoretical Analysis and Empirical Evidence
Springer Gabler



- **Ziel:** Simulation zukünftiger Risiko-Rendite-Verteilungen bestimmter Portfoliostrategien und Asset-Gewichtungen
- **Methode:** 3 Jahres-Prognosemodell mit (multivariater) Verteilung zukünftiger Verlaufspfade der Input-Variablen
- **Bedingung:** Modellierung berücksichtigt gesetzliche Investmentvorgaben deutscher Pensionskassen
- **Schritt 1:** Für die jeweilige Asset-Klasse ein adäquates ökonomisches Modell bestimmt, das die statistischen Eigenschaften einer Zeitreihe abbildet
- **Schritt 2:** Mit multivariaten, stochastischen Simulationen zukünftige Entwicklungspfade der zugrundeliegenden Asset-Klassen bestimmt
- **Schritt 3:** Renditeverteilungen als Input für die jeweilige Portfoliostrategie verwendet
- **Schritt 4:** Optimale Portfolios bestimmt, Eignung neuer Asset-Klassen (SRI, Alternative Investments) geprüft

17 11.10.2013



Universität Stuttgart

eccoworks

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (2/3)

Christian Herrlich
Asset Allocation Considerations for Pension Insurance Funds
Theoretical Analysis and Empirical Evidence
Springer Gabler

	Buy-and-Hold B&H	Constant Mix CM	Optionsbasierte Portfolio Absicherung
Beschreibungen	<ul style="list-style-type: none"> • Portfoliogewichtungen werden in t_0 festgelegt und bleiben unverändert • Keine Anpassungen bei Wertänderungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Portfoliomanager fixiert die Gewichtung einzelner Asset Klassen in t_0 • Konstanz über die gesamte Investmentperiode 	<ul style="list-style-type: none"> • Investmentportfolio wird mit Put Optionen (teilweise) abgesichert • Es bietet sich an, nur den (liquiden) Aktienanteil zu hedgen
Umschichtungen	<ul style="list-style-type: none"> • Für einjährigen Investmenthorizont keine, für fünfjährige Zeitperiode jeweils zum Jahresende 	<ul style="list-style-type: none"> • Häufig (monatlich), um die fixierten Gewichte einhalten zu können 	<ul style="list-style-type: none"> • Je nach Investmentstrategie für das restliche Portfolio, evtl. Buy-and-Hold

18



11.10.2013



Universität Stuttgart

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (3/3)

Christian Herrlich
Asset Allocation Considerations for Pension Insurance Funds
Theoretical Analysis and Empirical Evidence
Springer Gabler

Verwendete Performancemessung – Maße

- **Anforderung:** Adäquate Risikomaße müssen die konservative Investmentphilosophie deutscher Pensionskassen berücksichtigen
 - Downside Minimierung
 - Kapitalgarantie der netto Einzahlungen (ohne Inflationsausgleich)
- **Shortfall Risikomaß**
- **Lower Partial Moment (LPM):** Wahrscheinlichkeit, dass bei gegebener Risiko-Rendite Verteilung, eine bestimmte Mindestrendite unterschritten wird⁽¹⁾
- **Sharpe Ratios**
- **Sortino Ratios:** Kombiniert LPMs und Sharpe Ratio⁽²⁾

⁽¹⁾ Gast (1998) ⁽²⁾ Sortino, Van der Meer (1991)

19



11.10.2013



Universität Stuttgart

Generelle Ergebnisse (ohne SRI-Bezug)

- Outright Strategien (Buy&Hold, Constant Mix) sind komplexeren Portfoliostrategien hinsichtlich Rendite, Volatilität und Downside Risk unterlegen.
- Die Portfolios mit Alternative Investments (Hedge Funds, Commodities) erzielten von allen Strategien die besten Performance-Werte.
- Collar-Hedging-Strategien mit Kombination Buy&Hold erzielten den besten Risikoschutz (reduzierte Vola und Downside Risk).
- Asset-Gewichtungen mit höheren Equity-Anteilen i.S. von Asset Management nach VK-/NL-Pensionsfonds-Stilen waren im Hinblick auf Kapitalerhalt und Sicherstellung einer festen Leistungszusage unterlegen.



SRI-spezifische empirische Ergebnisse

- SRI-Portfolios verzeichneten fast in allen Anlagestrategien und Zukunftsszenarien der zugrunde gelegten Zeitreihen eine Outperformance gegenüber konventionellen Anlagestrategien.
- Nur Portfolios mit 10% Anteil an alternativen Investments (5% Hedge-Fonds und 5% Commodities) verzeichneten eine noch höhere Performance.
- Die Ergebnisse beziehen sich sowohl auf Durchschnittsrenditen als auf die Short Fall Risk-Maße.
- Die Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass Pensionskassen innerhalb ihrer regulatorischen Anlageklassen einen Wechsel vom konventionellen zu SRI-Anlagemanagement ohne zwingendes Zielrisiko durchführen können. Dies stellt selbstverständlich eine generalisierte Aussage dar!



Agenda

I. Altersvorsorgeeinrichtungen und SRI

II. Deutschland: Pensionskassen im Fokus

III. Empirie und Ergebnisse

IV. Fazit und Perspektiven

22



11.10.2013



Universität Stuttgart

Forschungsergebnisse unterstützen die Eignung von SRI für Pensionskassen

- *Nachhaltige Geldanlagen* gezielt eingesetzt können
 - zu einer Bereicherung im Rendite- und Risikobereich führen
 - der gesellschaftlichen Verantwortung großer Asset Manager für Umwelt, Soziales und guter Unternehmensführung gerecht werden,
 - eine Chance zur Wahrnehmung neuer, aktiver Asset Management-Strategien im Umfeld sinkender Kapitalmarktrenditen und bislang nicht vorhandener Anlagerisiken sein,
 - drohenden Regulierungsdruck vorwegnehmen.
- Dies erfordert *nicht zwingend* eine *Abkehr von* bestehenden *aufsichtsrechtlichen Vorschriften* der Anlagenregulierung.
- Es ist *kein* Wechsel hin zu einem *Asset Management nach holländischen oder britischen Praktiken* in Pensionskassen erforderlich.

23



11.10.2013



Universität Stuttgart

Warum sind die Neigungen von Pensionskassen zu nachhaltigen Kapitalanlagen (immer noch) so gering?

❖ Nach wie vor Mangel an qualifizierten Beratungen, die sowohl die praktischen Anforderungen individueller Asset Management-Politiken, als auch die Potenziale nachhaltiger Kapitalanlagen verbinden.

→ *Bestehende Beraterkompetenzen ausbauen und vermitteln (z.B. EccoWorks)*

❖ Die Umstellung auf und Weiterentwicklung von bestehenden nachhaltigen Kapitalanlage-Strategien erfordern aufgrund der Dynamik und Komplexität kompetenter Unterstützung auf internationalem Niveau. UN PRI wäre richtige Adresse, erfüllt diese Anforderungen in Deutschland aber zu wenig.

→ *Plattformen für Best Practises zusammenstellen und vermitteln (z.B. Mitte 2014 verfügbar in einem Handbuch des Springer-Verlags, herausgegeben von Prof. Schäfer).*

Anhang

Alternative Investments

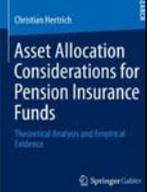
- Beteiligung von europäischen Pensionsfonds an Alternativen Investments⁽¹⁾
- Pensionsfonds sind die wichtigsten Anleger für Alternative Investments (41% globaler Marktanteil)
- \$287 Mrd. Investments durch europäische Pensionsfonds (34% Marktanteil)
- Bevorzugte Asset Klassen: Immobilien (47,3%), Private Equity (26,5%), Infrastrukturinvestments (15,5%), Hedge Funds (11,8%), Rohstoffe (0,8%)

- Korrelationskoeffizienten im Vgl. zu traditionellen Anlageklassen⁽²⁾

	Europ. Hochzinsanleihen (HY)	Rohstoffe	Europ. Immobilien
Dt. Bundesanleihen	0.37	0.01	-0.26
Europ. IVG Anleihen	-0.27	-0.79	-0.67
Europ. Aktien	0.61	0.58	0.49

⁽¹⁾ Towers Watson (2010) ⁽²⁾ Zeitraum der Analyse: Letzten 3 Jahre. Eigene Analyse mit Marktpreisen fuer die jeweiligen Assetklassen von VWD.

Multi-Asset Management System als Grundlage von Simulationsrechnungen (Ergänzung)



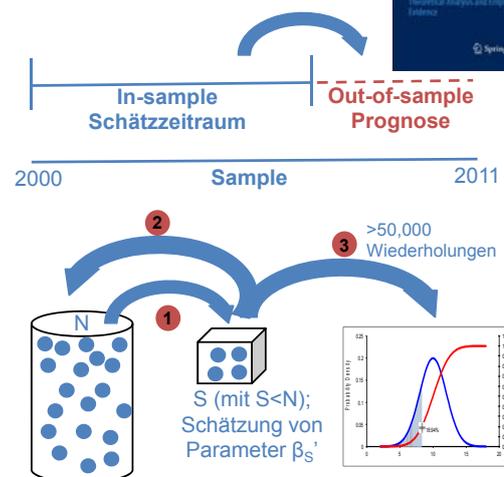
2-Stufen Prozess:

1. Modellspezifikation testen:

- Statische Prognosen, die aus den bereits existierenden Daten der Zeitreihen einen "In-sample" Schätzzeitraum sowie einen "Out-of-sample" Prognosezeitraum bilden.⁽¹⁾

2. Bootstrap Simulation:

- Entwicklungspfade für das VEC Modell generieren (>50,000 Simulationen), um die Risiko-Rendite Verteilung der jeweiligen Asset-Klassen zu erhalten.
- Im Vergleich zur Monte-Carlo Simulation, in der die "gezogenen" Daten künstlich erstellt werden, werden bei Bootstrap Simulationen aus den bereits vorhandenen Daten Zahlen gezogen (mit Zurücklegen).⁽²⁾



⁽¹⁾ Brooks (2008) sowie Winker (2002) ⁽²⁾ Brooks (2008), Eling, Parnitzke (2007) sowie Greene (2011)

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Univ.-Prof. Dr. Henry Schäfer

Universität Stuttgart * *EccoWorks GmbH*

Keplerstr. 17 * *Hindenburgstr. 58*

D- 70174 Stuttgart * 71263 *Weil der Stadt*

Fon: +49-(0)711- 685 86001 * (0)7033-693344

Fax: +49-(0)711- 685 86009 * (0)7033-693324

h.schaefer@bwi.uni-stuttgart.de * eccoworks@freenet.de

www.uni-stuttgart.de/finance