

Marktgegebenheiten und können somit ergänzend zu Private-Equity-Kennzahlen wie Multiples oder Total-Value-Paid-In (TVPI) sowie zu den Reporting Guidelines der European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA, eine ergänzende Aussagekraft haben.“

Carve Outs und Cash-Künstler

Auch bezüglich Carve Outs sind Erleichterungen geplant. Carve Outs adressieren den Aspekt der Repräsentativität. Diese kann beispielsweise bezweifelt werden, wenn ein Asset Manager aus einem Aktienportfolio von 500 Werten die darin enthaltenen drei schwedischen Aktien nutzt, um seine Kompetenz für Dividendentitel aus Schweden zu demonstrieren. Mit der Gips-Version von 2010 wurde verfügt, dass bei Mischfonds eine Asset-Klasse nur repräsentativ ist, wenn es für diese auch ein separiertes Cash-Konto gibt. Ansonsten kann der Asset Manager bei einem schwächelnden Aktienbestand diesem flugs den gesamten Cash des Mischfonds zurechnen, um die Verluste zu verwässern und somit die Aktienperformance aufzupeppen. Laut dem CFA Institute monierten Nutzer die erforderliche Bildung von separierten Cash-Konten als „not practical“. Die Gips-Organisation hat die Kritik angenommen und kehrt in der 2020er-Version zum Stand von vor 2010 zurück. „Die Kassenermittlung wird liberalisiert und somit auch die Bildung von Carve Outs ermöglicht“, begrüßen Krahwinkel und Schmidt-von Rhein die Veränderung. Dies ist für Asset Manager attraktiv. Zudem erlaubt der Entwurf der Gips 2020 nun den Aufbau eines rückwirkenden Track Rekords unter bestimmten, regelbasierten Voraussetzungen. Schliemann sieht in den neuen Carve-Out-Regeln dagegen eine „Mogelpackung“. Investoren sollten auf jeden Fall bei Carve Outs genau hinschauen. Sie könnten zum Beispiel auf den Vorschlag des CFA pochen, dass Asset Manager im Falle der Anwendung dann künftig bei jedem Carve Out Cash hinzurechnen müssen.

Verschiedene Anwendergruppen haben verschiedene Gips-Perspektiven: Relevant für den Vertrieb ist, welche Strategien und Composites man ins Schaufenster stellen will. Für den Portfoliomanager geht es um die Vorzeigbarkeit der Zahlen und im Fokus des Controllers sind Beständigkeit und Vergleichbarkeit. Doch was haben Asset Owner von der Möglichkeit, sich ab 2020 Gips-compliant zu erklären? Anspruchsberechtigte einer Pensionskasse könnte interessieren, wie gut diese in Private Equity wirtschaftet, wenn die Zielallokation für diese Asset-Klasse erhöht wird. Oder wie gut eine Pensionskasse, die in die Auszahlungsphase kommt, bei liquiden Assets ist, da sich deren Anteil erhöht. „In den Niederlanden könnte es zum Beispiel für den Fiduciary Manager PGGM sinnvoll sein, sich für den größten Kunden, den Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn, der Gips Asset Owner Compliance zu unterziehen“, argumentiert Martin Schliemann. „Im Normalfall liegt die Sinnhaftigkeit für Asset Owner aber eher im internen Controlling als in der Kommunikation nach außen.“ Schliemann räumt aber ein, dass Gips für Asset Owner „etwas übertrieben“ sind. Ihren primären Nutzen entfalten die Standards, wenn sie von Asset Managern genutzt werden. Davon profitieren dann auch Asset Owner – künftig auch verstärkt im Falle alternativer Anlagen.

GIPS

EU-Aktionsplan zu Sustainable Finance: Nachhaltige Dynamik aus Brüssel

Neue Perspektiven einer nachhaltigen Finanzwirtschaft

portfolio
institutionell

Die Rubrik der Meinungsführer

Branchenentwicklung berücksichtigen

Im März 2018 stellte die EU-Kommission ihren EU-Aktionsplan vor, der zum Ziel hat, die Finanzwirtschaft mehr in die Erreichung der EU-Klima- und Umweltziele einzubinden. Daraus sind bisher vier Legislativ-Pakete entwickelt und mit dem EU-Parlament diskutiert worden. Im Einzelnen handelt es sich um die Erstellung einer Taxonomie nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten, die Nachhaltigkeitspflichten von institutionellen Investoren und Asset Managern, die Integration der Nachhaltigkeitsfrage in die Kundenberatung bei Finanzdienstleistern und Versicherungen sowie die Entwicklung von Referenzwerten für CO₂-arme Investitionen und Referenzwerten für Investitionen mit günstiger CO₂-Bilanz. Daher können sich die Teilnehmer im Finanzmarkt darauf einstellen, dass ESG-Kriterien in den Alltag eines Finanzunternehmens Einzug halten werden.

Dabei zielt die jetzt vorgestellte Taxonomie eindeutig zu kurz, denn sie bezieht sich aus den drei Bereichen ESG ausschließlich auf den ökologischen



Bereich und hier vor allem auf Klimaaspekte. Es ist den Finanzinstituten allerdings nicht anzuraten, sich nur darauf zu fokussieren. Denn aus den Mitgliedstaaten und hier vor allem aus Deutschland kommt massive Kritik an der vorgestellten Taxonomie. Diese gehe nicht weit genug und solle ebenfalls die Bereiche S und G berücksichtigen. Von da-

her sollte eine allumfassende Nachhaltigkeitsstrategie entwickelt werden, die dann auch auf das Produktdesign von Finanzanlagen und Investmentobjekten übertragen werden kann.

Deutet man die Diskussion mit der deutschen Politik richtig, so setzt diese vorwiegend auf die Selbstregulierung der Finanzbranche, die Prozesse und Qualitätsstandards erarbeiten soll. Es ist unverkennbar, dass bisherige Entwicklungen im Bereich Nachhaltigkeit im Finanzsektor nicht genügend von der EU-Kommission gewürdigt wurden. Bereits seit 2008 existiert der europaweit im Markt gut etablierte Eurosif-Transparenzkodex, der anhand von sieben Kategorien die Nachhaltigkeit eines Finanzproduktes beschreibt und offenlegt. Seit 2005 gibt das FNG eine jährliche Marktstudie für Deutschland, Österreich und die Schweiz heraus, die den Markt sowie die Produktangebote anhand von acht Anlagestrategien clustert. Mit dem Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, Leitfäden der katholischen und evangelischen Kirche sowie dem FNG-Siegel für Nachhaltigkeitsfonds gibt es bereits gute Orientierung für nachhaltige Investments.

Es empfiehlt sich also für institutionelle Anleger, sich mit diesen Instrumenten auseinander zu setzen, um auf die EU-Taxonomie und sonstige Bestimmungen vorbereitet zu sein. Es bleibt festzuhalten: Nachhaltigkeit im Finanzmarkt kommt und sollte nun zielgerichtet und umfassend in die eigenen Prozesse installiert werden.

Volker Weber, Vorsitzender des Vorstands, FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.

ESG und Regulatorik – Stand der Dinge

Als Teil der Verantwortung im Umgang mit den anvertrauten Mitteln wird gesellschaftlich und politisch in zunehmendem Umfang die explizite Berücksichtigung von nicht-finanziellen Zielen in der Kapitalanlage verstanden und eingefordert. ESG-Aspekte fließen explizit in die Anlageentscheidungen von vielen Anlegern einerseits sowie Asset Managern andererseits mit ein. Dabei besteht kein einheitliches Verständnis davon, was Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage bedeutet. Auch angesichts fehlender Daten sind bis heute die Herangehensweisen sehr unterschiedlich.

Für die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) bestehen bereits seit rund 15 Jahren zumindest Informationsanforderungen, die Versorgungsberechtigten grundsätzlich schriftlich bei Vertragsschluss sowie jährlich schriftlich zu informieren, ob und wie ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt werden. Diese Verpflichtung wurde mit der EbAV-II-Richtlinie und ihrer Umsetzung im Januar 2019 in nationales Recht deutlich erweitert. So wird in Paragraph 234i VAG unter anderem gefordert, dass die EbAV offenzulegen haben, wie die Anlagepolitik ESG-Belangen Rechnung trägt.

Die Ziele der Europäischen Kommission greifen aber deutlich über die in der EbAV-II-Richtlinie formulierten Anforderungen hinaus: Wesentliche, im Februar 2018 vorgestellte Empfehlungen einer High Level Expert Group umfassten die zwingende Berücksichtigung von Klima- und ESG-



Risiken als Teil der treuhänderischen Verantwortung in der Kapitalanlage, eine zu erweiternde Risikomanagementsystematik und eine angemessen veränderte, künftige Aufsichtspraxis über die EbAV. Diese hat die Kommission im Rahmen ihres Aktionsplanes „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ mit drei Verordnungsvorschlägen aufgegriffen.

Die aba unterstützt grundsätzlich die Einbeziehung von ESG-Kriterien und -Risiken ins Anlage- und Risikomanagement einer EbAV. Sie hat hierzu eine Arbeitsgruppe eingerichtet, die einerseits die laufenden Regulierungsvorhaben kritisch begleitet, insbesondere auf etwaige Folgewirkungen der Taxonomie. Denn würde die Taxonomie möglicherweise als Basis für aufsichtsrechtliche Regulierungen – wie zum Beispiel den EIOPA-Stresstest für EbAV – verwendet werden, könnte dies in der Praxis ähnliche Auswirkungen auf die Kapitalanlage wie eine Negativliste haben.

Andererseits leistet sie Hilfestellung für die Mitglieder der aba, um eine eigene ESG-Politik fortzuentwickeln und in ihrem Anlage- und Risikomanagement aktiv – im Rahmen des allgemeinen Vorsichtsprinzips unter Abwägung aller Risiken und Anforderungen im Interesse aller Begünstigten von der EbAV – zu berücksichtigen.

Andreas Hilka, Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung, Leiter des Fachausschusses Kapitalanlage und Regulatorik, Mitglied des Vorstands der Pensionskasse der Mitarbeiter der Hoechst-Gruppe VVaG

Die Taxonomie muss leben

Argumente, sich mit nachhaltigem Investieren zu beschäftigen, gibt es viele: die Integration von Wertvorstellungen in Anlageentscheidungen, die Nutzung von Investmentchancen, die beispielsweise mit der Energiewende einhergehen oder die Überzeugung, dass Aktien nachhaltig gemanagter Emittenten ein besseres Risiko-Rendite-Profil aufweisen.

Parallel dazu sind Investoren mit immer komplexeren Vorschriften konfrontiert. Standen lange vor allem Unternehmen im Zentrum der ESG-Regulation und weniger die Vermögensinhaber und Vermögensver-



walter, hat sich der Trend gewandelt. Einer Analyse von MSCI zufolge richten sich rund 80 Prozent der von MSCI und den UN PRI erfassten Regulationsvorhaben an Investoren und nur 20 Prozent an Emittenten.

Angetrieben wird das Thema auch durch die Europäische Kommission. Sie erarbeitet im Rahmen des EU-Aktionsplans für ein nachhaltiges Finanzwesen vier Verordnungen. Im Kern geht es dabei um die Taxonomie zu nachhaltigen Anlagen, Green-Bonds-Standards, Low-Carbon-Indizes und die Offenlegung von ESG-Risiken. Es zeichnet sich ab, dass der Finanzwirtschaft eine tragende Rolle bei der Transformation zu einer kohlenstofffreien Wirtschaft zukommen wird.

Ein wichtiger Baustein der EU-Regulation, um die derzeit heftig gerungen wird, ist die Taxonomie. Bislang fehlen noch Standards und objektive Kriterien zur Messung von Nachhaltigkeit. Zugegebenermaßen muss die EU hier einen Balanceakt hinbekommen. Das Regelwerk zur Taxonomie muss flexibel genug sein, um allen Beteiligten ein hohes Diversifikationspotenzial zu bieten. Ratings haben so konkret und aussagefähig zu sein, dass Asset Manager die Daten einfach in ihre Investmentprozesse integrieren können. Wichtiger als ein binäres ist zudem ein abgestuftes Klassifikationsspektrum, das Raum für eine aktive Engagement-Politik lässt. Dazu gehört auch, dass Ratings branchenspezifisch sein sollten. Eine wesentliche Forderung an die Politik lautet dabei: Schnelligkeit vor Perfektion. Die Taxonomie ist ein lebendes Regelwerk, das kontinuierlich weiterentwickelt und verbessert werden sollte.

Die EU-Initiativen zur nachhaltigen Finanzierung werden einen neuen Standard für Europa setzen. Zugleich können diese aber auch von der Verlagerung der Branche in Richtung nachhaltiger Finanzierung profitieren. Der Markt wächst und wird ausdifferenzierter, liquider und sophistizierter. Gerade Altersvorsorgeeinrichtungen kommt dabei eine zentrale Rolle zu. Bei ihnen sind ESG-Aspekte bei den meisten Anlageausschreibungen mittlerweile Standard. Es ist zu erwarten, dass der Aktionsplan ein Katalysator für die weitere Integration von Sustainability-Standards sein wird.

Die EU-Initiativen zur nachhaltigen Finanzierung werden einen neuen Standard für Europa setzen. Zugleich können diese aber auch von der Verlagerung der Branche in Richtung nachhaltiger Finanzierung profitieren. Der Markt wächst und wird ausdifferenzierter, liquider und sophistizierter.

Gerade Altersvorsorgeeinrichtungen kommt dabei eine zentrale Rolle zu. Bei ihnen sind ESG-Aspekte bei den meisten Anlageausschreibungen mittlerweile Standard. Es ist zu erwarten, dass der Aktionsplan ein Katalysator für die weitere Integration von Sustainability-Standards sein wird.

Annika Milz, Leiterin Institutionelle Kunden Deutschland, Fidelity International

Materielle ESG-Werttreiber gefordert

Von den vier im Mai 2018 von der EU-Kommission vorgelegten „Sustainable Finance Proposals“ wurde für zwei die Kompromissfindung im „Trilog“ mit Europäischen Parlament und Ministerrat abgeschlossen: die Offenlegungsverordnung und die Benchmark-Verordnung.

Die Offenlegungsverordnung wird den stärksten Einfluss auf die Gesamtdurchdringung nachhaltiger Investments haben. Denn hiernach werden alle Finanzmarktakteure wie Versicherungen, betriebliche Altersvorsorgeanbieter und Fondsgesellschaften berichten müssen, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken in ihre Investitionsentscheidungen integrieren und wie sich dies auf die Renditen der Finanzprodukte auswirkt.

Die Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in alle Investments wird nur gelingen, wenn damit eine mindestens gleiche wenn nicht höhere risiko-adjustierte Performance erzielt wird. Der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) analysierte, dass Einschränkungen des Anlageuniversums zum Beispiel durch Ausschlusslisten und Best-in-Class-Ansätze zu negativen Ertragseffekten führen könnten, während die Fokussierung auf materielle Werttreiber der entscheidende Erfolgsfaktor für Outperformance sei.

Möchten Finanzmarktakteure künftig ihre Produkte explizit als nachhaltig labeln oder vermarkten, so gelten weitere Transparenzvorschriften. Insbesondere sollen die Auswirkungen der Investments auf Nachhaltigkeitsthemen berichtet werden, was sehr anspruchsvoll ist, zu höheren Kosten und niedrigeren Erträgen führen kann und letztlich die „Nachhaltigkeitsnische“ bei einem niedrigen Volumen einfrieren könnte, während sich das Gros der Investments der Integration materieller Werttreiber in die konventionellen Investmentprozesse bedienen wird.

Auch die Benchmark-Verordnung beinhaltet einen Part für die Mainstream-Assets sowie einen für explizite Klimaschutz-Benchmarks. Der Mainstream-Part dürfte erneut der wichtigere werden: Alle Indexanbieter müssen künftig berichten, wie Schlüsselemente ihrer jeweiligen Indexmethodologien ESG-Faktoren berücksichtigen. Dies wird Angebot von und Nachfrage nach reinen Standardindizes, welche sich methodisch häufig nur auf die Marktkapitalisierung von Aktien oder die Emissionsvolumina von Corporate Bonds konzentrieren, deutlich verringern und Standardindizes mit anteiliger ESG-Integration von materiellen Werttreibern befördern.

Für die „EU Paris-aligned Benchmark“ und die „EU Climate Transition Benchmark“ besteht die Gefahr, dass sie aus einem Nischendasein nicht herauskommen werden, weil sie zu weit weg von bisherigen Standardindizes sind und nur auf das Klimaschutz-Thema setzen, welches zwar ein wichtiges ESG-Thema ist, das Steuern von Gesamtportfolien nach nur einem E-Faktor aber sehr große Risiken bedeutet.

Auch die Benchmark-Verordnung beinhaltet einen Part für die Mainstream-Assets sowie einen für explizite Klimaschutz-Benchmarks. Der Mainstream-Part dürfte erneut der wichtigere werden: Alle Indexanbieter müssen künftig berichten, wie Schlüsselemente ihrer jeweiligen Indexmethodologien ESG-Faktoren berücksichtigen. Dies wird Angebot von und Nachfrage nach reinen Standardindizes, welche sich methodisch häufig nur auf die Marktkapitalisierung von Aktien oder die Emissionsvolumina von Corporate Bonds konzentrieren, deutlich verringern und Standardindizes mit anteiliger ESG-Integration von materiellen Werttreibern befördern.

Für die „EU Paris-aligned Benchmark“ und die „EU Climate Transition Benchmark“ besteht die Gefahr, dass sie aus einem Nischendasein nicht herauskommen werden, weil sie zu weit weg von bisherigen Standardindizes sind und nur auf das Klimaschutz-Thema setzen, welches zwar ein wichtiges ESG-Thema ist, das Steuern von Gesamtportfolien nach nur einem E-Faktor aber sehr große Risiken bedeutet.

Für die „EU Paris-aligned Benchmark“ und die „EU Climate Transition Benchmark“ besteht die Gefahr, dass sie aus einem Nischendasein nicht herauskommen werden, weil sie zu weit weg von bisherigen Standardindizes sind und nur auf das Klimaschutz-Thema setzen, welches zwar ein wichtiges ESG-Thema ist, das Steuern von Gesamtportfolien nach nur einem E-Faktor aber sehr große Risiken bedeutet.

Für die „EU Paris-aligned Benchmark“ und die „EU Climate Transition Benchmark“ besteht die Gefahr, dass sie aus einem Nischendasein nicht herauskommen werden, weil sie zu weit weg von bisherigen Standardindizes sind und nur auf das Klimaschutz-Thema setzen, welches zwar ein wichtiges ESG-Thema ist, das Steuern von Gesamtportfolien nach nur einem E-Faktor aber sehr große Risiken bedeutet.

Dr. Axel Hesse, Gründer und Geschäftsführer, SD-M GmbH

Potenzial für Breitenwirkung

Im März 2018 hat die EU-Kommission mit ihrem Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums die bislang umfassendste Roadmap vorgelegt, um das Finanzsystem in Richtung Nachhaltigkeit weiter zu entwickeln. Drei zentrale Ziele verfolgt das Maßnahmenpaket: die Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen umlenken, finanzielle Risiken, die sich aus Klimawandel, Ressourcenknappheit, Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, bewältigen und Transparenz sowie Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit fördern.

Der EU-Aktionsplan ist vor dem Hintergrund der aktuellen globalen Herausforderungen ein wichtiger politischer Schritt und ausdrücklich zu begrüßen. Dennoch gibt es Luft nach oben. Beispielsweise zeigt sich bei



genauerem Hinsehen, dass er stark auf das – zweifellos elementare – Thema Klimawandel fokussiert, womit jedoch die Gefahr einhergeht, dass andere drängende ökologische und soziale Probleme aus dem Blick geraten.

Bei der nachhaltigen Geldanlage ist die Grundidee eines umfassenden Nachhaltigkeitsansatzes mit dem Dreiklang ESG etabliert. Auch

unter diesem Aspekt ist die Tendenz zur thematischen Engführung unverstänlich. Besonders deutlich zeigt sich diese bei der geplanten Taxonomie, eines der vier derzeit in Umsetzung befindlichen Regulierungsvorhaben und Kernelement des Aktionsplans. Sie ist für sechs ökologische Bereiche geplant, Entwürfe liegen für Klimaschutz und -anpassung vor. S und G bleiben ausgespart – es gibt keine konkreten Pläne für eine Ausweitung.

In der Position des EU-Parlaments zur Taxonomie ist Kohle, Atomkraft und Gasinfrastruktur ausgeschlossen worden. Dies kann als Trippelschritt hin zu einer Brown Taxonomy gewertet werden. Eine umfassende Ausweitung der Klassifikation auf Bereiche, in die nicht mehr investiert werden sollte, wird es jedoch nach aktuellem Stand auf absehbare Zeit nicht geben.

Der Regulierungsentwurf zu Transparenz- und Offenlegungspflichten verfolgt einen breiteren Ansatz. Anbieter von Finanzdienstleistungen und -produkten müssen demnach künftig in einheitlicher Form über die jeweilige Berücksichtigung von ESG-Aspekten informieren. Darüber hinaus ist offenzulegen, wenn Anlagen negative soziale oder ökologische Wirkungen haben. Auch die Pläne zur Benchmark-Verordnung und zur Integration von Nachhaltigkeit in die Finanzberatung haben das Potenzial, in der Breite zu wirken. Summa summarum kann mit Blick auf institutionelle Investoren festgehalten werden: Auch wenn die tatsächliche Wirkung des Aktionsplans noch nicht abzusehen ist und häufig die Vorreiter im Fokus stehen, wird es für sie zunehmend schwierig, um Nachhaltigkeit heranzukommen. Und das ist gut so – für sie selbst und für uns alle.

Gesa Vögele, Mitglied der Geschäftsführung, CRIC – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Intention und Macher der ESG-Rubrik

Nachhaltigkeit und institutionelle Kapitalanlage wachsen zusammen. Forciert wird diese Entwicklung von der Öffentlichkeit, Anspruchsberechtigten und natürlich auch von den Anlageentscheidern, die sich von nachhaltigen Investments nicht nur ein gutes Gewissen, sondern vor allem auch geringere Risiken und stetigere Renditen versprechen.

Diese Entwicklung begleitet portfolio institutionell schon länger und nun auch mit dieser ESG-Rubrik in vergangenen, der jetzigen und in den kommenden Ausgaben. Dabei wird in jeder Ausgabe ein bestimmtes Subsegment der Nachhaltigkeitswelt von Investoren, Beratern, Verbänden und Asset Managern vorgestellt und beschrieben. Die Redaktion von portfolio institutionell bedankt sich bei allen Autoren, die zum Gelingen der ESG-Rubrik beigetragen haben.

Mit freundlicher Unterstützung von:

