

# Nachhaltige Kapitalanlagen in der Versicherung

## Ein Nachhaltigkeitsscore für Staatsanleihen

Christopher Janß

„Die soziale Verantwortung von Unternehmen ist es, ihre Profite zu vergrößern.“ Alles andere sei Sozialismus und nicht mit einer freien Gesellschaft vereinbar, das schrieb der Wirtschaftsnobelpreisträger Milton Friedman im Jahr 1970. Die vorherrschende Meinung in den Unternehmen war lange Zeit, dass nachhaltige Überlegungen jenseits von finanzieller Nachhaltigkeit höchstens zur Imagepflege und zur Vermeidung von Reputationsrisiken betrieben werden könne. Das hieß, wenn der Kunde einen großen Wert auf Nachhaltigkeit legt und deshalb entsprechende Produkte nachfragt, wurde gehandelt. Aber abseits davon würden Initiativen zur Nachhaltigkeit nur den Handlungsspielraum einschränken und letztlich die Pflicht gegenüber dem Eigentümer verletzen, in seinem Interesse zu handeln, so der Gedankengang. In der Kapitalanlage verursachen solche zusätzlichen Bedingungen an die Nachhaltigkeit von Investments ein kleineres Anlageuniversum, was wiederum das Ergebnis bei optimaler Asset-Allokation nur senken kann. In den letzten Jahren hat sich allerdings vor dem Hintergrund globaler Herausforderungen, wie der Klimakrise, sowie neuen Forschungsergebnissen ein Wandel im Denken und Handeln der Unternehmen vollzogen. Zum einen legen immer mehr Konsumenten Wert auf Nachhaltigkeit entlang der gesamten Wertschöpfungskette, zum anderen sind sich neuere Studien und Metastudien einig, dass im Bereich der Kapitalanlage mit nachhaltigen Investments ein im Wesentlichen gleiches Ergebnis erzielt werden kann. Die geringeren Diversifikationseffekte durch das eingeschränkte Anlageuniversum sind demnach oft vernachlässigbar klein. Der GDV behauptet sogar, dass „ein positiver Zusammenhang mit der Ertragsentwicklung [im Sinne eines risikoadjustierten Anlageerfolgs] festgestellt werden [kann], wenn die ‚richtige‘ Strategie angewendet wird.“ Für viele Unternehmen stellt sich daher nicht mehr die Frage, ob entweder Nachhaltigkeit oder Profit verfolgt werden soll. Vielmehr setzt sich die Erkenntnis durch, dass beides gleichzeitig möglich sein kann. Damit stellt sich aber auch die neue Frage, wie Nachhaltigkeit quantifiziert und in die Entscheidungsprozesse von Unternehmen eingebunden werden kann.

## **Motivation und Ausgangslage für deutsche Versicherer**

Vor diesem Hintergrund beschäftigen sich insbesondere auch deutsche Versicherer vermehrt mit dem Thema Nachhaltigkeit. Neben der zunehmenden Aufmerksamkeit der Kunden für das Thema gibt es auch noch weitere konkrete Anlässe für Versicherungsunternehmen, dem Thema zunehmende Aufmerksamkeit zu schenken.

Zum einen sind Versicherungen mit mehr als 500 Mitarbeitern seit der nationalen Umsetzung der Corporate-Social-Responsibility-Richtlinie im Jahr 2017 dazu verpflichtet, über ihr Engagement in den Bereichen Umweltbelange, Arbeitnehmerbelange, Sozialbelange, Menschenrechte und Bekämpfung von Korruption und Bestechung im Rahmen einer sogenannten nichtfinanziellen Erklärung zu berichten. Diese öffentliche Berichterstattung soll für Transparenz sorgen und damit letztlich ein verantwortungsbewussteres und nachhaltigeres Handeln der Unternehmen fördern. Dabei zwingt es betroffene Unternehmen, sich mit dem Thema auseinanderzusetzen.

Zum anderen rückt Nachhaltigkeit auch aus der Perspektive des Risikomanagements in den Fokus. Dabei geht es den Versicherern in erster Linie um von der Klimakrise bedrohte Investitionen. Gerade bei langfristigen Investments aller Art muss mehr und mehr in Betracht gezogen werden, ob konkrete Industrien oder Standorte noch zukunftsfähig sind. Auch drohende Regulierung der betrachteten Industrien wie z.B. ein politisch forcierter Kohleausstieg stellen ein zu bedenkendes Risiko dar.

Ein weiterer wesentlicher Punkt stellt die absehbare Regulierung der Finanzbranche im Sinne der Nachhaltigkeit dar. Die EU-Kommission hat dazu den „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ vorgestellt, der zehn Maßnahmen für eine nachhaltigere Finanzbranche vorsieht. Ziel des Plans ist es unter anderem die europäischen Finanzströme in nachhaltige(re) Anlagen umzuleiten, um so den enormen Investitionsbedarf für die Erreichung der Pariser Klimaziele zu erreichen. Dieser Investitionsbedarf wird vom Bundesverband der Deutschen Industrie allein für Deutschland auf 1,5 bis 2,3 Billionen Euro geschätzt. Diese Investitionen müssen gemeinsam vom Staat und der Privatwirtschaft geleistet werden und die von deutschen Erstversicherern angelegten 1,35 Billionen Euro könnten dazu einen wichtigen Beitrag leisten. Gerade die langfristigen Anlagen in der Lebensversicherung sind hierfür prädestiniert. Der Aktionsplan prüft dabei explizit auch die Einbindung von Nachhaltigkeitskriterien in das Aufsichtsrecht

Es gibt somit viele Gründe für Versicherer, das Thema Nachhaltigkeit anzugehen.

## **Fragestellung**

Um Nachhaltigkeit in Entscheidungsfindungen und Unternehmensprozesse zu integrieren, bedarf es eines gut verständlichen, einfach verwendbaren, quantitativen Maßes. Ein zusammengesetzter Indikator erfüllt diese Anforderungen. In der Kapitalanlage kann ein solcher Score effektiv die Nachhaltigkeit einer Anlage kommunizieren und einfach in den Anlageprozess eingebunden werden. Dabei reduziert er das mehrdimensionale Thema der Nachhaltigkeit auf eine Dimension.

Das Ziel dieser Arbeit war es daher, einen solchen zusammengesetzten Indikator, im Folgenden auch Score oder ESG-Score genannt, für Staatsanleihen zu entwickeln, der auf öffentlich zugänglichen und frei verwendbaren Daten basiert. Staatsanleihen bilden einen wichtigen Bestandteil des Anlageportfolios von Versicherern. Kommerzielle ESG-Ratings werden zwar seit Jahren vertrieben, allerdings hat sich in dieser Branche ein „Investor pays“-Modell durchgesetzt, bei dem die Investoren und nicht die bewerteten Unternehmen für das Rating zahlen. Der Autor konnte in der Literatur keine Bemühungen finden, einen Open-Data Ansatz zu verfolgen, wie es hier der Plan ist.

## **Aufbau und Erkenntnisse**

Um die Fragestellung adäquat beantworten zu können, wurde im zweiten Kapitel der Begriff der Nachhaltigkeit und der nachhaltigen Kapitalanlage geklärt. Dabei ist schnell klar geworden, dass es verschiedene Definitionen für diese komplexen Begriffe gibt. Insbesondere existiert eine anerkannte politische Definition, die im Rahmen der sogenannten Brundtland-Kommission erarbeitet wurde und Nachhaltigkeit im Sinne der Generationengerechtigkeit definiert. Es wurde aber auch klar, dass für eine nähere Betrachtung eines konkreten Objekts, wie Anlagen oder noch spezieller Staatsanleihen, ein Nachhaltigkeitskonzept mit konkreten Kriterien und Themen herangezogen werden muss. Unter den vorgestellten nachhaltigen Anlagestrategien wurde der Ansatz der ESG-Integration, der Nachhaltigkeit in den drei Dimensionen Umwelt (E), Soziales (S) und Governance (G) untersucht, als am geeignetsten identifiziert. Als Rahmenwerk für die Nachhaltigkeit von Staaten wurden die Sustainable Development Goals gewählt. Diese 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung bilden ein von der UN-Vollversammlung verabschiedetes und somit international anerkanntes Rahmenwerk für die Nachhaltigkeitsleistung von Staaten. Insbesondere durch ihren Fokus auf konkrete Themen, Indikatoren und Quantifizierbarkeit sind sie prädestiniert für den hier vorgesehenen Zweck.

Im dritten Kapitel konnte nun mithilfe dieser theoretischen Grundlagen eine Auswahl an Quellen und Indikatoren getroffen werden. Es wurden dabei Kriterien an die Nutzbarkeit, Abdeckung, Glaubwürdigkeit, Relevanz und die statistischen Eigenschaften der Indikatoren formuliert, die jeder Indikator zu erfüllen hat.

Als größte Hindernisse haben sich bei der Auswahl zum einen die restriktive Lizenzierungspraxis von verschiedenen Quellen und zum anderen die mangelnde Datenqualität herausgestellt.

Trotz dieser Umstände konnten letztlich 81 Indikatoren aus 4 verschiedenen primären Quellen identifiziert werden, die den formulierten Kriterien genügen. Bei diesen Quellen handelt es sich um die Weltbank, die WHO, das Global Footprint Network und das Human Development Report Office der UN.

Im vierten Kapitel wurde dann die Methodik des ESG-Scores entwickelt, transparent dargelegt und begründet. In Kooperation mit dem Münchener Verein wurden dazu zunächst konzeptionelle, praktische und technische Anforderungen an den Score formuliert. Im Anschluss wurde der ESG-Score als ein sogenannter zusammengesetzter Indikator konzipiert.

Um den Anforderungen gerecht zu werden, wurde sich in der Konstruktion an den Empfehlungen des Joint Research Centre der EU und der OECD für die Erstellung von zusammengesetzten Indikatoren orientiert. Hierzu wurde zunächst ein konzeptioneller Aufbau entwickelt, auf Basis dessen dann die Indikatoren aggregiert wurden. Insbesondere mussten dabei die Themen Imputation, Transformation, Normalisierung, Gewichtung und Aggregation der Indikatoren behandelt werden. In diesem Arbeitsschritt wurden zahlreiche Modellannahmen getroffen und begründet.

Der so entstandene ESG-Score ist ein Indikator zwischen 0 und 10, der in der Lage ist, die relative Nachhaltigkeit von Staaten zu quantifizieren.

Um den Einfluss der getroffenen Modellannahmen zu quantifizieren und somit die Robustheit des Scores bewerten zu können, wurden im Anschluss Unsicherheits- und Sensitivitätsanalysen durchgeführt. Es wurde klar, dass während insbesondere die Annahmen über die Normalisierung und die Gewichtung der Indikatoren einen hohen Einfluss auf den Score haben, der Score insgesamt doch stabil genug ist, um die meisten Länder hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeit zu vergleichen. Selbst unter zahlreichen Unsicherheiten, die im Rahmen einer Monte-Carlo-Simulation quantifiziert wurden, konnten für 84,1% der paarweisen Vergleiche zwischen den Ländern eine Aussage zum Signifikanzniveau 5% darüber getroffen werden, welches Land nachhaltiger ist.

Insbesondere hängt der ESG-Score somit eben nicht maßgeblich von den Modellannahmen ab, sondern ganz überwiegend von den unterliegenden Indikatoren, eine Eigenschaft, ohne die der Score letztlich wertlos wäre. Diese Aussage wurde auch von einem Vergleich mit dem SDG Global Index gestützt: Obwohl dieser Nachhaltigkeitsindex der Bertelsmann Stiftung auf zahlreichen abweichenden Modellierungsannahmen basiert, ist er mit dem ESG-Score hoch korreliert. Dies ist ein weiteres Indiz dafür, dass beide Indikatoren die gleiche unterliegende Größe, nämlich die Nachhaltigkeit der jeweiligen Staaten, quantifizieren.

## **Fazit**

Die Problemstellung, die Nachhaltigkeit eines Staates auf Grundlage von frei nutzbaren Daten zu quantifizieren, konnte somit in der Form des ESG-Scores gelöst werden. Insbesondere wurden auch alle weiteren zuvor formulierten Anforderungen an den Score weitgehend erfüllt:

Das Anlageuniversum des Münchener Verein wird bis auf wenige Kleinstaaten vom ESG-Score abgedeckt. Auch ist der Score aufgrund seiner transparenten Methodik und Eigenschaften als positiver, ein-dimensionaler Indikator einfach zu kommunizieren und kann leicht in andere Prozesse eingebunden werden.

Er lässt sich leicht um weitere Indikatoren oder Länder erweitern, wobei hier eine Vergleichbarkeit mit vergangenen Jahren verloren geht, sofern keine Rückrechnung stattfindet. Und er lässt sich halb-automatisch aktualisieren, wobei hierbei von den zahlreichen Möglichkeiten der Programmiersprache R Verwendung gemacht wurde.

Die Finanzbranche sieht sich gerade in der EU mit großen Veränderungen im Umgang mit der Nachhaltigkeit und der Klimakrise konfrontiert. Oft lassen sich die daraus entstehenden quantitativen Probleme aber mit relevanten Indikatoren sowie einer soliden und transparenten Methodik lösen, wie hier am Beispiel des ESG-Scores gezeigt werden konnte.