

TEXTE

88/2013

Umweltschutzorientierte Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts

UMWELTFORSCHUNGSPLAN DES
BUNDESMINISTERIUMS FÜR UMWELT,
NATURSCHUTZ UND REAKTORSICHERHEIT

Forschungskennzahl 3709 18 106
UBA-FB 001855

Umweltschutzorientierte Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts

von

Hendrik Acker
Regine Barth
Georg Schattney
Silvia Schütte
Juliane von Stockhausen
Dirk Arne Heyen

Öko-Institut e.V.
BCC Sustain Growth GmbH

Im Auftrag des Umweltbundesamtes

UMWELTBUNDESAMT

Diese Publikation ist ausschließlich als Download unter <http://www.umweltbundesamt.de/publikationen/umweltschutzorientierte-fortentwicklung-des> verfügbar.

Die in der Studie geäußerten Ansichten und Meinungen müssen nicht mit denen des Herausgebers übereinstimmen.

ISSN 1862-4804

Durchführung der Studie Öko-Institut e.V.,
Geschäftsstelle Freiburg, Merzhauser Straße 73, 79100 Freiburg,
Büro Darmstadt, Rheinstraße 95, 64295 Darmstadt
Büro Berlin, Schicklerstraße 5-7, 10179 Berlin

Abschlussdatum: August 2012

Herausgeber: Umweltbundesamt
Wörlitzer Platz 1
06844 Dessau-Roßlau
Tel.: 0340/2103-0
Telefax: 0340/2103 2285
E-Mail: info@umweltbundesamt.de
Internet: <http://www.umweltbundesamt.de>
<http://fuer-mensch-und-umwelt.de/>

Redaktion: Fachgebiet I 1.3 Rechtswissenschaftliche Umweltfragen
Michael Marty

Dessau-Roßlau, November 2013

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	IV
Summary	XIII
1 Einführung: Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz*	1
2 Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	5
2.1 Wachsende wirtschaftspolitische Dimension der Umweltpolitik.....	5
2.2 Umweltkrisen als Marktversagen	9
2.3 Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	10
3 Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	15
3.1 Verortung in Umwelt- und Kapitalmarktrecht	15
3.2 Internalisierung von Umweltkosten als Ansatzpunkt.....	17
3.3 Transparenz von Umweltkosten als Grundlage.....	18
3.4 Märkte für nachhaltige Anlageprodukte als Katalysator.....	20
3.5 Allgemeinen Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik.....	24
3.6 Internalisierung anderer „extra-finanzieller“ Nachhaltigkeitsfaktoren	25
4 Anknüpfungspunkte für eine ökologische Kapitalmarktpolitik	26
4.1 Management von Umweltrisiken durch Kapitalnehmer	27
4.1.1 Risikomanagement von Kapitalnehmern.....	27
4.1.2 Corporate Governance	30
4.2 Informationspflichten von Kapitalnehmern	39
4.2.1 Finanzberichterstattung	41
4.2.2 Börsenrecht/Börsenpflichten.....	51
4.3 Anforderungen an das Umweltrisikomanagement von Finanzintermediären	52
4.3.1 Kapitalanlagegesellschaften	53
4.3.2 Versicherungswirtschaft und Pensionsfonds.....	56
4.3.3 Vorschläge zur Konkretisierung und Ergänzung der bestehenden Rechtslage ..	60
4.3.4 Stärkung nachhaltiger Geldanlagen durch gesetzliche Vorgaben für staatliche geförderte Vermögens- und Pensionsfonds.....	61
4.4 Ratingagenturen	62
4.5 Aufsicht	64
5 Glossar	66

6	Anhang.....	74
----------	--------------------	-----------

Verzeichnis der Abbildungen:

Tabellen

Tabelle 1:	Belastungsgrenzen der Erde	1
Tabelle 2:	Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz.....	4
Tabelle 3:	Instrumenten-Mix in der deutschen Umweltpolitik	7
Tabelle 4:	Wichtigste Gründe für das Marktversagen bei der Nutzung von Umweltgütern.	9
Tabelle 5:	Gründe für eine pro-aktive, ökologische Kapitalmarktpolitik	13
Tabelle 6:	Umweltpolitische Instrumente nach Eingriffsintensität.....	15
Tabelle 7:	Strategien für nachhaltige Investmentansätze	21
Tabelle 8:	Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	24

Kasten

Kasten 1:	Allgemeine Definition einer ökologischen Kapitalmarktpolitik.....	18
-----------	---	----

Schaubilder

Schaubild 1:	Erweiterung des magischen Dreiecks für Geldanlagen	25
--------------	--	----

Zusammenfassung

Die Studie untersucht, ob umweltschutzorientierte Eingriffe in die Kapitalmarktregulierung erforderlich sind, welchen Leitlinien sie in diesem Fall unterliegen sollten, und welche Instrumente und Anknüpfungspunkte dem deutschen Gesetzgeber zur Verfügung stehen.

Ausgangslage

Der Klimawandel schreitet ungebremst voran: Auf Sicht von ein bis zwei Generationen können Kipp-Punkte erreicht werden, jenseits derer sich die natürlichen Lebensgrundlagen exponentiell verschlechtern und teilweise irreversibel geschädigt bleiben könnten. In diesem Zeitraum ist gleichzeitig mit einer dramatischen Zunahme des Drucks auf die natürlichen Ressourcen zu rechnen. Allein bis 2030 wird aller Voraussicht nach die Weltbevölkerung um 26 Prozent und der Urbanisierungsgrad um 10 Prozent ansteigen – bei anhaltendem Wirtschaftswachstum. Dies führt wiederum zu einer Erhöhung des Wasserbedarfs um 30 Prozent sowie des Nahrungsmittel- und Energiebedarfs um jeweils 50 Prozent. Der Verlust an Biodiversität stellt ebenfalls eine Umweltkrise rapiden Ausmaßes dar.

Der *Stern Review on the Economics of Climate Change* und die Berichte der Initiative *The Economics of Ecosystems and Biodiversity* haben das Verständnis für die ökonomischen Ursachen der globalen Umweltkrisen erhöht. Natürliche Ressourcen in Form von Klima oder intakten Ökosystemen werden immer knapper, aber diese Knappheit wird nicht oder nur unzureichend in den Wirtschaftskreislauf eingepreist. Es handelt sich somit um Marktversagen, zu deren Gründen der zeitliche und der geographische Abstand der Risiko-Verwirklichung sowie die Komplexität der Kausalketten und damit die schwierige Anwendung des Verursacherprinzips auf Haftungsebene zählen. Es ist unwahrscheinlich, dass der Markt dieses Marktversagen in absehbarer Zukunft selbst behebt. Um die Knappheit natürlicher Ressourcen in den Wirtschaftskreislauf einzupreisen, bedarf es staatlichen Handelns.

Auf manchem umweltpolitischen Gebiet, wie dem Ausbau der erneuerbaren Energien, hat Deutschland gute Fortschritte gemacht. Grundlage dafür war und ist ein umfassender Instrumentenmix aus „traditionellen“ Maßnahmen aus dem Bereich des Ordnungsrechts, neueren, ökonomischen Instrumenten sowie die Unterstützung von Selbstregulierung. Von deutscher Regierungsseite wird der Einsatz von gut konzipierten marktwirtschaftlichen Instrumenten für umweltpolitische Ziele positiv bewertet im Hinblick auf „eine Verbesserung von Preissignalen, Effizienz, Flexibilität, Innovationsanreizen, Kostenbelastung und Wettbewerbsfähigkeit“. Jedoch wurde bislang keine gesteigerte Notwendigkeit einer Umweltschutzorientierten Fortentwicklung des Kapitalmarktrechts bzw. von umweltpolitischen Eingriffen in diesen Wirtschaftsbereich gesehen.

Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Die Krisen des Finanz- und des Klimasystems haben eine gemeinsame Ursache: die Unterbewertung von Risiken und die daraus folgende Fehlallokation von Kapital. So lange

die Knappheit von Umweltgütern nicht besser in den Wirtschaftskreislauf eingepreist wird, bestehen die Anreize weiterhin in Richtung reiner und häufig kurzfristiger Profitmaximierung für die Unternehmen. Für nachhaltigere Entwicklungspfade der Volkswirtschaft bezahlt die Allgemeinheit dann indirekt über Steuern oder direkt über Kosten (Einspeisevergütungen) einen hohen Preis. Erst die Einpreisung von Umweltchancen und -risiken führt zu einer effizienten Allokation von Risiken und Kapital und schafft von staatlicher Unterstützung unabhängige Märkte für Umwelttechnologien und -güter.

Einem Marktversagen analog zur Finanzkrise aufgrund der systematischen Unterbewertung langfristiger Umweltrisiken ist unter allen Umständen vorzubeugen. Zumal die langfristigen Risiken und Kosten aus den Umweltkrisen um ein Vielfaches höher liegen als jene der Finanzkrise. Die Kapitalmärkte nehmen eine zentrale Rolle ein, da sie durch den Zugang zu Kapital und den Risikozins für Kapital eine Steuerungsinstanz für wirtschaftliche Aktivitäten darstellen. Auch prinzipiell genehmigte Wirtschaftsaktivitäten können nicht verwirklicht werden, wenn sie aufgrund der hohen damit verbundenen Risiken nicht mehr finanziert werden bzw. der Risikozins so hoch ausfällt, dass sie sich nicht mehr lohnen.

Ein wichtiger Aspekt ist die globale Dimension der Klima- und Biodiversitätskrise einerseits sowie der Beschaffungsketten und Absatzmärkte der deutschen Wirtschaft andererseits. Die deutsche und im weiteren Sinne die europäische Volkswirtschaft ist zur Aufrechterhaltung und Steigerung ihres Wohlstands auf die Nutzung von Naturgütern aus Ländern angewiesen, die häufig entweder weniger strikte Umweltschutzaufgaben haben, oder entsprechende Auflagen nicht mit derselben Effektivität durchsetzen können. Umweltleistungskennzahlen für Unternehmen, die auch die Beschaffungsketten einbeziehen und von Finanzakteuren bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden, können mehr Transparenz schaffen und die Situation verbessern. Finanzmarktakteure spielen auch eine wichtige Rolle bei der Initiierung und Durchsetzung von freiwilligen Selbstverpflichtungen und Standards.

Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Internalisierung von Umweltchancen und -risiken als Ansatz

Das Konzept einer ökologischen Kapitalmarktpolitik weist wesentlich über die aktuell genutzten ökonomischen Instrumente im Umweltschutz hinaus:

- Neben die punktuelle oder sektorale Korrektur des Marktversagens tritt die Bekämpfung der Ursachen für das Marktversagen selbst durch die Internalisierung von Umweltchancen und -risiken in den Wirtschafts- und Investitionskreislauf.
- Diese Internalisierung unterstützt Investitionen in die Umweltwirtschaft, hat aber darüber hinaus das allgemeine, gesamtwirtschaftliche Ziel, dass bei allen Investitionsentscheidungen die jeweils umweltfreundlichste Alternative gewählt wird.
- Ein weiteres wichtiges Ziel ist die Angleichung der Wettbewerbsbedingungen für nachhaltige Unternehmen und Produkte, die durch die fehlende Einpreisung von Naturverbrauch bisher benachteiligt sind, und Unternehmen und Produkten, die stark von der Privatisierung der Gewinne aus nicht-nachhaltigen Produktionsprozessen profitieren.

Das Konzept zielt einerseits auf eine Verbesserung der Rückkoppelung zwischen den Nachhaltigkeitsindikatoren in der volkswirtschaftlichen Rechnung und der betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungs- und Erfolgsrechnung. Andererseits versteht sie sich damit auch als Konkretisierung von Maßnahmen, die der Bedeutung eines ökologischen Umbaus des Kapitalstocks gerecht werden. Dabei wird zum einen auf Ansätze aus dem Finanzsektor und der Politik zurückgegriffen, die sich mit der Integration von nicht-finanziellen Faktoren (den sog. „ESG-Faktoren“: Ecological, Social, Governance) in die traditionelle Finanzanalyse beschäftigen. Zum zweiten werden neuere finanzwirtschaftliche Ansätze vor allem aus dem Klimabereich aufgegriffen und adaptiert. Aus beiden Quellen lässt sich eine allgemeine, in der Studie verwendete Definition ökologischer Kapitalmarktpolitik herleiten:

Ökologische Kapitalmarktpolitik ist die Summe der rechtlichen und politischen Instrumente für eine angemessene Berücksichtigung umweltbezogener Risiken und Chancen bei Unternehmensbewertung, Finanzanalyse, Risikoquantifizierung und -kontrolle und bei Investitionsentscheidung bzw. Vermögensverwaltung sowie für die Schaffung leistungsfähiger Märkte für nachhaltige Anlageprodukte. „Ökologische Kapitalmarktpolitik“ wird dabei als Teil einer nachhaltigen Kapitalmarktpolitik verstanden, die neben ökologischen auch soziale Kriterien stärker als bisher in den Fokus der Finanzmarktakteure rückt.

Erfassung, Transparenz & Berücksichtigung von Umweltindikatoren

Die Erfassung und Transparenz von Umweltindikatoren auf Unternehmensebene und ihre Berücksichtigung im Finanzsektor stellt sich heute weniger als Erkenntnis- oder Akzeptanzproblem denn als Umsetzungsproblem dar. Von den 250 weltweit größten Unternehmen veröffentlichen 2009 knapp 80% bereits eigenständige Nachhaltigkeitsberichte (*CSR Reports*), im deutschen DAX30 waren es sogar 90% oder 27 von 30 Unternehmen. Doch konkurrieren am Markt verschiedene Kennzahlensysteme für die Darstellung der ökologischen und sozialen Leistung eines Unternehmens. Auch die Berichterstattung ist wenig standardisiert. In der Folge enthalten Nachhaltigkeitsberichte ganz unterschiedliche Strukturen und Berichtspunkte, die eine vergleichende Bewertung erschweren.

Darüber hinaus ist das Verfahren einer Einbeziehung von Umweltfaktoren in die Unternehmensbewertung im Detail häufig ungeklärt. Zwar weisen Initiativen wie *UNEP-FI*, das *Carbon Disclosure Project (CDP)* oder die *Global Reporting Initiative (GRI)* beachtliche Mitgliederlisten auch aus dem Finanzsektor auf, aber in der Praxis findet der Finanzanalyst oder Investmentmanager auf operativer Ebene weder ein national, europäisch oder internationales genormtes Kennzahlen-System für die „nicht-finanzielle“ Leistung eines Unternehmens, noch eine Handreichung bzw. „Best Practice“ wie er finanzielle und nicht-finanzielle Leistungsindikatoren gegeneinander abwägen soll. Auch ist fraglich, ob es eine solche Abwägung in einem rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Rahmen, der nur finanzielle Faktoren kennt, über ein gewisses Maß hinaus überhaupt geben kann.

Märkte für nachhaltige Anlageprodukte als Katalysator

Ein wichtiger Katalysator für die Nachhaltigkeitsberichterstattung ist der Markt für nachhaltige Anlageprodukte. Das Hauptargument interessierter Kapitalmarktakteure für die Offenlegung von nicht-finanziellen Kennzahlen zur Nachhaltigkeit ist, dass diese Kennzahlen letztlich

Auskunft über den langfristigen finanziellen Erfolg einer Unternehmung geben können. Die Umwelt-KPIs (*Key performance indicators*) haben in dieser Logik nicht notwendig – aber auch – einen eigenen ethischen Wert, sondern sind hauptsächlich aufgrund ihrer Aussagekraft als Frühindikatoren für das Risiko und die langfristige finanzielle Leistungskraft einer Unternehmung relevant.

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeits-Faktoren durch Vermögensverwalter ist in den meisten entwickelten Jurisdiktionen daher nicht nur erlaubt, sondern im Rahmen allgemeiner Sorgfaltspflichten wohl sogar geboten. Die praktische Relevanz einer solchen generellen Berücksichtigung von Umwelt-KPIs ist jedoch als gering einzuschätzen. Zwar sind im Finanzsektor eine ganze Reihe von Ansätzen für nachhaltige Geldanlagen entwickelt worden (Positiv- und Negativ-Kriterien, sowie Best-in-Class), doch führt diese Vielfalt von Konzepten dazu, dass der Markt von großen, institutionellen Investoren als zu intransparent für substantielle Engagements wahrgenommen wird. Im europäischen Vergleich fallen Volumen und Wachstumsraten nachhaltiger Investments unterdurchschnittlich aus.

Die Folgen der fehlenden Standardisierung sind:

- Ein Teil, vielleicht sogar ein Großteil, des Potentials des Marktes für nachhaltige Anlagen bleibt durch das fehlende Interesse von Vermögensverwaltern ungenutzt.
- Die Möglichkeit von Unternehmen, Umwelt-KPIs standardisiert und vergleichbar zu berichten, ist beschränkt, da Standards nicht notwendig auf die gleichen KPIs abstellen.
- Verlässliche Aussagen zur finanziellen Performance von nachhaltigen Anlageportfolios im Vergleich zu traditionellen Anlagen sind schwierig und vielleicht sogar unmöglich.

Eine wichtige Rolle bei der notwendigen Standardisierung können Expertenkommissionen spielen, die im öffentlichen Auftrag entsprechende Richtlinien erstellen. Eine Möglichkeit ist die Einrichtung einer eigenen Regierungskommission „Deutscher Kodex für nachhaltige Geldanlagen“ nach Vorbild der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Eine andere Möglichkeit ist die Beauftragung der bereits bestehenden Börsensachverständigenkommission, einem interessenübergreifenden Expertengremium.

Aus der vorliegenden Analyse der wesentlichen Bausteine für eine Internalisierung von Umweltchancen und -risiken in den Wirtschafts- und Finanzierungskreislauf lassen sich die folgenden wesentlichen **Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik** ableiten:

- Stärkung der Rolle von Umweltaspekten in der Unternehmensführung
- Standardisierung von Umweltkennzahlen
- Pflichtpublizität von Umweltkennzahlen
- Stärkung der Rolle von Umweltaspekten bei Finanzierungsfragen
- Mainstreaming nachhaltiger Geldanlagen

Anknüpfungspunkte für eine ökologische Kapitalmarktpolitik

Management von Umweltrisiken durch Kapitalnehmer

Ein erster Anknüpfungspunkt stellt das Risikomanagement – die Aktivitäten zur Abschätzung von Ertragschancen und -risiken – von Kapitalnehmern dar. Eine gesetzliche Verankerung der Pflicht zur Berücksichtigung von Umweltbelangen im Gesellschaftsrecht stellt einerseits die wohl einfachste Umsetzung dar. Andererseits ist für die weitere Berücksichtigung von Umweltrisiken durch Investoren damit nichts gewonnen. Sinnvoller erscheint es, konkretere Hilfestellungen zur Integration von Umweltrisiken in bestehende Risikomanagementsysteme zu geben. Bestehende gesetzliche Vorgaben umfassen theoretisch auch Umweltrisiken, soweit sie den Fortbestand des Unternehmens zu gefährden drohen. Eine ausdrückliche Erwähnung von Umweltrisiken hätte zwar eine Signalfunktion; sie würde allerdings eine unangemessene Hervorhebung gegenüber andern Risikokategorien bedeuten. Aufgrund der Einschränkung auf das Kriterium der Bestandsgefährdung würden Umfang und Tiefe der berücksichtigten Umweltrisiken vermutlich auch nicht erweitert.

Vielversprechender für eine Schärfung des Bewusstseins für Umweltrisiken erscheinen entsprechende Vorgaben zur *Corporate Governance*, also den Strukturen und Prozessen in der Unternehmensführung. Dies kann durch die Erweiterung und Konkretisierung der Aufgaben bestehender Gremien wie des Aufsichtsrats (durch Änderung von § 107 Abs. 3 AktG geschehen) oder des Prüfungsausschusses geschehen. Möglich ist aber auch die Einrichtung eines neuen Gremiums (z.B. eines Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsausschusses nach Vorbild des Prüfungsausschusses), dem die Aufgabe zukommt, Grundsätze für die Identifizierung, Bewertung und Vermeidung von Umweltrisiken zu entwickeln und dem Vorstand entsprechende Vorgaben zur Ausgestaltung des Risikomanagements zu geben.

Ein weiterer Anknüpfungspunkt stellt der Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) dar. Der DCGK entfaltet trotz seiner rechtlichen Unverbindlichkeit erhebliche tatsächliche Wirkungen. Für Vorstände und Aufsichtsräte bestehen starke Anreize zur Befolgung, vor allem um damit einen positiven „Signaleffekt“ zu erzielen. Rechtliche Relevanz erfährt er über § 161 AktG. Danach sind Vorstände und Aufsichtsräte der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften angehalten, eine Erklärung darüber abzugeben, ob und in welcher Weise sie den im Kodex niedergelegten Empfehlungen entsprechen („comply or explain“). Aufgrund der Unabhängigkeit der Kommissionsmitglieder ist der Einfluss der Politik aber sehr begrenzt. Möglich wäre, die Kommission um die Bearbeitung des Themas zu bitten – oder bei der Besetzung des Gremiums Umweltsachverstand zu berücksichtigen.

Flankierend könnte schließlich auch die Vorstandsvergütung stärker an der Umweltleistung eines (kapitalmarktorientierten) Unternehmens ausgerichtet werden, zumindest insoweit die finanzielle Nachhaltigkeit nicht in Frage gestellt wird. Dies könnte durch Konkretisierung des neuen § 87 Abs. 1 AktG zur Vorstandsvergütung geschehen – oder der Punkte 4.1.1 und 4.2.3 des Deutschen Corporate Governance Codex.

Um den Verwaltungsaufwand für kleinere und mittlere Unternehmen zu begrenzen, wird vorgeschlagen, eine mögliche Regelung auf kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften im Sinne des § 264d HGB zu begrenzen.

Informationspflichten von Kapitalnehmern

Die Optimierung des rechtlichen Rahmens zur Berücksichtigung von Umweltrisiken durch Kapitalnehmer ist streng genommen nicht zwingend erforderlich, um die Berücksichtigung von Umweltrisiken durch den Finanzmarkt zu ermöglichen. Eine größere Transparenz der Umweltperformance der Kapitalnehmer scheint dagegen unerlässlich, wenn Investoren die Chancen und Risiken aus der Umweltleistung der Kapitalnehmer bewerten sollen. Diese Informationen können sinnvoll nur von den Kapitalnehmern, also in der Regel den Unternehmen, selbst kommen. Insofern bietet es sich an, zunächst an die gesellschaftsrechtlichen Pflichten zur sogenannten Finanzberichterstattung anzuknüpfen. Alternativ kommen auch Börsenzulassungsfolgepflichten in Betracht.

Für Unternehmen einer gewissen Größenklasse schreibt das Handelsgesetzbuch vor, dass neben dem Jahresabschluss ein Lagebericht zu erstellen ist. Dieser ist von besonderer Bedeutung für eine Beurteilung der umweltbezogenen Exponiertheit eines Unternehmens, da er neben den bereits berichteten Kennzahlen auf weiterführende Umweltbelange eingehen kann bzw. muss. Die bereits bestehende ausdrückliche Bezugnahme auf Umweltbelange in den gesetzlichen Vorschriften bietet einen Anknüpfungspunkt. Die Konkretisierung der allgemein gehaltenen gesetzlichen Vorgaben haben sowohl der europäische, als auch der deutsche Gesetzgeber weitgehend privaten Standardisierungsorganisationen übertragen. Den von diesen erarbeiteten Standards fehlt es aber bisher an dem für die Implementierung eines Umweltschutzorientierten Ansatzes erforderlichen Detaillierungsgrad.

Die Handhabung in der Unternehmenspraxis erfolgt sehr unterschiedlich, so dass eine systematische Nutzung der Informationen durch Finanzanalysten und Investoren erheblich erschwert wird. Notwendig für eine angemessene Berücksichtigung von Umweltbezogenen Leistungsindikatoren im Kapitalmarkt ist eine Standardisierung ihrer metrischen Erfassung. Dieser Prozess erfolgt über die Definition relevanter Kennzahlen, die nachvollziehbar, messbar und damit auch vergleichbar sind. Solche Kennzahlen müssen zumindest branchenspezifisch sein, um sinnvolle Informationen transportieren zu können. In den letzten Jahren wurden hier im Rahmen verschiedener privater Initiativen wie der *Global Reporting Initiative (GRI)* oder den *Standards for ESG-Reporting* der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), die auch vom europäischen Dachverband EFFAS unterstützt werden, große Fortschritte erzielt.

Um der Standardisierung Verbindlichkeit zu verleihen, bestehen Möglichkeiten, dies im Rahmen der Arbeit der Standardisierungsorganisationen zu tun. In Deutschland werden im Rahmen des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC) Empfehlungen zur Anwendung der Grundsätze über die Konzernrechnungslegung erarbeitet. Diesen Empfehlungen kommt über eine widerlegbare gesetzliche Vermutungsregel de facto die Wirkung von Rechtsnormen und somit eine faktische Durchsetzungskraft zu. Der Tätigkeit des DSR liegt ein Vertrag mit dem Bundesministerium der Justiz (BMJ) zu Grunde. Grundsätzlich bestünde danach die Möglichkeit seitens der Bundesregierung, die Schaffung von Standards zur Berichterstattung umweltbezogener Leistungsindikatoren anzuregen. Aufgrund der Unabhängigkeit des DRSC ließe sich das Ergebnis jedoch nicht vorgeben.

Für kapitalmarktorientierte Konzerne gelten aufgrund unionsrechtlicher Vorgaben die vom *International Accounting Standards Board (IASB)* erarbeiteten *International Financial*

Reporting Standards (IFRS), soweit diese von der EU im sog. *Endorsement*-Verfahren anerkannt und für rechtsverbindlich erklärt werden. Das IASB ist eine privatrechtliche Organisation von Berufsverbänden der sich mit der Rechnungslegung und Prüfung befassenden Berufe. Formale Einflussmöglichkeiten der Politik bzw. einzelner Staaten auf die Standards sind de facto nicht gegeben. Allenfalls ist denkbar, das *Endorsement*-Verfahren für einen begrenzten Einfluss zu nutzen, wie die Standards von in der EU ansässigen kapitalmarktorientierten Unternehmen anzuwenden wären. Eine aktive Gestaltung von Rechnungslegungsstandards kann aber nicht erreicht werden.

Alternativ zur Erarbeitung von Standards durch private Standardisierungsorganisationen besteht die Möglichkeit, die rechtlichen Anforderungen zu konkretisieren. Eine Festlegung im Gesetz scheidet dabei aber schon aufgrund des hohen Detaillierungsgrades aus, der sich aus der notwendigen Differenzierung nach Branchen ergibt. Es verbleibt somit nur eine Verankerung präziserer Vorgaben auf dem Verordnungsweg. Dazu wäre zunächst eine Änderung des Handelsgesetzbuches notwendig, mit der eine Ermächtigung des Erlasses von Rechtsverordnungen erfolgt. Diese könnte sich auf die Ausgestaltung der gesetzlichen Anforderungen an die (Konzern-)Lageberichterstattung mit Blick auf Umweltbelange erstrecken. In der Rechtsverordnung könnten dann Anforderungen allgemein zur Darstellung von Umweltrisiken im Prognose teil des Lageberichts, sowie branchenbezogen in den Lagebericht aufzunehmende Kennzahlen vorgegeben werden. Dabei könnte zunächst eine Beschränkung auf wesentliche Branchen erfolgen.

Alternativ zu den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben zur Finanzberichterstattung könnten die Berichtspflichten ggf. auch über die Regelungskompetenz der Börsenselbstverwaltung eingeführt werden. Gem. § 42 Abs. 1 BörsG kann die Börsenordnung für Teilbereiche des regulierten Marktes weitere Zulassungsfolgepflichten vorsehen. Auf dieser Grundlage sehen beispielsweise die §§ 65 ff. BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) weitergehende Pflichten für Emittenten vor, deren Aktien oder Aktien vertretende Zertifikate im *Prime Standard* der FWB notiert sind. Eine Kopplung der oben skizzierten Berichtspflichten an die Zulassung zum Prime Standard der FWB hätte einige Ausstrahlungswirkung und könnte auch unter dem Aspekt der Profilierung des Finanzplatzes interessant sein. In einem ersten Schritt könnte in Sondierungsgesprächen mit der Geschäftsführung der Deutschen Börse AG das Interesse an der Verfolgung eines solchen Ansatzes ausgelotet werden.

Eine wichtige Signalwirkung könnte davon ausgehen, wenn in einem ersten Schritt nach dem Vorbild Schwedens alle Unternehmen im Staatsbesitz bzw. mit mehrheitlicher Beteiligung auf eine Berichterstattung zur Umweltleistung verpflichtet würden. Seit 2008 müssen alle Unternehmen in Staatsbesitz in Schweden einen Nachhaltigkeitsbericht nach den Richtlinien der *Global Reporting Initiative* erstellen. Diese Berichte werden von unabhängigen Prüfern evaluiert und jährlich vor der Hauptversammlung veröffentlicht. Diese Regel wurde wie der deutsche Corporate Governance Kodex im „Comply-or-explain“ Verfahren durchgesetzt. Anfang 2010 hatten bereits 89% aller Unternehmen der Zielgruppe Nachhaltigkeitsberichte veröffentlicht. Die deutsche Bundesregierung will Unternehmen mit Bundesbeteiligung bislang nur *empfehlen*, die Anwendung des Deutschen Nachhaltigkeitskodexes *zu prüfen*.

Anforderungen an das Umweltrisikomanagement von Finanzintermediären

Finanztransaktionen vollziehen sich meist nicht direkt zwischen Kapitalanbietern und -nachfragern, sondern mit Hilfe von Finanzintermediären: neben Kreditinstituten und Börsen insbesondere Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen. Die haben bei der Vermögensanlage den, im Investmentgesetz (InvG) sowie im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) abgesteckten, aufsichtsrechtlichen Rahmen mit den daraus resultierenden umfangreichen Anlegerschutzanforderungen zu beachten. Allgemein werden die typischen, ökonomisch relevanten Umweltrisiken, zu denen v.a. physische, regulative, reputative und Haftungsrisiken zählen, zum Großteil von den Vorschriften zum Risikomanagement bereits erfasst. Sie müssten daher bereits in der Praxis im Rahmen des unternehmensinternen Risikomanagements und der entsprechenden internen Berichterstattung eine Rolle spielen.

Dies ist jedoch – selbst in Bezug auf Klimarisiken – bisher, wenn überhaupt, nur in Ansätzen und auf Seiten der Rückversicherer geschehen. Einer der wichtigsten Gründe ist sicherlich, dass die aktuell für das Risikomanagement in der Finanzbranche vorgegebenen Risikokategorien zwar theoretisch auch eine Subsumtion ökonomischer Umweltrisiken zulässt, bislang allerdings das Bewusstsein der tatsächlichen Bedeutung solcher Risiken für den Anleger und die Finanzmärkte nicht sonderlich ausgeprägt ist. Positivrechtliche Signale des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörden stellen ein effizientes Mittel dar, um Impulse für eine kurz- bis mittelfristige Verhaltensänderung zu geben.

Möglichkeiten, die Berücksichtigung von Umweltrisiken zu verbessern, bestehen:

- in einer Präzisierung der allgemeinen Sorgfaltspflichten, die Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungsunternehmen bei der Verwaltung des ihnen anvertrauten Vermögens zu beachten haben – dies wäre für die deutschen Kapitalanlage- und Investmentaktiengesellschaften z.B. über eine Erweiterung der Wohlverhaltensregeln des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) oder im Rahmen einer Richtlinie der Finanzaufsicht zum § 9 InvG möglich,
- andererseits in einer Konkretisierung der ausdrücklichen Anforderungen an das jeweils einzurichtende Risikomanagementsystem mit Blick auf Umweltrisiken.

In beiden Fällen hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) das Recht, die Anforderungen durch Rundschreiben zu konkretisieren. Wo die BaFin zur Beschreibung der zu berücksichtigenden Risiken auf konventionelle Risikokategorien zurückgreift, erscheint die Einführung einer zusätzlichen, neuen Kategorie „Umweltrisiken“ nicht zwingend erforderlich. Denn umweltbezogene ökonomische Risiken lassen sich zu einem großen Teil bereits den konventionellen Risikokategorien zuordnen. Sinnvoll erscheint es, Erläuterungen der Risikokategorien um die spezifisch umweltbezogenen Risikoaspekte zu erweitern. Alternativ könnte in Ergänzung der bestehenden branchenbezogenen Rundschreiben ein „horizontales“ Rundschreiben zum Management umweltbezogener ökonomischer Risiken erarbeitet werden. Einer solchen Verlautbarung käme mehr Sichtbarkeit zu.

Als Vorlage könnte dabei die Handreichung zur Auslegung bestehender Regelungen über Informationspflichten bzgl. der Geschäftstätigkeit oder rechtlicher Entwicklungen mit Bezug zum Klimawandel der *United States Securities and Exchange Commission* (SEC) dienen. Mit der im Januar 2010 veröffentlichten *Interpretive Guidance* werden bestehende rechtliche Pflichten – bezogen auf börsenrechtliche Publizität – aus Sicht der SEC unter dem Aspekt

von klimabezogenen Risiken ausgelegt, um eine einheitliche Anwendung sicherzustellen. Dieser Ansatz lässt sich problemlos auf den gesamten Bereich umweltbezogener Risiken erweitern und auf Vorgaben bzgl. des Risikomanagements übertragen.

Mit gesetzlichen Vorgaben für staatlich geförderte bzw. gesetzlich privilegierte Pensionfonds kann schließlich auch der Markt für nachhaltige Geldanlagen gestärkt werden. Für eine Verankerung von Nachhaltigkeitskriterien bzw. der Berichterstattungsanforderungen hierzu finden sich demnach Anknüpfungspunkte im fünften Vermögensbildungsgesetz (5. VermBG), im Alterseinkünftegesetz (AltEinkG), im Altersvermögensgesetz (AVmG) sowie im Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorge- und Basisrentenverträgen (AltZertG).

Rating-Agenturen

Ratingagenturen spielen für die Finanzmärkte eine zentrale Rolle bei der Bewertung von Risiken. Vor dem Hintergrund einer der zentralen Lehren aus der Finanzkrise, dass kein Marktakteur und kein Produkt ohne entsprechende Regulierung und Aufsicht sein dürfen, hat die EU eine Verordnung zu Ratingagenturen erlassen. Diese enthält unmittelbar geltende Bestimmungen für Unternehmen, die in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union Ratings zur Verwendung etwa durch Kreditinstitute, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften anbieten wollen. Ziel ist es, Interessenskonflikte zu vermeiden und die Transparenz über den Bewertungsprozess zu erhöhen. Vorgeschrieben ist, dass sich Ratingagenturen registrieren und bestimmte Informationspflichten erfüllen. Die Verordnung enthält auch einige allgemeine Vorgaben zur Art und Weise, wie Ratingagenturen ihre Bewertungstätigkeit ausführen.

Die angestoßenen Reformen sehen aber keine Präzisierungen mit Blick auf die Art der von Ratingagenturen zu berücksichtigenden Risiken vor. Ein solcher Ansatz erscheint allerdings nicht ausgeschlossen und könnte ein Weg sein, der Notwendigkeit einer Berücksichtigung von Umweltrisiken zusätzlich Nachdruck zu verleihen. Dies könnte – vor allem seit der Etablierung der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) – sinnvollerweise auf europäischer Ebene erfolgen. Eine Präzisierung der von Ratingagenturen im Rahmen ihrer Tätigkeit zu berücksichtigenden Pflichten in der Weise, dass auch umweltbezogene Risiken in die Einschätzung der Werthaltigkeit von Finanzprodukten einzubeziehen sind, erscheint rechtlich möglich. Hier bedarf es jedoch einer europäisch abgestimmten Vorgehensweise.

Aufsicht

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise hat die Europäische Union ebenfalls eine Verordnung über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken beschlossen. Der European Systemic Risk Board (ESRB) hat u.a. die folgenden Aufgaben: Ermittlung und rangmäßige Einordnung von Systemrisiken; Aussprechen von entsprechenden Risikowarnungen; und die Erteilung von (unverbindlichen) Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen. Die EU-Finanzaufsicht im Blick zu behalten für weitergehende Aufsichtsformen bezüglich umweltrelevanter Risiken ist sinnvoll.

Summary

This study investigates whether environment-oriented interventions in capital market regulation are necessary, what guidelines they should follow in this case, and what instruments and legal starting points are available to German policy-makers.

Background

Climate Change continues unabated: Within one or two generations we could reach tipping points beyond which our means of livelihood deteriorate or may even be irreversibly damaged. In the same time period we also expect a dramatic increase in pressure on our natural resources. Just by 2030 the world population will most probably increase by 26 per cent and the level of urbanisation by 10 per cent – with ongoing economic growth. This in turn leads to an increase in the demand for water by 30 per cent and in the demand for food and energy by 50 per cent respectively. Furthermore, the loss of biodiversity represents another environmental crisis rapidly aggravating.

The *Stern Review on the Economics of Climate Change* and the reports of the initiative *The Economics of Ecosystems and Biodiversity* have increased our understanding of the economic causes of global environmental crises. Though natural resources in the form of the climate or intact ecosystems are becoming evermore scarce, this scarcity is not or only insufficiently factored into the business cycle. This represents a case of market failure. Among the causes are the temporal and geographic distances of risk-realisation as well as the complexity of the causal chain and subsequently the difficulty of applying the polluter pays principle on liability grounds. It is unlikely that the market will rectify this market failure itself in the near future. Governmental action is required to factor in the scarcity of natural resources into the business cycle.

In some areas of environmental policy, such as the expansion of renewable energy, Germany has made good progress. The basis for this was and is a comprehensive mix of instruments ranging from “traditional” command-and-control to newer market-based instruments as well as the support of self-regulation. The German government generally values the use of well-designed market-based instruments for environmental policy objectives in regard to “*an improvement of price signal, efficiency, flexibility, incentives for innovation, cost burden and competitiveness*”. However, an increasing need for an environment-oriented development of capital market regulation or environmental policy interventions in this economic sector has not been recognised so far.

Necessity of an environment-oriented capital market policy

The crises of our financial and climate systems have a common cause: the undervaluation of risks and the subsequent misallocation of capital. As long as the scarcity of environmental

goods is not factored into the business cycle more effectively, the incentives for business to focus on pure and often short-term profit maximisation will persist. The general public then pays a high price for more sustainable paths of economic development indirectly through taxes or directly through costs (feed-in tariffs). Only the factoring in of environmental opportunities and risks leads to an efficient allocation of risks and capital and creates markets for green technology and goods independent of state support.

A market failure along the lines of the financial crisis due to the systematic undervaluation of long-term environmental risks should be avoided by all means. This is all the more necessary because the long-term risks and costs of environmental crises are much higher than those of the financial crisis. The capital markets play a central role for economic activity because they control the access to capital and determine risk interest rates. Even economic activities permitted in principle cannot be realised if associated high risks prevent financing or if the risk-determined interest rate is so high that the activity is no longer profitable.

Important aspects are the global dimensions of the climate and biodiversity crisis as well as of the supply chains and markets. For the German and, in a wider sense, the European economy the maintenance and increase of wealth depend on the use of environmental resources from countries that often either have less strict environmental protection requirements or cannot enforce such requirements with the same effectiveness. Environmental key performance indicators (KPIs) for companies that also integrate supply chains and are considered by financial actors in their company valuations can create more transparency and improve the situation. Financial market actors also play an important role in the initiation and implementation of voluntary commitments and standards.

Guidelines for an environment-oriented capital market policy

Internalisation of environmental opportunities and risks

The concept of ecological capital market policy substantially transcends the currently used market-based instruments for environmental protection:

- To tackle the causes of market failure, the internalisation of environmental opportunities and risks into the business and investment cycle supersedes the selective or sectoral correction of market failure.
- This internalisation fosters investment in the environmental industry, but beyond that it also has the general macroeconomic objective that the most environmentally friendly alternatives are selected in all investment decisions.
- A further significant objective is levelling the competitive playing-field for sustainable businesses and products that so far have a disadvantage due to a lack of factoring in the consumption of environmental resources, and businesses and products that profit strongly from the privatisation of gains from non-sustainable production processes.

On the one hand the concept aims to improve feedback between sustainability indicators in the national account and the business performance and profit & loss accounts. On the other hand it represents a concrete establishment of measures that give sufficient consideration to the significance of an environment-oriented conversion of the capital stock. The concept

thereby falls back on approaches from the financial sector and government that deal with the integration of non-financial factors (the so-called “ESG-factors”: Ecological, Social, Governance) in traditional financial analysis. Furthermore, newer financial approaches particularly in the area of climate are taken up and adapted. A definition of environment-oriented capital market policy used in the study can be derived from both sources:

Ecological capital market policy is the sum of legal and political instruments for a suitable consideration of environmental risks and opportunities in business valuations, financial analysis, risk quantification and control, in investment decisions or asset management as well as for creating more competitive markets for sustainable investment products. “Environment-oriented capital market policy” is thereby seen as an aspect of sustainable capital market policy that shifts ecological as well as social criteria further into the focus of financial market actors than it was in the past.

Acquisition, transparency and consideration of environmental indicators

The acquisition and transparency of environmental indicators on the level of companies and their consideration in the financial sector currently represent rather a problem of implementation than of awareness and acceptance. Among the 250 largest companies worldwide, almost 80% already released a sustainability report (*CSR Report*) in 2009; in the German DAX30 even 90% or 27 of 30 companies released a report. However, different indicator systems for the representation of the ecological and social performance of companies compete on the market. Coverage is also sparsely standardised. Consequently, sustainability reports contain significantly varying structures and reporting issues that make comparative assessments difficult.

Beyond that, it often remains unclear how environmental factors should be integrated into business valuations. Initiatives such as *UNEP-FI*, the *Carbon Disclosure Project (CDP)* or the *Global Reporting Initiative (GRI)* have a significant number of members in the financial sector. However, in practice a financial analyst or investment manager on the operational level can neither find a normed indicator system for a company’s “non-financial” performance nor guidelines or “best practice” as to how financial and non-financial KPIs should be balanced. It is also questionable whether a balancing is even possible beyond a certain degree in a legal and economic framework that is only familiar with financial factors.

Markets for sustainable investment products as a catalyst

The market for sustainable investment products is an important catalyst for sustainability reporting. The main argument of capital market actors for an interest in the disclosure of non-financial indicators regarding sustainability is that these can ultimately provide information about a company’s long-term success. In this context, environmental KPIs do not necessarily possess an own ethical value, but are primarily relevant due to their significance as early indicators of risk and the long-term financial performance of a company.

Thus, the consideration of sustainability factors by asset managers is not only permitted in most developed jurisdictions, but also likely to be required with regard to due diligence. However, it can be seen that such a general consideration of environmental KPIs has little practical relevance. Though a number of approaches for sustainable investment have been

developed in the financial sector (positive and negative criteria as well as a Best-in-Class approach), this variety of concepts causes large, institutional investors to perceive the market as too intransparent for substantial engagements. Compared with other European countries, the volume and growth rates of sustainable investments are below average in Germany.

The consequences of a lack of standardisation are:

- Part, possibly the greater part, of market potential for sustainable investment remains unused due to a lack of interest on the part of asset managers.
- A company's possibility to report environmental KPIs in a standardised and comparable form is constricted because standards do not necessarily refer to the same KPIs.
- Reliable statements regarding the financial performance of sustainable investment portfolios compared to traditional investments are difficult or perhaps even impossible.

Expert commissions that create appropriate guidelines can play an important role in the necessary standardisation. One possibility is the establishment of a government commission "German Codex for Sustainable Investment" (*"Deutscher Kodex für nachhaltige Geldanlagen"*) along the lines of the former government commission *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Another possibility is to commission the already existing expert panel *Börsensachverständigenkommission* (German Stock Exchange Expert Commission).

The following general **guidelines of an environment-oriented capital market policy** can be derived from the analysis at hand of the relevant building blocks for an internalisation of environmental opportunities and risks in the business and financial cycle:

- Strengthening of the role of environmental aspects at management level
- Standardisation of environmental indicators
- Obligatory reporting of environmental indicators
- Strengthening of the role of environmental aspects in investment decisions
- Mainstreaming of sustainable investment

Starting points for an environment-oriented capital market policy

Management of environmental risks by capital acquirers

Companies' risk management – activities for the evaluation of opportunities and risks of return – represents a first starting point. On the one hand, a legal requirement to consider environmental issues in company law is probably the easiest mode of implementation. On the other hand, this changes little in regard to the further consideration of environmental risks by investors. It rather seems appropriate to provide more concrete support for the integration of environmental risks into existing risk management systems. Existing legal requirements theoretically also encompass environmental risks as long as these threaten the company's existence. A specific reference to environmental risks would have a signalling function; however, it would also place a disproportionate emphasis compared to other risk categories. And as the rule only refers to a threat to a company's existence, the extent and depth of the environmental risks considered would probably not be extended.

Appropriate requirements regarding *Corporate Governance* – the structure and processes of business management – appear to be more promising for increasing awareness of environmental risks. This can be done by expanding and specifying the duties of existing bodies such as the board of directors (by changing § 107.3 AktG, German Stock Companies Act) or the audit committee. It is also possible to establish a new body (such as an environmental or sustainability committee modelled on the audit committee) commissioned to develop management principles for identifying, assessing and avoiding environmental risk.

The German Corporate Governance Codex (DCGK) represents a further starting point. The DCGK has a significant actual impact despite being legally non-binding. The managing board and the board of directors have a strong incentive to comply (“signalling effect”). It gains legal relevance through § 161 AktG. Accordingly, managing boards and boards of directors of listed stock corporations must report whether and in what way they comply with the codex recommendations (“comply or explain” principle). However, the independence of the commission members strongly limits possibilities of political influence. A possibility would be to request the commission to handle the issue – or to consider environmental expertise when commission members are appointed next time.

Furthermore, management remuneration could better reflect a company’s environmental performance, at least insofar as its financial sustainability is not called into question. This could be achieved by adapting § 87.1 AktG or the Corporate Governance Codex.

Reporting obligations of capital acquirers

Strictly speaking, legislative optimisation to make capital acquirers consider environmental risks is not absolutely necessary to allow the financial market to consider these risks. A greater transparency of capital acquirers’ environmental performance, however, seems essential if investors are to evaluate opportunities and risks. Only capital acquirers themselves – usually companies – can reasonably provide this information. It thus appears appropriate to consider duties of financial reporting under company law. Alternatively, duties following admission to listing can be taken into consideration.

The commercial code requires companies above a certain size to prepare a management report (*Lagebericht*) next to the annual statement of accounts. This report holds special significance for evaluating a company’s exposure to environmental issues as it can or even must elaborate further on these issues. The explicit reference to environmental issues in legal requirements already in existence offers a legal starting point. German as well as European lawmakers have largely left the concrete elaboration of generally formulated legal requirements to private standardisation organisations. However, the standards elaborated lack the necessary level of detail to provide for the implementation of an environmental performance approach.

In practice, companies handle this very differently, making it difficult for financial analysts and investors to use the information systematically. It is necessary to standardise the metrical registration of environmental performance indicators to provide for their appropriate consideration in the capital market. This can be done by defining relevant indicators that are comprehensible, measurable and thus comparable. Such indicators must at least be sector-specific to be able to convey appropriate information. In recent years progress has been

achieved here in the framework of different private initiatives such as the Global Reporting Initiative (GRI) or the Standards for ESG-Reporting of the German Association for Financial Analysis and Asset Management (DVFA) which is also supported by the European umbrella association EFFAS.

It is possible to make standardisation binding in the framework of a standardisation organisation. In Germany, the German Accounting Standards Committee (*Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee – DRSC*) elaborates recommendations regarding the application of accounting principles. These recommendations are de facto granted a legal effect and enforceability. The DSR operates on the basis of a contract with the Federal Ministry of Justice (*Bundesministerium der Justiz – BMJ*). The federal government could suggest the elaboration of reporting standards on environmental performance indicators. However, the result could not be dictated as the DRSC is an independent organisation.

By EU law, capital market oriented companies must use the International Financial Reporting Standards (IFRS) elaborated by the International Accounting Standards Board (IASB), provided that the EU has recognised and made them legally binding by an endorsement procedure. The IASB is a private organisation of associations of professions that deal with accounting and valuation. It is de facto impossible for policy makers or individual states to influence the standards they set. At most it is conceivable to make a limited influence on the way standards would be applied in the EU through the endorsement procedure. However, it is not possible to actively elaborate accounting standards.

As an alternative to having private standardisation organisations elaborate standards it is possible to elaborate the legal requirements. However, the high level of detail resulting from the necessary differentiation between sectors makes a legislative regulation impractical. The only remaining possibility of elaborating specific standards is by way of decree. This would first require an amendment to the German commercial code (*Handelsgesetzbuch*) that would permit the enactment of legal decrees. This amendment could cover the elaboration of legal requirements for companies' reporting in regard to environmental issues. The legal decree could then feature requirements regarding the presentation of environmental risks in the outlook section of the report as well as sector-specific indicators that must be included. Initially this could be limited to the most important sectors.

As an alternative to legal reporting requirements, an obligation to report could also be imposed through the regulatory power of the stock exchange self-administration. According to § 42.1 BörsG (German Stock Exchange Act), the stock exchange order (BörsO) can impose further duties following admission in certain areas of the regulated market. On this basis, for instance, §§ 65 ff. BörsO of the Frankfurt Stock Exchange imposes further duties for emitters whose shares or certificates representing shares are listed in the Prime Standard. Linking the obligation to report as described above with admission to the Prime Standard would have a signalling effect and would be interesting in regard to distinguishing Frankfurt as a financial centre. As a first step, exploratory talks with the management of the *Deutsche Börse AG* could investigate the interest in following such an approach.

Another signalling effect could be produced if all publicly owned companies are obligated to report their environmental performance, as done in Sweden. This could be a signal for other

companies to do the same. Since 2008 all publicly owned companies in Sweden must elaborate (“comply or explain”) a sustainability report along the guidelines of the *Global Reporting Initiative*. These reports are evaluated by independent examiners at the annual general meeting. By the beginning of 2010, 89 per cent of companies in the target group had already released sustainability reports. So far, the German Federal Government only wants to *recommend* public companies to *consider* applying the German Sustainability Codex.

Requirements for the environmental risk management of financial intermediaries

Financial transactions typically do not occur directly between suppliers and seekers of capital, but with the help of financial intermediaries: apart from credit institutions and stock markets also investment and insurance companies. When investing, these must respect the legal framework provided by the German Investment Law (*Investmentgesetz – InvG*) and the German Insurance Supervision Law (*Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG*) along with the resulting comprehensive requirements for the protection of their own capital suppliers. Generally, the typical, economically relevant environmental risks (above all, physical, regulative, reputative and liability risks) are already largely covered by risk management provisions. Subsequently, they should already play a practical role in the framework of company-internal risk management and in the respective internal reporting.

However, even in regard to climate risks this has taken place, if at all, only in a fledgling manner and only on the side of reinsurers. One of the most important reasons is certainly that investors and financial markets have not been particularly conscious of the significance of such risks. Legal signals from lawmakers or supervisory authorities are an efficient instrument to give impulses to change behaviour in the short and medium term.

Possibilities to improve the consideration of environmental risks exist:

- in the specification of general due diligence that investment and insurance companies must follow in the management of entrusted capital – for German investment and insurance companies this would be possible, for instance, through an amendment of the rules of the German Federal Association of Investment and Asset Management (*Bundesverband Investment und Asset Management – BVI*) or by a financial supervision guideline regarding § 9 InvG,
- otherwise through the concrete elaboration of explicit requirements regarding environmental risks for the risk management system that must be established.

In both cases the German Federal Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin*) has the right to elaborate the requirements by circular letters. The introduction of an additional “environmental risks” category does not appear to be absolutely necessary in cases where the BaFin resorts to conventional risk categories to describe the risks considered. This is because environmental economic risks can largely be assigned to conventional risk categories. It seems appropriate to expand risk categories by specific environmental risk aspects. Alternatively, a “horizontal” circular letter regarding the management of environmental economic risks complementary to the existing sector-specific newsletter could be elaborated. Such a statement would be more visible.

The ‘Interpretive Guidance on Disclosure Related to Business or Legal Developments Regarding Climate Change’ published by the US Securities and Exchange Commission

(SEC) in January 2010 can serve as a model. This approach could easily be extended to the whole field of environmental risks and their management.

Credit rating agencies

In financial markets, credit rating agencies play a central role for the evaluation of risks. Against the background of the important lesson from the financial crisis that no market actor and no product should be without regulation and supervision, the EU has passed a regulation containing directly effective provisions on credit rating agencies operating in the EU. Among the objectives are the avoidance of conflicts of interest and increased transparency in the evaluation process. Credit rating agencies have to register and provide certain information.

The reform has not lead to a precision of the types of risks which have to be considered. With regard to a better consideration of environmental risks, however, this seems still to be a promising and legally feasible way for the future, in particular on the European level.

Financial supervision

As a reaction to the financial crisis, the EU has also passed a regulation on macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board (ESRB). The main tasks of the Board are: identifying and prioritizing systemic risks; issuing warnings where such systemic risks are deemed to be significant; and issuing recommendations for remedial action in response to the risks identified. It is useful to keep an eye on the financial supervision at EU level with regard to future consideration of environmental risks.

1 Einführung: Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz*

Zunehmend wird deutlich, dass der Klimawandel nur eines einer ganzen Reihe von schwerwiegenden globalen Umweltproblemen ist, die die Menschheit verursacht. Neben der Emission von Treibhausgasen haben nach der Ansicht der Wissenschaft vor allem der globale Süßwasser- und Landverbrauch, die Versauerung der Ozeane sowie die Störung des globalen Stickstoff-Kreislaufs kritische Ausmaße angenommen. Insbesondere die Verlustrate von Biodiversität befindet sich sogar bereits weiter jenseits ihrer von der Wissenschaft identifizierten Belastungsgrenzen als die Emission von Treibhausgasen (siehe Tabelle 1). Auf Sicht von ein bis zwei Generationen könnten Kipp-Punkte („Tipping Points“) erreicht werden, jenseits derer sich die natürlichen Lebensgrundlagen des Menschen exponentiell verschlechtern. Irreversible Schäden sind nicht mehr auszuschließen.¹

Tabelle 1: Belastungsgrenzen der Erde²

Belastungsgrenzen der Erde				
Prozess	Parameter	Vorgeschlagene Grenze	Aktueller Status	Vorindustrieller Wert
Klimawandel	(i) CO ₂ -Konzentration in der Atmosphäre (pro Millionen Volumenteile; ppm)	350	387	280
	(ii) Veränderung des Strahlungsantriebs (Radiative Forcing) (Watt / Quadratmeter)	1	1,5	0
Verlustrate von Biodiversität	Rate des Artensterbens (Anzahl von Arten auf eine Million Arten pro Jahr)	10	>100	0.1-1
Stickstoffzyklus	Menge von N ₂ , das zur menschlichen Nutzung der Atmosphäre entnommen wird (Millionen Tonnen pro Jahr)	35	121	0

* Die vorliegende breite Behandlung des Themas *Umweltschutzorientierte Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts* im Sinne eines kompakten Überblicks über mögliche Leitlinien und Instrumente für umweltpolitisch motivierte Eingriffe in den Bereich der Kapitalmarktregulierung wäre ohne die Unterstützung und die Gespräche mit vielen Akteuren aus dem Umweltschutz und der Kapitalmarktregulierung nicht möglich gewesen. Besonders wollen die Autoren dem Umweltbundesamt als Auftraggeber, namentlich den Herren Michael Marty und Reinhard Peglau sowie dem Bundesumweltministerium, und hier vor allem Peter Franz, für die zahlreichen Anregungen und Kommentare danken, welche die vorliegende Studie um viele Aspekte bereichert haben. Unser besonderer Dank geht auch an Dieter W. Horst von PricewaterhouseCoopers und Prof. Andreas Steininger von der Hochschule Wismar, die aus ihrer jeweiligen praktischen Erfahrung nicht nur in der Endphase der Bearbeitung wertvolle Gedanken zu der Studie beigetragen haben.

¹ “Humanity may soon be approaching the boundaries for global freshwater use, change in land use, ocean acidification and interference with the global phosphorous cycle [...]. Our analysis suggests that three of the Earth-system processes — climate change, rate of biodiversity loss and interference with the nitrogen cycle — have already transgressed their boundaries.” Rockström, Johan et. al.: *Planetary Boundaries. A safe operating space for humanity*, Nature, Nr. 461, S. 472-475, September 2009, S. 473.

² Auszug aus der Tabelle *Planetary Boundaries*; ebda.

In diesem Zeitraum ist gleichzeitig mit einer dramatischen Zunahme der Nachfrage nach natürlichen Ressourcen zu rechnen: Allein bis 2030 wird aller Voraussicht nach die Weltbevölkerung um 26 Prozent und der Urbanisierungsgrad um 10 Prozent ansteigen – bei anhaltendem Wirtschaftswachstum. Dies führt wiederum bis 2030 zu einer Erhöhung des Wasserbedarfs um 30 Prozent sowie des Nahrungsmittel- und Energiebedarfs um jeweils 50 Prozent.³

Diese Trends begründen die politische Notwendigkeit, das Wirtschaftsleben unter den Vorzeichen weitgehend freier und globaler Waren- und Kapitalmärkte wesentlich nachhaltiger zu gestalten als bisher. Das gilt vor allem für die Effizienz im Umgang mit natürlichen Ressourcen wie den Süßwasserreserven, den Fischbeständen, den landwirtschaftlichen Flächen und den natürlichen Ökosystemen, aber auch für das Klima.

Mit diesem Ziel hat die Umweltpolitik auch in Deutschland ihre rechtlichen Instrumente erweitert: Lagen die Instrumente bis in die neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts vor allem im Ordnungs-, Genehmigungs- und Planungsrecht, so sind seitdem so genannte „marktbasierte Instrumente“ hinzu gekommen, die über mengenbasierten Zertifikatehandel (z.B. Emissionshandel) oder preisbasierte Regulierung (z.B. Einspeisevergütung) im großen Maßstab direkte wirtschaftliche Anreize für bestimmte Investitionen schaffen. Aus ökonomischer Sicht werden durch solche Instrumente die Kosten für Umweltverbrauch in das Wirtschaftsleben integriert – man spricht in diesem Zusammenhang von einer Internalisierung negativer Externalitäten der jeweiligen Wirtschaftsaktivität. Dadurch kommt es zu einer Umverteilung wirtschaftlicher Chancen und zur Entstehung neuer Industrien, die für Deutschland der *Umweltwirtschaftsbericht* von 2009 erstmals im Zusammenhang statistisch erfasste und beschrieb.⁴

In diesem Kontext und vor dem Hintergrund des großen Finanzierungsbedarfs durch die Umstellung der Energieproduktion auf emissionsarme Erzeugungsquellen ist das umweltpolitische Interesse an den Finanzmärkten zu sehen. Denn die Finanzmärkte nehmen, wie nicht zuletzt die jüngste Finanzkrise zeigt, eine zentrale Rolle im Wirtschaftsleben ein. Zentrale Akteure auf den Finanzmärkten sind die Finanzintermediäre: Banken, Versicherungen und institutionelle Anleger (z.B. Investmentgesellschaften und Pensionsfonds). Sie vermitteln direkt (z.B. Kredit) oder indirekt (z.B. Aktien) Geld von natürlichen oder juristischen Personen mit Kapitalüberschuss an natürliche oder juristische Personen mit Kapitalbedarf. Darüber hinaus haben auch ihre Dienstleister, wie z.B. Börsen und Ratingagenturen, großen Einfluss auf das Wirtschaftsleben.

So setzen Banken wichtige Rahmenbedingungen für wirtschaftliche Aktivitäten, indem sie den Zugang zu Kapital durch den Risikozins für Fremdkapital (z.B. Unternehmenskredite) steuern. Der Risikozins für Fremdkapital spiegelt sich bei der Investition von Eigenkapital in der Renditeerwartung. Denn ebenso wie Banken erwarten institutionelle Anleger eine angemessene Verzinsung ihrer Investitionen. In der Regel gilt für Fremd- wie Eigenkapital:

³ Schätzungen nach Food and Agriculture Organization (FAO), International Energy Agency (IEA) und International Food Policy Research Institute (IFPRI).

⁴ Dazu ausführlich 2.1.

Je höher das Risiko, desto höher der Risikozins bzw. die Renditeerwartung. Großen Einfluss darauf haben wiederum eine Reihe von Dienstleistern, die auf Grundlage der verfügbaren Informationen die Risiken von Ländern und Unternehmen bzw. der von ihnen angebotenen Wertpapiere bewerten, z.B. Staats- und Unternehmensanleihen sowie Aktien. Dazu zählen nicht nur Ratingagenturen, sondern auch zahlreiche Dienstleister aus dem Bereich der Wertpapieranalyse, die teils auch Einschätzungen bzgl. der künftigen Rendite bestimmter Branchen und Unternehmen abgeben. Eine wichtige Rolle spielt neben der Einschätzung dieser Dienstleister auch die Frage, ob sich bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten versichern lassen.

Ein aktuelles Beispiel für die Neubewertung von Risiken durch den Finanzsektor ist die Kernenergie. Bereits im Juni 2009 warnte die Ratingagentur Moody's in einem viel beachteten Bericht, dass sie Investitionen in Kernkraft aufgrund der damit verbundenen kommerziellen und operativen Risiken tendenziell als negativ für die Kreditwürdigkeit von daran beteiligten Unternehmen einschätzt.⁵ Das könnte dazu führen, dass solche Unternehmen höhere Zinsen für ihre Kredite und Anleihen zahlen müssen. Durch die Vorkommnisse im japanischen Kernreaktor Fukushima am 11. März 2011 und den daraufhin beschlossenen Atomausstieg im Rahmen der beschleunigten Energiewende⁶ in Deutschland dürfte der Finanzsektor die mit der Kernkraft verbundenen Risiken noch höher einstufen. In der Summe erhöhen sich also die Kapitalkosten für Investitionen in die Kernenergie. Hinsichtlich der Bedeutung von Haftungspflichten und Versicherungsfähigkeit sei hier auf den Bericht *Staatliche Förderungen der Atomenergie im Zeitraum 1950-2010* vom Oktober 2010 hingewiesen, aus dem die Umweltschutzorganisation Greenpeace den Schluss zieht: „Würden bei Atomkraftwerken die gleichen Haftungsregeln gelten wie in allen anderen Wirtschaftsbereichen, wäre Atomstrom um bis zu 2,70 Euro pro kWh teurer – und damit weder bezahlbar noch wettbewerbsfähig.“⁷

Wichtig für den vorliegende Endbericht ist dabei nicht Frage, wie die Plausibilität dieser Zahlen im Einzelnen einzuschätzen ist, sondern aufzuzeigen, welche große Bedeutung die Einschätzung von Risiken durch den Finanzsektor für die Steuerung von Wirtschaftsaktivitäten hat. Denn auch prinzipiell vom Gesetzgeber erlaubte und von den Behörden konkret genehmigte Wirtschaftsaktivitäten können dann nicht verwirklicht werden, wenn sie aufgrund der hohen damit verbundenen Risiken nicht mehr finanziert werden bzw. der Risikozins für das Kapital so hoch ausfällt, dass sie sich nicht mehr lohnen. Die grundsätzlichen Funktionen der Kapitalmärkte im Umweltschutz sind in Tabelle 2 dargestellt.

⁵ *New Nuclear Generation: Rating Pressure Increasing*, Moody's Global Infrastructure Finance, Juni 2009.

⁶ Eckpunktepapier der Bundesregierung vom 06.06.2011 abrufbar unter http://www.bundesregierung.de/Content/DE/___Anlagen/2011/06/2011-06-06-energiekonzept-eckpunkte,property=publicationFile.pdf.

⁷ *Staatliche Förderungen der Atomenergie im Zeitraum 1950–2010*, Forum ökologisch-soziale Marktwirtschaft, Oktober 2010; die Zahlen erscheinen vor dem Hintergrund der Berechnungen auf Grundlage des Gutachtens *Identifizierung und Internalisierung externer Kosten der Energieversorgung* für das Bundeswirtschaftsministerium aus dem Jahr 1992, die zu einer Summe von (damals) DM 3,60 pro Kilowattstunde führten, als plausibel.

Tabelle 2: Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz⁸

Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz	
Risiko-Allokation	Effiziente Einpreisung von Umweltrisiken in die Finanzierungsrechnung und damit in den Wirtschaftskreislauf
Kapital-Allokation	Effiziente Allokation von Kapital im Rahmen von Klima- und Umweltinvestments (z.B. Finanzierung von Umwelttechnologien und -unternehmen)
Transparenz und analytische Expertise	Bereitstellung und Veröffentlichung von Expertenwissen zu Umwelt- und Nachhaltigkeitsinvestitionen mit der Folge einer Verbesserung der Transparenz und Effizienz von Risiko- und Kapitalallokation
Durchsetzung von Standards	Die Finanzmarktakteure spielen eine wichtige Rolle bei der Initiierung und Durchsetzung von freiwilligen Selbstverpflichtungen und Standards, wie z.B. dem Carbon Disclosure-Projekt (CDP), der Global Reporting Initiative (GRI) und den DVFA-Standards für ESG-Reporting
Produktentwicklung	Entwicklung von Produkten mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil für institutionelle und private Anleger (z.B. zur Kapitalisierung von Umweltchancen durch Fondsinvestments in entsprechende Sektoren/Unternehmen)
Preisbildung	Bei Mengenregulierungen für Umweltgüter, wie z.B. Emissionsrechten, spielt auch der Preisbildungsmechanismus der Märkte eine wichtige Rolle, denn der Preis für das Recht, eine Tonne CO ₂ e zu ausstoßen, sendet wichtige Signale für Investitionen in Erneuerbare Energien.

Im Mittelpunkt des Endberichtes zum Vorhaben *Umweltschutzorientierte Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts* steht die Frage, ob vor diesem Hintergrund umweltschutzorientierte Eingriffe in die Finanzmarktregulierung erforderlich sind und welche Instrumente dem deutschen Gesetzgeber dafür zur Verfügung stehen. Das Thema wird dabei bewusst breit aufgefasst. Ziel ist es, einen kompakten Überblick über mögliche Leitlinien und Instrumente für umweltpolitisch motivierte Eingriffe in den Bereich der Kapitalmarktregulierung zu geben. Als begriffliche Klammer für diese möglichen Eingriffe setzen die Autoren den allgemeinen Oberbegriff einer „ökologischen Kapitalmarktpolitik“.

Es ist ein explizites Anliegen nicht nur der Auftraggeber sondern auch der Autoren des vorliegenden Endberichtes, diesen Oberbegriff einer „ökologischen Kapitalmarktpolitik“ nicht isoliert zu betrachten, sondern als Teil einer nachhaltigen Kapitalmarktpolitik, die neben ökologischen auch soziale Kriterien stärker als bisher in den ökonomischen Fokus der Finanzmarktakteure rückt (siehe dazu 3.6). Dies entspricht nicht nur dem allgemeinen Nachhaltigkeitsgedanken und der Sichtweise der Finanzmärkte, sondern auch der Notwendigkeit, ein Gleichgewicht zwischen ökonomischen, ökologischen und sozialen Aspekten zu wahren.

⁸ Eigene Darstellung.

2 Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

2.1 Wachsende wirtschaftspolitische Dimension der Umweltpolitik

Die Umweltpolitik in Deutschland und darüber hinaus steht seit ihrer Herausbildung als eigenständiger Politikbereich ab 1970 im Zeichen einer kontinuierlichen Ausweitung ihrer Inhalte und Instrumente. In Deutschland waren die ersten gesetzgeberischen Schritte die Verabschiedung eines *Sofortprogramms zum Umweltschutz* 1970 und des ersten *Umweltprogramms* 1971. Im selben Jahr begann mit der Einberufung des *Sachverständigenrats für Umweltfragen* auch die Institutionalisierung der Umweltpolitik, die sich mit der Umweltministerkonferenz der Länder 1972 und der Gründung des *Umweltbundesamtes (UBA)* 1974 fortsetzte. Bereits in dieser ersten Phase wurden Verursacher- und Vorsorgeprinzip verankert. Der Schwerpunkt lag hinsichtlich der Regelungsbereiche auf Maßnahmen gegen die Luftverschmutzung, gegen Insektizide und Gewässerverunreinigungen, hinsichtlich der Instrumente im Ordnungs-, Planungs- und Genehmigungsrecht.

Den nächsten großen gesetzgeberischen und institutionellen Schub erfuhr die deutsche Umweltpolitik mit dem Aufstieg der neuen Partei Die Grünen, die 1983 erstmals in den deutschen Bundestag einzog und für dauerhafte Präsenz des Themas auf bundespolitischer Ebene sorgte. In diese Zeit fällt u.a. die *Großfeuerungsanlagen-Verordnung* (1983). Kurz nach der Reaktorkatastrophe von Tschernobyl wurden die Zuständigkeiten für die Umweltpolitik im Juni 1986 dann in einem neuen Ministerium zusammengefasst, dem *Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)*.

Seitdem hat der gesellschaftliche und politische Stellenwert der Umweltpolitik, nicht nur in Deutschland, stetig zugenommen. Beispiele dafür sind die Aufnahme des Umweltschutzes als Staatsziel ins Grundgesetz im Jahr 1994⁹ und in den *Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union* („Vertrag von Lissabon“), der Ende 2009 in Kraft getreten ist.¹⁰ Eine ebenso wichtige Tendenz ist die Erweiterung des politischen Instrumentariums: Neben umweltpolitischen Instrumenten im Ordnungs-, Planungs- und Genehmigungsrecht kommen seitdem zunehmend auch marktwirtschaftliche Instrumente zum Einsatz.¹¹ Auch die 1993 verabschiedete und seitdem kontinuierlich fortentwickelte *EMAS-Verordnung (Eco-Management and Audit Scheme)*¹² sollte an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben. Sie stellt nicht nur das erste europaweite Konzept der Europäischen Kommission für eine – auf Freiwilligkeit basierende – organisatorische Verankerung des Managements der Umweltleistung eines Unternehmens auf einzelbetrieblicher Ebene dar, sondern verpflichtet die Anwender dieses Umweltmanagementsystems zur regelmäßigen Veröffentlichung ihrer

⁹ Art. 20a GG: „Der Staat schützt auch in Verantwortung für die künftigen Generationen die natürlichen Lebensgrundlagen und die Tiere im Rahmen der verfassungsmäßigen Ordnung durch die Gesetzgebung und nach Maßgabe von Gesetz und Recht durch die vollziehende Gewalt und die Rechtsprechung.“

¹⁰ Titel XX, Art. 191.

¹¹ Beispielhaft sei auf die prozentuale Verteilung umweltpolitischer Steuerungstypen im Umweltgutachten 2004 des Sachverständigenrates für Umweltfragen verwiesen (BT-Drs. 15/3600, Tabelle 13-2, Seite 544).

¹² Verordnung (EG) Nr. 1221/2009 vom 25.11.2009.

jeweiligen Umweltperformance. Diese Entwicklungen sind eng verbunden mit der Erforschung und Identifikation globaler Umweltrisiken, welche einerseits durch den Menschen verursacht werden und andererseits die natürlichen Lebensgrundlagen der Menschheit selbst gefährden. Spätestens mit der *Konferenz der Vereinten Nationen über Umwelt und Entwicklung* von 1992 (so genannter „Erdgipfel von Rio“) kommt es zur Herausbildung einer umfassenden globalen Umweltpolitik in den Bereichen Klima und Biodiversität und gleichzeitig zu einer engen Verschränkung mit der Wirtschaftspolitik.

Zum einen wird das bereits im Montreal-Protokoll von 1986 verankerte Vorsorgeprinzip in der Agenda 21 konkretisiert:

„Angesichts der Gefahr irreversibler Umweltschäden soll ein Mangel an vollständiger wissenschaftlicher Gewissheit nicht als Entschuldigung dafür dienen, Maßnahmen hinauszuzögern, die in sich selbst gerechtfertigt sind. Bei Maßnahmen, die sich auf komplexe Systeme beziehen, die noch nicht voll verstanden worden sind und bei denen die Folgewirkungen von Störungen noch nicht vorausgesagt werden können, könnte der Vorsorgeansatz als Ausgangsbasis dienen.“¹³

Zum anderen wird die Bedeutung von Wirtschaft und Wirtschaftspolitik für die Ziele der Agenda 21 unterstrichen:

„Auf Regierungsseite wird anerkannt, dass es neue globale Handlungsansätze gibt, deren Ziel die Verknüpfung der einzelnen Elemente des Weltwirtschaftssystems mit dem Bedürfnis der Menschen nach einer sicheren und beständigen natürlichen Umwelt ist.“¹⁴

Spätestens seit dem Erdgipfel von Rio ist es vor allem die zunehmende Wahrscheinlichkeit eines menschenverursachten Klimawandels und die damit einhergehende Notwendigkeit einer Umstellung der Energieversorgung, welche die Ausweitung umweltpolitischer Inhalte und Instrumente auf das Feld der Wirtschaftspolitik gebracht hat. Die Erweiterung der umweltpolitischen Inhalte hat zu einer Erweiterung der umweltpolitischen Instrumente geführt (s. Tabelle 2). Ökonomische Instrumente, die Anreize für ein bestimmtes Verhalten schaffen, werden in einem bisher ungekannten Ausmaß genutzt. In diese Kategorie fallen Einspeisevergütungen¹⁵, Quotenregelungen¹⁶, Direktsubventionen¹⁷, Besteuerung und Steuererleichterungen¹⁸ sowie der Zertifikatehandel.¹⁹ Der wachsende wirtschaftspolitische Anspruch der Umweltpolitik ist also vor allem, aber nicht ausschließlich, im Kontext der

¹³ 35.3, Agenda 21 (zitiert nach: http://www.agenda21-treffpunkt.de/archiv/ag21_dok/kap35.htm).

¹⁴ 2.4, ebda.

¹⁵ Das – inzwischen „klassische“ – Beispiel für Einspeisevergütungen ist das deutsche *Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG)*.

¹⁶ In diesem Zusammenhang ist vor allem an Konzepte wie *Renewable Portfolio Standards (RPS)* gedacht, die z.B. in Großbritannien und den USA in Kraft sind. In den USA spricht man auch vom *Renewable Electricity Standard (RES)* und in Großbritannien von *Renewables Obligation*.

¹⁷ Ein Beispiel für Direktsubventionen sind die großvolumigen, staatlich geförderten Forschungs- und Pilotprojekte, die aktuell weltweit im Bereich der CO₂-Abscheidung und -Sequestrierung anlaufen.

¹⁸ Ein Beispiel für solche Steuererleichterungen sind die US-amerikanischen *Production Tax Credits (PTC)*, die vom Gesetzgeber häufig in Kombination mit *Renewable Portfolio Standards (RPS)* eingeführt werden.

¹⁹ Das bekannteste Beispiel stellt sicherlich der EU-weite Emissionshandel dar.

hinsichtlich der Klimakrise notwendigen Energiewende zu verstehen. Für Deutschland wird der wachsende wirtschaftspolitische Anspruch der deutschen Umweltpolitik nicht zuletzt durch den ersten *Umweltwirtschaftsbericht* von BMU und UBA vom Januar 2009 verdeutlicht: „Umweltpolitik ist auch Innovationspolitik, Investitionspolitik, Beschäftigungs-politik und vorausschauende Standortpolitik“.

Tabelle 3: Instrumenten-Mix in der deutschen Umweltpolitik²⁰

Instrumenten-Mix in der deutschen Umweltpolitik			
Art des Instruments	Rechtscharakter des Instruments	Beispiel	
„Traditionelles“ Ordnungsrecht	Genehmigungsrecht	Genehmigung des Betriebs emittierender Anlagen	
	Gebote und Verbote	Verbot von Glühbirnen	
	Leistungsvorgaben	Energiesparverordnung	
Ökonomische Instrumente	Fiskalische Instrumente	Subventionen	zinsgünstige KfW-Kredite für Niedrigenergiehäuser
		Steuern	sog. Öko-Steuer
		Abgaben	LKW-Maut
	Marktbasierte Ansätze	Marktfördernde Instrumente	Öko-Labels wie „Der blaue Engel“
		Mengenbasierter Zertifikate-Handel	EU Emissionshandel
		Preisbasierte Regulierung	EEG-Umlage
Selbstregulierungen	Organisatorische Verankerung des Managements der Umweltleistung auf einzelbetrieblicher Ebene	Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)	
	Erhebung und Veröffentlichung von Umweltleistungskennzahlen	Carbon Disclosure Project (CDP) ESG-Reporting Global Reporting Initiative (GRI)	
	Berücksichtigung von Umwelt-Leistungskennzahlen bei Investment-Entscheidungen	Equator Principles (nur Projektfinanzierung)	

Gemeinsam ist den aktuell eingesetzten ökonomischen Instrumenten der Umweltpolitik, dass sie größtenteils sektorspezifisch wirken: Eine bestimmte Technologie oder ein bestimmtes Verhalten wird auf Grundlage einer politischen Entscheidung gefördert. Die Kapitalmärkte

²⁰ Eigene Darstellung.

nehmen in diesem Zusammenhang aufgrund ihrer Allokationsfunktion, welche das Kapital in die Investitionen mit der höchsten Rendite und somit in möglichst produktive Verwendungen lenken soll, zwar eine zentrale Rolle ein, direkte Eingriffe in das Kapitalmarktrecht sind jedoch nicht oder nur in eng begrenztem Umfang nötig. Denn der Gesetzgeber schafft unmittelbar oder mittelbar finanzielle Anreize, die vom Kapitalmarkt auch ohne Eingriffe in das Kapitalmarktrecht eingepreist werden können.²¹

Der Anspruch einer „Umweltschutzorientierten Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts“ im Sinne einer ökologischen Kapitalmarktpolitik weist wesentlich über die aktuell genutzten ökonomischen Instrumente im Umweltschutz hinaus²² und stellt mögliche Eingriffe ins Kapitalmarktrecht selbst ins Zentrum der Betrachtung. Das Kapitalmarktrecht²³ folgt jedoch einer anderen Logik als die bisherige Anreizregulierung im Bereich des Umweltschutzes: Es hat einerseits den Individualschutz der Kapitalanleger und andererseits den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zum Ziel.²⁴ Das Kapitalmarktrecht reguliert dazu sowohl auf Ebene der Kapitalmarktakteure, deren Geschäftsbetrieb an hohe Auflagen gebunden ist²⁵, als auch auf Ebene von Finanzinstrumenten und Anlageprodukten, die nach Komplexität und Risiko unterschieden werden – also z.B. Schuldtitel, Aktien, Derivate, Fonds.²⁶

Angesichts des Umfangs kapitalmarktrelevanter Regulierung und der Bedeutung dieser Regulierung für das Funktionieren von Finanzmarkt und Wirtschaft sollten umweltschutzorientierte Eingriffe in das Kapitalmarktrecht konzeptionell so weit wie möglich in die bestehende Logik der Schutzgüter und Regelungsbereiche des Kapitalmarktrechts eingepasst werden, um im politischen Raum akzeptiert zu werden und in praktischer Hinsicht auch realisierbar zu bleiben. Der vorliegende Endbericht versucht, dieser Ausgangslage durch die Herleitung allgemeiner Leitlinien für eine umweltschutzorientierte Kapitalmarktpolitik gerecht zu werden.

²¹ Ein Beispiel dafür ist der Projektfinanzierungsmarkt: So umfasste das Portfolio Projektfinanzierung der UniCredit Group / HVB AG im Bereich Energie & Umwelt im Jahr 2000 noch zu 90 Prozent thermische Kraftwerke und nur zu 10 Prozent Erneuerbare Energien, im Jahr 2007 war der Anteil der Finanzierung thermischer Kraftwerke auf 39 Prozent gesunken und Erneuerbare Energien machten bereits 61 Prozent des Portfolios aus. *Finanzierung erneuerbarer Energien – Instrumente und Markttrends*, Vortrag von Michaela Pulkert, Managing Director UniCredit Group, im Rahmen der Renewable Energy Finance-Konferenz der Frankfurt School of Finance & Management, am 30. April 2008.

²² Dazu auch Tabelle 6, S. 15.

²³ Unter dem Kapitalmarktrecht wird allgemein die Gesamtheit aller Normen und Grundsätze verstanden, welche die Emission und den Handel mit fungiblen Anlageinstrumenten regeln. Dazu gehören im engeren Sinne: *Börsengesetz (BörsG)*, *Depotgesetz (DepotG)*, *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (FinDAG)*, *Investmentgesetz (InvG)*, *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)*, *Kreditwesengesetz (KWG)*, *Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG)*, *Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG)*, *Wertpapierhandelsgesetz (WPHG)*, *Wertpapierprospektgesetz (WpPG)* und *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*.

²⁴ Dazu z.B. Grundmann, Stefan et al. (Hg.): *Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht*, Berlin 2006.

²⁵ So zum Beispiel die „Bankerlaubnis“ nach § 32 KWG oder die „Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb“ nach § 7 InvG.

²⁶ Ein gutes Beispiel dafür ist das *Investmentgesetz (InvG)*.

2.2 Umweltkrisen als Marktversagen

Grundlegend für das Konzept einer ökologischen Kapitalmarktpolitik sind zwei Aspekte:

1. Die aktuellen globalen Umweltkrisen, z.B. in den Bereichen Klima und Biodiversität, haben wirtschaftliche Ursachen und führen zu absehbar hohen wirtschaftlichen Schäden.
2. Die Durchsetzung des Verursacherprinzips ist aufgrund der zeitlich und geographisch diffusen Verwirklichung dieser Schäden nicht oder kaum möglich.

Was den ersten Punkt angeht, haben der *Stern Review on the Economics of Climate Change* und die Berichte der Initiative *The Economics of Ecosystems and Biodiversity (TEEB)* das Verständnis für die ökonomischen Ursachen und die möglichen wirtschaftlichen Schäden durch Umweltkrisen entscheidend vertieft. Umweltgüter werden immer knapper, aber diese Knappheit wird nicht oder unzureichend in den Wirtschaftskreislauf eingepreist. Die Ökonomen Nicholas Stern (Stern Report) und Pavan Sukhdev (TEEB) begreifen den Klimawandel und die Krisen von Biodiversität und Ökosystemen daher als Marktversagen.

Tabelle 4: Wichtigste Gründe für das Marktversagen bei der Nutzung von Umweltgütern²⁷

Wichtigste Gründe für das Marktversagen bei der Nutzung von Umweltgütern	
Zeitlicher Abstand der Risiko-Verwirklichung	Der private Nutzen aus Naturverbrauch liegt in der Gegenwart, die öffentlichen Kosten liegen in einer aus Sicht der Wirtschaftsakteure fernen Zukunft.
Geographischer Abstand der Risiko-Verwirklichung	Ein Großteil der Kosten aus Umweltzerstörung fällt meist nicht im Heimatland der Verursacher an, sondern in den Herkunftsländern der Naturgüter.
Verursacherprinzip greift auf Haftungsebene kaum	Aufgrund der zeitlichen und örtlichen Entfernung sowie der Komplexität der Kausalketten scheint es unmöglich, die Kosten spezifischer Ereignisse (z.B. Wirbelstürme) konkret bei (mit)verantwortlichen Unternehmen einzuklagen.
Risiko-Erkennung durch Märkte schwach ausgeprägt	Die aktuelle Finanzkrise verdeutlicht, dass der Finanzsektor ohne staatliche Eingriffe nicht in der Lage ist, mit komplexen, systemischen Krisen (z.B. einer Unterbewertung von Umweltrisiken) umzugehen.

Nicht nur die genannten Studien von Stern und Sukhdev, sondern auch eine Reihe anderer Studien hat verdeutlicht, dass eine der Hauptursachen für dieses Marktversagen die ökonomische Metrik ist, die unserem Wirtschaftsleben zugrunde liegt. Die deutsche Politik hat darauf auf Ebene der volkswirtschaftlichen Rechnungslegung zunächst durch Berechnung und Veröffentlichung der *Umweltökonomischen Gesamtrechnung (UGR)* durch das Statistische Bundesamt reagiert. In der Strategie für nachhaltige Entwicklung „Perspektiven für Deutschland“²⁸ von 2002 wurden dann 21 Schlüsselindikatoren für eine nachhaltige Entwicklung definiert. Seit 2008 liegt darüber hinaus der Vorschlag für einen

²⁷ Eigene Darstellung.

²⁸ BT-Drs. 14/8953.

*Nationalen Wohlfahrtsindex (NWI)*²⁹ mit einem Kernbestand von ebenfalls 21 Indikatoren vor. Bisher haben diese Indikatoren jedoch vor allem wirtschaftspolitische und kaum wirtschaftliche Relevanz, da keine Rückkopplung zur betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungsmetrik stattgefunden hat.

Dennoch hat die deutsche Umweltpolitik große Fortschritte auf nationaler Ebene, z.B. im Klimaschutz, gemacht. Deutschland befindet sich auf gutem Wege, seine mittelfristigen Ziele hinsichtlich der Steigerung der Energieeffizienz, des Ausbaus von Erzeugungskapazitäten aus Erneuerbaren Energien und der Verringerung der Treibhausgasemissionen zu erreichen. Grundlage dafür war und ist ein umfassender Instrumenten-Mix (s. Tabelle 3) aus „traditionellen“ umweltpolitischen Maßnahmen aus dem Bereich des Ordnungsrechts, neueren, ökonomischen Instrumenten sowie die Unterstützung der Selbstregulierungen – auch bei der Unternehmensberichterstattung über Umweltrisiken sowie deren Berücksichtigung durch den Finanzsektor.

Trotz Kritik an spezifischen Punkten (z.B. Preise für Emissionsrechte im EU-Emissionshandel oder spezifische Höhe der Einspeisetarife) bleibt festzuhalten, dass dieser Instrumenten-Mix sich bisher bewährt hat. Vor diesem Hintergrund wird von deutscher Regierungsseite zwar der Einsatz von gut konzipierten marktwirtschaftlichen Instrumenten für umweltpolitische Ziele im Hinblick auf *„eine Verbesserung von Preissignalen, Effizienz, Flexibilität, Innovationsanreizen, Kostenbelastung und Wettbewerbsfähigkeit“* grundsätzlich positiv bewertet. Jedoch wurde bislang keine gesteigerte Notwendigkeit einer umweltschutzorientierten Fortentwicklung des Kapitalmarktrechts bzw. von umweltpolitischen Eingriffen in diesen Sektor gesehen.³⁰

Die bisher eher passive Haltung der deutschen Politik zu umweltschutzgetriebenen Eingriffen in den Finanzsektor ist aufgrund des großen Reformbedarfs im engeren Bereich der Finanzmarktregulierung als Folge der Finanzkrise verständlich. Diese Passivität könnte jedoch mittelfristig zu einer Reihe von tiefgreifenden Problemen führen. Aus Sicht der Autoren des Gutachtens gibt daher gerade die jüngste Finanzkrise Anlass dazu, diese Haltung zu überdenken.

2.3 Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Die Finanzkrise, die 2007 im US-amerikanischen Markt für bonitätsschwache Hypotheken („Subprime“) begann und zwischenzeitlich den gesamten Finanzsektor erfasste, beeinflusst das Wirtschaftsgeschehen durch den teils dramatischen Anstieg der Verschuldung einzelner Staaten weiterhin stark. Eine der Hauptursachen dieser Krise auf System-Ebene war die Unterbewertung von Risiken aus dem Subprime-Marktsegment und die damit einhergehende Fehlallokation von Kapital. Bei der Finanzmarktkrise handelt es sich aus heutiger Sicht um

²⁹ Diefenbacher/Zieschank/Rodenhäuser, Wohlfahrtsmessung in Deutschland, Reihe TEXTE des Umweltbundesamtes Band 02/2010, abrufbar unter: <http://www.umweltdaten.de/publikationen/fpdf-1/3902.pdf>.

³⁰ Beispielhaft sei hier auf die Antwort der Bundesregierung auf eine Kleine Anfrage der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN zu „Nachhaltigkeits- und Klimaschutzstrategien im Finanzsektor“ vom 12.11.2007 verwiesen (BT-Drs. 16/7093., S. 3), aus der das Zitat stammt.

ein systemisches Marktversagen, dessen Folgen nur durch den massiven Einsatz öffentlicher Gelder abgemildert werden konnten.

In Analogie können die derzeitigen Verbräuche natürlicher Ressourcen und die Überbeanspruchung der Absorptionsfähigkeit der Umweltmedien ebenfalls als systemische Risiken angesehen werden. Konzeptionell ist daher einer der zentralen Anknüpfungspunkte für eine „Umweltschutzorientierte Fortentwicklung des Kapitalanlage- und Investmentrechts“ darin zu sehen, dass existentielle Umweltschädigungen, wie z.B. der Klimawandel, letztlich in einem Marktversagen begründet sind – d.h. in der unvollständigen Einpreisung des Verbrauchs der zunehmend knappen Ressourcen „Natur“ und „Umwelt“ in den Wirtschafts- und Investitionskreislauf. Daraus folgt mit einiger Wahrscheinlichkeit, dass es erneut zu einem die Gesamtwirtschaft gefährdenden Marktversagen kommen kann. Anzeichen für eine systematische Unterbewertung von Umweltrisiken durch die Finanzmärkte finden sich nicht nur in den Bereichen Klima und Biodiversität, sondern aktuell auch bei der Kernkraft und Tiefseebohrungen nach Öl.

Im bereits genannten *Stern Review of the Economics of Climate Change* von 2007 bezeichnen die Autoren den Klimawandel gar als „das größte Versagen des Marktes, das die Welt je gesehen hat“.³¹ In einem Zwischenbericht von 2008 der ebenfalls genannten Initiative *The Economics of Ecosystems and Biodiversity (TEEB)* rücken die Autoren Probleme der ökonomischen Metrik ins Zentrum der Ursachensuche für die Biodiversitätskrise: „It can be said that we are trying to navigate uncharted and turbulent waters today with an old and defective economic compass. And this is not just a national accounting problem – it is a problem of metrics which permeates all layers of society, from government to business to the individual, and affects our ability to forge a sustainable economy in harmony with nature.“³²

Das Ausmaß der langfristigen Umweltrisiken wird klar, wenn man die möglichen Kosten der Klimarisiken, also eines Teils der langfristigen Umweltrisiken, mit den Kosten der aktuellen Finanzkrise vergleicht: Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom April 2010 belaufen sich die wirtschaftlichen Gesamtkosten der Finanzkrise seit 2007 auf USD 2.300 Mrd.³³ Die wirtschaftlichen Kosten für eine Stabilisierung des Weltklimasystems unterhalb der Risikoschwelle für einen katastrophalen Klimawandel würden nach Schätzungen des *Stern Review* ca. 550 Mrd. US-Dollar oder 1 Prozent des weltweiten BSP jährlich bis 2030 betragen. Sollte nicht bald konsequenter gehandelt werden, könnten sich die jährlichen Folgekosten später auf 11.000 Mrd. US-Dollar (20 Prozent des Welt-BSP) belaufen.³⁴

³¹ *Stern Review on the Economics of Climate Change*, 2007, Zusammenfassung der Schlussfolgerungen in deutscher Übersetzung;

http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/media/A/9/stern_shortsummary_german.pdf.

³² *The Economics of Ecosystems and Biodiversity*, 2008, S. 4;

http://www.teebweb.org/LinkClick.aspx?fileticket=5y_qRGJPOao%3d&tabid=1018&language=en-US

³³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8632855.stm>.

³⁴ *Stern Review on the Economics of Climate Change*, 2007, Zusammenfassung der Schlussfolgerungen in deutscher Übersetzung.

Vor diesem Hintergrund und wegen der Bepreisung des CO₂-Ausstoßes durch den Emissionshandel nimmt der Druck auf die Unternehmen zu, zumindest ihre Treibhausgas-Emissionen transparent zu machen. Beispiele dafür sind nicht nur die wachsende Anzahl von Unternehmen, die freiwillig im Rahmen des *Carbon Disclosure Projekts* über ihre Treibhausgas-Emissionen berichten³⁵, sondern auch eine neue *Interpretive Guidance* der US-amerikanischen Börsenaufsicht, der *Securities Exchange Commission (SEC)*: Es handelt sich um eine Handreichung zur Auslegung bestehender Regelungen über Informationspflichten bzgl. der Geschäftstätigkeit oder rechtlicher Entwicklungen mit Bezug zum Klimawandel.³⁶

Während Klimarisiken zunehmend von Investoren beachtet werden, muss man nicht nur von einer systematischen Unterbewertung, sondern vielmehr von einer systematischen Nicht-Bewertung von anderen Umweltrisiken ausgehen. Da sich ein Teil der physischen Risiken aus Klimawandel und Ökosystemverlusten bereits in den kommenden 20 Jahren verwirklichen wird, besteht zumindest für den Bereich langfristiger Finanzinstrumente wie Staatsanleihen und langfristiger Anlageprodukte oder -formen wie Lebensversicherungen und Pensionskassen eine starke Notwendigkeit, Umweltrisiken in die Investmentprozesse und das Risikomanagement zu integrieren.

Am schwersten dürfte jedoch die Tatsache wiegen, dass eine Bekämpfung der Ursachen der Umweltkrisen ohne Einbeziehung der Finanzmärkte bzw. eine Rückkoppelung zwischen den volkswirtschaftlichen Umweltindikatoren aus Umweltökonomischer Gesamtrechnung (UGR) bzw. Nationalem Wohlfahrtsindex (NWI) und der betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungsmetrik schwierig bis unmöglich werden dürfte. Solange die Knappheit von Umweltgütern nicht effizienter in den Wirtschaftskreislauf eingepreist wird, setzt der Finanzmarkt weiterhin sehr große Anreize in Richtung reiner und häufig kurzfristiger Profitmaximierung für die Unternehmen. Eine bloße Konzentration auf die so genannten „Business Cases“, bei denen unternehmerische Nachhaltigkeit aufgrund von Wettbewerbsdifferenzierung in neuen Geschäftsfeldern oder aufgrund von Effizienzgewinnen verfolgt wird, reicht vor dem Hintergrund der Ausmaße des skizzierten Marktversagens aller Wahrscheinlichkeit nicht aus.

Weitere wichtige Aspekte sind die globale Dimension der Klima- und Biodiversitätskrise einerseits sowie der Beschaffungsketten und Absatzmärkte der deutschen Wirtschaft andererseits. Die deutsche und im weiteren Sinne auch die europäische Volkswirtschaft ist zur Aufrechterhaltung und Steigerung ihres Wohlstands auf die Nutzung von Naturgütern aus Ländern angewiesen, die häufig entweder weniger strikte Umweltschutzaufgaben haben oder

³⁵ Das *Carbon Disclosure Project* bietet Unternehmen die Möglichkeit, in einem von Investoren entwickelten Format über die Höhe ihrer CO₂-Emissionen und ihre Klimaschutzaktivitäten zu berichten. Im Rahmen des Global 500-Berichts der Initiative von 2009 (Vorjahreszahlen in Klammern) haben 82 Prozent oder 409 (77 Prozent oder 383) der nach Marktkapitalisierung 500 größten Unternehmen der Welt Angaben zu ihren CO₂-Emissionen gemacht. Die Antwortrate von Unternehmen aus den Schwellenländern Brasilien, Russland, Indien und China (BRIC) hat sich im selben Zeitraum auf 44 Prozent verdoppelt;
https://www.cdproject.net/CDPResults/CDP_2009_Global_500_Report_with_Industry_Snapshots.pdf.

³⁶ SEC Interpretive Guidance on Disclosure Related to Business or Legal Developments Regarding Climate Change (herunterzuladen unter: <http://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>).

entsprechende Auflagen nicht mit derselben Effektivität durchsetzen können. Umweltleistungskennzahlen (**Key performance indicators**, kurz: Umwelt-KPIs) für Unternehmen, die auch die Beschaffungsketten einbeziehen und von den Finanzmärkten bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden, können hier zumindest mehr Transparenz schaffen und die Situation eventuell verbessern.

Tabelle 5: Gründe für eine pro-aktive, ökologische Kapitalmarktpolitik³⁷

Gründe für eine pro-aktive, ökologische Kapitalmarktpolitik	
Wirkliche Ursachen-Bekämpfung	Erst die Einpreisung von Umweltchancen und -risiken im Finanzsektor führt zu einer effizienten Allokation von Risiken und Kapital und schafft von staatlicher Unterstützung unabhängige Märkte für Umwelttechnologien und Naturgüter.
Verbesserung des Risiko-Managements	Einem Marktversagen analog zur aktuellen Finanzkrise aufgrund der systematischen Unterbewertung langfristiger Umweltrisiken ist unter allen Umständen vorzubeugen.
Mittelfristige Steigerung der Exportchancen der deutschen Industrie	Die Verknappung natürlicher und damit auch ökologischer Ressourcen wird mittelfristig alle Wirtschaftsakteure weltweit zu einer wesentlichen Steigerung ihrer Ressourcen-Effizienz nötigen. Aufgrund ihrer Stärken im technischen Bereich wird eine pro-aktive Ausrichtung der deutschen Industrie auf diesen Bedarf nach ressourcenschonenden Produktionsmitteln zu einer Sicherung und Steigerung der Exportchancen der deutschen Industrie führen.
Einbeziehung der internationalen Dimension	Die globale Dimension von Klima- und Biodiversitätskrise erfordert mittelfristig Ausgleichs- und Finanzierungsmechanismen in einem Umfang, der eine Einbeziehung der Finanzmärkte notwendig macht.
Gestaltung wesentlicher (künftiger) Regeln im demokratischen Raum	Die Entwicklung von Regeln für Umweltleistungskennzahlen und ihre Veröffentlichung sowie Berücksichtigung im Finanzsektor im Rahmen der Selbstregulierung sollten aufgrund ihrer möglichen künftigen rechtlichen Relevanz stärker demokratisch legitimiert und kontrolliert werden.
Schaffung eines leistungsfähigen Marktes für nachhaltige Anlageprodukte	Die zahlreichen Konzepte für nachhaltige Geldanlagen zeigen das große Interesse an diesem Anlagekonzept. Gleichzeitig limitiert die starke Fragmentierung und fehlende Standardisierung jedoch das Wachstum dieses Marktsegments aus der Nische heraus.

In der Gesamtsicht erscheint der gegenwärtige Instrumenten-Mix zwar für die Erreichung der aktuellen klimapolitischen Ziele auf nationaler oder auch europäischer Ebene ausreichend, aber er wird weder der Verantwortung Deutschlands und Europas für die globalen

³⁷ Eigene Darstellung.

Umweltkrisen gerecht, noch der Bedeutung des Schutzes von Ökosystemen außerhalb Europas für die Abschwächung und Bewältigung dieser Krisen. Letztlich wird es im Kontext des dramatisch steigenden Drucks auf natürliche Ressourcen politisch daher immer fragwürdiger werden, ausgerechnet die Finanzmärkte mit ihrem großen Steuerungspotential für die Wirtschaftsaktivitäten der Selbstregulierung außerhalb demokratischer Prozesse zu überlassen. Zumal die langfristigen Risiken und Kosten aus den Umweltkrisen um ein Vielfaches höher liegen als jene der aktuellen Finanzkrise.

3 Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

3.1 Verortung in Umwelt- und Kapitalmarktrecht

In Deutschland sind aktuell weder ein kohärentes Umwelt- noch ein kohärentes Kapitalmarktgesetzbuch in Kraft. Dennoch lässt sich das Konzept einer ökologischen Kapitalmarktpolitik aus den Schutzgütern beider Rechtsbereiche herleiten.

Aus *umweltpolitischer Sicht* ist vor allem, aber nicht ausschließlich, vor dem Hintergrund der Erforschung und Identifikation langfristiger globaler Umweltrisiken (Klima und Biodiversität) mit potentiell katastrophalen Folgen für die Menschheit ein umfassender und einschneidender, aber zeitlich gesehen gradueller Umbau der gegenwärtigen Produktionsmethoden und -strukturen der Wirtschaft notwendig.

Tabelle 6: Umweltpolitische Instrumente nach Eingriffsintensität in die Wirtschaft³⁸

Umweltpolitische Instrumente nach Eingriffsintensität in die Wirtschaft		
Instrumente	Regelungsziel	Wirkung
Ordnungs-, Planungs- und Genehmigungsrecht; technische Vorschriften	Vorgaben für technische Anlagen; Verbot bzw. Nutzungsbeschränkung bestimmter Stoffe	absolut und anlagen- und stoff- bzw. produktspezifisch (Beispiel: FCKWs)
Ökonomische Instrumente	Graduelle, effiziente Umstellung der Energieerzeugung auf emissionsarme Erzeugungsquellen durch Internalisierung der Klimakosten	absolut und meist sektorspezifisch, v.a. Energiesektor und energieintensive Industriebereiche (Beispiel: CO ₂)
Umweltschutzorientierte Kapitalmarktpolitik	Berücksichtigung umweltbezogener Risiken und Chancen bei Unternehmensbewertung, Finanzanalyse, Risikoquantifizierung und -kontrolle sowie bei Investitionsentscheidungen	relativ und gesamtwirtschaftlich – nicht spezifische Stoffe, Produkte oder Sektoren stehen im Mittelpunkt, sondern die Berücksichtigung der Umweltkosten bei jeder Investitionsentscheidung (Beispiele: CO ₂ , Biodiversitäts- und Ökosystemverbrauch)

Das aktuelle umweltpolitische Instrumentarium wirkt stoff-, produkt- und sektorspezifisch (s. Tabelle 6). Es ist stark auf klar definierte Schadstoffe (z.B. bestimmte Industriegase) und klar definierte Industriezweige (z.B. die Energieindustrie) ausgerichtet. Eine komplementäre Einbeziehung des Finanzsektors durch eine Umweltschutzorientierte Weiterentwicklung des

³⁸ Eigene Darstellung.

Kapitalanlage- und Investmentrechts wird nicht nur diese spezifischen Politiken unterstützen und langfristig absichern, sondern auch zu einer wesentlich breiteren Berücksichtigung und Internalisierung von Umweltkosten in der Gesamtwirtschaft führen, die vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Krise der weltweiten Ökosysteme und anhaltendem Biodiversitätsverlust dringend geboten scheint. Sie hat das Potential, den graduellen Umbau der gegenwärtigen Produktionsmethoden und -strukturen der Wirtschaft wesentlich zu beschleunigen und die finanziellen Ressourcen dabei effizient zu einzusetzen. Dadurch könnte eine ökologische Kapitalmarktpolitik zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor dafür werden, dass der Finanzmarkt der u.a. in der BMU-Studie *Investitionen für ein klimafreundliches Deutschland* vom Juli 2008³⁹ herausgearbeiteten Bedeutung eines ökologischen Umbaus des Kapitalstocks tatsächlich gerecht werden kann.

Aus *Sicht der Kapitalmarktpolitik* ist das Marktversagen, z.B. in den Bereichen Klima und Biodiversität, in vieler Hinsicht analog zur jüngsten Finanzkrise als ein durch die systematische Unterbewertung von Risiken verursachtes Marktversagen zu begreifen. Da es Anhaltspunkte für eine Unterbewertung bzw. Nicht-Bewertung von zentralen Umweltrisiken gibt, ist die Gefahr einer künftigen, durch diese Unterbewertung verursachten Finanzkrise aufgrund der möglichen direkten öffentlichen und indirekten volkswirtschaftlichen Kosten zu minimieren – auch mit Hinblick auf die Tatsache, dass für die Bürger neben die gesetzliche Rentenversicherung und die betrieblichen Pensionskassen zunehmend auch kapitalgedeckte Altersvorsorgeprodukte treten, die durch den Gesetzgeber, z.B. im Rahmen der Riester-Rente, sogar gefördert werden. Die so beschriebene Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik führt zu den Schutzgütern des Kapitalmarktrechts selbst zurück: den Funktionsschutz und den Individualschutz der Anleger.

Die Zielsetzung einer ökologischen Kapitalmarktpolitik muss daher notwendigerweise allgemein sein und gesamtwirtschaftlich wirken. In einfachen Worten ausgedrückt, sollte sie darauf abzielen, dass bei allen Investitionsentscheidungen Umweltbelange zwingend in die Entscheidungsgrundlagen einzufließen haben und zumindest in gewissen Grenzen die unter gesamtgesellschaftlichen Kosten-Nutzen-Abwägungen jeweils umweltfreundlichste Alternative gewählt wird. Dies kann nur durch eine angemessene Berücksichtigung umweltbezogener Risiken und Chancen bei Unternehmensbewertung, Finanzanalyse, Risikoquantifizierung und -kontrolle sowie bei Investitionsentscheidungen geschehen, also durch eine Einbeziehung der Umweltkosten in Investitionsentscheidungen. Mittlerweile existieren hierfür ausreichend elaborierte Messmethoden und Informationsbasen.⁴⁰ Die ökologische Kapitalmarktpolitik kann daher grundsätzliche Entscheidungen auf der Ebene des Ordnungs-, Planungs- und Genehmigungsrechts und, zumindest auf absehbare Zeit, auch mengen- und preisgetriebene Anreizregulierung nicht ersetzen. Sie ist als komplementär zum bestehenden umweltpolitischen Instrumentarium zu sehen.

³⁹ http://www.bmu.de/files/pdfs/allgemein/application/pdf/studie_klimadeutschland.pdf.

⁴⁰ Siehe dazu ausführlich 3.3.

3.2 Internalisierung von Umweltkosten als Ansatzpunkt

Das Konzept einer ökologischen Kapitalmarktpolitik weist wesentlich über die aktuell genutzten ökonomischen Instrumente im Umweltschutz hinaus:

- Neben die punktuelle oder sektorale Korrektur des Marktversagens, z.B. durch die Förderung Erneuerbarer Energien, tritt die Bekämpfung der Ursachen für das Marktversagen selbst durch die Internalisierung von Umweltchancen und -risiken in den Wirtschafts- und Investitionskreislauf.
- Diese Internalisierung unterstützt Investitionen in die Umweltwirtschaft, hat aber darüber hinaus das allgemeine gesamtwirtschaftliche Ziel, dass bei allen Investitionsentscheidungen aufgrund der Einpreisung der Umweltkosten die jeweils umweltfreundlichste Alternative gewählt wird.
- Ein weiteres wichtiges Ziel ist die Angleichung der Wettbewerbsbedingungen für nachhaltige Unternehmen und Produkte, die durch die gesamtwirtschaftlich fehlende Einpreisung von Umwelt- und Naturverbrauch bisher benachteiligt sind, und Unternehmen und Produkten, die stark von der Privatisierung der Gewinne aus nicht-nachhaltigen Produktionsprozessen profitieren.

Das Konzept zielt einerseits auf eine Verbesserung der Rückkopplung zwischen der betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungs- und Erfolgsrechnung und den Umweltkennzahlen in der volkswirtschaftlichen Rechnung (z.B. im Rahmen des Nationalen Wohlfahrtsindex, NWI) ab, andererseits versteht es sich damit auch als Konkretisierung von Maßnahmen, die der u.a. in der Studie *Investitionen für ein klimafreundliches Deutschland* vom Juli 2008⁴¹ herausgearbeiteten Bedeutung eines ökologischen Umbaus des Kapitalstocks gerecht werden. Dabei wird auf Ansätze aus dem Finanzsektor und der Politik zurückgegriffen, die sich mit der Integration von nicht-finanziellen und damit meist auch von umweltschutzrelevanten Faktoren in die traditionelle Finanzanalyse beschäftigen (häufig auch als extra-finanzielle Faktoren bezeichnet).⁴² Andererseits werden neuere finanzwirtschaftliche Ansätze vor allem aus dem Klimabereich aufgegriffen und adaptiert.⁴³ Aus beiden Quellen lässt sich eine allgemeine Definition ökologischer Kapitalmarktpolitik herleiten (s. Kasten 1: Allgemeine Definition einer ökologischen Kapitalmarktpolitik).

⁴¹ http://www.bmu.de/files/pdfs/allgemein/application/pdf/studie_klimadeutschland.pdf.

⁴² Stellvertretend für diese Richtung kann die Studie „*A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*“ von Freshfields, Bruckhaus, Deringer für die Finanzinitiative des Umweltprogramms der Vereinten Nationen (UNEP FI) vom Oktober 2005 stehen: http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.

⁴³ Zu nennen ist hier z.B. *Climate Mainstreaming*, ein Gemeinschaftsprojekt von Germanwatch, der Universität Potsdam / des PIK Potsdam-Instituts für Klimafolgenforschung, des DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung), des Wuppertal Instituts für Klima, Umwelt, Energie sowie des European Climate Forum (ECF), das vom Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) gefördert wird. „*Ziel ist die Entwicklung von Instrumenten, Verfahren und Methoden, die es Finanzanalysten, Vermögensverwaltern, Versicherern und Investoren ermöglichen, den Klimawandel bzw. -schutz bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen [...]*“; <http://www.climate-mainstreaming.net/proj-ges.htm>.

Kasten 1: Allgemeine Definition einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Allgemeine Definition einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Summe der rechtlichen und politischen Instrumente für eine angemessene Berücksichtigung umweltbezogener Risiken und Chancen (Umweltkosten) bei Unternehmensbewertung, Finanzanalyse, Risikoquantifizierung und -kontrolle und bei Investitionsentscheidung bzw. Vermögensverwaltung sowie für die Schaffung leistungsfähiger Märkte für ökologische Geldanlagen.

3.3 Transparenz von Umweltkosten als Grundlage

Die Erfassung, Transparenz und Veröffentlichung von Umweltkennzahlen auf Unternehmensebene und ihre Berücksichtigung im Finanzsektor stellt sich heute weniger als Erkenntnis- oder Akzeptanzproblem denn als Umsetzungsproblem dar. Von den 250 weltweit größten Unternehmen veröffentlichen knapp 80 Prozent bereits eigenständige *Nachhaltigkeitsberichte*, im deutschen DAX30 sind es sogar 90 Prozent oder 27 von 30 Unternehmen.⁴⁴ Doch konkurrieren am Markt verschiedene Kennzahlensysteme für die Darstellung der ökologischen und sozialen Leistung eines Unternehmens.⁴⁵ Auch die Berichterstattung ist wenig standardisiert. In der Folge enthalten Nachhaltigkeitsberichte ganz unterschiedliche Strukturen und Berichtspunkte, die eine vergleichende Bewertung erschweren. So sind bei der „Corporate Sustainability Barometer“-Befragung von 112 großen deutschen Unternehmen im August 2010 sehr deutliche Unterschiede zu Tage getreten, zu welchen Nachhaltigkeitsthemen eine Messung erfolgt. Während über 90 Prozent der Unternehmen den Energieverbrauch messen, werden Themen wie Kinder- und Zwangsarbeit in der Lieferkette nur von 27 Prozent und Biodiversitätsaspekte gar nur von 15 Prozent der Unternehmen gemessen.⁴⁶

Darüber hinaus ist das Verfahren einer Einbeziehung von Umweltkennzahlen in die Unternehmensbewertung im Detail häufig ungeklärt. Zwar weisen Initiativen wie *UNEP-FI*, das *Carbon Disclosure Project (CDP)*, die *Global Reporting Initiative (GRI)* oder auch *DVFA-Standards for ESG-Reporting* beachtliche Mitgliederlisten auch aus dem Finanzsektor auf, aber in der Praxis findet der Finanzanalyst oder Investmentmanager auf operativer Ebene weder ein national, europäisch oder international genormtes Kennzahlen-System für die „nicht-finanzielle“ Leistung eines Unternehmens noch eine Handreichung bzw. „Best Practice“, wie er finanzielle und nicht-finanzielle Leistungsindikatoren gegeneinander abwägen soll. Auch in den UN Principles for Responsible Investment ist der Einbezug von

⁴⁴ Stand 2009, Quellen: KPMG, Kirchhoff Consult, Blackpoint Communications.

⁴⁵ Genannt seien hier u.a. die Kennzahlen des Dow Jones Sustainability Index, der ESG Key Performance Indicators, der Global Reporting Initiative sowie zahlreicher Footprinting-Initiativen wie dem Carbon, Water und Forest Disclosure-Projekten.

⁴⁶ *Corporate Sustainability Barometer. Wie nachhaltig agieren Unternehmen in Deutschland?*; Hg.: PricewaterhouseCoopers, August 2010.

nicht-finanziellen Aspekten nur als allgemeine Empfehlung ohne Konkretisierung enthalten. Zudem ist fraglich, ob es eine solche Abwägung von finanziellen und nicht-finanziellen Faktoren in einem rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Rahmen, der nur finanzielle Faktoren kennt, über ein gewisses Maß hinaus überhaupt geben kann.

Die erste wichtige Voraussetzung für eine angemessene Berücksichtigung von Umweltkosten im Kapitalmarkt ist also die Definition und Standardisierung relevanter Umweltkennzahlen, die nachvollziehbar, messbar und damit auch vergleichbar sind. Die zweite wichtige Voraussetzung ist die Definition und Standardisierung der Berichtsformate. Eine inhaltliche Bewertung der verschiedenen Kennzahlensysteme hätte den Rahmen des Gutachtens gesprengt. Dennoch zeigt die Dynamik im Bereich der Entwicklung von Umweltkennzahlensystemen und ihrer freiwilligen Veröffentlichung im Rahmen der Unternehmensberichterstattung, dass der Gesetzgeber auf umfangreichen Selbstregulierungsaktivitäten aufbauen kann.

In diesem Zusammenhang sei stellvertretend für ähnliche Entwicklungen auf den Sportartikelhersteller Puma hingewiesen, der 2011 erstmals eine ökologische Gewinn- und Verlustrechnung für das Vorjahr präsentierte, welche die Umweltkosten der gesamten Wertschöpfungskette berücksichtigt.⁴⁷ Dabei sollte der Aufwand für die Einführung eines qualitativ hochwertigen Systems für die Erfassung relevanter Umwelt- und Steuerungsdaten in einem großen Unternehmen nicht unterschätzt werden. Experten, die im Rahmen dieser Studie befragt wurden, gehen selbst auf Grundlage standardisierter Umweltkennzahlen von einer Umsetzungsdauer von bis zu 5 Jahren aus. Die zentrale politische Frage lautet vor diesem Hintergrund, ob und wie es gelingen kann, bereits existierende Standards in verbindlichere Vorgaben der Standardisierungsinstitutionen auf internationaler/europäischer oder nationaler Ebene zu überführen.

Eine stärkere Vereinheitlichung wird sich innerhalb Deutschlands womöglich durch den vom Rat für Nachhaltige Entwicklung im Dialog mit Wirtschaft und Zivilgesellschaft entwickelten und im Oktober 2011 beschlossenen „Deutschen Nachhaltigkeitskodex“ (DNK) ergeben.⁴⁸ Der Kodex beschreibt in 20 Kriterien Aspekte von Ökologie (u.a. Daten und Ziele zu Ressourcen-Inanspruchnahme), Sozialem und Unternehmensführung mit jeweils bis zu zwei Leistungsindikatoren, wobei GRI- und EFFAS-Indikatoren zur Auswahl stehen. Unternehmen müssen auch offenlegen, wie sie für ihre „wesentlichen Aktivitäten die Chancen und Risiken im Hinblick auf eine nachhaltige Entwicklung analysiert“. Unternehmen – egal welcher Größe oder Rechtsform – geben eine Entsprechenserklärung ab, deren Glaubwürdigkeit durch ein Testat unabhängiger Dritter hergestellt wird. Als zentrales Implementierungsinstrument ist eine „Transparenzplattform“ im Internet vorgesehen, die auch die Vergleichbarkeit von Daten gewährleisten soll. Eine leistungsfähige Suchfunktion und ein Feedbackmechanismus werden als zwingende Bestandteile angesehen. Der Kodex ist jedoch explizit als freiwilliges Instrument vorgesehen. Zudem stellt sich die Frage nach dem Sinn nationaler Ansätze.

⁴⁷ http://about.puma.com/wp-content/themes/aboutPUMA_theme/financial-report/pdf/EPL080212final.pdf

⁴⁸ http://www.nachhaltigkeitsrat.de/uploads/media/RNE_Der_Deutsche_Nachhaltigkeitskodex_DNK_texte_Nr_41_Januar_2012.pdf Zu den Unternehmen, die sich bereits zu dem Kodex bekannt haben, gehören die Otto Group, die REWE Group, die RWE AG sowie TÜV Rheinland.

3.4 Märkte für nachhaltige Anlageprodukte als Katalysator

Ein wichtiger Katalysator für die Nachhaltigkeitsberichterstattung ist der Markt für nachhaltige Geldanlagen. Bei diesen unter dem Fachbegriff Social Responsible Investments (SRI) zusammengefassten Anlageprodukten und Anlagestrategien werden neben ökonomischen auch ökologische und soziale Aspekte berücksichtigt. Aus Sicht der meisten Kapitalmarktakteure ist das Hauptargument für die Offenlegung von Umweltkennzahlen, dass diese letztlich Auskunft über den langfristigen finanziellen Erfolg einer Unternehmung geben können.⁴⁹ Die Nachhaltigkeitsindikatoren haben in dieser Logik nicht notwendig – aber auch – einen eigenen ethischen Wert, sondern sind hauptsächlich aufgrund ihrer Aussagekraft als Frühindikatoren für das geringere Risiko und die langfristige finanzielle Leistungskraft einer Unternehmung relevant.⁵⁰ Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsindikatoren durch Vermögensverwalter ist in den meisten entwickelten Jurisdiktionen daher nicht nur erlaubt, sondern im Rahmen allgemeiner Sorgfaltspflichten wohl sogar geboten.⁵¹

Der Markt für nachhaltige Anlageprodukte gilt zwar als Nische, aber er wächst dynamisch. Die Vielfalt von dahinterliegenden Konzepten erschwert jedoch die Erfassung, Bewertung und Vergleichbarkeit mit dem klassischen Anlagemarkt (s. Tabelle 7). Die großen Fachverbände für das Thema nachhaltige Geldanlage unterscheiden bei der Betrachtung des Marktes für SRI daher zwischen nachhaltigen Geldanlagen im engeren und im weiteren Sinn (Core-SRI, Broad-SRI). Auch dabei werden jedoch unterschiedliche Definitionen herangezogen.

Gemäß Eurosif, dem europäischen Fachverband, und des Forums für Nachhaltige Geldanlagen e.V. (FNG), dem Fachverband für den deutschsprachigen Raum, setzen sich nachhaltige Geldanlagen im engeren Sinne aus einer negativen Anlagestrategie mit mindestens drei wert- und/oder normbasierten Ausschlusskriterien oder positiven

⁴⁹ So die Studie *The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance*; Osthoff, Peer C. and Kempf, Alexander, *European Financial Management*, Vol. 13, No. 5, S. 908-922, November 2007.

⁵⁰ So auch der von der Europäischen Analysten- und Asset Management Vereinigung EFFAS unterstützte Leitfadens für die Offenlegung von ESG-Kennzahlen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management: *“ESG is not ethical valuation but about understanding and measuring material risks impacted through ESG for companies in every industry. [...] The fact is, there is no fundamental contradiction, as has been assumed, between the objective of value creation for the ownership of companies and the call for attention to ESG aspects. On the contrary, ignoring these aspects equates to neglecting a stock of important longterm value drivers. This is confirmed by numerous empirical studies, which have concluded time and again that companies investing in ESG sustain a lower degree of risk! [...] Moreover, the essence of ESG does not lie in the publishing of sustainability or CSR reports. ESG provides information about management systems, corporate governance, long-term viability of profitability, or potential reputational risks and liability issues.”*

⁵¹ Zu diesem Schluss kommt die Studie *„A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment“* von Freshfields, Bruckhaus, Deringer für die Finanzinitiative des Umweltprogramms der Vereinten Nationen (UNEP FI), Oktober 2005. UNEP-FI hat in einer neueren Studie vom Juli 2009 *“Fiduciary responsibility. Legal and practical aspects of integrating environmental issues into institutional investment“* die treuhänderische Pflicht von Vermögensverwaltern Nachhaltigkeitskriterien zu berücksichtigen noch einmal bekräftigt.

Anlagestrategien (inklusive Best-in-Class Ansatz und Themenfonds) zusammen. Hierbei sind verschiedene Kombinationen möglich. Nachhaltige Geldanlagen im weiteren Sinne setzen sich zusammen aus einem einfachen Negativ-Screening (ein oder zwei norm- oder wertbasierte Ausschlusskriterien), der Engagement- oder Integrations-Strategie.⁵²

Tabelle 7: Strategien für nachhaltige Investmentansätze⁵³

Strategien für nachhaltige Investmentansätze	
Negativ-Screening	Anhand von Negativkriterien werden Unternehmen und Branchen, die zuvor definierten Kriterien widersprechen, aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen.
Positiv-Screening	Anhand von Positivkriterien werden Unternehmen, Branchen und Anlagethemen identifiziert, die sich durch Nachhaltigkeit auszeichnen.
Best-in-Class	Es werden diejenigen Unternehmen ausgewählt, welche die relativ beste Umwelt- und Sozialleistung in einer Vergleichsgruppe ähnlicher Unternehmen (Branche) aufweisen.
Engagement	Konzept der aktiven Aktionärspolitik, das z.B. durch Ausübung von Stimmrechten oder fortlaufenden Dialog mit dem Management des Unternehmens realisiert wird.

Trotz unterschiedlichen Definitionsverständnisses und daher teilweise voneinander abweichender Zahlen sind sich die Fachverbände und Forschungsinstitutionen im Bereich nachhaltiger Investments einig: Der Markt für nachhaltige Geldanlagen ist in den letzten Jahren weltweit stark angewachsen, und es wird erwartet, dass sich dieser positive Wachstumstrend auch in Zukunft fortsetzen wird.⁵⁴

Eurosif verzeichnet in Europa für 2009 einen Rekordwert von 5.000 Milliarden Euro an nachhaltig verwaltetem Vermögen, wovon 1.200 Milliarden auf den SRI im engeren und 3.800 Milliarden auf SRI im weiteren Sinne fallen. Dies entspricht einem Wachstum von insgesamt 87 Prozent seit 2007 (bereinigt um jene Länder, die 2007 zum ersten Mal in die Eurosif-Datenerhebung einbezogen wurden). Untergliedert man das nachhaltig verwaltete Vermögen in die einzelnen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, liquide Mittel), so wird deutlich, dass sich dessen Wachstum hauptsächlich aus Investitionen in Anleihen und liquide Mittel speist. Die Anlagenklasse der Aktien zeigt seit 2007 demgegenüber ein negatives Wachstum. Während Eurosif alle Anlageklassen, also sowohl Publikumsfonds als auch die Kapitalanlagen institutioneller Investoren berücksichtigt, bezieht sich oekom research ausschließlich auf das verwaltete Vermögen von nachhaltigen Publikumsfonds. Dieses

⁵² Forum Nachhaltige Geldanlage (FNG): Marktbericht Nachhaltige Geldanlage 2010. Deutschland, Österreich und die Schweiz, S. 9-10.

⁵³ *Responsible Investments – Mehr als eine Modeerscheinung*, Deutsche Bank Research, Mai 2010.

⁵⁴ Eurosif: European SRI Study 2010; Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG): Marktbericht Nachhaltige Geldanlage 2010; oekom research: Oekom Corporate Responsibility Review 2010. Nachhaltigkeit in Unternehmensführung und Kapitalanlagen – eine Bestandsaufnahme.

umfasst in Europa für das Jahr 2009 ein Gesamtvolumen von 53,3 Milliarden Euro und ist damit wesentlich geringer.

Hinsichtlich der Marktstrukturen macht die Eurosif SRI Studie deutlich, dass der europäische Markt für SRI keineswegs homogen ist und sich aufgrund kultureller Unterschiede und Präferenzen sowohl in Größe, Wachstumsrate, Marktanteil als auch in Bezug auf die Auswahl der Anlagestrategien unterscheidet.

So kommt in Großbritannien vorzugsweise der Integrations- und/oder Engagementansatz (Broad-SRI) zur Anwendung. Auf dem Schweizer Markt werden dem gegenüber traditionelle Core-Anlagestrategien wie der Best-in-Class Ansatz ausgewählt und thematische Fonds aufgesetzt. Auch deutsche Fondsgesellschaften nutzen mehrheitlich die dem engen SRI-Markt zuzuordnenden Positiv-Screenings, wozu auch der Best-in-Class Ansatz und thematische Fonds gezählt werden. Insgesamt fallen in 2009 94 Prozent der insgesamt 12,9 Milliarden Euro nachhaltigen Anlagevolumens in diesen Bereich.

Deutschland liegt in Sachen Nachhaltige Geldanlagen deutlich hinter anderen europäischen Ländern zurück. So werden nach Schätzungen des Forums Nachhaltige Geldanlagen (FNG) in Deutschland nur 0,7 Prozent (Eurosif spricht von 0,8 Prozent) des gesamten Anlagevolumens unter Einbezug von Nachhaltigkeitskriterien getätigt. Nach der Eurosif-Studie betrug das Volumen nachhaltiger Anlageprodukte in Deutschland im Jahr 2009 knapp 13 Milliarden Euro. In Belgien erreichen nachhaltige Geldanlagen einen Marktanteil von 20 Prozent und in den Niederlanden sogar von 40 Prozent. Laut Eurosif fließen mittlerweile rund 10 Prozent des gesamten europäischen Anlagevolumens (ca. 10,7 Billionen Euro) in nachhaltige Geldanlagen im engeren Sinne. Auch die Wachstumsrate im deutschen Markt für nachhaltige Geldanlagen (seit 2007 jährlich 16 Prozent) fällt im Vergleich zum gesamteuropäischen Markt (seit 2007 jährlich 37 Prozent) relativ bescheiden aus.

Dieser Befund spricht jedoch nicht notwendig dafür, dass das Bewusstsein für die Bedeutung nachhaltiger Geldanlagen in Deutschland wesentlich weniger stark ausgeprägt ist als in den europäischen Nachbarländern. So sehen Experten eine Kombination von strukturellen Faktoren als wesentliche Ursache für die relative Unterentwicklung des deutschen SRI-Marktes. Zu den wichtigsten Gründen zählt dabei die institutionelle Ausrichtung der deutschen Altersvorsorge, die im Umlageverfahren und nicht über Kapitaldeckung finanziert wird. Im Vergleich zu den Märkten mit kapitalgedeckter Altersvorsorge (USA, UK, Niederlande, Skandinavien) fehlen dem deutschen Finanzmarkt die Pensionsfonds als zentrale Akteure.⁵⁵

Wie sind diese Zahlen im Hinblick auf die Bedeutung nachhaltiger Geldanlagen für die Internalisierung von Umweltchancen und -risiken in den Investitionskreislauf zu bewerten? Wie stark ist die Katalysatorwirkung des SRI-Sektors auf die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen?

⁵⁵ *German Socially Responsible Investment: Barriers and Opportunities*, Preu, Friederike Johanna; Richardson, Benjamin J.; *German Law Journal*, Vol.12, No. 3, 2011, S.865-900.

Auch wenn Eurosif eine qualitative Besserstellung von Core- gegenüber Broad-SRI explizit ablehnt⁵⁶, macht die Unterscheidung deutlich, wie groß die Spanne ist zwischen dem, was unter nachhaltiger Geldanlage zu verstehen ist, und dass die verschiedenen Investmentansätze in ihrer ethischen Bedeutung stark variieren können. Auch führt die Vielzahl an Konzepten dazu, dass der SRI-Markt von vielen großen institutionellen Investoren immer noch als zu intransparent für substantielle Engagements wahrgenommen wird.⁵⁷ Eine Analyse von 1.200 institutionellen Vermögensverwaltern in Deutschland, Österreich und der Schweiz konnte lediglich 56 mit einem aktiven Interesse an nachhaltigen Investmentstrategien identifizieren. Diese 56 Vermögensverwalter benutzen wiederum 19 verschiedene Standards, von denen 17 Standards individuell von den Vermögensverwaltern selbst entwickelt worden sind.⁵⁸ Die fehlende einheitliche Standardisierung und Konzeptvielfalt schränkt wiederum die Möglichkeit von Unternehmen ein, Nachhaltigkeitsindikatoren standardisiert und vergleichbar zu berichten.

Zu diesem Schluss kommt auch Deutsche Bank Research in ihrer Studie *Responsible Investments – Mehr als eine Modeerscheinung* vom Mai 2010: „Eine der größten Herausforderungen bei der Entwicklung des Marktes für Responsible Investments besteht darin, einheitliche Standards und Definitionen zu etablieren, um eine angemessene Produkttransparenz sicherzustellen und die Investitionsbereitschaft zu stärken. Hierzu muss sowohl bei den Offenlegungsanforderungen der Unternehmen angesetzt werden, als auch die Transparenz der Anlageprodukte erhöht werden.“⁵⁹

Eine wichtige Rolle bei der notwendigen Standardisierung können Expertenkommissionen spielen, die im öffentlichen Auftrag entsprechende Richtlinien erstellen. Eine Möglichkeit ist die Einrichtung einer eigenen Regierungskommission „Deutscher Kodex für nachhaltige Geldanlagen“ nach Vorbild der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Eine andere Möglichkeit ist die Beauftragung der bereits bestehenden Börsensachverständigenkommission, einem interessenübergreifenden Expertengremium, das seit 1968 das Bundesfinanzministerium in Fragen der Kapitalmarktpolitik berät. Beiden Kommissionen ist es gelungen, weitgehend akzeptierte Richtlinien im Bereich der Unternehmensverfassung beziehungsweise der Kapitalmarktregulierung zu erarbeiten.

⁵⁶ Eurosif: European SRI Study 2010, S. 9.

⁵⁷ Siehe dazu: *German managers want common sustainable investing criteria*, FT Asset Management, Financial Times, 8. August 2010.

⁵⁸ Funds@Work, *The Importance of Socially Responsible Investments for Institutional Investors in Germany, Austria and Switzerland – a networkanalytical perspective*, 2009.

⁵⁹ *Responsible Investments – Mehr als eine Modeerscheinung*, Deutsche Bank Research, Mai 2010, S. 16.

3.5 Allgemeinen Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

Aus der vorliegenden Analyse der wesentlichen Bausteine für eine Internalisierung von Umweltchancen und -risiken in den Wirtschafts- und Finanzierungskreislauf lassen sich die wesentlichen, allgemeinen Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik ableiten.

Tabelle 8: Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik⁶⁰

Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik		
Nr.	Leitlinie	Ziel
1.	Stärkung der Rolle von Umweltaspekten in der Unternehmensführung	Stärkere Berücksichtigung von Umweltchancen und -risiken durch die Unternehmensführung
2.	Standardisierung von Umweltkennzahlen	Leichtere Beurteilung der Umweltleistung von Kapitalnehmern/Unternehmen durch Kapitalgeber
3.	Pflichtpublizität von Umweltkennzahlen	Leichtere Beurteilung der Umweltleistung von Kapitalnehmern/Unternehmen durch Kapitalgeber
4.	Stärkung der Rolle von Umweltaspekten bei Finanzierungsfragen	Stärkere Berücksichtigung der Umweltwirkung von Finanzierungsentscheidungen durch den Finanzsektor
5.	Mainstreaming nachhaltiger Geldanlagen	Steigerung der Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlagen durch Standardisierung

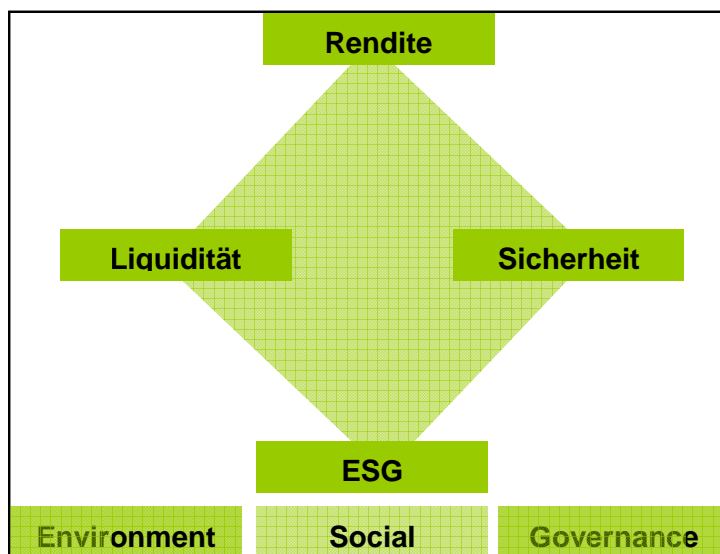
⁶⁰ Eigene Darstellung.

3.6 Internalisierung anderer „extra-finanzieller“ Nachhaltigkeitsfaktoren

Grundsätzlich ist eine Ausweitung des hier vorgestellten Konzepts einer ökologischen Kapitalmarktpolitik auf soziale Belange – und damit zur nachhaltigen Kapitalmarktpolitik – ohne logische oder systemische Brüche möglich. Denn aus Sicht der Finanzmärkte werden ökologische Indikatoren nicht isoliert, sondern im Kontext weiterer Nachhaltigkeitsindikatoren betrachtet. Der gängige Oberbegriff lautet ESG-Faktoren für Ecological, Social and Governance und fasst die drei aus Investorensicht wichtigsten „extra-finanziellen“ Aspekte für Unternehmensleistung und -erfolg zusammen. „Governance“ steht dabei für die Gesamtheit der organisatorischen und inhaltlichen Ausgestaltung der Führung und Überwachung von Unternehmen. Durch ESG-Faktoren wird das traditionelle „magische“ Dreieck einer Geldanlage, anhand dessen eine Geldanlage klassifiziert und gemessen werden kann, mit den Zielgrößen Rendite, Sicherheit und Liquidität um eine vierte Dimension mit Nachhaltigkeitskriterien erweitert.

Schaubild 1: Erweiterung des magischen Dreiecks für Geldanlagen⁶¹

Erweiterung des magischen Dreiecks für Geldanlagen



Auch eine im Sinne der Gesellschaft nachhaltige Kapitalmarktpolitik kann trotz ihres großen Potenzials hinsichtlich einer stärkeren Nachhaltigkeit der Wirtschaftsaktivitäten das „traditionelle“ Ordnungsrecht nicht ersetzen. Es gibt Bereiche und wird aller Voraussicht nach immer Bereiche geben, die sich einer Erfassung mit messbaren, quantifizierbaren und vergleichbaren Kriterien entziehen. Allerdings kann eine ökologische Kapitalmarktpolitik die Effizienz des bestehenden Instrumenten-Mix beim Umweltschutz wesentlich steigern.

⁶¹ Adaptiert aus: *Responsible Investments – Mehr als eine Modeerscheinung*, Deutsche Bank Research, Mai 2010, S. 9.

4 Anknüpfungspunkte für eine ökologische Kapitalmarktpolitik

Im zweiten Teil des Endberichtes werden Vorschläge erarbeitet, wie sich der im ersten Teil entwickelte Ansatz einer verbesserten Berücksichtigung von Umweltrisiken im dargestellten Sinn rechtlich deutlicher verankern lässt.

Bei den Finanzmarktakteuren kann zwischen *Kapitalgebern (Investoren)* und *Kapitalnehmern (Schuldern)* unterschieden werden. Dabei treten Kapitalgeber als Kapitalanbieter und als Nachfrager von Finanztiteln auf. Kapitalnehmer treten als Kapitalnachfrager und als Anbieter von Finanztiteln auf. Die Berücksichtigung und Veröffentlichung von Umweltrisiken in den geschäftlichen Aktivitäten der Unternehmen, die eine Finanzierung auf den Kapitalmärkten suchen, stellt die Grundvoraussetzung dafür dar, dass Investoren diese ebenfalls bei ihren Entscheidungen berücksichtigen können. Unternehmen, die eine Finanzierung auf den Finanzmärkten suchen, sind in der Regel börsennotierte Unternehmen, so dass das vorliegende Gutachten sich in diesem zweiten Teil auf diese konzentriert.

Zunächst wird analysiert, ob und wie der rechtliche Rahmen darauf hinwirkt, dass Kapitalnehmer Umweltrisiken im Rahmen ihrer geschäftlichen Aktivitäten berücksichtigen, und ob diesbezüglich Verbesserungsbedarf besteht (Abschnitt 4.1).

Anschließend wird als weiterer zentraler Aspekt untersucht, welche Informationspflichten den Kapitalnehmern obliegen (müssen), damit den Akteuren auf den Finanzmärkten, insbesondere den Kapitalgebern, sinnvolle Informationen und Daten bezüglich Umweltrisiken bzw. der für solche Risiken bedeutsame Kennzahlen zur Verfügung stehen (Abschnitt 4.2).

Im Abschnitt 4.3. wird untersucht, welche Anknüpfungspunkte im Kapitalanlage- und insbesondere dem Investment- und Altersvorsorgerecht bestehen, um die Berücksichtigung von Umweltrisiken durch Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds zu verbessern.

In den folgenden Abschnitten wird untersucht, wie Ratingagenturen in einen solchen Prozess eingebunden werden (4.4), und wie die derzeitige Diskussion über die Stärkung einer europäischen Finanzaufsicht genutzt werden könnte, um weitere Impulse für einen solchen Prozess zu geben (4.5).

4.1 Management von Umweltrisiken durch Kapitalnehmer

Risikomanagement beschreibt sämtliche Aktivitäten zur Abschätzung von Ertragschancen und -risiken zwecks Erhaltung und Steigerung des Unternehmensertrags. Es umfasst das Risikocontrolling (Identifikation von Unternehmensrisiken, Messung des Umfangs der finanziellen Konsequenzen, Kontrolle der Risikopolitik) und die Risikopolitik (Bewertung der Risiken und Entscheidung über Maßnahmen).⁶²

Zunächst soll untersucht werden, welche Vorgaben Kapitalnehmer mit Blick auf ein Risikomanagement zu beachten haben, und welche Rolle Umweltrisiken dabei spielen. Eine Unterscheidung wird zu treffen sein zwischen einem freiwilligen Umwelt-Risikomanagement der Kapitalnehmer und gesetzlich vorgeschriebenen Pflichten, deren eventuelle Weiterentwicklung auch in den Fokus genommen wird.

4.1.1 Risikomanagement von Kapitalnehmern

Zu den Kapitalnehmern gehören zum einen Wirtschaftsunternehmen, die eine Finanzierung der von ihnen getätigten Investitionen vornehmen müssen. Sind nicht ausreichende Kapazitäten für eine Selbstfinanzierung vorhanden, sind die Unternehmen auf eine Außenfinanzierung durch Zuführung von Zahlungsmitteln externer Kapitalgeber angewiesen. Das geschieht etwa in Form einer **Beteiligungsfinanzierung** – dies impliziert die Beteiligung der Kapitalgeber am Unternehmenseigentum –, z.B. durch die Ausgabe von Aktienkapital oder GmbH-Anteilen, oder in Form einer **Fremdfinanzierung**, etwa durch Aufnahme von Bankkrediten oder die Emission von Schuldverschreibungen, z.B. Industrieschuldverschreibungen.⁶³

Gesetzliche Vorgaben für die Einrichtung von Risikomanagementsystemen könnten sich aus dem Aktiengesetz ergeben. Durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)⁶⁴ wurde 1998 im neu geschaffenen § 91 Abs. 2 AktG für Aktiengesellschaften die Pflicht zur Schaffung eines Überwachungssystems für **bestandsgefährdende Risiken** gesetzlich verankert. Hintergrund waren die Schwächen und Verhaltensfehlsteuerungen im deutschen System der Unternehmenskontrolle, die zu weitreichenden Unternehmenskrisen geführt hatten (z.B. die Fälle „Bremer Vulkan“ oder „Metallgesellschaft“).

§ 91 Abs. 2 AktG verweist die Vorstände von Aktiengesellschaften darauf, *„geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“* Diese Verantwortung trifft, ebenso wie die bislang schon bestehende Buchführungspflicht des § 91 Abs. 1 AktG, den Vorstand als Kollegialorgan.⁶⁵ Die Vorschrift ist als Konkretisierung

⁶² Onischka, Mathias; Schweneke, Martina (2008), Messung und Anwendung von Risikoinformationen in der Finanzanalyse, Portfoliomanagement und Risikomanagement, S.9.

⁶³ Albrecht, S. 11.

⁶⁴ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, KonTraG, vom 27.04.1998, BGBl. I, S. 786.

⁶⁵ Dauner-Lieb in Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 1.

des § 76 AktG zu verstehen⁶⁶, der die Zuweisung der Leitungsaufgabe, die zahlenmäßige Zusammensetzung des Vorstandes und die persönlichen Eignungsvoraussetzungen des Vorstandes regelt. Für börsennotierte Gesellschaften ist zu beachten, dass hier mit § 317 Abs. 4 HGB der Abschlussprüfer beurteilen muss, ob der Vorstand seiner Bestandsicherungspflicht nachgekommen ist.⁶⁷ Die Vorschrift selbst trifft keine Unterscheidung über die Art des Risikos.

§ 91 Abs. 2 AktG enthält zwei Aussagen, zum einen wird a) als Organisationsziel festgelegt, geeignete Maßnahmen zu treffen, um die „Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen“ zu ermöglichen, zum anderen richtet sich die Verpflichtung an den Vorstand, b) ein Überwachungssystem für die Umsetzung dieser Maßnahmen einzurichten.⁶⁸

a) In der Literatur werden unterschiedliche Auffassungen zu der sich konkret ergebenden Organisationspflicht vertreten. Unstrittig gehören die Erfassung risikoträchtiger Prozesse und ein darauf gerichtetes Berichtssystem dazu.⁶⁹ Die Auffassung, bereits jede drohende nachteilige Veränderung der Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage genüge als „risikoträchtiger Prozess“, findet allerdings keine Entsprechung im Wortlaut der Vorschrift, der den „Fortbestand der Gesellschaft“ gefährdet sehen will. Insbesondere kann hier eingewendet werden, dass die Abgrenzung zum zulässigen unternehmerischen Risiko kaum vorzunehmen ist. Demnach ist vorzugswürdig, davon auszugehen, dass nur solche Entwicklungen von der Organisations- und Überwachungspflicht umfasst sind, die vor allem ein Insolvenzrisiko begründen oder wesentlich steigern können⁷⁰ oder unternehmensbezogene nachteilige Veränderungen oder Prozesse in Gang setzen, die auf eine Bestandsgefährdung abzielen können.⁷¹

b) Das in § 91 Abs. 2 AktG vorgeschriebene Organisationsziel, Maßnahmen zu ergreifen, um bestandsgefährdende Entwicklungen aufzeigen zu können, bedarf auf der zweiten Stufe eines Überwachungssystems, um prüfen zu können, ob die Maßnahmen auch eingehalten werden. Insbesondere beherrscht hier die Diskussion, ob diese zweite Stufe die Vorstände verpflichte, ein so genanntes „Risikomanagement“ einzurichten. Das Überwachungssystem, das so genannte Früherkennungssystem, stellt in Abgrenzung dazu einen Teilbereich, eine Art notwendige Vorstufe für ein, auch den Umgang mit den Risiken umfassendes, Managementsystem dar.

Insbesondere Betriebswirte halten auf der Grundlage von § 91 Abs. 2 AktG die Einrichtung eines umfassenden Risikomanagementsystems für notwendig, das nicht nur aus einem

⁶⁶ ebda.

⁶⁷ Müller-Michaels in Hölter (Hrsg.) AktG Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 4.

⁶⁸ Dauner-Lieb in Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 6; Müller-Michaels in Hölter (Hrsg.), AktG Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 4.

⁶⁹ Müller-Michaels in Hölter (Hrsg.), AktG Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 6.

⁷⁰ ebda, m.w.N.

⁷¹ Dauner-Lieb in Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 7.

Frühwarnsystem und einem internen Überwachungssystem (bezogen auf Risiken), sondern auch aus dem Controlling besteht, damit die bestandsgefährdenden Risiken nicht nur erkannt, sondern damit ihnen auch gleichzeitig entgegengewirkt werden kann.⁷² Richtig ist, dass in der Praxis oftmals die Trennlinie zwischen „Früherkennungs“- und „Risikomanagementsystem“ schwimmt⁷³, insbesondere bei kleinere Unternehmen werden die Aufgaben personell gebündelt sein.

Nach der engeren Auslegung überwiegt die Ansicht, § 91 Abs. 2 AktG begründe nicht zwingend die Einrichtung eines umfassenden Risikomanagementsystems; im Vordergrund stünde das Ergreifen von Maßnahmen zur Risikobewältigung. Die Einrichtung eines „Früherkennungssystems“ sei insoweit ausreichend. Dies lässt sich hinreichend mit dem Wortlaut der Vorschrift begründen. § 91 Abs. 2 AktG spricht nicht davon, wie mit bestandsgefährdenden Risiken umgegangen wird, vielmehr richtet sich die Vorschrift an die Vorstände, ein System innerhalb des Unternehmens zu etablieren, wie diese Risiken auf einer ersten Stufe zunächst überhaupt erkannt werden, und gibt den Vorständen damit die Verantwortung auf, operationell und personell für ein funktionierendes „Früherkennungssystem“ zu sorgen. Ziel der Vorschrift ist es, die Vorstände in die Lage zu versetzen, mit den nun – gesetzlich verpflichtend – gewonnenen Erkenntnissen Unternehmensentscheidungen zu treffen. Haftungsrechtlich ist dies insofern zu berücksichtigen, als dass die nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG den Vorständen zufallende unternehmerische Entscheidung eine bewusste, der Gegenstand eines Handelns oder Unterlassens klar sein muss.⁷⁴ Dies wird durch ein Früherkennungssystem für bestandsgefährdende Risiken erreicht. Das eigentliche Risikomanagementsystem ergibt sich dann daraus, dass der Vorstand nach § 93 Abs. 1, 2 und 5 AktG zur Einhaltung von Sorgfaltspflichten gegenüber den Aktionären verpflichtet ist, er ansonsten sich haftbar macht und deshalb die durch das Früherkennungssystem identifizierten Risiken zum Wohl der AG behandeln bzw. abwenden muss.

Die Realisierung von Umweltrisiken durch unternehmerische Tätigkeiten findet als Organisationsziel des § 91 Abs. 2 AktG in der Kommentierung keine separate Erwähnung, ebenso wenig als haftungsauslösendes Risiko im § 93 Abs. 1, 2 und 5 AktG.

So ergibt sich aus der allgemeinen Leitungspflicht des Vorstands (§ 76 Abs. 1 i.V.m. § 93 Abs. 1 S. 1 AktG) eine Pflicht zum angemessenen Umgang mit Risiken. Grundlage für die grundsätzlichen Entscheidungen bezüglich des Unternehmens, die vom Vorstand zu treffen sind, ist ein genaues Bild von der Lage des Unternehmens sowie die sorgfältige Beurteilung bereits bestehender oder sich künftig entwickelnder Risiken. Bestandsgefährdende Risiken müssen auch dann erkannt werden, wenn mit ihrer

⁷² Dauner-Lieb in Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 9 m.w.N.; Müller-Michaels in Hölter (Hrsg.), AktG Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 10 m.w.N..

⁷³ Lorenz, Manuel, Einführung in die rechtlichen Grundlagen des Risikomanagements, in Romeike (Hrsg.), Rechtliche Grundlagen des Risikomanagements, Berlin 2008. S. 9.

⁷⁴ Dauner-Lieb in Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 91 AktG, Rn. 20.

tatsächlichen Realisierung erst langfristig zu rechnen ist. Zwar stellt das Eingehen von Risiken eine dem Vorstand obliegende Ermessensentscheidung dar, jedoch ist es vor diesem Hintergrund unerlässlich, dass ein System eingerichtet wird, das rechtzeitig bestehende Risiken erkennt.⁷⁵

Zwischenergebnis: Eine explizite Verpflichtung aus dem Aktiengesetz zur Einführung eines Risikofrüherkennungssystems – bzw. Risikomanagementsystems für Umweltrisiken existiert nicht. Der Umgang mit dieser Erkenntnis fällt unter die freie Ermessensentscheidung der einzelnen Vorstände. Hier stellt eine mögliche konkretisierte Haftung für Vorstände das Korrektiv dar.

Die Einführung einer gesetzlich vorgesehenen Verpflichtung zur Einführung eines Risikomanagementsystems für umweltspezifische Risiken in diesem Zusammenhang würde eine Hervorhebung gegenüber anderen Risikokategorien bedeuten, deren Relevanz dann eine abgestufte wäre und die die unternehmerische Ermessensentscheidung zusätzlich einschränken würde. Sie ist daher kritisch zu sehen.

Eine Verstärkung und (einseitige) Betonung der Berücksichtigung von Umweltrisiken erscheint auch nicht notwendig. Es könnte vielmehr ausreichend sein, einerseits durch Vorgaben zur **Corporate Governance** Strukturen zu schaffen, die der Bedeutung der Berücksichtigung von Umweltrisiken Nachdruck verleihen (dazu 4.1.2), sowie andererseits über eine Zuspitzung von Berichtspflichten über Umweltrisiken indirekt die Einbeziehung solcher Risiken in das Risikomanagement zu fördern (dazu 4.2).

4.1.2 Corporate Governance

Im Folgenden werden mögliche Corporate Governance-Regelungen vorgestellt, mit denen eine Einbeziehung von Umweltrisiken in das Risikomanagement von Unternehmen erreicht werden könnte.

Corporate Governance ist kein fest definierter Begriff. Im weiteren Sinn bezeichnet es den gesetzlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens.⁷⁶ Die Regelungen können sowohl vom Gesetzgeber, von den Unternehmen selbst (Mitarbeiter, Aufsichts- und Verwaltungsrat) oder von diversen Dritten wie Interessensverbänden in Form von Gesetzen, Richtlinien, Verhaltensempfehlungen oder als Kodex veröffentlicht sein. Sie können verpflichtend ausgestaltet sein; in der Regel geben sie aber nur Empfehlungen ab, so genanntes „**soft law**“.⁷⁷

⁷⁵ Siehe dazu Lorenz, in Romeike (Hrsg.) Rechtliche Grundlagen des Risikomanagements, Berlin, 2008, S. 5 ff.

⁷⁶ Kirschbaum in Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 161, Rn. 4.

⁷⁷ Innerhalb der Gruppe des „soft law“ kann nach Geltungsbereich zwischen generellen Regelwerken für eine bestimmte, größere Gruppe von Unternehmen (z.B. Kodizes wie der Deutsche Corporate Governance Kodex) und unternehmensindividuellen Leitlinien unterschieden werden. Letztere sind nicht Gegenstand der Untersuchung, da von ihnen keine hinreichende Ausstrahlungswirkung auf das Geschehen an den Finanzmärkten insgesamt erwartet werden kann.

Vier Gestaltungsfelder werden unterschieden⁷⁸:

1. Die Festlegung der übergeordneten Zielsetzung des Unternehmens, die dem Topmanagement eine Handlungsmaxime bietet, um Interessenkonflikte zwischen den im Umfeld des Unternehmens agierenden Gruppen (Aktionäre, Gesellschafter, Mitarbeiter, Aufsichts- und Verwaltungsrat...) im Einzelfall zu bewältigen,
2. die Strukturen, Prozesse und Personen der Unternehmensführung, mit denen diese Zielsetzung erreicht werden soll,
3. die regelmäßige Evaluation der Führungsaktivitäten zur Bestandsaufnahme und kontinuierlichen Verbesserung der Modalitäten der Unternehmensführung, sowie
4. die pro-aktive Unternehmenskommunikation, um durch Herstellung von Transparenz das Vertrauen und damit die letztlich existenznotwendige Unterstützung der relevanten Bezugsgruppen des Unternehmens zu gewinnen und zu festigen.

Corporate Governance im engeren Sinn umfasst die Regeln für die Leitung von (börsennotierten) Kapitalgesellschaften, vor allem im Hinblick auf das Zusammenwirken von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung. Eine Konzentration auf börsennotierte Kapitalgesellschaften ist zu verzeichnen und wird im vorliegenden Endbericht auch aufgegriffen. Ausgangspunkt der Einführung von Corporate Governance Strukturen waren Auseinandersetzungen zwischen Aktionärsinteressen und Unternehmensführung. Für andere Unternehmensstrukturen und vor allem im Non-profit-Bereich sind – hier überwiegend freiwillige – Selbstverpflichtungen zur Profilbildung und Abgrenzung interessant. Das Instrument (möglichst) verpflichtender Corporate Governance ist hingegen bei börsennotierten Kapitalgesellschaften am weitesten ausgeprägt und erprobt und soll daher hier in den Vordergrund gestellt werden.

Corporate Governance in diesem Sinne beinhaltet grundlegende Pflichten zur Organisation und Führung einer Gesellschaft mit dem Ziel der Optimierung der Leitungs- und Kontrollorganisation des Unternehmens. In diesem Sinn wird im Folgenden untersucht, welche Möglichkeiten es gibt, durch Vorgaben mit Blick auf die Strukturen und Prozesse in der Unternehmensführung, die Rahmenbedingungen für eine Berücksichtigung von Umwelt- Risiken zu verbessern.

Deutscher Corporate Governance Kodex

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)⁷⁹ geht auf eine im Jahr 2001 vom damaligen Bundeskanzler Gerhard Schröder eingesetzte „Regierungskommission Corporate Governance“ (so genannte Baums-Kommission) zurück. Diese hatte den Auftrag, das deutsche System der Unternehmensführung und -überwachung zu untersuchen und mögliche Verbesserungsvorschläge zu erarbeiten. In ihrem Abschlussbericht empfahl die Kommission neben verschiedenen Änderungen des AktG und HGB die Formulierung eines

⁷⁸ Gabler Wirtschaftslexikon, <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/corporate-governance.html>.

⁷⁹ abrufbar unter www.corporate-governance-code.de.

Corporate Governance Kodex. Die daraufhin von der damaligen Justizministerin eingesetzte „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ übergab den von ihr erarbeiteten Kodex am Anfang 2002.

Die Mitglieder der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex werden vom Bundesjustizministerium ernannt. Der Regierungskommission obliegt es, den Kodex regelmäßig auf möglichen Anpassungsbedarf zu überprüfen. Die Kommission selbst ist in ihren inhaltlichen Entscheidungen völlig unabhängig.

Der Kodex selbst stellt ein so genanntes „soft law“⁸⁰ dar, es handelt sich um eine unverbindliche Verhaltensempfehlung zur Unternehmensleitung und Überwachung⁸¹ ohne rechtlichen Zwang zur Anwendung; der Kodex selbst ist ohne parlamentarische Legitimation entstanden, hat dementsprechend keine Gesetzeskraft.⁸² Gesetzeskraft allein entfaltet die Verpflichtung zur Abgabe der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG: Nach dieser Vorschrift sind Vorstände und Aufsichtsräte der deutschen börsennotierten Gesellschaften⁸³ einmal im Jahr dazu angehalten, eine öffentliche Erklärung darüber abzugeben, ob und in welcher Weise sie den im Kodex niedergelegten Empfehlungen entsprechen und, soweit dies nicht der Fall ist, die Abweichung offen zu legen (so genannte Entsprechungserklärung). Seit dem Inkrafttreten des BilMoG⁸⁴ besteht darüber hinaus die Verpflichtung für die Unternehmen, die Gründe für eine Abweichung zu veröffentlichen.⁸⁵ Der Gesetzgeber hat sich hierbei am englischen Vorbild und dem Grundsatz „comply or explain“ orientiert.⁸⁶ Der Adressatenkreis ist aufgrund der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes und des daraus resultierenden besonderen Informationsbedarfes ausgewählt worden. Daher lassen sich auch die börsennotierte KGaA und SE Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft) dazu zählen.⁸⁷ Die Kommission selbst möchte weiterhin mit dem Kodex auch nichtbörsennotierten Gesellschaften Informationen über Standards einer guten Corporate Governance vermitteln.⁸⁸

Die Anerkennung oder Ablehnung der Empfehlungen des Kodex als unverbindliche Verhaltensempfehlungen stehen im Ermessen von Vorstand und Aufsichtsrat. Die Präambel selbst stellt klar, dass von den Empfehlungen aus branchen- oder unternehmensspezifischen Gründen abgewichen werden kann. Es wird daher z.T. die Ansicht vertreten, dass eine offene Nichtbeachtung aller oder bestimmter Empfehlungen kein haftungsbegründendes

⁸⁰ Kirschbaum in Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 161, Rn. 3.

⁸¹ Hölter in ders. (Hrsg), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 42.

⁸² Hölter in ders. (Hrsg), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 3.

⁸³ Präambel DCGK, in der Fassung vom 26.05.2010.

⁸⁴ Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG) vom 25.05.2009, BGBl. I, S. 1102 ff.

⁸⁵ Hölter in ders. (Hrsg), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 2.

⁸⁶ Schwalbach, Joachim und Schwert, Anja. Discussion Paper „Corporate Governance und die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen“ (herunterzuladen unter: <http://www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/im/publikd/SchwalbachSchwert.pdf>).

⁸⁷ Siehe Wortlaut der Präambel: „Der Kodex richtet sich *in erster Linie* an börsennotierte Gesellschaften“, weitere Nachweise bei: Kirschbaum in Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 161, Rn. 11.

⁸⁸ Vetter in Henssler/Strohn (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 6.

Verhalten darstellt, und nur eine Übertragung der Kodex-Empfehlungen in die Satzung oder Geschäftsordnung eine Pflichtverletzung begründen kann.⁸⁹

Andererseits wird vertreten, dass auch dann, wenn keine Erklärung abgegeben wird, oder die Begründung von Abweichungen fehlt, die Erklärung unvollständig oder falsch ist, dies als Sorgfaltsverstoß gem. §§ 93 Abs. 1, 116 AktG zu werten sein muss. Hier kann eine Haftung im Innenverhältnis (gegenüber der Gesellschaft) oder im Außenverhältnis (gegenüber gesellschaftsfremden Dritten, insb. Aktionären oder Gläubigern) in Betracht kommen.⁹⁰

Die Verankerung des Kodex in § 161 AktG macht deutlich, dass – unabhängig davon, dass die Einhaltung der Empfehlungen selbst freiwillig ist – eine Erklärung, ob und, wenn ja, in welchem Umfang sich Vorstand und Aufsichtsrat an den Kodex gebunden fühlen möchten, verpflichtend ist und damit selbst zur Konkretisierung der Verhaltenspflichten nach § 93 Abs. 1 AktG beiträgt.

Abgekoppelt von der Frage, ob eine Pflichtverletzung in einer offenen Nichtbeachtung des Kodex und einer fehlenden Entsprechungserklärung gesehen werden kann – was hier ausdrücklich bejaht wird –, wird hingegen ein kausaler Schaden durch diese Pflichtverletzung nur schwer nachzuweisen sein. Selbst wenn der Fall eintritt, dass die Aktie einer börsennotierten Gesellschaft nachweislich an Wert verliert: § 161 AktG schützt den Kapitalmarkt als Institution und zielt nicht auf die Anleger als einen abgrenzbaren Personenkreis ab.⁹¹

Die Realität scheint von dieser Auslegungsfrage abgekoppelt. Einen ersten, von der Regierungskommission gefertigten Bericht über die Umsetzung und Einhaltung des Kodex veröffentlichte das Bundesjustizministerium im November 2010.⁹² Die Statistik zeigt, dass die Befolgung der Kodex-Regelungen auf einem hohen Niveau liegt, für 2010 liegt die Befolgungsquote bezogen auf die Empfehlungen bei 85,8 Prozent, bei den Anregungen bei 63,5 Prozent.⁹³ Es zeigt sich demnach, dass der Adressatenkreis des Kodex ein eigenes Interesse an einer Beachtung der Empfehlungen hat. Zur Begründung können die Erfahrungen mit Corporate Governance Strukturen aus den anglo-amerikanischen Kapitalmärkten dienen: Ausländische Studien haben gezeigt, dass Investoren Gesellschaften mit einer guten Corporate Governance durch höhere Bewertungen der Aktien honorieren. Zwar lassen erste deutsche Studien nicht darauf schließen, dass zurzeit die Einhaltung des Kodex zu signifikanten Veränderungen in der Bewertung auf den Kapitalmärkten führen⁹⁴, diese Tendenz zeichnet sich jedoch ab.⁹⁵

⁸⁹ Hölters in ders. (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 42 m.w.N.

⁹⁰ Vetter in Henssler/Strohn (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 25 m.w.N.; Kirschbaum in Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 161, Rn. 80.

⁹¹ Vetter in Henssler/Strohn (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 29.

⁹² http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/16122010/Governance_Bericht_Nov_2010.pdf.

⁹³ http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/16122010/Governance_Bericht_Nov_2010.pdf, S. 47.

⁹⁴ Hölters in ders. (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, München 2011, § 161, Rn. 1.

⁹⁵ Rede von Klaus-Peter Müller, Vorsitzender der Regierungskommission DCGK vom 16.12.2010 anlässlich der Veröffentlichung des ersten Berichts, abzurufen unter: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/16122010/Governance_Bericht_Nov_2010_Rede_Klaus_Peter_Mueller.pdf.

Grundsätzlich könnte eine Verankerung von spezifischen Empfehlungen für den Umweltbereich im Rahmen des DCGK ein wirksames Mittel zur Verbesserung der Berücksichtigung von Umweltrisiken sein. Denn der DCGK entfaltet trotz fehlender – also im Kodex selbst verankerter – Sanktionsmöglichkeiten tatsächliche Wirkung. Einer Studie 2012 für die Regierungskommission DCGK zufolge verspüren 41 % der befragten Unternehmen einen faktischen Zwang zur Umsetzung.⁹⁶ Für Vorstände und Aufsichtsräte bestehen starke Anreize zur Befolgung vor allem, um damit einen positiven „Signaling-Effekt“ zu erzielen. Umgekehrt kann die Nichtbeachtung negative Konsequenzen haben: Da die vom DCGK ausgehenden Anreize und Restriktionen größtenteils auf Markteffekten beruhen, fallen diese umso stärker aus, je mehr ein Unternehmen für die Kapitalbeschaffung auf die Kapitalmärkte angewiesen ist. Die Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechenserklärung nach § 161 AktG führt zu einer allgemeinen Bekanntheit des DCGK. Ferner kommt es durch sie zu einer Verstärkung der Regulierungswirkungen. Durch die Etablierung einer Rechtspflicht zur fristgerechten Abgabe einer inhaltlich richtigen Entsprechenserklärung bestehen für Vorstände und Aufsichtsräte bei Nichterfüllung mögliche Haftungsrisiken.⁹⁷

Der Deutsche Corporate Governance Kodex verfolgt in erster Linie die Zielsetzung, die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung für nationale wie internationale Investoren transparent zu machen, um so das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften zu stärken.⁹⁸ Im Vordergrund steht zunächst also die Kommunikationsfunktion des DCGK. Das deutsche Aktienrecht, das gerade ausländischen Investoren fremd und hoch reguliert vorkommt, soll in kompakter und verständlicher Form dargestellt werden. Damit soll ausländischen institutionellen Anlegern die standardisierte Bewertung der Unternehmensleitung und -kontrolle deutscher börsennotierter Gesellschaften erleichtert werden.⁹⁹

Darüber hinaus werden aber auch Empfehlungen in Bereichen gegeben, wo der deutsche Gesetzgeber (noch) Spielräume oder Lücken gelassen hat. Durch die rechtliche Unverbindlichkeit soll eine detaillierte und rigide positivrechtliche Kodifizierung vermieden werden, die den Unternehmen keine Flexibilität mehr erlauben würde. Dem Kodex kommt somit auch eine Ordnungsfunktion zu.

In diesem Bereich beschränken sich die Empfehlungen allerdings zumeist darauf, Entwicklungen auf internationaler Ebene schneller aufzunehmen und in das deutsche System einzupassen. Die Empfehlungen nehmen gesetzgeberische Aktivitäten somit zeitlich zumeist nur vorweg, wie z.B. bei den Empfehlungen zur Einrichtung eines Prüfungsausschusses (dazu sogleich).

⁹⁶ http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/Praesentation_Corporate_Governance_%20Report_April_2012.pdf

⁹⁷ Sebastian Henner Schwarz: Regulierung durch Corporate Governance Kodizes (2005) <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/schwarz-sebastian-henner-2005-07-07/HTML/chapter6.html>.

⁹⁸ Siehe <http://www.corporate-governance-code.de/>.

⁹⁹ Schwarz, a.a.O.

Es ist daher eher unwahrscheinlich, dass die Regierungskommission ohne vorherige Entwicklungen auf internationaler Ebene von sich aus Empfehlungen mit Blick auf die Einbeziehung von Umweltrisiken in Unternehmensentscheidungen erarbeitet. Aufgrund der Unabhängigkeit der Mitglieder ist der Einfluss von Politik und Gesetzgeber sehr begrenzt. Ein Ansatzpunkt könnte sein, bei der Besetzung der Kommission durch das Bundesjustizministerium eine möglichst plurale Besetzung im Hinblick auf Vertreter von Umweltinteressen anzustreben. Die momentane Besetzung berücksichtigt keine über die Belange des Kapitalmarktes hinausgehenden Interessen.¹⁰⁰ Gleichzeitig kann die Aufgabe an die Regierungskommission seitens der Politik gestellt werden, eben diese Fragestellung zu untersuchen: Wie können Umweltrisiken stärker berücksichtigt werden, welche strukturellen Anforderungen sind erforderlich? Ob damit eine stärkere Verankerung der Beachtung von Umweltrisiken über die in der Präambel allgemein gehaltene Verpflichtung, für „die nachhaltige Wertschöpfung des Unternehmens“ Sorge zu tragen, erreicht werden kann, ist fraglich.¹⁰¹

Zwischenergebnis: Der Deutsche Corporate Governance Kodex erscheint zunächst als ein guter Anknüpfungspunkt, da seine Empfehlungen trotz rechtlicher Unverbindlichkeit erhebliche Wirkungen entfalten. Aufgrund der Unabhängigkeit der Kommissionsmitglieder ist der Einfluss der Politik auf den Inhalt des Kodex aber sehr begrenzt. Möglich wäre nur, die Kommission um die Bearbeitung des Themas zu bitten – oder auch bei der Besetzung des Gremiums auf die Berücksichtigung von Umweltsachverstand zu achten.

Alternativ verbleibt der Weg gesetzlicher Vorgaben. In einem neu zu schaffenden § 161a AktG könnte beispielsweise die Verpflichtung eingeführt werden, neben der Erklärung zum Kodex eine Erklärung zu den Aktivitäten im Bereich des Umweltschutzes abzugeben oder zu erläutern, warum dies nicht erfolgt. In Anlehnung an das Vorgehen zum Corporate Governance Kodex könnte eine Regierungskommission Grundanforderungen über die Berichterstattung zu den umweltrelevanten Aktivitäten, Managementsystemen und Kenngrößen festlegen.¹⁰² Die Kommission könnte zum Beispiel ihre Geschäftsstelle beim Sachverständigenrat für Umweltragen haben. Denkbar wäre auch, Unternehmen zu einer Erklärung zum Deutschen Nachhaltigkeitskodex zu verpflichten.

¹⁰⁰ Mitgliederliste, abzurufen unter: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/mitglieder/index.html>.

¹⁰¹ Das Wuppertal Institut schlägt in seinem Feinanalysepaper „Materialeffizienz und Ressourcenschonung (2010)“, AP 4: Unternehmensnahe Instrumente und Ansatzpunkte – Finanzwirtschaftliche Instrumente vor, eine Enquete-Kommission „Ressourceneffizienz und Nachhaltigkeit im Finanzsektor“ des Deutschen Bundestages einzurichten. Dieser Kommission soll die Aufgabe zukommen, aktuelle und zukünftige Herausforderungen für den Finanzmarkt u.a. auch im Hinblick auf ökologische Aspekte aufzuzeigen. AP 4 (hier S. 63), abzurufen unter: http://ressourcen.wupperinst.org/downloads/MaRess_AP4_3.pdf.

¹⁰² Siehe zum Thema Berichterstattung auch die Kapitel 3.3 und 4.2.

Gesetzliche Vorgaben zum institutionellen (Umwelt-)Risikomanagement

Als Vorbild für die gesetzliche Gestaltung der Corporate Governance mit Blick auf die Verbesserung des Risikomanagements von Unternehmen kann weiterhin die Einrichtung eines **Prüfungsausschusses** durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz¹⁰³ (BilMoG) dienen.

Das BilMoG führte zu Änderungen u.a. in folgenden Gesetzen:

- Handelsgesetzbuch,
- Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch,
- Einkommensteuergesetz,
- Publizitätsgesetz,
- Aktiengesetz,
- SE-Ausführungsgesetz,
- Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung,
- GmbHG-Einführungsgesetz,
- Genossenschaftsgesetz,
- SCE-Ausführungsgesetz,
- Wirtschaftsprüferordnung.

Durch Verabschiedung des BilMoG im Mai 2009 wurden einerseits die Vorgaben der so genannten Abschlussprüfer-Richtlinie 2006/43/EG in deutsches Recht umgesetzt, die wiederum einer internationalen Entwicklung im Bereich Rechnungslegung und Corporate Governance folgten. Das Gesetz enthält so auch Vorgaben zum Prüfungsausschuss (auch: Finanz-, Bilanzausschuss bzw. Audit Committee), die im Folgenden betrachtet werden.

Prüfungsausschüsse waren in Deutschland zuvor nicht gesetzlich vorgeschrieben. Ihre Einrichtung wird allerdings seit dem Jahr 2002 vom Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) empfohlen¹⁰⁴ und hatte sich zwischenzeitlich zur gängigen Praxis der Aufsichtsräte größerer börsennotierter Gesellschaften entwickelt.

Durch das BilMoG werden Prüfungsausschüsse erstmals ausdrücklich konkret gesetzlich kodifiziert. Dabei können die einem Prüfungsausschuss zugewiesenen Aufgaben auch vom Aufsichts- oder Verwaltungsrat einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft übernommen werden, wenn dieser die für Prüfungsausschüsse aufgestellten Anforderungen bezüglich der Besetzung erfüllt (§ 324 Abs. 1 S. 1 HGB).

Im Aktienrecht *kann* der Aufsichtsrat gem. § 107 Abs. 3 S. 2 AktG von der Möglichkeit Gebrauch machen, einen Prüfungsausschuss einzurichten. Abs. 4 gibt dann verpflichtende Anforderungen an die Ausgestaltung vor, z.B. ist die Mitgliedschaft eines unabhängigen

¹⁰³ Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechtes vom 25.05.2009, BGBl. I, S. 1102 ff.

¹⁰⁴ Siehe 5.3.2. DCGK.

Finanzexperten erforderlich. Nach § 324 Abs. 1 HGB *muss* ein Prüfungsausschuss eingerichtet werden, wenn es sich um eine Kapitalgesellschaft gem. § 264d HGB (insb. eine kapitalmarktorientierte GmbH) ohne Aufsichts- oder Verwaltungsrat handelt.

Hintergrund waren Forderungen nach einer stärkeren Kontrolle der Geschäftsführung. Denn trotz des Bestehens eines Aufsichtsrates als Überwachungsorgan wurde besonders beim Auftreten von Unternehmenskrisen eine funktionale Schwäche der Aufgabenwahrnehmung der Aufsichtsräte angenommen.¹⁰⁵

Der Prüfungsausschuss selbst ist mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements, der Compliance und der Abschlussprüfung betraut.¹⁰⁶ Durch das BilMoG hat er eine herausragende Stellung eingenommen. Der Ausschuss dient der Steigerung der Effektivität der Aufsichtsarbeit.¹⁰⁷

Die wichtigsten Neuerungen mit Blick auf die interne Corporate Governance stellen dabei zum einen die Konkretisierung der Überwachungsaufgaben, sowie andererseits die Einführung des unabhängigen Finanzexperten als bedeutsame Maßnahme zur Verbesserung der Unternehmensüberwachung dar.

(a) Umweltsachverstand im Aufsichtsrat

Denkbar ist, Vorgaben bezüglich der Qualifikation eines Mitglieds des Aufsichtsrates bzw. des vom Aufsichtsrat bestellten Prüfungsausschusses zu machen.

Als Vorbild könnte insoweit die gesetzliche Verpflichtung zur Einbeziehung eines unabhängigen Experten für Rechnungslegung und Abschlussprüfung dienen. Gemäß § 100 Abs. 5 AktG muss bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften mindestens ein unabhängiges Mitglied des Aufsichtsrats über Sachverstand auf den Gebieten Rechnungslegung oder Abschlussprüfung verfügen.¹⁰⁸ Hinsichtlich des Kriteriums des Sachverstandes enthält das Gesetz keine weitere Konkretisierung. Allerdings führt die Gesetzesbegründung aus, dass sachverständig ist, wer „beruflich mit Rechnungslegung und/oder Abschlussprüfung befasst ist oder war“. Dies soll außer bei Angehörigen steuerberatender oder wirtschaftsprüfender Berufe auch angenommen werden „für Finanzvorstände, fachkundige Angestellte aus den Bereichen Rechnungswesen und Controlling, Analysten sowie langjährige Mitglieder in Prüfungsausschüssen oder Betriebsräte, die sich diese Fähigkeit im Zuge ihrer Tätigkeit durch Weiterbildung angeeignet haben“.¹⁰⁹

¹⁰⁵ Warncke, M., Prüfungsausschuss und Corporate Governance. Einrichtung, Organisation und Überwachungsaufgabe, Berlin 2005.

¹⁰⁶ Siehe auch 5.3.2. DCGK.

¹⁰⁷ Henssler in ders/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht Kommentar, München 2011, § 107 AktG, Rn. 26.

¹⁰⁸ Im Fall eines von einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft eingerichteten Prüfungsausschusses muss gem. § 107 Abs. 3 AktG mindestens ein Mitglied unabhängig sein und über Sachverstand auf den Gebieten Rechnungslegung oder Abschlussprüfung verfügen. Gem. § 324 Abs. 2 S.2 HGB gilt das Gleiche für Kapitalgesellschaften, die keinen Verwaltungs- oder Aufsichtsrat haben und gem. § 324 Abs. 1 HGB einen Prüfungsausschuss einrichten müssen.

¹⁰⁹ RegE, S. 102 [http://www.bmj.bund.de/files/-/3152/RegE_bilmog.pdf].

Die geforderte Unabhängigkeit des Aufsichtsratsmitglieds wird im Gesetz selbst nicht konkretisiert, die Begründung verweist auf die Kriterien der Empfehlung 2005/162/EG und des DCGK, wobei insbesondere geschäftliche oder persönliche Beziehungen zur Gesellschaft oder dem Vorstand eine Besorgnis der Befangenheit begründen können, welche einer Tätigkeit als unabhängiger Finanzexperte entgegensteht.¹¹⁰

In Anknüpfung an diese Regelung könnte die Ernennung eines unabhängigen Umweltexperten als Mitglied des Aufsichtsrates bzw. des Prüfungsausschusses gesetzlich vorgeschrieben werden. Dieser hätte – anders als beispielsweise der Umweltbeauftragte – nicht die Aufgabe, lediglich betriebliche Prozesse oder Organisationsabläufe auf umweltbezogene Verbesserungen hin zu überprüfen. Stattdessen beteiligt er sich an operativen und strategischen Entscheidungen der Ausrichtung des Unternehmens, die auf Umweltaspekte und den damit verbundenen Risiken gerichtet sind. Allerdings dürfte es schwierig sein, in einer Person die für ein Unternehmen relevante Umweltexpertise gebündelt zu finden. Auch die Hebelwirkung, die mit einer solchen Person für die Integration von Umweltrisikobelangen in das unternehmensinterne Risikomanagement verbunden wäre, wäre in hohem Maße abhängig von der Durchsetzungsfähigkeit dieser Person.

Um der Tatsache mangelnder Einflussnahme innerhalb des Prüfungsausschusses zu begegnen, erscheint die Einrichtung eines Gremiums, in dem der Sachverstand verschiedener, für das Unternehmen relevanter Umweltexperten gebündelt wird, überlegenswert.

(b) Schaffung eines Ausschusses mit Umwelt-Know-how

Wie dargestellt, könnte die Verpflichtung zur Etablierung einer unternehmensinternen eigenständigen Umwelt-Kompetenz ein sinnvoller Weg sein, um die Beurteilung unternehmens- und umweltbezogener wirtschaftlicher Risiken zu verbessern. Denkbar wäre z.B. analog der fakultativen Bestellung des Prüfungsausschusses, in § 107 Abs. 3 AktG auch die Schaffung eines Ausschusses mit der Aufgabe anzuregen, Grundsätze für die Identifizierung, Bewertung und Vermeidung von Umweltrisiken zu entwickeln und dem Vorstand entsprechende Vorgaben zur Ausgestaltung des Risikomanagements zu geben.

Ausrichtung der Vorstandsvergütung an Erreichung von Nachhaltigkeitszielen

Flankierend könnte auch die Vorstandsvergütung stärker an der Umweltleistung eines Unternehmens ausgerichtet werden, zumindest insoweit die finanzielle Nachhaltigkeit dadurch nicht in Frage gestellt wird. So haben Anfang 2010 zwei niederländische Firmen, der Briefzusteller TNT und das Chemieunternehmen DSM, angekündigt, ihre Vorstandsvergütung in Zukunft anteilig auch von der Erfüllung von Umweltleistungsindikatoren abhängig zu machen.

Einen möglichen Anknüpfungspunkt im deutschen Rechtsraum bietet das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom 5. August 2009. So wird § 87 Abs.1 S. 2 AktG so verändert, dass die Vergütungsstruktur bei börsennotierten

¹¹⁰ 5.4.2. DCGK.

Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten ist. Konkret bedeutet dies, dass variable Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bemessungsgrundlage (3 bis 4 Jahre) haben müssen (§ 87 Abs. 1 S.3). Aktienoptionen und vergleichbare Vergütungselemente müssen eine Sperrfrist von vier (bisher zwei) Jahren aufweisen (§ 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG).

Auch hinsichtlich der Vorstandsvergütung würde der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) über die in den Punkten 4.1.1 und 4.2.3 festgeschriebenen Ziele einer „nachhaltigen Wertschöpfung“ bzw. „nachhaltigen Unternehmensentwicklung“ Anknüpfungspunkte für eine Konkretisierung bieten. Das Thema Vorstandsvergütung bildet den Fokus der Regierungskommission DCGK 2012/2013 zu möglichen Anpassungen des Kodex.¹¹¹ Das Thema Nachhaltigkeit könnte in Zuge dieser Diskussion von politischer Seite eingebracht werden.

Zwischenergebnis: Durch eine ausdrücklichere Identifizierung und Benennung der aus Umweltsicht zu beachtenden Risiken kann eine Verbesserung des Managements von Umweltrisiken herbeigeführt werden. Ansatzpunkte hierfür sind:

- eine im Hinblick auf Umweltsachverstand personelle Verstärkung der Regierungskommission Corporate Governance als Grundlage für die Berücksichtigung von Umweltrisikomanagement im Kodex selber *oder/und*
- die gesetzliche Verpflichtung zur Abgabe einer Erklärung zu Aktivitäten im Bereich des Umweltschutzes (mit der Festlegung von Grundanforderungen durch eine eigens einberufene Regierungskommission), oder zum Deutschen Nachhaltigkeitskodex *oder/und*
- die gesetzliche Verpflichtung, auf der Leitungsebene von Unternehmen personell oder durch ein eigenes Gremium Umweltsachverstand zu generieren *oder/und*
- die stärkere Ausrichtung der Vorstandsvergütung an Nachhaltigkeitszielen.

Um den Verwaltungsaufwand für kleinere und mittlere Unternehmen zu begrenzen, wird vorgeschlagen, eine Regelung auf kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften im Sinne des § 264d HGB zu begrenzen.

4.2 Informationspflichten von Kapitalnehmern

Um eine ausreichende Bewertungsgrundlage für Auswirkungen von durch ein Unternehmen verursachten Umweltrisiken auf den Unternehmenserfolg zu erhalten, ist es unerlässlich, diese Unternehmen – letztlich auch gesetzlich – zu verpflichten, den Investoren die dafür notwendigen Informationen zur Verfügung zu stellen.

Damit die dadurch generierten Informationen von den Finanzmarktakteuren sinnvoll und aussagekräftig interpretiert werden können, bedarf es verpflichtender und einheitlicher

¹¹¹ Pressemitteilung Regierungskommission DCGK vom 16.05.2012.

Standards, mögliche oder tatsächlich vorhandene Umweltrisiken aufzuzeigen, da nur so ein Vergleich mit anderen Unternehmen – innerhalb derselben Branche – ermöglicht wird.

Welche Faktoren – ob quantitativer oder qualitativer Art – dabei entscheidend sind, wird festzulegen sein. Die erforderlichen Kriterien sind entwickelt und werden bereits in der Praxis angewendet. Möglich erscheint beispielsweise eine Anlehnung an die GRI-Standards (*Global Reporting Initiative*), die auch vom Deutschen Nachhaltigkeitskodex aufgegriffen werden.¹¹² Die – freiwillige – Nachhaltigkeitsberichterstattung der Unternehmen kann Aufschluss geben, wie die Faktoren entwickelt werden können.

Im Folgenden werden verschiedene Möglichkeiten der Verankerung der Informationspflichten untersucht und Vorschläge für rechtliche Änderungen gemacht. Nachdem im Kapitel zuvor (4.1. Corporate Governance) schon auf die prinzipielle Möglichkeit hingewiesen wurde, Unternehmen zur Abgabe einer Erklärung über Umweltrisiken zu verpflichten, liegt der Fokus in diesem Unterkapitel auf gesetzlichen Vorgaben für die so genannte **Finanzberichterstattung**. Die Finanzberichterstattung ruht auf zwei Säulen. Die erste umfasst die traditionelle **Rechnungslegung** in Form der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung. Dazu zählen bei Kapitalgesellschaften zusätzlich noch die Erläuterungen in einem Anhang als formaler Bestandteil des Jahresabschlusses. Die zweite Säule ist die so genannte „erweiterte Finanzberichterstattung“. Sie ergänzt den Jahresabschluss und besteht aus dem Lage- bzw. dem Konzernlagebericht. Um die Ansatzpunkte und Spielräume zu beschreiben, die durch die aktuelle Rechtslage gegeben sind, werden zunächst die bestehenden rechtlichen Voraussetzungen dargestellt, insbesondere mit Blick auf Vorgaben zur Darstellung umweltbezogener Unternehmensdaten.

Die Europäische Kommission hat im April 2011 angekündigt, im Laufe des Jahres 2012 einen Gesetzgebungsvorschlag „zur Transparenz der Sozial- und Umweltberichterstattung der Unternehmen aller Branchen“ vorzulegen.¹¹³ Von Sommer 2011 bis Januar 2012 tagte eine hierfür eingerichtete Expertengruppe. Die meisten Mitglieder hier waren der Ansicht, nur große Unternehmen zu adressieren.¹¹⁴ Auf relativ großen Zuspruch schien ein Ansatz zu stoßen, nachdem ein Statement im Jahresbericht von Unternehmen verpflichtend sein würde; ein umfassender Report aber freiwilligen Charakter im Sinne vom „comply or explain“ hätte. Die meisten Experten vertraten zudem die Ansicht, dass die Unternehmen flexibel bleiben sollten hinsichtlich der zu behandelnden Aspekte.

Auf deutscher Ebene brachten die Bundestagsfraktion von BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN im Mai 2012 einen Entschließungsantrag in das Parlament ein, in dem die Bundesregierung aufgefordert wird, „Unternehmen gesetzlich zu verpflichten, Informationen zu sozialen und ökologischen Aspekten ihrer Geschäftstätigkeit“ zu veröffentlichen. Die Verpflichtung solle auch für KMU gelten, wobei deren Kapazitäten Rechnung zu tragen sei. Es solle auch

¹¹² <http://www.globalreporting.org/Home>.

¹¹³ MITTEILUNG DER KOMMISSION: Binnenmarktakte „Zwölf Hebel zur Förderung von Wachstum und Vertrauen: ‚Gemeinsam für neues Wachstum‘“; SEC(2011)467, 13. April 2011

¹¹⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/committees/disclosure_en.htm

geprüft werden, inwieweit Sanktionen für den Fall von Verstößen gegen die Offenlegungspflichten festgelegt werden könnten.

4.2.1 Finanzberichterstattung

Jahresabschluss

Im Jahresabschluss spielen Umweltaspekte insoweit eine Rolle, als dass mit ihnen **quantifizierbare finanzielle Auswirkungen** verbunden sind. Neben den tatsächlichen Verbindlichkeiten, die auf Grundlage einer rechtlichen Leistungsverpflichtung des Unternehmens Dritten gegenüber bestehen, sind im Sinne der **dynamischen Bilanzauffassung** auch so genannte „schwebende Nachleistungen“ zu passivieren. Hierbei handelt es sich um ungewisse Verbindlichkeiten, deren zeitlicher Anfall und/oder deren Höhe bei Bilanzaufstellung noch ungewiss sind, also auch um potentielle Schädigungen der Umwelt. Die ungewissen Verbindlichkeiten sind als Rückstellungen auszuweisen (§ 249 HGB). Ein anderes Beispiel ist die Abschreibung von Investitionen im Umweltbereich.¹¹⁵

Gesetzliche umweltspezifische Rechnungslegungsvorgaben existieren nicht. Dafür wird auch kein Bedarf gesehen, da bei der Berücksichtigung dieser Faktoren lediglich allgemeine Regeln der Rechnungslegung auf finanzielle Vorgänge im ökologischen Bereich angewendet werden.¹¹⁶

Erweiterte Finanzberichterstattung

Von besonderer Bedeutung für eine Beurteilung der umweltbezogenen Exponiertheit eines Unternehmens ist allerdings der **Lagebericht**, da er neben den sich bereits rein finanziell auszudrückenden Aspekten weiterführende Umweltbelange enthalten kann bzw. muss und somit eine weit bessere Grundlage für die Bewertung umweltbezogener Auswirkungen auf die (wirtschaftliche) Lage des Unternehmens darstellt. Anknüpfungspunkt für eine an Umweltrisiken orientierte Berichterstattung bietet insoweit die ausdrückliche Bezugnahme auf Umwelt- (und Arbeitnehmer-)belange in den gesetzlichen Vorschriften zur (Konzern-) Lageberichterstattung.

(a) Bestehende Vorgaben zur umweltbezogenen Lageberichterstattung

Während die grundsätzliche Pflicht zur Erstellung eines Lageberichts sehr weit gefasst ist und sich auf alle mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften erstreckt¹¹⁷, ist durch das

¹¹⁵ Scharlau, Jan; Socially Responsible Investment. Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank und Wirtschaftsrecht, Berlin 2009, S. 124.

¹¹⁶ Scharlau, a.a.O., S. 195.

¹¹⁷ Eine große bzw. mittelgroße Kapitalgesellschaft liegt dann vor, wenn bestimmte Größenmerkmale bezogen auf Bilanzsumme, Umsatz oder Anzahl der Arbeitnehmer an den Abschlussstichtagen von zwei aufeinander folgenden Geschäftsjahren überschritten werden (vgl. § 267 Abs. 2,3 und 4 HGB). Ebenfalls verpflichtet, einen Lagebericht aufzustellen, sind eingetragene Genossenschaften (eG) und alle unter das Publizitätsgesetz (PublG) fallenden Gesellschaften, außer Einzelkaufleuten und Personenhandels-

Bilanzrechtsreformgesetz die Lageberichterstattung nur für große Kapitalgesellschaften im Sinne des § 267 Abs. 3 HGB um ökologische Aspekte erweitert worden. **Konzerne** müssen gem. § 315 HGB unabhängig von ihrer Größe über bedeutsame nichtfinanzielle, umweltbezogene Leistungsindikatoren berichten.¹¹⁸ Aufgrund der im Dezember 2004 im Rahmen des Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) vorgenommenen Änderungen der §§ 289 und 315a HGB sind große Kapitalgesellschaften (vgl. § 267 Abs. 3 HGB) bzw. Konzerne (vgl. § 290 HGB) gem. § 289 Abs. 3 bzw. § 315 Abs. 1 HGB verpflichtet, im Lagebericht/Konzernlagebericht **nichtfinanzielle Leistungsindikatoren**, wie Informationen über Umwelt- und Arbeitnehmerbelange, zu berücksichtigen.¹¹⁹

„...In die Analyse [des Geschäftsverlaufs] sind die für die Geschäftstätigkeit bedeutsamsten finanziellen Leistungsindikatoren einzubeziehen [...] Satz 3 gilt entsprechend für nichtfinanzielle Leistungsindikatoren, wie Informationen über Umwelt- und Arbeitnehmerbelange, soweit sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage von Bedeutung sind.“ (§ 315 Abs. 1 S. 3 und 4 HGB)

Das Gesetz definiert weder, was unter einem finanziellen, noch was unter einem nichtfinanziellen Leistungsindikator zu verstehen ist und gewährt mit dem Begriff „soweit“ den berichterstattenden Unternehmen einen erheblichen Ermessensspielraum hinsichtlich der diesbezüglichen Darlegungen.

In der Literatur wird ein Indikator definiert als „ein für das Verständnis der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft notwendiger Einflussfaktor“. Dabei ist die Messbarkeit nicht primär ausschlaggebend. Indikatoren müssen branchenbezogenen Besonderheiten Rechnung tragen und Vergleiche mit anderen Branchenunternehmen ermöglichen.¹²⁰

Unter finanziellen Leistungsindikatoren sind nach der Gesetzesbegründung hauptsächlich folgende Merkmale zu verstehen:

- Ergebnisentwicklung,
- Ergebniskomponenten,
- Liquidität,
- Kapitalausstattung.

gesellschaften, soweit sie die gleichen Größenmerkmale erfüllen. Unabhängig von der Größe müssen Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie Versicherungsunternehmen jedweder Rechtsform einen Lagebericht aufstellen.

¹¹⁸ Ein Konzern liegt dann vor, wenn ein (Mutter-)Unternehmen zu mindestens einem anderen rechtlich selbstständigen Unternehmen (Tochterunternehmen) in einem besonderen Verhältnis steht in der Art, dass eine wirtschaftliche Abhängigkeit (einheitliche Leitung der Tochter durch die Mutter und/oder durch finanzielle Beherrschung infolge des mehrheitlichen Besitzes der Unternehmensanteile) besteht. Das Gesamtgebilde von Mutter- und Tochter-Unternehmen heißt Konzern. Gem. § 290 HGB besteht für die Mutter die Pflicht zur Aufstellung eines Konzernabschlusses und eines Konzernlageberichtes.

¹¹⁹ Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sind dem gleichgestellt; vgl. §§ 341, 341 a und 341 j HGB.

¹²⁰ A.a.O. Rn. 86.

Nach der Gesetzesbegründung sind neben den bereits gesetzlich genannten „Umwelt- und Arbeitnehmerbelange“ weitere nichtfinanzielle Leistungsindikatoren z.B.¹²¹

- die Entwicklung des Kundenstamms,
- das Humankapital,
- der Bereich Forschung und Entwicklung,
- Maßnahmen des Sponsorings oder karitative Zuwendungen, die der gesellschaftlichen Reputation des Unternehmens dienen.

Anhaltspunkte, was unter *umweltbezogenen* Leistungsindikatoren zu verstehen ist, können der in der Gesetzesbegründung in Bezug genommenen europäischen „Empfehlung der Kommission vom 30. Mai 2001 zur Berücksichtigung von Umweltaspekten in Jahresabschluss und Lagebericht von Unternehmen: Ausweis, Bewertung und Offenlegung“¹²² entnommen werden. Auch wenn diese Vorgaben nicht durch den deutschen Gesetzgeber in § 289 HGB unmittelbar in Bezug genommen worden sind, so wird durch den Hinweis in der Gesetzesbegründung zumindest deutlich, was vom Gesetzgeber mit nichtfinanziellen umweltbezogenen Leistungsindikatoren gemeint gewesen ist.

Mit Blick auf quantitative Indikatoren enthält die Kommissionsmitteilung die Empfehlung, im Lagebericht in absoluten Zahlen ausgedrückte quantitative Angaben (vorzugsweise in physikalischen Einheiten und nicht in Geld ausgedrückt) über Emissionen und Energie-, Material- und Wasserverbrauch in der Berichtsperiode zu machen, jeweils mit Vergleichswerten für die vorausgegangene Periode. Die Daten sollten darüber hinaus zum besseren Verständnis ihrer relativen Bedeutung und Entwicklung wertmäßig zu Größen, die in der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung erscheinen, in Beziehung gesetzt werden.

Auszug aus der EU-Kommissionsempfehlung mit Hinweisen zur Offenlegung mit dem Umweltschutz zusammenhängender Aspekte im Lagebericht

Offenlegung im Lagebericht und konsolidierten Lagebericht

2. Sind Umweltschutzaspekte für das finanzielle Ergebnis und den finanziellen Status des Unternehmens oder seine Entwicklung von Bedeutung, so sind auf der Grundlage der in Artikel 46 Absatz 1 und 2 der Vierten Richtlinie und Artikel 36 Absatz 1 und 2 der Siebten Richtlinie niedergelegten Bestimmungen über den Inhalt des Lageberichts und des konsolidierten Lageberichts diese Aspekte in dem entsprechenden Bericht zu beschreiben und die sich darauf beziehenden Reaktionen des Unternehmens darzustellen. Hierbei ist auch ein angemessener Überblick über die Entwicklung der Geschäftstätigkeit und der Finanzlage des Unternehmens zu geben, soweit sich Umweltschutzaspekte direkt hierauf auswirken können. Zu diesem Zweck wird empfohlen, folgende Informationen offen zu legen:

a) die allgemeine Umweltstrategie des Unternehmens und die von ihm beschlossenen Umweltschutzprogramme, insbesondere hinsichtlich spezifischer Maßnahmen zur Verhütung von Umweltschäden. Für die Adressaten des Lageberichts ist es wichtig, sich vergewissern zu können, in welchem Maße der Umweltschutz ein Bestandteil der Politik und der Aktivitäten des Unternehmens ist. Gegebenenfalls könnte hier auch auf die Einführung eines Umweltschutzsystems und die sich daraus ergebende Übereinstimmung mit einschlägigen Normen und Zertifizierungen verwiesen werden;

b) die auf wesentlichen Gebieten des Umweltschutzes erzielten Fortschritte. Diese Information ist besonders nützlich, wenn die Leistungen des Unternehmens in Bezug auf bestimmte, quantifizierte Ziele (z. B. Emissionen in den letzten fünf

¹²¹ Entwurf für ein Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung (Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG), S. 64,
<http://www.bmj.bund.de/media/archive/654.pdf>.

¹²² ABI. EG Nr. L 156 S. 33.

Jahren) objektiv und transparent dargestellt sind und auch erkennbar ist, aus welchen Gründen möglicherweise erhebliche Abweichungen aufgetreten sind;

c) inwieweit im Rahmen der geltenden Rechtsvorschriften oder in Bezug auf zukünftige, im Wesentlichen bereits verabschiedete rechtliche Bestimmungen vom Unternehmen die erforderlichen Umweltschutzmaßnahmen durchgeführt wurden bzw. derzeit durchgeführt werden;

d) *gegebenenfalls und je nach Art und Umfang des Geschäftsbetriebs des Unternehmens sowie der Art der für das Unternehmen relevanten Umweltfragen, Informationen über umweltbezogene Unternehmensdaten wie Energie-, Material- und Wasserverbrauch, Emissionen, Abfallentsorgung usw.*
Diese Informationen könnten nützlicher Weise in Form quantitativer Öko-Effizienz-Indikatoren gegeben werden, die gegebenenfalls nach Geschäftsbereichen aufgeschlüsselt werden sollten. Besonders relevant sind in absoluten Zahlen ausgedrückte quantitative Angaben über Emissionen und Energie-, Material- und Wasserverbrauch in der Berichtsperiode, jeweils mit Vergleichswerten für die vorausgegangene Periode (1). Die Daten sind vorzugsweise in physikalischen Einheiten und nicht in Geld auszudrücken; zum besseren Verständnis ihrer relativen Bedeutung und Entwicklung könnten wertmäßige Angaben in Beziehung gesetzt werden zu Größen, die in der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung erscheinen;

5. [...].

d) umweltbedingte Eventualverbindlichkeiten gemäß Artikel 43 Absatz 1 Ziffer 7 der Vierten Richtlinie und Artikel 34 Absatz 7 der Siebenten Richtlinie, mit ausreichend detaillierten Beschreibungen, um den Charakter dieser Eventualverbindlichkeiten verständlich zu machen. Wenn erhebliche Bewertungsprobleme bestehen, die es unmöglich machen, die Höhe einer Umweltverbindlichkeit einzuschätzen, sollte dieser Umstand unter Erklärung der Gründe für die Ungewissheit und nach Möglichkeit auch mit Angaben über die Bandbreite der möglichen Ergebnisse offen gelegt werden. [...]

6. [...]

a) für jede wesentliche Umweltverbindlichkeit eine Beschreibung der Art der Verbindlichkeit und Angaben über die Zeit und die Bedingungen ihrer Abgeltung. Eine Erklärung des Schadens und der Gesetze oder Vorschriften, die seine Behebung oder die Durchführung oder Entwicklung von Vorbeugungsmaßnahmen verlangen. Wenn sich Art und Bedingungen der Posten hinreichend ähnlich sind, können diese Informationen in zusammengefasster Form offen gelegt werden. Wenn die Höhe der Kosten aufgrund einer Bandbreite verschiedener Beträge geschätzt wurde, sollte die Herleitung der Schätzung beschrieben werden, wobei anzugeben wäre, welche möglicherweise zu erwartenden Änderungen in den Rechtsvorschriften oder der verfügbaren Technologie sich in den unterschiedlichen Beträgen niederschlagen, [...]

Mit der Zielrichtung, die Gesellschafterinteressen bzw. die Interessen der Gläubiger zu schützen, hat der Gesetzgeber zwar die Berichtspflicht auf solche Umweltschutzbelange begrenzt, die für die Lage der Gesellschaft bedeutsam ist. Damit ist jedoch zugleich gesagt, dass auch quantitative Indikatoren zu berichten sind, wenn sie zur Beurteilung der Lage der Gesellschaft relevant sind. Somit ist die Entscheidung darüber, ob und welche nicht-finanziellen Leistungsindikatoren in den Lagebericht aufzunehmen sind, nur in jedem Einzelfall in Abhängigkeit von Branche, Unternehmensgröße und allgemeinem wirtschaftlichen Umfeld zu klären.¹²³

Zwischenergebnis: Es kann festgehalten werden, dass es aufgrund der gesetzlichen Vorgaben bereits nötig ist, umweltbezogene Kennzahlen zu berichten. Jedoch kann die Hürde der Bedeutsamkeit für die zukünftige Geschäftsentwicklung relativ hoch sein, dies impliziert der Wortlaut des § 315 Abs. 1 HGB, der die Einbeziehung umweltrelevanter Leistungsfaktoren berücksichtigt, „soweit“ sie für die Entwicklung und Lage des Unternehmens relevant sind.

¹²³ Vgl. Schimpf-Döriges (2007), Umweltschutzverpflichtungen in der Rechnungslegung nach HGB und IFRS S. 133 m.w.N.

Entscheidend ist, dass zurzeit eine verbindliche Konkretisierung der rechtlichen Vorgaben zur Veröffentlichung umweltbezogener Informationen fehlt. Es gibt keinen einheitlichen Standard, anhand welcher Indikatoren umweltbezogene Informationen (inklusive der Unterscheidung nach Branchen) veröffentlicht werden, um für die Kapitalgeber die zukünftige Geschäftsentwicklung zu beurteilen.

Dies hat dazu geführt, dass es eine Vielzahl (privater) internationaler Initiativen gibt, die sich die Entwicklung von umweltbezogenen Leistungsindikatoren zum Ziel gesetzt haben. In der Praxis wird die Anwendung von Indikatoren daher sehr unterschiedlich gehandhabt. Die Vielzahl der unterschiedlichen Initiativen erschwert die Etablierung eines einheitlichen Standards und erhöht die Unübersichtlichkeit der Entwicklungen. Ohne eine Vergleichbarkeit sind diese – erweiterten – Finanzberichterstattungen daher für Finanzanalysten nur von geringem Nutzen. Notwendig ist daher die Vorgabe verbindlicher Standards, die ebenso regelt, ab welcher Größenordnung (etwa in Relation zum Wert der Aktie oder zur Größe des Unternehmens) die Relevanz dieser umweltrelevanten Faktoren in der Regel gegeben ist.

Zwangsläufig bedarf es einer Beschränkung der in den unterschiedlichen Vorarbeiten verschiedener Initiativen aufgestellten Indikatoren.¹²⁴ Im Folgenden wird untersucht, welche Möglichkeiten es gibt, ggf. auf der Grundlage bestehender Standards verbindlichere Vorgaben zu etablieren.

(b) Untersuchung der Möglichkeiten zur Verankerung verbindlicher Standards

Eine – parlamentarisch getroffene – gesetzliche Festlegung der Standards scheidet aufgrund des notwendigen hohen Detaillierungsgrades, der sich u.a. aus der Differenzierung nach Branchen ergibt, aus. Zudem muss hier von einem häufigeren Verbesserungs- bzw. Konkretisierungsbedarf ausgegangen werden, so dass über die Stellungnahme der EU-Kommission hinaus andere Institutionen in den Blick genommen werden müssen. Bislang beschränken sich die unionsrechtlichen und nationalen gesetzlichen Regelungen auf die Festlegung grundlegender Prinzipien. Die Ausgestaltung in Form von detaillierten Standards wird weitgehend den von den privaten Unternehmen getragenen Standardisierungsorganisationen übertragen. Zunächst werden daher die Möglichkeiten der Erarbeitung von Standards im Rahmen der bestehenden Standardisierungsorganisationen betrachtet. Anschließend wird auch die Möglichkeit der Erarbeitung einer Rechtsverordnung in den Blick genommen.

(1) Konkretisierung als Deutsche Rechnungslegungsstandards

Seine inhaltliche Konkretisierung erlangt der Lagebericht weitgehend durch die Verlautbarung des Deutschen Rechnungslegung Standards Committee (DRSC e.V.). Allerdings gelten die vom DRSC erarbeiteten Standards gem. § 315 HGB unmittelbar nur für Unternehmen, die einen Konzernlagebericht aufstellen. Die Empfehlung des DRSC, die „DRS Lageberichterstattung“ auch auf den Lagebericht von Einzelunternehmen gem. § 289 HGB anzuwenden, hat keinen verbindlichen Charakter.

¹²⁴ BMU (2009): Was Investoren wirklich wollen, Nachhaltigkeit in der Lageberichterstattung, S. 6.

Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurde 1998 in das HGB die Möglichkeit zur Einbindung interessierter Kreise in die Entwicklung von Rechnungslegungsstandards eingeführt. Auf dieser Grundlage wurde das DRSC gegründet und durch Vertrag mit dem Bundesministerium der Justiz als privates Rechnungslegungsgremium im Sinne von § 342 HGB anerkannt (Standardisierungsvertrag). Die Aufgaben, die innerhalb des DRSC konkret vom Deutschen Standardisierungsrat (DSR) wahrgenommen werden, ergeben sich aus § 342 Abs. 1 HGB. Die wichtigste Aufgabe besteht in der Entwicklung von Empfehlungen zur Anwendung der Grundsätze über die Konzernrechnungslegung.

Ihre rechtliche Bedeutung erhalten die vom DRSC verabschiedeten Empfehlungen zur Anwendung der Grundsätze über die Konzernrechnungslegung über § 342 Abs. 2 HGB. Danach gilt die gesetzliche Vermutung, dass die Empfehlungen den die Konzernrechnungslegung betreffenden Grundsätzen einer ordnungsgemäßen Buchführung (GoB) entsprechen, wenn diese Empfehlungen vom Bundesministerium der Justiz (BMJ) bekannt gemacht worden sind. Faktisch kommt ihnen damit eine hohe Bindungswirkung zu, rechtlich betrachtet kann eine gerichtliche Überprüfung im Einzelfall jedoch auch zu dem Ergebnis kommen, dass ein Verhalten, das sich an einer solchen Empfehlung orientiert, nicht den GoB entspricht.

Hintergrund des § 342 HGB ist, dass der Gesetzgeber hinsichtlich der Definition von GoB keine Gesetzgebungskompetenz an Private delegieren kann, da die Rechnungslegung grundlegende Rechtspositionen von Anteilseignern, Fremdkapitalgebern und sonstige Gläubigern berührt. Über den Umweg einer widerlegbaren gesetzlichen Rechtsvermutung sollte das Ziel erreicht werden, den Empfehlungen de facto die Wirkung von Rechtsnormen zukommen zu lassen, um eine faktische Durchsetzungskraft zu erlangen.¹²⁵

Der DRSC ist ein eingetragener Verein. Essentielles Gremium ist der Deutsche Standardisierungsrat (DSR), der insbesondere also die Aufgabe hat, Empfehlungen zur Anwendung der Grundsätze über die Konzernrechnungslegung zu entwickeln (so genannte Standards).¹²⁶ Die Mitglieder des DSR werden vom Vorstand des DRSC gewählt. Der Standardisierungsrat besteht aus bis zu neun Mitgliedern, die auf die Dauer von höchstens vier Jahren bestellt werden. Die Mitglieder des DSR üben ihre Tätigkeit unabhängig aus. Sie dürfen sich keinen Weisungen des Vorstands, der Vereinsmitglieder, des Bundesministeriums der Justiz oder sonstiger Organisationen unterwerfen und solche nicht annehmen.¹²⁷ Die Mitglieder des DSR müssen Rechnungsleger sein. Rechnungsleger sind dabei „alle Personen, die mit entsprechender Qualifikation die Handelsbücher oder die sonstigen in § 257 Abs. 1 Nr. 1 HGB bezeichneten Unterlagen für Kapitalgesellschaften oder andere Unternehmen im Anstellungsverhältnis oder freiberuflich führen bzw. erstellen. Weiterhin sind Rechnungsleger Personen, die als Wirtschaftsprüfer, vereidigte Buchprüfer,

¹²⁵ Küting, Karlheinz/Dürr, Ulrike/Zwirner, Christian, Das Deutsche Rechnungslegung Standards Committee – Standortbestimmung und künftige Aufgabenschwerpunkte, in: *Betrieb und Wirtschaft* 2003, S. 133-138 (134).

¹²⁶ vgl. § 2 Abs. 1b) der Satzung.

¹²⁷ Vgl. § 8 Abs. 4 der Satzung des DSR.

Steuerberater, Rechtsanwälte oder mit vergleichbarer Qualifikation auf dem Gebiet der Rechnungslegung prüfend, beratend, lehrend, überwachend oder analysierend tätig sind...“¹²⁸

Der zwischen dem DRSC und dem BMJ geschlossene Standardisierungsvertrag¹²⁹ sieht in § 1 Abs. 3 vor, dass das BMJ das DRSC bei allen Gesetzgebungsvorhaben, die die Rechnungslegung betreffen, in geeigneter Form beteiligt. § 3 regelt, dass „Ersuchen des BMJ auf Durchführung von Standardisierungsarbeiten bevorzugt bearbeitet werden“ sollen, und dass das BMJ zur Durchführung einer Standardisierungsarbeit eine angemessene Frist setzen kann. Während dieser Frist wird das BMJ entsprechende Regelungen, sofern diese nicht der Gesetzgebung oder dem Vollzug von Gesetzen dienen sollen oder sonstige öffentliche Interessen es erforderlich machen, weder selbst aufstellen noch durch Dritte aufstellen lassen. Wird ein Standard innerhalb der gesetzten Frist nicht fertig gestellt, so legt das DRSC dem BMJ einen Bericht vor. Das BMJ entscheidet, ob es einer Fristverlängerung zustimmt oder eine eigene Regelung trifft.

Grundsätzlich bestünde demnach seitens der Bundesregierung die Möglichkeit, die Schaffung von Standards zur Berichterstattung umweltbezogener Leistungsindikatoren anzuregen. Aufgrund der Unabhängigkeit der Mitglieder des DSR ließe sich das Ergebnis allerdings nicht vorhersehen.

Seit dem 02.12.2011 existiert, nach längerer Unklarheit, ein neuer Vertrag zwischen dem DRSC und dem BMJ. Der vorherige Vertrag wurde vom DRSC mit Wirkung zum 31. Dezember 2010 gekündigt. Hintergrund für die sich hinziehenden Verhandlungen mit dem BMJ waren – neben der fehlenden Anerkennung durch die Fachwelt, die auf inhaltliche Divergenzen zwischen Interessen weltweit agierender börsennotierter Konzerne einerseits und kleineren Unternehmen andererseits zurückzuführen ist¹³⁰ – auch die mangelnde Bereitschaft der Wirtschaft, die Finanzierung der Aktivitäten des DRSC sicherzustellen.¹³¹

Die Neukonzeption des DRSC sieht nunmehr weitere folgende Eckpunkte vor:

- Öffnung des Vereins für Verbände neben Unternehmen, um so insbesondere mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit über ihre Verbände zu geben, an der Arbeit des DRSC teilzunehmen;
- Einrichtung eines IFRS-Ausschusses für die internationale Rechnungslegung, und zur besseren Berücksichtigung der Mittelstandsinteressen eines gesonderten HGB-Ausschusses für die Standardsetzung im Bereich der nationalen Rechnungslegung;

¹²⁸ Liste der aktuellen Mitglieder des DSR abrufbar unter:

http://www.standardsetter.de/drsc/members_of_gasb.php

¹²⁹ Abzurufen unter: http://www.drsc.de/docs/drsc/standardisierungsvertrag/111202_SV_BMJ-DRSC.pdf.

¹³⁰ Küting, Karlheinz/Dürr, Ulrike/Zwirner, Christian, Das Deutscher Rechnungslegungs Standards Committee – Standortbestimmung und künftige Aufgabenschwerpunkte, in: Betrieb und Wirtschaft 2003, S. 133-138 (137/138).

¹³¹ Handelsblatt vom 29.06.2009 "Bilanzierungsrat steht vor dem Aus".

[<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/strategie/drsc-bilanzierungsrat-steht-vor-dem-aus:2609668>]

- Einrichtung eines Verwaltungsrates, in dem über fünf Segmente (Industrie, Mittelstand, Versicherungen, Banken, Prüfer) das gesamtwirtschaftliche Interesse gespiegelt wird.
- Absicherung der Finanzierung des DRSC durch das BMJ.

Eine Ergänzung zu umweltrelevanten Standards gab es keine.

(2) *Verlautbarungen des IDW*

Relevante Standards bzgl. der Rechnungslegung stellen auch die Verlautbarungen des IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.) dar. Es legt in seinen Verlautbarungen¹³² die Berufsauffassung dar, nach der Wirtschaftsprüfer unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit ihrer Tätigkeit nachgehen. Dabei wird bei den Verlautbarungen zwischen verschiedenen Arten unterschieden, den IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung (IDW RS) und IDW Rechnungslegungshinweise (IDW RH).¹³³

Die IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung werden vom Hauptfachausschuss des IDW oder von den Fachausschüssen des IDW in einem Verfahren verabschiedet, in dem den Berufsangehörigen und der interessierten Öffentlichkeit durch die Veröffentlichung von Entwürfen die Möglichkeit eingeräumt wird, Anregungen in die abschließenden Beratungen einfließen zu lassen. Der Abschlussprüfer hat sorgfältig zu prüfen, ob die IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung in der von ihm durchzuführenden Prüfung zu beachten sind. Eine Abweichung von den IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung im Einzelfall ist möglich, jedoch schriftlich und an geeigneter Stelle (z.B. im Prüfungsbericht) darzustellen und ausführlich zu begründen. Bei einem Verstoß kann eine solche Abweichung von der Berufsauffassung in einem Verfahren der Berufsaufsicht oder in einem Strafverfahren zum Nachteil des Abschlussprüfers ausgelegt werden und u.U. zu Regressansprüchen führen.¹³⁴ Den Stellungnahmen zur Rechnungslegung kommt somit eine faktische Verbindlichkeit zu, insbesondere da die Rechtsprechung die Verlautbarungen in zivilrechtlichen Regressverfahren gewissermaßen als Reflex der standesrechtlichen Verbindlichkeit als maßgeblich erachtet.¹³⁵

Allerdings sind Einflussmöglichkeiten seitens der Bundesregierung auf die Arbeit des IDW nicht institutionalisiert. Äußerungen der Bundesregierung gegenüber dem IDW sind allenfalls als zu berücksichtigende Stellungnahme zu werten, ohne dass sie übernommen werden müssten.

(3) *Einflussnahme auf internationale Standards*

¹³² <http://www.idw.de/idw/portal/n281334/n281114/index.jsp>.

¹³³ Siehe dazu: <http://www.idw.de/idw/portal/n281334/n281114/index.jsp>.

¹³⁴ Siehe IDW Prüfungsstandard: Rechnungslegungs- und Prüfungsgrundsätze für die Abschlussprüfung (IDW PS 201) (Stand: 09.09.2009) (herunterzuladen unter: http://gomopa.net/GMPCMS/attachment/IDW_Berufliche_Grundsätze.pdf).

¹³⁵ WP-Handbuch, Band 1, Anh. 3 Rn. 6 f.

Kapitalmarktorientierte Unternehmen müssen ihre Konzernbilanzen seit 2005 nach den Standards des International Accounting Standards Board (IASB) aufstellen, soweit diese von der Europäischen Kommission im Komitologieverfahren (sog. „Endorsement“) anerkannt und für rechtsverbindlich erklärt werden (vgl. § 315a HGB i.V.m. Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates). Die Bezeichnung „kapitalmarktorientierte Unternehmen“ umfasst dabei alle Gesellschaften, die Aktien und andere Wertpapiere (Anleihen und Ähnliches) auf einem organisierten Kapitalmarkt (Börse) zum Handel angemeldet haben, § 264d HGB.

Bislang existiert kein entsprechender Standard des IASB über die Lageberichterstattung. Am 08.12.2010 hat das IASB Leitlinien für die Darstellung eines Lageberichts (Management Commentary) veröffentlicht, die allerdings keinen verbindlichen Charakter haben werden.¹³⁶ Der IASB hat sich für das (bisher nicht von ihm verwendete) Instrument einer „unverbindlichen Leitlinie“ entschieden, die es nationalen Gesetzgebern oder Börsenaufsichtsbehörden überlassen soll, diese Normen für bestimmte IFRS (Internationale Rechnungslegungsstandards) -Anwender entsprechend verbindlich vorzuschreiben. Das EU-Komitologie- bzw. Endorsementverfahren bezieht sich demnach auch nicht auf diese Leitlinie. Vielmehr ist seitens des IASB daran gedacht, dass die nationalen Gesetzgeber (bzw. der europäische Gesetzgeber) entscheiden können, ob und ggf. wie diese Leitlinie in nationales (europäisches) Recht transformiert wird.¹³⁷ Die vorliegenden Leitlinien werden somit keine unmittelbare Auswirkung auf die Lageberichterstattung haben, sondern allenfalls indirekt auf eine Vereinheitlichung hinwirken. Aufgrund mangelnden Detaillierungsgrades¹³⁸ sind erst recht keine weiteren konkreten Impulse mit Blick auf die Darstellung von quantitativen Umweltdaten oder Umweltrisiken zu erwarten.

Grundsätzlich bleibt die Erarbeitung solcher Vorgaben im Rahmen des IASB aber eine wirksame Möglichkeit, Standards zu etablieren. Einflussmöglichkeiten der Politik bzw. einzelner Staaten auf die Erarbeitung der Standards sind allerdings wegen Rechtsform und Arbeitsweise des IASB kaum existent:

Das IASB ist eine privatrechtliche Organisation mit Sitz in London, die 1973 von Berufsverbänden der sich mit der Rechnungslegung und Prüfung befassenden Berufe gegründet worden ist. Sie wird getragen von der „International Accounting Standards Committee (IASC) Foundation“, einer gemeinnützigen Gesellschaft nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware, die auch die Mitglieder des IASB ernennt.¹³⁹ Die Bestellung des IASB ist intransparent und nicht repräsentativ.¹⁴⁰ Zwar finden vor der Verabschiedung von IFRS

¹³⁶ Abzurufen unter: <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/9EA9F29A-3F34-4E39-9388-989B07563D4E/0/Managementcommentarypracticestatement8December.pdf>.

¹³⁷ DSRC (2010) Management Commentary.
http://www.standardsetter.de/drsc/projects/details.php?&do=show_details&prj_id=35.

¹³⁸ So sieht der Leitlinienentwurf keine Anwendungsbeispiele vor. Das IASB möchte die Konkretisierung der Leitlinie anderen Organisationen überlassen.

¹³⁹ Mehr unter: <http://www.ifrs.org/The+organisation/IASCF+and+IASB.htm>.

¹⁴⁰ Europäisches Parlament, Bericht über die Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) und die Leitung des International Accounting Standards Board (IASB) vom 5. 2. 2008, PE 392.238v03-00, S. 16 f.,

Anhörungen statt; eine ausgewogene und pluralistische Entscheidungsfindung ist jedoch nicht gewährleistet. Auch die vorrangige Finanzierung des IASB durch Spenden, etwa der nationalen Rechnungslegung Standards Komitees, macht es anfällig für einseitige Einflussnahmen.¹⁴¹

Mit Blick auf die Vertretung europäischer Interessen existiert ein „Runder Tisch“, an dem Vertreter des Committee of European Securities Regulators (CESR), der European Federation of Accountants (FEE) des europäischen Industrieverbandes Unternehmensverbands UNICE, der European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) sowie Vertreter von Rechnungsprüfungsfirmen und die EU-Kommission teilnehmen; dieser dient jedoch nur zur unverbindlichen Besprechung zentraler Fragen, nicht zur Erarbeitung von IFRS.¹⁴²

Die Notwendigkeit eines stärkeren Einflusses auf die Arbeiten internationaler privater Standardisierungsgremien lässt sich nicht von der Hand weisen und ist eine folgerichtige Handlungsempfehlung. Deshalb müssen die Bundesrepublik Deutschland bzw. die Organe der EU darauf drängen, ihren Einfluss auf die Erstellung der IFRS so auszubauen, dass sie diese vor den Wählern auch verantworten können. Eine aktuelle und tatsächliche Möglichkeit der inhaltlichen Mitbestimmung existiert jedoch bislang nicht.

(4) *Indirekte Einflussnahme über Endorsement-Verfahren der EU*

Wie dargestellt, werden die deutschen Rechnungslegungsstandards für kapitalmarkt-orientierte Konzerngesellschaften durch die internationalen Standards IAS/IFRS nur verdrängt (vgl. § 315a HGB), soweit diese von der Europäischen Kommission durch Komitologieverfahren anerkannt und für rechtsverbindlich erklärt werden.¹⁴³ Inhaltlich gewährleistet die VO (EG) Nr. 1606/2002, dass nur solche IFRS in das Unionsrecht übernommen werden, die bestimmte Grundanforderungen erfüllen, insbesondere ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens vermitteln, und bindet ihre Rezeption an die vom Rat definierten europäischen Interessen und grundlegende Kriterien hinsichtlich der Informationsqualität. Die Verordnung verlangt weiter, dass die IFRS mit den in den einschlägigen Richtlinien geregelten inhaltlichen Anforderungen übereinstimmen und dass sie den „Kriterien der Verständlichkeit, Erheblichkeit, Verlässlichkeit und Vergleichbarkeit“ genügen.

Prozedural haben die Mitgliedstaaten zunächst im Rahmen des Ausschusses für Rechnungslegung die Möglichkeit, sich hinsichtlich des Vorschlages der Kommission zu einer Übernahme eines IFRS bzw. inhaltlichen Änderungen daran einzubringen. Darüber hinaus ist der Rat (neben dem Europäischen Parlament) im Anschluss zu befassen. Allerdings entscheiden Ausschuss und Rat mit (qualifizierter) Mehrheit, so dass einem

23; EU-Kommission, Berichte zur Governance und Finanzierung von IASB und IASCF; Schlussfolgerungen des Rates vom 10.07.2007.

¹⁴¹ Huber a.a.O.

¹⁴² Europäisches Parlament, Bericht über die Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) und die Leitung des International Accounting Standards Board (IASB) vom 05.02.2008, PE 392.238v03-00, S. 7.

¹⁴³ Siehe Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates.

Mitgliedstaat allein kein bestimmender bzw. entscheidender Einfluss auf die „Gestaltung“ der zu übernehmenden Standards zukommt. Dieser Ansatz wäre zudem von vornherein darauf beschränkt, vom IASB erarbeitete Standards, die von der Kommission zur Überführung in europäisches Recht vorgeschlagen werden, zu ändern oder ggf. zu ergänzen. Eine aktive Gestaltung von Rechnungslegungsstandards kann auf diesem Wege nicht erreicht werden.

Zwischenergebnis: Die Verfestigung der Qualität des Lageberichts über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren wie Umweltbelange kann erreicht werden durch verbindlichere Vorgaben für den Standard von Umweltindikatoren mithilfe einer stärkeren politischen Wahrnehmung von Einflussmöglichkeiten bei der Standardsetzung auf internationaler, europäischer und nationaler Ebene.

4.2.2 Börsenrecht/Börsenpflichten

Alternativ zu den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben zur Finanzberichterstattung könnten die notwendigen Berichtspflichten ggf. auch über die Regelungskompetenz der **Börsenselbstverwaltung** eingeführt werden. Gem. § 42 Abs. 1 BörsG kann die **Börsenordnung** für Teilbereiche des regulierten Marktes weitere Zulassungsfolgepflichten vorsehen. Auf dieser Grundlage sehen beispielsweise die §§ 65 ff. BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) weitergehende Pflichten für Unternehmen vor, deren Aktien oder Aktien vertretende Zertifikate im **Prime Standard** der FWB notiert sind. Über die Zulassung zu bestimmten Marktsegmenten wurden bereits in der Vergangenheit erfolgreich Neuerungen in der Unternehmensberichterstattung, wie das Quarterly Reporting und die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, durchgesetzt.

Eine Kopplung der oben skizzierten Berichtspflichten hinsichtlich des unternehmerischen Umgangs mit Umweltrisiken an die Zulassung zum Prime Standard der FWB hätte einige Ausstrahlungswirkung und könnte auch unter dem Aspekt der Profilierung des Finanzplatzes Frankfurt interessant sein. Eine Vorreiterrolle bezüglich der Berücksichtigung von komplexen ökologischen Risiken könnte zu einem Markenzeichen des Finanzstandorts Deutschland und somit zu einem Wettbewerbsvorteil werden. In Sondierungsgesprächen mit der Geschäftsführung der Deutschen Börse AG könnten die Vorteile und das Interesse an der Verfolgung eines solchen Ansatzes ausgelotet werden.

Exkurs: Ausstrahlungswirkung einer verpflichtenden Umweltberichterstattung staatlicher Unternehmen auf private Unternehmen

Eine wichtige Signalwirkung könnte davon ausgehen, wenn nach dem Vorbild Schwedens alle Unternehmen im Staatsbesitz bzw. mit mehrheitlicher Staatsbeteiligung auf eine Berichterstattung zur Umweltleistung verpflichtet würden. Seit 1. Januar 2008 sind alle staatlichen Unternehmen in Schweden dazu verpflichtet, in Ergänzung zu der jährlichen klassischen Finanzberichterstattung einen Nachhaltigkeitsbericht nach den Richtlinien der Global Reporting Initiative (GRI) zu erstellen und diesen von unabhängigen Prüfern evaluieren zu lassen. Die Verpflichtung umfasst insgesamt 55 Unternehmen, wovon sich

40 zu hundert Prozent und weitere 15 zum Großteil in Staatsbesitz befinden. Die Verpflichtung wurde wie der deutsche Corporate Governance Kodex im „comply or explain“-Verfahren durchgesetzt. Anfang 2010 hatten bereits 89 Prozent all jener Unternehmen Nachhaltigkeitsberichte veröffentlicht. In ihrer Studie „Increasing responsibility through transparency?“ vom September 2010¹⁴⁴ hat die Schwedische Regierung mit Hilfe einer Umfrage der betroffenen staatlichen Unternehmen untersucht, inwiefern die Erweiterung der Berichtspflichten auf Nachhaltigkeitsfaktoren auch Auswirkungen auf das unternehmerische Engagement in diesem Bereich hatte. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass die Verpflichtung in erster Linie das Berichtsverfahren und die Transparenz, bisher aber nicht das Verhalten der Unternehmen positiv beeinflusst hat. Inwiefern die Einführung der Berichtspflicht von schwedischen Unternehmen im Staatsbesitz sich auch auf die nachhaltige Berichterstattung privater Unternehmen ausgewirkt hat, wurde nicht untersucht. Der „European Sustainability Reporting Association report for Sweden“ für 2009¹⁴⁵, der von PwC und Deloitte im Auftrag von FAR (Institute for Accountancy Profession in Sweden) erstellt wurde, zeigt, dass zwischen 2008 und 2009 die Anzahl der Unternehmen¹⁴⁶, die einen umfassenden Nachhaltigkeitsbericht veröffentlichen, erheblich zugenommen hat (+11 Prozent). Auch die Zahl der Unternehmen, die nach den GRI-Richtlinien berichten, hat in diesem Zeitraum deutlich zugenommen (+9 Prozent) und sich im Vergleich zu 2007 sogar verdreifacht.

Die deutsche Bundesregierung will Unternehmen mit Bundesbeteiligung bislang nur *empfehlen*, die Anwendung des Deutschen Nachhaltigkeitskodexes *zu prüfen*.¹⁴⁷

4.3 Anforderungen an das Umweltrisikomanagement von Finanzintermediären

Endnutzer der Finanzmärkte sind vor allem die privaten Haushalte auf der Seite der Kapitalanbieter sowie Wirtschaftsunternehmen auf der Seite der Kapitalnachfrager. In der Regel bestehen jedoch bei den potenziellen Vertragsparteien divergierende Vorstellungen über z.B. Fristen, Renditen, Risiken oder Losgrößen der Kapitalaufnahme bzw. -anlage. Transaktionen vollziehen sich daher meist nicht direkt zwischen Kapitalanbietern und -nachfragern, sondern durch die Zwischenschaltung von **Finanzintermediären**. Zu den wichtigsten Finanzintermediären zählen – neben den Kreditinstituten und Börsen – die Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen. Insbesondere den letztgenannten beiden Gruppen kommt auf dem Kapitalmarkt die Funktion zu, Finanzprodukte zu schaffen, die den unterschiedlichen Bedürfnissen beider Seiten Rechnung tragen. Sie versuchen, durch Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformationsleistungen die oben genannten Interessenunterschiede bei der Durchführung von Finanztransaktionen zu reduzieren. Darüber hinaus kommt Finanzintermediären eine Beratungsfunktion über die in den geschaffenen Finanzprodukten enthaltenen Risiken zu.

¹⁴⁴ <http://www.sweden.gov.se/content/1/c6/15/23/57/a5d3ccbc.pdf>.

¹⁴⁵ <http://www.pwc.com/se/sv/hallbar-utveckling/assets/sweden-report-to-esra-2010.pdf>.

¹⁴⁶ Insgesamt wurden 172 Unternehmen untersucht, wovon sich 43 in Staatsbesitz befinden.

¹⁴⁷ <http://www.nachhaltigkeitsrat.de/presseinformationen/pressemitteilungen/dnk-03-05-2012/>.

Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen haben bei der Anlage ihres Vermögens den im Investmentgesetz (InvG) sowie im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) abgesteckten aufsichtsrechtlichen Rahmen mit den daraus resultierenden umfangreichen Anlegerschutzanforderungen zu beachten. Allgemein werden die typischen, ökonomisch relevanten Umweltrisiken, zu denen v.a. physische, regulative, reputative und Haftungsrisiken gezählt werden, zu einem Großteil bereits von den Vorschriften über die Durchführung von Risikomanagementmaßnahmen erfasst. Sie müssten daher bereits in der Praxis im Rahmen des unternehmensinternen Risikomanagements und der entsprechenden **internen Berichterstattung** eine Rolle spielen. Dies ist jedoch – selbst in Bezug auf Klimarisiken – bisher, wenn überhaupt, nur in Ansätzen und nur auf Seiten der Rückversicherer geschehen. Einer der wichtigsten Gründe ist sicherlich, dass die aktuell für das Risikomanagement in der Finanzbranche vorgegebenen Risikokategorien zwar theoretisch auch eine Subsumtion ökonomischer Umweltrisiken zulassen, bislang allerdings das Bewusstsein der tatsächlichen Bedeutung solcher Risiken für den Anleger und die Finanzmärkte nicht sonderlich ausgeprägt ist. Positivrechtliche Signale des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörden stellen ein effizientes Mittel dar, um Impulse für eine kurz- bis mittelfristige Verhaltensänderung zu geben.

Mit Blick auf die Investmentgesellschaften und Versicherungsunternehmen werden im Folgenden zunächst die bestehenden rechtlichen Vorgaben für das Risikomanagement dargestellt (4.3.1 und 4.3.2) und anschließend Vorschläge zur Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen für die Einbeziehung von Umweltrisiken gemacht (4.3.3).

4.3.1 Kapitalanlagegesellschaften

Unter Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften versteht man Unternehmen, die das bei ihnen angelegte Geld im eigenen Namen für die gemeinschaftliche Rechnung der Anleger nach dem Grundsatz der Risikomischung in bestimmten, gesetzlich zugelassenen Vermögensgegenständen gesondert vom eigenen Vermögen in Form von speziellen Sondervermögen (**Investmentfonds**) anlegen und über die hieraus sich ergebenden Rechte der Anteilseigner Anteilscheine (**Investmentanteile**) ausstellen. Lediglich Unternehmen, deren Rechtsverhältnisse im Rahmen des InvG geregelt sind, dürfen gemäß § 3 InvG unter der Bezeichnung „Kapitalanlagegesellschaft“ oder „Investmentgesellschaft“ firmieren.

Geschäfts- und Leitgedanke des Investmentwesens ist es, einer Vielzahl von Anlegern, auch mit kleinen Anlagebeträgen, den Zugang an der Wertentwicklung der nationalen und internationalen Anlagemärkte zu ermöglichen. Zum einen bedeutet die Berücksichtigung von Umweltrisiken dabei, dass die Risikoverteilung auf der Grundlage einer realistischeren Abbildung der Risiken hinausläuft, zum anderen haben Anteilseigner zunehmend ein Interesse, die Umweltrelevanz ihrer Investitionen zu erfahren und machen davon ihre Entscheidung abhängig.

Es bestehen zwei unterschiedliche Anknüpfungspunkte, um Vorgaben zur Berücksichtigung von Umweltrisiken durch Kapitalanlagegesellschaften zu verankern. Einerseits ist eine Präzisierung der allgemeinen Verhaltenspflichten gegenüber ihren Anlegern gem. § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG denkbar, die Kapitalanlagegesellschaften bei der Verwaltung des ihnen anvertrauten Vermögens zu beachten haben. Andererseits könnten die ausdrücklichen Anforderungen an das von Kapitalanlagegesellschaften einzurichtende Risikomanagement-

system (Organisationspflichten gem. § 9a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 InvG) mit Blick auf Umwelt-
risiken konkretisiert werden.

Sorgfaltspflichten mit Blick auf Anlageentscheidungen im Investmentrecht

Gem. § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG muss die Verwaltung des Sondervermögens durch die Kapital-
anlagegesellschaft bei der Ausübung ihrer Tätigkeit „im ausschließlichen Interesse der
Anleger sowie im Interesse der Integrität des Marktes“ erfolgen.

Unter dem in diesem Projekt verfolgten Ansatz, umweltbezogene Risiken dort zu berück-
sichtigen, wo sie sich negativ auf die Performance von Unternehmen auswirken können,
erfolgt die Berücksichtigung von Umwelttrisiken gleichzeitig immer auch im Interesse der
Integrität des Marktes. Mit diesem Verständnis ist die Berücksichtigung umweltbezogener
Risiken nach der geltenden Rechtslage nach Auffassung der Autoren bereits notwendig, die
Realität zeigt jedoch, dass die Auswirkungen auf Unternehmen unterschiedlich eingeschätzt
werden: Umwelttrisiken werden in der Praxis bislang im Vergleich zu anderen Risiken eher
vernachlässigt. Positivrechtliche Signale des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörden
stellen ein effizientes Mittel dar, um Impulse für eine kurz- bis mittelfristige
Verhaltensänderung zu geben.

Ein Ansatzpunkt besteht dabei in der Möglichkeit der Konkretisierung der allgemeinen
Verhaltenspflichten für Kapitalanlagegesellschaften des § 9 InvG durch die Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Gem. § 9 Abs. 5 InvG kann die BaFin „nähere
Bestimmungen“ zu Verhaltensregeln nach § 9 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 1 und 2 InvG erlassen.

Nach Abs. 1 wäre dies die „Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns“. Bislang hat die BaFin
von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch gemacht. Die BaFin könnte von der ihr
eingeräumten Möglichkeit des Erlasses von Richtlinien Gebrauch machen und darin z.B.
festlegen, dass zur Beachtung der in § 9 Abs. 1 InvG geforderten „Sorgfalt eines
ordentlichen Kaufmanns“ auch die Berücksichtigung der zu spezifizierenden Umwelttrisiken
gehört.

Anforderungen an das Risikomanagement von Kapitalanlagegesellschaften

In Bezug auf das Risikomanagementsystem von Kapitalanlagegesellschaften schreibt
§ 9a Abs. 1 InvG vor: *„Die Kapitalanlagegesellschaft muss über eine ordnungsgemäße
Geschäftsorganisation verfügen, die die Einhaltung der von der Kapitalanlagegesellschaft zu
beachtenden gesetzlichen Bestimmungen gewährleistet. Eine ordnungsgemäße Geschäfts-
organisation umfasst insbesondere*

*1. ein angemessenes Risikomanagement, das insbesondere gewährleistet, dass das mit den
Anlagepositionen verbundene Risiko sowie deren jeweilige Wirkung auf das
Gesamtrisikoprofil des Investmentvermögens jederzeit überwacht und gemessen werden
kann,...*“

Die BaFin hat am 30. Juni 2010 ein Rundschreiben („InvMaRisk“) veröffentlicht, in dem sie
festlegt, welche Mindestanforderungen Kapitalanlagegesellschaften und Investment-

Aktiengesellschaften bei der Ausgestaltung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation und insbesondere des Risikomanagements einhalten müssen.¹⁴⁸

Es handelt sich um norminterpretierende Verwaltungsvorschriften ohne Bindungswirkung gegenüber den Marktteilnehmern oder den Gerichten. Rechtlich werden sie mit der Unverbindlichkeit von Meinungen der Rechtsliteratur verglichen und bilden somit „soft law“. Weil sich die Marktteilnehmer an solchen Verlautbarungen der BaFin, mit denen sie in erster Linie sich selbst bindet, um einen einheitlichen Verwaltungsvollzug sicherzustellen, orientieren und diese auch üblicherweise beachten, kommt ihnen allerdings ein hohes Maß an faktischer Bindungswirkung zu.¹⁴⁹

Durch die Veröffentlichung der InvMaRisk werden erstmals die Anforderungen an eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation gemäß § 9a InvG konkret ausformuliert.¹⁵⁰

Mit Blick auf die zu betrachtenden Risiken wird in Ziffer 4.1. Nr. 2 ausgeführt, dass die „für die Gesellschaft wesentlichen Risiken“ in den Blick zu nehmen sind. *„Zur Beurteilung der Wesentlichkeit hat sich die Geschäftsleitung regelmäßig und anlassbezogen einen Überblick über alle Risiken zu verschaffen. Die Risiken sind sowohl für jedes Investmentvermögen (Gesamtrisikoprofil des Investmentvermögens) als auch auf der Ebene der Gesellschaft (Gesamtrisikoprofil aller Investmentvermögen und der Gesellschaft) zu erfassen. Grundsätzlich sind zumindest die folgenden Risiken als wesentlich einzustufen:*

- a) Adressenausfallrisiken,
- b) Marktpreisrisiken,
- c) Liquiditätsrisiken,
- d) operationelle Risiken (einschließlich Rechtsrisiken und Reputationsrisiken)“.

Frage ist, inwieweit umweltbezogene Risiken von dieser Aufzählung abgedeckt werden.

Die zuvor definierten umweltbezogenen ökonomischen Risiken lassen sich z.T. den Marktpreisrisiken zuordnen. Markt- bzw. Marktpreisrisiken umfassen Risiken, die sich durch Veränderungen der Marktpreise ergeben, die als Ursache für die Wertschwankungen gelten.¹⁵¹

Sie lassen sich z.T. auch den operationellen Risiken zurechnen. Im Bankenbereich werden operationelle Risiken definiert als die „Gefahr von Verlusten, die infolge einer Unzulänglichkeit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder infolge

¹⁴⁸ Rundschreiben 5/2010 (WA) vom 30.06.2010 zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften, abrufbar unter:

http://www.bafin.de/clin_179/nn_722758/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs_1005_wa_invmarisk.html.

¹⁴⁹ Möllers, Thomas, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht, in: ZEuP : Zeitschrift für europäisches Privatrecht, 2008 S. 480-505 abrufbar unter: http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/5_kapitalmarktrecht/110_lamfalussy_prozess/lamfalussy_pdfs/Europ_ische_Methoden-_und_Gesetzgebungslehre_im_Kapitalmarktrecht.pdf.

¹⁵⁰ Bisher hatte die BaFin die MaRisk aus dem Bankenbereich sinngemäß zur Auslegung der Organisationspflichten in § 9a Investmentgesetz herangezogen.

¹⁵¹ Auer, Michael (2007), Operationelle Risiken in Finanzinstituten: Eine praxisorientierte Einführung, S. 22.

externer Ereignisse eintreten.“¹⁵² Mit Systemen sind dabei neben IT-Systemen z. B. auch weitere technische Systeme gemeint.¹⁵³ Unter den ausdrücklich eingeschlossenen Rechtsrisiken wird gemeinhin die Möglichkeit eines Verlustes aufgrund der unzureichenden Beachtung der aktuellen Rechtslage verstanden. Darüber hinaus wird auch vertreten, das Rechtsrisiko umfasse ebenso Verluste, die durch eine unklare Rechtslage verursacht werden.¹⁵⁴ Es ist daher nicht eindeutig, ob die umweltbezogenen Haftungsrisiken im o.g. Sinn insoweit erfasst sind, als sie sich auf derzeit unklare Haftungsfragen z.B. im Bereich emissionsbedingter Klimaschäden beziehen. Es spricht aber einiges dafür, dass derartige Haftungsrisiken, soweit sie nach aktueller Rechtslage eher unwahrscheinlich sind, nicht umfasst sind. Denn strategische Risiken sind nicht Teil der ausdrücklich als wesentlich eingestuftem Risiken. Strategische Risiken bestehen darin, dass das Management wesentliche Entwicklungen und Branchentrends nicht rechtzeitig erkennt oder falsch einschätzt. In der Folge kann es zu Grundsatzentscheidungen kommen, die sich hinsichtlich der Erreichung der langfristigen Unternehmensziele ex post als unvorteilhaft erweisen und teilweise schwer zu revidieren sind.¹⁵⁵

Risiken aufgrund einer Gesetzesänderung oder einer geänderten Rechtsprechung werden nur insoweit erfasst, als dadurch Verluste für in der Vergangenheit abgeschlossene Geschäfte entstehen können. Das Risiko, aufgrund einer geänderten Rechtslage die zukünftige Geschäftstätigkeit umstellen zu müssen, wird hingegen nicht als operationelles bzw. Rechtsrisiko verstanden.¹⁵⁶ Die im Rahmen der Studie als „regulative Risiken“ klassifizierten Umweltrisiken sind somit aktuell ebenso wenig abgedeckt.

Zwischenergebnis: Ein Rundschreiben der BaFin, das das InvMaRisk-Rundschreiben vom 30. Juni 2010 insofern konkretisiert, die Notwendigkeit der Einbeziehung der Umweltrisiken zu den Mindestanforderungen zu zählen, hätte – trotz des rechtlich nicht bindenden Charakters – gute Aussichten, den Fokus auf die unter 2.2. und 2.3 erwähnte Bedeutung der Nicht-Beachtung von Umweltrisiken für den Finanzmarkt zu richten. Die BaFin könnte gehalten werden, dafür eigenen oder externen Umweltsachverständigen hinzuzuziehen.

4.3.2 Versicherungswirtschaft und Pensionsfonds

Ähnlich wie Investmentgesellschaften haben Versicherungsunternehmen bei der Anlage ihres Vermögens umfangreiche, im Versicherungsaufsichtsgesetz kodifizierte Restriktionen

¹⁵² Basel Committee on Banking Supervision, Juni 2004, S. 127, abrufbar unter: <http://www.bis.org/publ/bcbs107ger.pdf>.

¹⁵³ Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2007). Operationale Risiken unter Solvency II aus Sicht der deutschen Versicherungswirtschaft und Versicherungsaufsicht, S. 8.

¹⁵⁴ a.a.O.

¹⁵⁵ Auer, a.a.O. S. 22.

¹⁵⁶ BaFin (2008), Empfehlung des Fachgremiums operationelles Risiko zur OpRisk-Definition, abrufbar unter: http://www.bafin.de/nr_724264/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/BankenFinanzdienstleister/ArbeitskreisBA/FgOpRisk/empf_080305_definition.html.

zu beachten. Diese zielen darauf ab, die dauernde Erfüllbarkeit des Versicherungsschutzversprechens nicht durch eine zu risikoreiche Vermögensanlage zu gefährden.

Wie für den Bereich der Kapitalanlagegesellschaften bieten sich auch im Rahmen der Regulierung der Tätigkeit von Versicherungsunternehmen zwei Anknüpfungspunkte im Bereich der Sorgfaltspflichten an, sowie konkret das Risikomanagement betreffend.

Sorgfaltspflichten im Altersvorsorgerecht

Das Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (VAG) bestimmt für Versicherungsunternehmen in § 54 VAG, dass das eingezahlte Vermögen „so anzulegen [ist], dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird.“¹⁵⁷

Die Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (AnIV)¹⁵⁸ konkretisiert die Anforderungen an die Art und Weise der Anlage des Vermögens. Darin werden zulässige Vermögensgegenstände sowie die Grenzen mit Blick auf eine angemessene Mischung und Streuung festgelegt. Mit Blick auf das Anlagemanagement führt § 1 Abs. 2 Satz 3 AnIV aus, dass „insbesondere die Beobachtung aller Risiken der Aktiv- und Passivseite der Bilanz und des Verhältnisses beider Seiten zueinander sowie eine Prüfung der Elastizität des Anlagebestandes gegenüber bestimmten Kapitalmarktszenarien und Investitionsbedingungen“ zu gewährleisten ist.

Für **Pensionsfonds** wird die der Anlagevorschrift für Versicherungsunternehmen in § 54 VAG weitgehend identische Bestimmung in § 115 Abs. 1 VAG durch die Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung konkretisiert (PFKapAV).¹⁵⁹ Mit Blick auf die zu gewährleistende Sicherheit des eingezahlten Vermögens enthält die Verordnung nur prozedurale Vorgaben, konkretisiert diese Pflicht inhaltlich jedoch nicht weiter. In § 1 Abs. 2 Satz 2 PFKapAV heißt es:

„Die Einhaltung der allgemeinen Anlagegrundsätze des § 115 Absatz 1 Satz 2 und 3 des Versicherungsaufsichtsgesetzes und der nachfolgenden besonderen Vorschriften sind durch ein qualifiziertes Anlagemanagement, geeignete interne Kapitalanlagegrundsätze und Kontrollverfahren, eine strategische und taktische Anlagepolitik sowie weitere organisatorische Maßnahmen sicherzustellen. Hierzu gehören insbesondere die Beobachtung aller Risiken der Aktiv- und Passivseite der Bilanz und des Verhältnisses beider Seiten zueinander sowie eine Prüfung der Elastizität des Anlagebestandes gegenüber bestimmten Kapitalmarktszenarien und Investitionsbedingungen.“ § 1 Abs. 4 PFKapAV bestimmt: Die Einzelheiten [...] einschließlich näherer Vorgaben zu den besonderen Vorschriften dieser Verordnung und die Darlegungs- und Anzeigepflichten der Pensionsfonds bestimmt die Aufsichtsbehörde durch ein Rundschreiben.“

¹⁵⁷ Vgl. §§ 54 Abs. 1 und 115 Abs. 1 S. 3 VAG.

¹⁵⁸ Verordnung der Bundesregierung auf der Grundlage von § 54 Abs. 3 VAG.

¹⁵⁹ http://www.bafin.de/clin_179/nn_724174/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verordnungen/pfkapav.html.

Die letztgenannte Ermächtigung zum Erlass von Rundschreiben hat die BaFin soweit ersichtlich nur dahingehend genutzt, die Darlegungs- und Anzeigepflichten der Pensionsfonds zu konkretisieren. Eine spezifische Konkretisierung der Anforderungen an das Anlage-/Risikomanagement ist nicht erfolgt.

Denkbar ist insoweit auch hier, dass ein Rundschreiben auf die Notwendigkeit zur Berücksichtigung von Umweltrisiken hinweist und die entsprechenden Zusammenhänge erläutert.

Anforderungen an das Risikomanagement von Versicherungsunternehmen

Im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) wurden mit der 9. Novelle von 2007 der § 64a VAG neu eingefügt, der explizit die Anforderungen an das Risikomanagement von Versicherungsunternehmen definiert. Ein angemessenes Risikomanagement erfordert danach u.a. (§ 64a Abs. 1 Satz 4 Nr. 3)

„die Einrichtung eines geeigneten internen Steuerungs- und Kontrollsystems, das folgende Elemente umfasst: die Einrichtung eines geeigneten internen Steuerungs- und Kontrollsystems, das folgende Elemente umfasst:

- a) ein die Risikostrategie berücksichtigendes angemessenes Risikotragfähigkeitskonzept, aus dem ein geeignetes Limitsystem hergeleitet wird,*
- b) angemessene, auf der Risikostrategie beruhende Prozesse, die eine Risikoidentifikation, -analyse, -bewertung, -steuerung und -überwachung enthalten,*
- c) eine ausreichende unternehmensinterne Kommunikation über die als wesentlich eingestuften Risiken,*
- d) eine aussagefähige Berichterstattung gegenüber der Geschäftsleitung, welche darstellt, was die wesentlichen Ziele des Risikomanagements sind, mit welchen Methoden die Risiken bewertet werden und was getan wurde, um die Risiken zu begrenzen, und die aufzeigt, wie sich die Maßnahmen zur Risikobegrenzung ausgewirkt haben und die Ziele erreicht und gesteuert wurden (Risikobericht);...“*

Mit dem Rundschreiben 03/2009 über die Mindestanforderungen an das Risikomanagement bei Versicherungen (MARisk VA¹⁶⁰) hat die BaFin im Sinne der Selbstbindung eine verbindliche Interpretation der Regelungen des § 64a (und § 104s VAG für Finanzkonglomerate) für ein angemessenes Risikomanagement der Versicherer bzw. von Finanzkonglomeraten veröffentlicht. Ziel ist Transparenz in Bezug auf die Erwartungshaltung und somit eine einheitliche Anwendung in der Aufsichtspraxis.¹⁶¹ In den Anwendungsbereich des Rundschreibens fallen sowohl Versicherungsunternehmen als auch Pensionsfonds.

Die BaFin hat im Rundschreiben die im Folgenden genannten Risikokategorien definiert, die von Unternehmen mindestens zu berücksichtigen sind. Die BaFin erwartet, dass sich Versicherungsunternehmen insbesondere im Rahmen der in § 64a Abs. 1 Satz 4 Nr. 3 lit.

¹⁶⁰ http://www.bafin.de/clin_179/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Rundschreiben/2009/rs_0903_mariskva.pdf?__blob=publicationFile

¹⁶¹ Zu norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften siehe bereits zuvor in den Ausführungen zu Anforderungen an Kapitalanlagegesellschaften.

d) VAG genannten und gem. § 55c VAG der BaFin einzureichenden Risikoberichte inhaltlich zumindest mit Risiken auseinandersetzen. Als wesentlich werden dabei alle von der Geschäftsleitung identifizierten Risiken angesehen, die sich nachhaltig negativ auf die Wirtschafts-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens auswirken können. Für wesentliche Risiken wird zudem eine Quantifizierung erwartet. Die Risiken sind:

- Versicherungstechnisches Risiko,
- Marktrisiko,
- Kreditrisiko,
- Operationelles Risiko,
- Liquiditätsrisiko,
- Konzentrationsrisiko,
- Strategisches Risiko,
- Reputationsrisiko.

Inhaltlich sollen sich die Unternehmen mit den aufgeführten Risiken auseinandersetzen, wobei eine andere Risikokategorisierung möglich ist, soweit alle in den Erläuterungen beschriebenen Risiken abgedeckt sind. Dabei werden die folgenden Erläuterungen zu den im Zusammenhang dieser Studie interessierenden Kategorien gegeben:

Marktrisiken bezeichnen das Risiko, das sich direkt oder indirekt aus Schwankungen in der Höhe bzw. in der Volatilität der Marktpreise für die Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und Finanzinstrumente ergibt. Das Marktrisiko schließt das Währungskursrisiko und Zinsänderungsrisiko ein.

Operationale Risiken bezeichnen das Risiko von Verlusten aufgrund von unzulänglichen oder fehlgeschlagenen internen Prozessen oder aus mitarbeiter- und systembedingten oder externen Vorfällen.

Strategierisiken bezeichnen das Risiko, das sich aus strategischen Geschäftsentscheidungen ergibt. Dazu zählt auch, dass Geschäftsentscheidungen nicht einem geänderten Wirtschaftsumfeld angepasst werden. Strategische Risiken treten in der Regel im Zusammenhang mit anderen Risiken auf, können aber auch als Einzelrisiko auftreten.

Reputationsrisiken bezeichnen das Risiko, das sich aufgrund einer möglichen Beschädigung des Rufes des Unternehmens infolge einer negativen Wahrnehmung in der Öffentlichkeit und den daraus entstehenden Folgen ergibt.

Das System selbst enthält genügend Ansatzpunkte, um auch Umweltrisiken als berücksichtigungswert anzunehmen.

Zwischenergebnis: Insoweit kann man wie bei den derzeit geregelten Anforderungen an das Risikomanagement von Kapitalanlagegesellschaften bereits wesentliche Aspekte der Umweltrisiken unter eine der Kategorien des Rundschreibens subsumieren. Umweltrisiken sind damit bereits heute in das Risikomanagement integriert. Dennoch gilt auch hier der Befund, dass eine ausdrückliche Nennung dieser Risiken und die Vorgabe einer Methodologie zu deren Quantifizierung die Berücksichtigung in der Praxis verstärken könnte.

4.3.3 Vorschläge zur Konkretisierung und Ergänzung der bestehenden Rechtslage

Umweltbezogene ökonomische Risiken sind zu einem Großteil bereits unter den Vorschriften über die Durchführung von Risikomanagementmaßnahmen subsumierbar. Sie müssten daher bereits in der Praxis im Rahmen des unternehmensinternen Risikomanagements und der entsprechenden internen Berichterstattung eine Rolle spielen. Wenn dennoch – selbst noch in Bezug auf Klimarisiken – konstatiert wird, dass im Finanzsektor eine adäquate Berücksichtigung bislang nur von Rückversicherern erfolgt¹⁶², dann liegt dies daran, dass die aktuell für das Risikomanagement in der Finanzbranche vorgegebenen Risikokategorien, wie gezeigt, zwar theoretisch auch eine Subsumtion ökonomischer Umweltrisiken zulässt, bislang allerdings das Bewusstsein der tatsächlichen Bedeutung solcher Risiken für die Unternehmensziele und die Finanzmärkte nicht sonderlich ausgeprägt ist.

Denkbar wäre insoweit einerseits, die bestehenden Verwaltungsvorschriften der BaFin mit Blick auf die spezifischen umweltbezogenen Risiken zu ergänzen. Die Einführung einer eigenständigen, neuen Kategorie „Umweltrisiken“ in den InvMaRisk und den MaRisk VA erscheint dabei möglich. Da die von der BaFin genutzten Risikokategorien bereits etabliert sind, kann erwartet werden, dass eine weitere Kategorie „Umweltrisiken“ ebenfalls schnellstmöglich einen gewissen Akzeptanzstandard erreicht. Die Möglichkeit, dass Umweltrisiken unter die bereits vorhandenen Risikokategorien prinzipiell zugeordnet werden können, kann, angesichts der derzeit nicht vorgenommenen Subsumtion, allenfalls als eine Hilfslösung angesehen werden. Sie wäre mittels einer Presseverlautbarung der BaFin zu unterstützen.

Eine zweite Möglichkeit besteht darin, in Ergänzung der bestehenden branchenbezogenen Rundschreiben ein „horizontales“ Rundschreiben zum Management umweltbezogener ökonomischer Risiken zu erstellen. Es erscheint zunächst nicht unbedingt notwendig, für alle drei Branchen (Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen und Pensionsfonds) eigene Vorgaben bezüglich umweltbezogener Risiken zu machen, da diese sich im Zusammenhang mit den jeweiligen unternehmerischen Aktivitäten nicht erheblich unterscheiden. Darüber hinaus käme einer solchen Verlautbarung mehr Sichtbarkeit zu, was die Chancen einer Berücksichtigung in der Praxis zugutekommen dürfte.

Als Vorlage einer solchen Verlautbarung könnte die Handreichung zur Auslegung bestehender Regelungen über Informationspflichten bzgl. der Geschäftstätigkeit oder rechtlicher Entwicklungen mit Bezug zum Klimawandel der *United States Securities and Exchange Commission* (SEC) dienen.¹⁶³ Durch die im Januar 2010 veröffentlichte *Interpretive Guidance* werden formal keine neuen rechtlichen Pflichten geschaffen. Vergleichbar einer norminterpretierenden Verwaltungsvorschrift werden bestehende rechtliche Pflichten – bezogen auf börsenrechtliche Publizität – aus Sicht der SEC unter dem Aspekt von klimabezogenen Risiken ausgelegt, um eine einheitliche Anwendung sicherzustellen.

¹⁶² Onischka, Einbezug von Klimarisiken im Kreditrating von Kreditinstituten und Ratingagenturen, S. 4.

¹⁶³ SEC Interpretive Guidance on Disclosure Related to Business or Legal Developments Regarding Climate Change; (herunterzuladen unter: <http://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf>).

Aspekte, die in diesem Zusammenhang von der SEC als relevant angesehen werden und Veröffentlichungspflichten nach sich ziehen können, umfassen insbesondere die potenziellen Auswirkungen von Gesetzgebung und Regulierung (einschließlich internationaler Abkommen), indirekte Auswirkungen von Regulierung und Business Trends sowie physische Auswirkungen des Klimawandels.¹⁶⁴ Sie sind mit den oben definierten umweltbezogenen Risikokategorien weitgehend deckungsgleich.

Zusammenfassend bedeutet die *Interpretive guidance*, dass nicht jedes Unternehmen zwingend bestimmte auf den Klimawandel bezogene Informationen veröffentlichen muss. Ob dies der Fall ist, hängt von den spezifischen Umständen jedes einzelnen Unternehmens ab. Es ist jedoch nun ausdrücklich klargestellt, dass jedes Unternehmen, das an der Börse gehandelt wird, dazu verpflichtet ist, eine fundierte Analyse durchzuführen, ob und welche auf den Klimawandel bezogenen Informationen mit Blick auf konkrete Auswirkungen auf das Unternehmen für Investoren bedeutsam („*material*“) sind.¹⁶⁵ Durch ein entsprechendes Rundschreiben der BaFin könnte dieselbe Wirkung mit Blick auf die Vermögensanlagen von Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds erreicht werden, verbunden werden müsste die Analyse mit einem „*comply or explain*“ wie beim DCGK (siehe oben).

4.3.4 Stärkung nachhaltiger Geldanlagen durch gesetzliche Vorgaben für staatliche geförderte Vermögens- und Pensionsfonds

Der Markt für nachhaltige Geldanlagen kann nicht nur durch eine bessere Definition, Vereinheitlichung und Zertifizierung dieser Produkte gestärkt werden.¹⁶⁶ Ein großes Potential zur Stärkung des Marktes in Europa liegt auch in der staatlichen Altersvorsorge, insbesondere in den Ländern mit kapitalgedeckten Altersvorsorgesystemen. So spielen die staatlichen Pensionsfonds Schwedens, Norwegens und der Niederlande eine Vorreiterrolle im Bereich nachhaltiger Investments. Selbst in diesen Ländern geht die Regulierung jedoch meist nicht über Informationspflichten der Pensionsfonds hinaus, ob und wie „*extra-finanzielle*“ Faktoren im Investmentprozess berücksichtigt werden.

Nur Norwegen geht noch einen Schritt weiter: Der staatliche norwegische Pensionsfonds benutzt drei Mechanismen, um ethische Mindestmaßstäbe durchzusetzen:

- Engagement im Sinne der aktiven Ausübung der Stimmrechte der erworbenen Aktien,
- Negativ-Screening zum Ausschluss bestimmter Unternehmen aus dem Universum potentieller Investments und
- ad-hoc-Ausschlüsse von Aktien.

¹⁶⁴ Für Details siehe einen Auszug aus der Interpretive Guidance im Anhang 1.

¹⁶⁵ Der US Supreme Court hat „*materiality*“ ausgelegt als jede Information die für einen verständigen Investor im Lichte der Gesamtheit der verfügbaren Informationen wichtig ist.

¹⁶⁶ Siehe entsprechender Abschnitt in Kapitel 3.3.

Das Negativ-Screening und die Ad-hoc-Ausschlüsse werden von einer unabhängigen Ethik-Kommission durchgeführt, betreffen aktuell jedoch beinahe ausschließlich Tabak- und Waffenproduzenten (insbesondere Hersteller von so genannter „Cluster“-Munition).

In Spanien wurde zwischenzeitlich eine Mindestinvestmentquote in nachhaltige Produkte in Höhe von 10% für den staatlichen Reservefonds der Sozialversicherung diskutiert. Insgesamt findet sich jedoch bisher noch kein kohärenter Ansatz für einen nachhaltigen Investmentprozess bzw. Mindestinvestmentquoten in nachhaltige Produkte.

Da die gesetzliche Altersvorsorge in Deutschland im Umlageverfahren erfolgt, existieren hierzulande keine Pensionsfonds von ähnlicher Bedeutung wie jene in Skandinavien, den Niederlanden oder dem angelsächsischen Raum. Dennoch bestehen dort, wo die allgemeine Vermögensbildung oder die betriebliche und/oder private Altersvorsorge direkt oder indirekt staatlich privilegiert wird, ebenfalls große Hebel zur Lenkung von Kapitalströmen. Dies gilt insbesondere für die so genannten Riester- und Rürup-Renten, die durch nachgelagerte Besteuerung privilegiert werden.

Anknüpfungspunkte für eine Verankerung von Nachhaltigkeitskriterien finden sich demnach im fünften Vermögensbildungsgesetz (5. VermBG), im Alterseinkünftegesetz (AltEinkG), im Altersvermögensgesetz (AVmG) sowie im Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorge- und Basisrentenverträgen (AltZertG). Konkret könnten in § 1 Abs. 1 AltZertG sowie § 2 5. VermBG weitere Voraussetzungen an im Rahmen dieser Gesetze privilegierte Anlageformen verankert werden. Da eine Grundlage für die Prüfung der materiellen Nachhaltigkeit von Anlageprodukten fehlt und eine solche Prüfung die zuständigen Behörden aller Voraussicht nach personell überfordern würde, sollte nicht auf die Frage der materiellen Nachhaltigkeit abgestellt werden, sondern auf die Erfüllung von konkreten Mindestanforderungen an die Transparenz bei der Berücksichtigung von Umweltfaktoren. Konkretisiert werden könnte diese Pflicht z.B. durch Verweis auf den Europäischen Transparenzkodex des European Sustainable Investment Forum (Eurosif). Auf Grundlage eines solchen Transparenzkodex könnte auch ein gesetzliches Qualitätssiegel entwickelt werden.

4.4 Ratingagenturen

Ratingagenturen spielen für die Finanzmärkte eine zentrale Rolle bei der Bewertung von Risiken. Mit Blick auf diese Funktion sehen sich Ratingagenturen seit der Finanzkrise verstärkt scharfer Kritik ausgesetzt.

Vor dem Hintergrund einer der zentralen Lehren aus der Finanzkrise, dass kein Marktakteur und kein Produkt auf den globalen Finanzmärkten ohne entsprechende Regulierung und Aufsicht sein dürfe¹⁶⁷, hat die EU eine Verordnung mit dem Ziel der Regulierung der Tätigkeit

¹⁶⁷ BMF. Pressemitteilung vom 13.01.2010 (herunterzuladen unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2010/01/20101301_PM01.html).

von Ratingagenturen erlassen¹⁶⁸, der Prozess der Regulierung dauert zur Zeit der Erstellung diese Endberichtes noch an. Ziel ist es, Interessenskonflikte zu vermeiden und die Transparenz über den Bewertungsprozess zu erhöhen.

Die EU-Ratingverordnung enthält unmittelbar geltende Bestimmungen für Unternehmen, die in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union Ratings zur Verwendung etwa durch Kreditinstitute, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften anbieten wollen.

Vorgeschrieben ist, dass sich Ratingagenturen registrieren lassen und bestimmte Informationspflichten erfüllen müssen.¹⁶⁹ Die Verordnung enthält ebenso einige inhaltliche Vorgaben zu der Art und Weise, wie Ratingagenturen ihre Bewertungstätigkeit auszuführen haben. Diese sind eher allgemeiner Art. In Art. 8 Abs. 2 der Verordnung heißt es:

„Eine Ratingagentur nimmt geeignete Verfahren an und setzt diese um und setzt sie durch, damit sichergestellt wird, dass die von ihr abgegebenen Ratings auf einer gründlichen Analyse aller Informationen basieren, die ihr zur Verfügung stehen und für ihre Analyse gemäß ihren Ratingmethoden von Bedeutung sind. Sie trifft alle notwendigen Maßnahmen, um zu gewährleisten, dass die ihrem Rating zugrunde liegenden Informationen von ausreichender Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen.“

Die Registrierung der Ratingagenturen und deren laufende Beaufsichtigung obliegen zunächst den nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten. Um den Vollzug dieser Aufgaben in Deutschland zu gewährleisten, müssen die zuständige Behörde bestimmt und Regelungen zu Aufsichtskompetenzen und Verwaltungsverfahren getroffen werden.

Das entsprechende Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung ist vom Deutschen Bundestag am 06.05.2010 beschlossen worden.¹⁷⁰ Seit dem 01.01.2011 obliegen der neu geschaffenen Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) die Aufsichtsbefugnisse.

Die angestoßenen Reformen sehen keine Präzisierungen mit Blick auf die Art der von Ratingagenturen zu berücksichtigenden Risiken vor. Ein solcher Ansatz erscheint allerdings nicht ausgeschlossen und könnte ein Weg sein, wie der Notwendigkeit einer Berücksichtigung von Umweltrisiken zusätzlich Nachdruck verliehen werden könnte.

Dies könnte – vor allem seit der Etablierung der ESMA – sinnvollerweise auf europäischer Ebene erfolgen. Eine Präzisierung der von Ratingagenturen im Rahmen ihrer Tätigkeit zu berücksichtigenden Pflichten in der Weise, dass auch umweltbezogene Risiken in die Einschätzung der Werthaltigkeit von Finanzprodukten einzubeziehen sind, erscheint rechtlich möglich. Hier allerdings bedarf es einer europäisch abgestimmten Vorgehensweise.

¹⁶⁸ Verordnung 1060/2009/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009.

¹⁶⁹ Ratingagenturen dürfen zudem keine Beratungsleistungen für Unternehmen erbringen, die sie bewerten.

¹⁷⁰ Ausführungsgesetz zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung - RatingVAG), Gesetz vom 14.06.2010; BGBl. I S. 786 (Nr. 32).

4.5 Aufsicht

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise hat der europäische Gesetzgeber am 17. November 2010 eine Verordnung über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken verabschiedet.¹⁷¹

Der European Systemic Risk Board (ESRB) ist als spezielles Gremium für die „Makroaufsicht“ über das gesamte EU-Finanzsystem zuständig. Konkret soll der ESRB gem. der Verordnung¹⁷² u.a. die folgenden Aufgaben haben (Art. 3 Abs. 2):

- Ermittlung und rangmäßige Einordnung von Systemrisiken;
- Aussprechen von Risikowarnungen, wenn derartige Systemrisiken als signifikant erachtet werden, und gegebenenfalls deren Veröffentlichung; sowie
- Erteilung von Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen zu den erkannten Risiken und gegebenenfalls deren Veröffentlichung.

Stellt der Verwaltungsrat des ESRB „signifikante Risiken“ fest, kann er nicht-verbindliche, nicht-öffentliche Warnungen und Empfehlungen beschließen. Sie können sich richten an (Art. 16 Abs. 1 und 2):

- die EU insgesamt,
- einen oder mehrere Mitgliedstaaten,
- eine oder mehrere Europäische Finanzaufsichtsbehörden,
- eine oder mehrere nationale Aufsichtsbehörden oder
- die EU-Kommission („Empfehlungen zum einschlägigen Unionsrecht“; Art. 16 Abs. 2).

Die Mitgliedstaaten und Aufsichtsbehörden, die Adressaten von Warnungen und Empfehlungen geworden sind, informieren die ESRB über die Maßnahmen, die sie zur Umsetzung der Empfehlung treffen, oder begründen, warum sie keine Maßnahmen treffen. Im letzteren Fall informiert der ESRB den Ministerrat und die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (Art. 17).

Diese EU-Finanzaufsicht perspektivisch im Blick zu behalten für weitergehende Aufsichtsformen bezüglich umweltrelevanter Risiken ist sinnvoll.

¹⁷¹ Verordnung (EU) 1092/2010.

¹⁷² <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2010-0335&language=DE&ring=A7-2010-0168>

5 Glossar

Anlegerschutzanforderungen	Gesamtheit der Vorgaben und Maßnahmen, die Menschen in ihrer Rolle als Anleger schützen sollen. Die Annahme eines Schutzbedürfnisses beruht auf der Erfahrung, dass Anleger gegenüber den Anbietern von Geldanlagen strukturell unterlegen sind, in Form mangelnder Fachkenntnis, Information und Erfahrung.
Beteiligungsfinanzierung	Sammelbezeichnung für alle Formen gesellschaftlicher Beschaffung von Eigenkapital durch Kapitaleinlagen von Gesellschaftern der Unternehmung. Im weiteren Sinne jeder Anteilserwerb an einem Unternehmen.
Börsenordnung	Öffentlich-rechtliche Satzung, die vom Börsenrat jeder Börse gemäß § 12 Abs. 2 Nr. 1 Börsengesetz (BörsG) im Einvernehmen mit dem Träger einer Börse erlassen werden muss. Sie stellt sicher, dass die jeweilige Börse ihren Aufgaben gerecht werden kann, und die Interessen des Publikums wie des Handels gewahrt werden.
Clean Development Mechanism (CDM)	Einer der im Kyoto-Protokoll vorgesehenen flexiblen Mechanismen zur Reduktion von Treibhausgasemissionen. Der Begriff definiert den Markt – und damit auch einen Preisfindungsmechanismus – für Umweltschutzmaßnahmen. Im Rahmen des CDM können Unternehmen aus Industrienationen ihren CO ₂ -Ausstoß durch Projekte in Entwicklungsländern ausgleichen. Ziel ist es, die den Industrieländern entstehenden Kosten zum Erreichen der vertraglich festgelegten Reduktionsziele zu senken und gleichzeitig den Entwicklungsländern eine ökologisch nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung zu ermöglichen.

„Comply and Explain“-Prinzip	Bezeichnung für die Verpflichtung des Vorstands und Aufsichtsrats eines Unternehmens, jährlich Erklärungen zur Einhaltung der Kodizes (z.B. Corporate Governance Kodex (vgl. Corporate Governance)) abzugeben und bei eventueller Abweichung eine öffentliche Begründung anzuführen. Das Prinzip ist britisches Modell für die auch in Deutschland in § 161 Aktiengesetz (AktG) festgehaltene Verpflichtung.
Corporate Governance	Rechtlicher und faktischer Ordnungsrahmen für die Gestaltung, Steuerung und Überwachung eines Unternehmens. Corporate Governance im engeren Sinn umfasst Regeln für die Leitung von (börsennotierten) Gesellschaften, vor allem im Hinblick auf das Zusammenwirken von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung.
Dynamische Bilanzauffassung	Im Gegensatz zur Statischen Bilanzauffassung, die der Bilanz vorzugsweise die Ermittlung des Vermögens und der Schulden zuweisen, zielt die Dynamische Bilanzauffassung vor allem auf die Ermittlung eines vergleichbaren Periodenerfolgs (Differenz zwischen Ertrag und Aufwand der Periode) ab, während die Bilanz zu diesem Zweck lediglich als Hilfsmittel (Sammlung von Abgrenzungsposten im weiteren Sinne) dient.
Emittenten	Im wirtschaftlichen Verständnis Gesellschaften, sonstige juristische Personen und alle Unternehmen, deren Wertpapiere Gegenstand eines öffentlichen Angebots sind.
ESG-Faktoren	Zusammenfassung nichtfinanzieller Leistungskennzahlen (vgl. Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren) eines Unternehmens. Der Begriff wird häufig in der internationale Finanzwelt benutzt und stellt eine Abkürzung der englischsprachigen Wörter Environmental, Social und Governance Issues dar.

Externalitäten	Die unkompensierten Auswirkungen ökonomischer Entscheidungen auf unbeteiligte Marktteilnehmer. Negative Externalitäten werden auch als soziale Kosten, positive Externalitäten als Nutzen oder sozialer Ertrag bezeichnet. Die Internalisierung von Externalitäten meint die Einbeziehung von Externalitäten in das Marktgeschehen, also die Berücksichtigung sozialer Zusatzkosten durch den Verursacher.
Finanzberichterstattung	Offenlegung der betriebswirtschaftlichen Situation eines Unternehmens. Die Finanzberichterstattung fußt auf zwei Säulen: Die erste umfasst die traditionelle Rechnungslegung in Form der Bilanz, sowie der Gewinn- und Verlustrechnung. Die zweite Säule ist die „erweiterte Finanzberichterstattung“. Sie ergänzt den Jahresabschluss (rechnerischer Abschluss eines kaufmännischen Geschäftsjahres) und besteht aus dem Lage- bzw. dem Konzernlagebericht.
Finanzielle Leistungsindikatoren	Kennzahlen, die die finanzielle Lage und Entwicklung eines Unternehmens oder einer Organisation darstellen.
Finanzintermediäre	Finanzinstitutionen, die Finanzmittel von Wirtschaftssubjekten mit Kapitalüberschuss an Wirtschaftssubjekte mit Kapitalbedarf vermitteln. Finanzintermediäre sind in der Regel Bausparkassen, Kreditinstitute und Versicherungsgesellschaften.
Finanzmarkt	Oberbegriff für alle Märkte, auf denen Handel mit Geld und Kapital betrieben wird, und im Gegensatz zu den Gütermärkten stehend. Er gliedert sich in nationale und internationale Finanzmärkte auf der einen Seite und, je nach dem Gegenstand der gehandelten Finanzkontrakte, in Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte und den Devisenmarkt für den Austausch von Währungen auf der anderen Seite.
Fristentransformation	Neben Losgrößen- und Risikotransformation (vgl. Losgrößentransformation und Risikotransformation) eine Funktion von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen in einer Volkswirtschaft. Durch die Fristentransformation werden unterschiedliche Laufzeitinteressen von Schuldern und Gläubigern in Einklang gebracht.

Institutionelle Investoren	Gesellschaften wie z.B. Investmentgesellschaften (vgl. Kapitalanlage/- Investmentgesellschaft), Investmentfonds, Makler, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentbanken und Stiftungen.
Investmentanteile	Recheneinheit für die Bemessung des Anteils eines Anlegers am Fondsvermögen eines Investmentfonds, einem Konstrukt zur Geldanlage. Ein Anleger erwirbt bei seinem Investment in einen Investmentfonds nicht konkrete Aktien, sondern nur Teile davon. Eine Investmentgesellschaft sammelt das Geld der Anleger, bündelt es in einem Sondervermögen – dem Investmentfonds – und investiert es in einem oder mehreren Anlagebereichen.
Joint Implementation (JI)	Einer der im Kyoto-Protokoll vorgesehenen flexiblen Mechanismen zur Reduktion von Treibhausgasemissionen. Ein Staat kann durch die Durchführung emissionsmindernder Maßnahmen in einem anderen Staat, der ebenfalls eine Reduktionsverpflichtung eingegangen ist, zusätzliche Emissionsrechte für seine heimischen Treibhausgasproduzenten erwerben.
Kapitalanlage/-Investmentgesellschaft	Institution, die Investmentfonds auflegt und verwaltet. Die Investmentgesellschaft gibt Anteile an den von ihr gegründeten Fonds an Anleger gegen Geld aus. Das aufgenommene Geld wird zum Kauf eines Portfolios aus Wertpapieren, Immobilien, Geldmarktpapieren oder anderen Vermögensgegenständen verwendet.
Kapitalgeber	Personen oder Institutionen (z.B. Banken), die Unternehmen die erforderlichen Finanzmitteln durch Eigen- und Fremdfinanzierung zur Verfügung stellen.

Kapitalgesellschaften	Eine Kapitalgesellschaft ist eine auf einem Gesellschaftsvertrag beruhende Körperschaft des privaten Rechts, deren Mitglieder einen gemeinsamen, meist wirtschaftlichen Zweck verfolgen. Der Unterschied zu einer Personengesellschaft liegt im so genannten Trennungsprinzip der Gesellschafter von der Gesellschaft. Es gibt anders als bei der Personengesellschaft grundsätzlich keine Mithaftung der Gesellschafter. Andererseits kann ein Gesellschafter auch nicht über das Vermögen der Gesellschaft verfügen.
Kapitalmarktakteure/ Finanzmarktakteure	Personen oder Institutionen, die Handel mit Geld und Kapital (Geld, Kapital, Devisen, Kredite) betreiben.
Kapitalmarktpolitik	Gestaltung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte, die es ermöglichen sollen, dass die Finanzmärkte ihre wichtigen gesamtwirtschaftlichen Funktionen erfüllen können.
Kapitalmarktrecht	Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw. öffentlich registrierten Geldforderungstiteln befassen. Ziel ist der Individualschutz der Anleger sowie der Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft.
Kapitalnachfrager	Personen oder Institutionen, die Finanzmittel nachfragen.
Key Performance Indicator (KPI)	Der englischsprachige Begriff Key Performance Indicator (KPI) bezeichnet Kennzahlen, anhand derer der Leistungsfortschritt oder Erfüllungsgrad hinsichtlich wichtiger Zielsetzungen oder kritischer Erfolgsfaktoren innerhalb einer Organisation gemessen und/oder ermittelt werden kann.

Lagebericht	Lageberichte werden von Kapitalgesellschaften (vgl. Kapitalgesellschaften) im Zuge des Jahresabschlusses (rechnerischer Abschluss eines kaufmännischen Geschäftsjahres) bzw. der erweiterten Finanzberichterstattung veröffentlicht. Im Lagebericht wird der Geschäftsverlauf, die Lage der Gesellschaft ebenso wie die Zukunftserwartungen und Entwicklung der Firma dargestellt. Er kann bzw. muss neben den sich bereits rein finanziell auszudrückenden Aspekten weiterführende Umweltbelange enthalten und stellt somit eine gute Grundlage für die Bewertung umweltbezogener Auswirkungen auf die (wirtschaftliche) Lage des Unternehmens dar.
Losgrößentransformation	Neben Risiko- und Fristentransformation (vgl. Risikotransformation und Fristentransformation) eine Funktion von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen in einer Volkswirtschaft. Die Funktion der Losgrößentransformation besteht darin, durch Bündelung vieler kleiner Sparbeträge hohe Kapitalbeträge aufzubringen.
Marktversagen	Unfähigkeit eines Marktes, Ressourcen ihrer bestmöglichen Verwendung zuzuführen und Güter ideal zu verteilen. Infolgedessen funktioniert die Preisbildung in einer Wettbewerbswirtschaft nicht oder nur unzureichend.
Nachhaltige Geldanlage/Nachhaltige Anlageprodukte	Nachhaltige Geldanlage setzt eine Umwelt- und Sozialverträglichkeit dieser voraus. Wirtschaftliche Leistungsfähigkeit wird auf diese Weise mit Umweltschutz und sozialer Gerechtigkeit in Einklang gebracht. Grundlage des Prädikats „Nachhaltige Geldanlage“ ist eine meist von Ratingagenturen vorgenommene Prüfung des Unternehmens und seiner Produktprozesse.
Nachhaltigkeitsbericht/CSR Report	Zusammenfassung der Tätigkeiten und Leistungen eines Unternehmens im Hinblick auf deren nachhaltige Entwicklungsbestrebungen. Enthält im Falle eines CSR-Reports (Corporate Social Responsibility) darüber hinaus Informationen zum gesellschaftlichen Engagement des Unternehmens.
Nachhaltigkeitsindikatoren/-kennzahlen (vgl. Key Performance Indicator (KPI))	Leistungsindikatoren, welche die nachhaltige Entwicklung eines Unternehmens oder einer Organisation angeben. Der KPI (vgl. Key Performance Indicator) bezogen auf den Nachhaltigkeitsbereich stellt Entwicklungen eines Unternehmens oder einer Organisation hinsichtlich deren

	ökonomischer, ökologischer und sozialer Performance dar. Nachhaltigkeitsindikatoren sind zumeist auch Teil der nichtfinanziellen Leistungsindikatoren (vgl. Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren) eines Unternehmens.
Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren	Erfolgsparameter eines Unternehmens oder einer Organisation, die nicht auf finanziellen Faktoren beruht. Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren sind bspw. die Qualifikation der Mitarbeiter, Produktqualität, Nachhaltigkeitskennzahlen (vgl. Nachhaltigkeitsindikatoren und Key Performance Indicator), Marktkenntnis etc.
Öffentliche Güter	Unter Öffentlichen Gütern ist gemeint, dass niemand von dem Konsum des Gutes ausgeschlossen wird (Nicht-Ausschließbarkeit) und es von mehreren Individuen zeitgleich genossen werden kann (Nicht-Rivalität).
Prime Standard	Am 1. Januar 2003 ins Leben gerufenes Handelssegment der Deutschen Börse. Im Prime Standard gelistete Unternehmen müssen internationale Transparenzvorschriften erfüllen, die über das Maß des regulierten Marktes hinausgehen. Gleichzeitig ist der Prime Standard die Voraussetzung für eine Aufnahme in die Indizes DAX, MDAX, TecDAX und SDAX.
Prüfungsausschuss (nach BilMoG)	Zuständiges Organ für die Überwachung des Aufsichtsrates und der Geschäftsführung eines Unternehmens. Mit Verabschiedung des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) im März 2009 werden Prüfungsausschüsse erstmals ausdrücklich konkret gesetzlich kodifiziert.
Ratings/Ratingagenturen	Ratingagenturen führen eine standardisierte Bewertung von Investmentfonds anhand von Ertrag, Bonität und Risiko durch. Ratings werden in Buchstabenkombination (Ratingcodes) zusammengefasst, die in der Regel von AAA (beste Qualität) bis D (zahlungsunfähig) reichen.
Rechnungslegung	Dokumentation des betrieblichen Geschehens sowohl für externe Zwecke, insb. der Handelsbilanz und Steuerbilanz, als auch im Rahmen interner Aufgabenstellungen, u. a. Kostenrechnung, Unternehmens- und Finanzplanung. Die für die Rechnungslegung relevanten Daten werden im Rahmen des Rechnungswesens erfasst.
Risiko-Allokation	Zuordnung von spekulativen Risiken auf verschiedene Wirtschaftsakteure (z.B. den Konsumenten). Allokation ist

	eine Funktion der Finanzmärkte (vgl. Finanzmarkt), welche die bestmögliche Verteilung von Gütern auf alle Marktteilnehmer zum Ziel hat.
Risikomanagement	sämtliche unternehmerische Aktivitäten zur Abschätzung von Ertragschancen und -risiken zwecks Erhaltung und Steigerung des Unternehmensertrags. Es umfasst das Risikocontrolling (Identifikation von Unternehmensrisiken, Messung des Umfangs der finanziellen Konsequenzen, Kontrolle der Risikopolitik) und die Risikopolitik (Bewertung der Risiken und Entscheidung über Maßnahmen).
Risikotransformation	Neben Losgrößen- und Fristentransformation (vgl. Losgrößen- und Fristentransformation) eine Funktion von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen in einer Volkswirtschaft. Kreditinstitute betreiben Risikotransformation, indem sie das von den Kapitalgebern akzeptierte Risiko einer Anlage mit dem Ausfallrisiko von Kreditnehmern in Übereinstimmung bringen.
Umwelt(leistungs)kennzahlen/ -Indikatoren Umwelt-Key Performance Indicators (Vgl. KPI)	Mit Hilfe dieser Kennzahlen (vgl. Nachhaltigkeitsindikatoren/-kennzahlen und Key Performance Indicator) kann die Wirksamkeit des vorhandenen Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsmanagementsystems überprüft und geeignete Maßnahmen zur Erhöhung der Effektivität ergriffen werden.

6 Anhang

Anhang 1: Auszug aus der SEC Interpretive Guidance on Disclosure Related to Business or Legal Developments Regarding Climate Change

IV. Climate change related disclosures

In the previous section we summarized a number of Commission rules and regulations that may be the source of a disclosure obligation for registrants under the federal securities laws. Depending on the facts and circumstances of a particular registrant, each of the items discussed above may require disclosure regarding the impact of climate change. The following topics are some of the ways climate change may trigger disclosure required by these rules and regulations. These topics are examples of climate change related issues that a registrant may need to consider.

A. Impact of legislation and regulation.

As discussed above, there have been significant developments in federal and state legislation and regulation regarding climate change. These developments may trigger disclosure obligations under Commission rules and regulations, such as pursuant to Items 101, 103, 503(c) and 303 of Regulation S-K. With respect to existing federal, state and local provisions which relate to greenhouse gas emissions, Item 101 requires disclosure of any material estimated capital expenditures for environmental control facilities for the remainder of a registrant's current fiscal year and its succeeding fiscal year and for such further periods as the registrant may deem material. Depending on a registrant's particular circumstances, Item 503(c) may require risk factor disclosure regarding existing or pending legislation or regulation that relates to climate change. Registrants should consider specific risks they face as a result of climate change legislation or regulation and avoid generic risk factor disclosure that could apply to any company. For example, registrants that are particularly sensitive to greenhouse gas legislation or regulation, such as registrants in the energy sector, may face significantly different risks from climate change legislation or regulation compared to registrants that currently are reliant on products that emit greenhouse gases, such as registrants in the transportation sector.

Item 303 requires registrants to assess whether any enacted climate change legislation or regulation is reasonably likely to have a material effect on the registrant's financial condition or results of operation. In the case of a known uncertainty, such as pending legislation or regulation, the analysis of whether disclosure is required in MD&A consists of two steps. First, management must evaluate whether the pending legislation or regulation is reasonably likely to be enacted. Unless management determines that it is not reasonably likely to be enacted, it must proceed on the assumption that the legislation or regulation will be enacted. Second, management must determine whether the legislation or regulation, if enacted, is reasonably likely to have a material effect on the registrant, its financial condition or results of operations. Unless management determines that a material effect is not reasonably likely, MD&A disclosure is required. In addition to disclosing the potential effect of pending legislation or regulation, the registrant would also have to consider disclosure, if material, of

the difficulties involved in assessing the timing and effect of the pending legislation or regulation.

A registrant should not limit its evaluation of disclosure of a proposed law only to negative consequences. Changes in the law or in the business practices of some registrants in response to the law may provide new opportunities for registrants. For example, if a “cap and trade” type system is put in place, registrants may be able to profit from the sale of allowances if their emissions levels end up being below their emissions allotment. Likewise, those who are not covered by statutory emissions caps may be able to profit by selling offset credits they may qualify for under new legislation.

Examples of possible consequences of pending legislation and regulation related to climate change include:

- Costs to purchase, or profits from sales of, allowances or credits under a “cap and trade” system;
- Costs required to improve facilities and equipment to reduce emissions in order to comply with regulatory limits or to mitigate the financial consequences of a “cap and trade” regime; and
- Changes to profit or loss arising from increased or decreased demand for goods and services produced by the registrant arising directly from legislation or regulation, and indirectly from changes in costs of goods sold. We reiterate that climate change regulation is a rapidly developing area. Registrants need to regularly assess their potential disclosure obligations given new developments.

B. International accords.

Registrants also should consider, and disclose when material, the impact on their business of treaties or international accords relating to climate change. We already have noted the Kyoto Protocol, the EU ETS and other international activities in connection with climate change remediation. The potential sources of disclosure obligations related to international accords are the same as those discussed above for U.S. climate change regulation. Registrants whose businesses are reasonably likely to be affected by such agreements should monitor the progress of any potential agreements and consider the possible impact in satisfying their disclosure obligations based on the MD&A and materiality principles previously outlined.

C. Indirect consequences of regulation or business trends.

Legal, technological, political and scientific developments regarding climate change may create new opportunities or risks for registrants. These developments may create demand for new products or services, or decrease demand for existing products or services. For example, possible indirect consequences or opportunities may include:

- Decreased demand for goods that produce significant greenhouse gas emissions;
- Increased demand for goods that result in lower emissions than competing products;
- Increased competition to develop innovative new products;

- Increased demand for generation and transmission of energy from alternative energy sources; and
- Decreased demand for services related to carbon based energy sources, such as drilling services or equipment maintenance services.

These business trends or risks may be required to be disclosed as risk factors or in MD&A. In some cases, these developments could have a significant enough impact on a registrant's business that disclosure may be required in its business description under Item 101. For example, a registrant that plans to reposition itself to take advantage of potential opportunities, such as through material acquisitions of plants or equipment, may be required by Item 101(a) (1) to disclose this shift in plan of operation. Registrants should consider their own particular facts and circumstances in evaluating the materiality of these opportunities and obligations.

Another example of a potential indirect risk from climate change that would need to be considered for risk factor disclosure is the impact on a registrant's reputation. Depending on the nature of a registrant's business and its sensitivity to public opinion, a registrant may have to consider whether the public's perception of any publicly available data relating to its greenhouse gas emissions could expose it to potential adverse consequences to its business operations or financial condition resulting from reputational damage.

D. Physical impacts of climate change.

Significant physical effects of climate change, such as effects on the severity of weather (for example, floods or hurricanes), sea levels, the arability of farmland, and water availability and quality, have the potential to affect a registrant's operations and results. For example, severe weather can cause catastrophic harm to physical plants and facilities and can disrupt manufacturing and distribution processes. A 2007 Government Accountability Office report states that 88% of all property losses paid by insurers between 1980 and 2005 were weatherrelated.^{7s} noted in the GAO report, severe weather can have a devastating effect on the financial condition of affected businesses. The GAO report cites a number of sources to support the view that severe weather scenarios will increase as a result of climate change brought on by an overabundance of greenhouse gases.

Possible consequences of severe weather could include:

- For registrants with operations concentrated on coastlines, property damage and disruptions to operations, including manufacturing operations or the transport of manufactured products;
- Indirect financial and operational impacts from disruptions to the operations of major customers or suppliers from severe weather, such as hurricanes or floods;
- Increased insurance claims and liabilities for insurance and reinsurance companies;
- Decreased agricultural production capacity in areas affected by drought or other weather-related changes; and
- Increased insurance premiums and deductibles, or a decrease in the availability of coverage, for registrants with plants or operations in areas subject to severe weather.

Registrants whose businesses may be vulnerable to severe weather or climate related events should consider disclosing material risks of, or consequences from, such events in their publicly filed disclosure documents.