

TEXTE

89/2013

Wege in die ökologische Kapitalmarktpolitik

Policy Paper

im Rahmen des Vorhabens

„Umweltschutzorientierte Weiterentwicklung des
Kapitalanlage- und Investmentrechts“

UMWELTFORSCHUNGSPLAN DES
BUNDESMINISTERIUMS FÜR UMWELT,
NATURSCHUTZ UND REAKTORSICHERHEIT

Forschungskennzahl 3709 18 106
UBA-FB 001855

Wege in die ökologische Kapitalmarktpolitik

Policy Paper

im Rahmen des Vorhabens

„Umweltschutzorientierte Weiterentwicklung des
Kapitalanlage- und Investmentrechts“

von

Hendrik Acker
Regine Barth
Georg Schattney
Silvia Schütte
Juliane von Stockhausen

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/wege-in-die-oekologische-kapitalmarktpolitik> 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

Wege in die ökologische Kapitalmarktpolitik

Policy Paper
im Rahmen des Vorhabens
„Umweltschutzorientierte Weiterentwicklung des
Kapitalanlage- und Investmentrechts“
(FKZ 3709 18 106) des Umweltforschungsplans

Autoren:

Hendrik Acker
Regine Barth
Georg Schattney
Silvia Schütte
Juliane von Stockhausen

Darmstadt, Frankfurt, Berlin,
August 2012

Öko-Institut e.V.

Geschäftsstelle Freiburg

Postfach 50 02 40
79028 Freiburg, Deutschland

Hausadresse

Merzhauser Straße 173
79100 Freiburg, Deutschland

Tel. +49 (0) 761 - 4 52 95-0

Fax +49 (0) 761 - 4 52 95-88

Büro Darmstadt

Rheinstraße 95
64295 Darmstadt, Deutschland

Tel. +49 (0) 6151 - 81 91-0

Fax +49 (0) 6151 - 81 91-33

Büro Berlin

Novalisstraße 10
10115 Berlin, Deutschland

Tel. +49 (0) 30 - 40 50 85-0

Fax +49 (0) 30 - 40 50 85-388

Inhaltsverzeichnis

1	Die Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz	1
2	Gründe für eine ökologische Kapitalmarktpolitik	2
2.1	Globale Umweltkrisen als Marktversagen	2
2.2	Politische Fortschritte bei der Beseitigung des Marktversagens.....	3
2.3	Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik.....	4
3	Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	6
3.1	Internalisierung von Umweltchancen und -risiken als Ansatz.....	6
3.2	Erfassung, Transparenz & Berücksichtigung von Umweltindikatoren	8
3.3	Märkte für nachhaltige Anlageprodukte als Katalysator	8
3.4	Die allgemeinen Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik	10
3.5	Internalisierung anderer „extra-finanzieller“ Nachhaltigkeitsfaktoren.....	10
4	Einstieg in die ökologische Kapitalmarktpolitik.....	12
4.1	Corporate Governance: Ansetzen bei der Unternehmensführung	12
4.2	Unternehmenspublizität: Transparenz ausgewählter Umwelt-KPIs	15
4.3	Finanzintermediäre: Stärkung der Berücksichtigung von Umweltfaktoren.....	18
4.4	Anlageprodukte: Stärkung des Marktes für nachhaltige Geldanlagen	20

1 Die Rolle der Kapitalmärkte im Umweltschutz

Zunehmend wird deutlich, dass der **Klimawandel** nur eines von einer Reihe von schwerwiegenden globalen Umweltproblemen ist, die vom Menschen verursacht werden. Neben dem Klimasystem befinden sich der **Stickstoff-Kreislauf** und die **Verlustrate von Biodiversität** bereits sehr weit außerhalb der erdgeschichtlichen Mittelwerte. Auf Sicht von ein bis zwei Generationen können Kipp-Punkte („Tipping Points“) erreicht werden, jenseits derer sich die natürlichen Lebensgrundlagen des Menschen exponentiell verschlechtern und teilweise irreversibel geschädigt bleiben könnten.¹

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 bis 2030 zu einer Erhöhung des Wasserbedarfs um 30 Prozent sowie des Nahrungsmittel- und Energiebedarfs um jeweils 50 Prozent.²

Diese Trends begründen die politische Notwendigkeit, das Wirtschaftsleben unter den Vorzeichen weitgehend liberalisierter und globalisierter Waren- und Kapitalmärkte im ökologischen Sinne wesentlich nachhaltiger zu gestalten. Dies gilt vor allem für die **Effizienz im Umgang mit natürlichen Ressourcen**, zu denen nicht nur das Klima, sondern auch Wasser, Fischbestände und Ökosysteme ganz allgemein zu zählen sind.

Die **Kapitalmärkte** nehmen dabei eine zentrale Rolle ein, da sie durch den Zugang zu Kapital und den Risikozins für Kapital eine **Steuerungsinstanz für wirtschaftliche Aktivitäten** darstellen. Über die Genehmigung wirtschaftlicher Aktivitäten entscheidet zwar in erster Linie das Gesetz, aber auch prinzipiell genehmigte Wirtschaftsaktivitäten können dann 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. Neben dieser Funktion der Risiko-Allokation haben die Kapitalmärkte noch andere Funktionen mit großer Relevanz für die globalen Umweltkrisen (s. Tabelle 1, Folgeseite).

Im Mittelpunkt des vorliegenden Policy Papers „Wege in die ökologische Kapitalmarktpolitik“ steht die Frage, ob vor diesem Hintergrund **Umweltschutzorientierte Eingriffe in die Kapitalregulierung** erforderlich sind (2. Gründe für eine ökologische Kapitalmarktpolitik), welchen Leitlinien sie unterliegen sollten (3. Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik) und welche Instrumente und rechtliche Anknüpfungspunkte dem deutschen Gesetzgeber zur Verfügung stehen (4. Einstieg in die ökologische Kapitalmarktpolitik).

¹ Schellnhuber et. al.: *Planetary Boundaries. A safe operating space for humanity*, Nature, Nr. 461, S. 472-475, September 2009.

² Schätzungen nach Food and Agriculture Organization (FAO), International Energy Agency (IEA) und International Food Policy Research Institute (IFPRI).

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 auszustoßen, sendet wichtige Signale für Investitionen in Erneuerbare Energien.

Tabelle 1

2 Gründe für eine ökologische Kapitalmarktpolitik

2.1 Globale Umweltkrisen als Marktversagen

Der *Stern Review on the Economics of Climate Change* und die Berichte der Initiative *The Economics of Ecosystems and Biodiversity (TEEB)* haben das Verständnis für die **ökonomischen Ursachen der globalen Umweltkrisen** erhöht. Natürliche Ressourcen in Form von Klima oder intakten Ökosystemen werden zwar immer knapper, aber diese Knappheit wird nicht oder nur unzureichend in den Wirtschaftskreislauf eingepreist. Die Ökonomen Nicholas Stern und Pavan Sukhdev (TEEB-Studienleiter) begreifen den Klimawandel und die Krisen von Biodiversität und Ökosystemen daher als **Marktversagen**.

Es ist unwahrscheinlich, dass der Markt dieses Marktversagen im freien Spiel der Kräfte in absehbarer Zukunft behebt und von sich aus die Knappheit des Gutes „Natur“ in den Wirtschaftskreislauf einpreist (s. Tabelle 2).

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.

Tabelle 2

Der Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen ist daher eines jener (globalen) öffentlichen Güter, die vom Markt ohne staatliche Mitwirkung nicht oder nur unzureichend bereitgestellt werden.

2.2 Politische Fortschritte bei der Beseitigung des Marktversagens

Nicht nur die genannten Studien von Stern und Sukhdev, sondern auch eine Reihe anderer Studien hat verdeutlicht, dass eine der Hauptursachen für das 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“ von 2002 wurden dann 21 Schlüsselindikatoren für eine nachhaltige Entwicklung definiert. Seit 2008 liegt darüber hinaus der Vorschlag für einen **Nationalen Wohlfahrtsindex (NWI)** 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 Instrumentenmix** aus „traditionellen“ umweltpolitischen Maßnahmen aus dem Bereich des **Ordnungsrechts**, neueren, **Marktbasierten Instrumenten** sowie die **Unterstützung der Selbstregulierungen** – auch bei der Unternehmensberichterstattung über Umweltrisiken sowie deren Berücksichtigung durch den Finanzsektor (s. Tabelle 3).

Instrumenten-Mix in der deutschen Umweltpolitik			
Art des Instruments		Rechtscharakter des Instruments	Beispiel
„traditionelles“ Ordnungsrecht		Genehmigungsrecht	Eingriffsregelung
		Gebote und Verbote	Verbot von Glühbirnen
		Leistungsvorgaben	Energiesparverordnung
Ökonomische Instrumente	Fiskalische Instrumente	Subventionen	zinsgünstige KfW-Kredite für Niedrigenergiehäuser
		Steuern	Öko-Steuer
		Abgaben	Dosenpfand
	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)

Tabelle 3

Trotz Kritik an spezifischen Punkten (z.B. Preise für Emissionsrechte im EU ETS oder spezifische Höhe der Einspeisetarife) bleibt festzuhalten, dass dieser Instrumentenmix sich bisher bewährt hat. Und es spricht nichts dagegen, dass, ein ausreichender politischer Wille vorausgesetzt, die nationalen und europäischen Biodiversitätsschutz-Ziele mit einem ähnlichen oder anders gewichteten Instrumentenmix nicht auch erreicht werden können.

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 Wirtschaftsbereich gesehen.³

2.3 Notwendigkeit einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

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 (s. Tabelle 4, Folgeseite).

Am schwersten wiegt die Tatsache, dass eine **Bekämpfung der Ursachen der Umweltkrisen** (s. Punkt 2.1) **ohne Einbeziehung der Finanzmärkte** bzw. eine Rückkoppelung zwischen den volkswirtschaftlichen Nachhaltigkeitsindikatoren und den betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungsmetrik **schwierig bis unmöglich** werden dürfte. So lange 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. Für nachhaltigere Entwicklungspfade der Volkswirtschaft bezahlt die Allgemeinheit dann indirekt über Steuern oder direkt über Kosten (Einspeisevergütungen) einen hohen Preis.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist **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 entsprechende Auflagen nicht mit derselben Effektivität durchsetzen können. **Umweltleistungskennzahlen 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 evtl. verbessern.

In der Gesamtsicht erscheint der gegenwärtige Instrumentenmix 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 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 (s. Punkt 1) 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 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 (Bundestags-Drucksache 16/7093), Zitat ebda., S.3.

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.

Tabelle 4

3 Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

3.1 Internalisierung von Umweltchancen und -risiken als Ansatz

Das Konzept einer ökologischen Kapitalmarktpolitik weist wesentlich über die aktuell genutzten marktbasieren 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 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, wie z.B. im Rahmen des Nationalen Wohlfahrtsindex (NWI), und der betriebs- und finanzwirtschaftlichen Leistungs- und Erfolgsrechnung. Andererseits versteht es sich damit auch als Konkretisierung von Maßnahmen, die der u.a. in der Studie *Investitionen für ein klimafreundliches Deutschland* vom Juli 2008⁴ 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).⁵ Andererseits werden neuere finanzwirtschaftliche Ansätze vor allem aus dem Klimabereich aufgegriffen und adaptiert.⁶ Aus beiden Quellen lässt sich eine allgemeine Definition ökologischer Kapitalmarktpolitik herleiten (s. Kasten 1).

Kasten 1: Allgemeine Definition einer ökologischen Kapitalmarktpolitik

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.

Kasten 1

⁴ http://www.bmu.de/files/pdfs/allgemein/application/pdf/studie_klimadeutschland.pdf.

⁵ Stellvertretend für diese Richtung kann die in der Ausschreibung genannte 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.

⁶ 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>.

3.2 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 knapp 80% bereits eigenständige Nachhaltigkeitsberichte (*CSR Reports*), im deutschen DAX30 sind es sogar 90% oder 27 von 30 Unternehmen.⁷ 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 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.

3.3 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 einen eigenen ethischen Wert, sondern sind hauptsächlich aufgrund ihrer Aussagekraft als **Frühindikatoren für das geringere Risiko und die langfristige finanzielle Leistungskraft einer Unternehmung** relevant.⁸ Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeits-Faktoren durch

⁷ Stand 2009, Quellen: KPMG, Kirchhoff Consult, Blackpoint Communications.

⁸ So auch der von der Europäischen Analysten- und Asset Management Vereinigung EFFAS unterstützte Leitfaden für die Offenlegung von ESG-Kennzahlen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Managet: *“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*

Vermögensverwalter ist in den meisten entwickelten Jurisdiktionen daher nicht nur erlaubt, sondern im Rahmen allgemeiner Sorgfaltspflichten wohl sogar geboten.⁹

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 (s. Tabelle 5, Folgeseite), doch führt diese Vielfalt von Konzepten dazu, dass der Markt von großen, institutionellen Investoren als zu intransparent für substantielle Engagements wahrgenommen wird.¹⁰ 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.¹¹

Die Folgen:

- Ein Teil, vielleicht sogar ein Großteil, des Potentials des Marktes für nachhaltige Anlageprodukte bleibt durch fehlendes Interesse von Vermögensverwaltern ungenutzt.
- Die fehlende Standardisierung schränkt die Möglichkeit von Unternehmen ein, Umwelt-KPIs standardisiert und vergleichbar zu berichten, da die 19 genutzten Standards nicht notwendig auf die gleichen KPIs abstellen.
- Die fehlende Standardisierung macht darüber hinaus verlässliche Aussagen über die finanzielle Performance von nachhaltigen Anlageportfolios im Vergleich zu traditionellen Anlagemethoden schwierig und vielleicht sogar unmöglich.

provides information about management systems, corporate governance, long-term viability of profitability, or potential reputational risks and liability issues."

⁹ 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: http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.

¹⁰ Siehe dazu: *German managers want common sustainable investing criteria*, FT Asset Management, Financial Times, 8. August 2010.

¹¹ Funds@Work, *The Importance of Socially Responsible Investments for Institutional Investors in Germany, Austria and Switzerland – a networkanalytical perspective*, 2009.

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 aufweisen
Engagement	Konzept der aktiven Aktionärspolitik, das z.B. durch Ausübung von Stimmrechten oder fortlaufenden Dialog mit dem Management des Unternehmens realisiert wird.

Tabelle 5

3.4 Die 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 folgenden wesentlichen Leitlinien einer ökologischen Kapitalmarktpolitik ableiten.

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 und/oder Mindestinvestmentquoten

Tabelle 6

3.5 Internalisierung anderer „extra-finanzieller“ Nachhaltigkeitsfaktoren

Der Oberbegriff einer „ökologischen Kapitalmarktpolitik“ sollte keineswegs isoliert betrachtet werden, sondern als Teil einer nachhaltigen Kapitalmarktpolitik, die neben ökologischen auch soziale Kriterien stärker als bisher in den Fokus der Finanzmarktakteure rückt. Dies entspricht nicht nur dem allgemeinen Nachhaltigkeitsgedanken und der

Sichtweise der Finanzmärkte, sondern auch der Notwendigkeit, ein Gleichgewicht zwischen ökologischen und sozialen Aspekten zu wahren.

Eine solche **Ausweitung des Konzepts** einer ökologischen Kapitalmarktpolitik **auf soziale Belange** – und damit zur nachhaltigen Kapitalmarktpolitik – ist **ohne logische oder systemische Brüche möglich**. Aus Sicht der Kapitalmärkte werden Nachhaltigkeitsindikatoren meist als „**ESG**“-Faktoren (**Ecological, Social, Governance**) gefasst und damit die aus Investorensicht wichtigsten „extra-finanziellen“ Aspekte für Unternehmensleistung und -erfolg definiert. „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 derer eine Geldanlage klassifiziert und gemessen wird, mit den Zielgrößen Rendite, Sicherheit und Liquidität um eine vierte Dimension mit Nachhaltigkeitskriterien erweitert (s. Schaubild 1).

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 Instrumentenmix beim Umweltschutz wesentlich steigern.

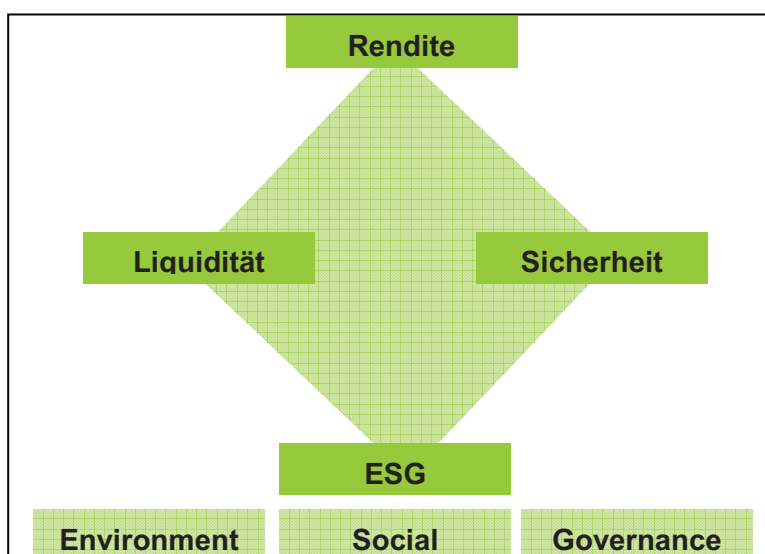


Schaubild 1

4 Einstieg in die ökologische Kapitalmarktpolitik

4.1 Corporate Governance: Ansetzen bei der Unternehmensführung

Bereich: Corporate Governance		
Vorschläge	Ziele	Umsetzung
Erweiterung und Konkretisierung der Aufgaben des Aufsichtsrats oder des Prüfungsausschusses hinsichtlich der Berücksichtigung von Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsfaktoren	Verbesserung der Erfassung und Berücksichtigung von Umweltfaktoren in der Unternehmensführung	Aufnahme in Deutschen Corporate Governance Kodex in Verbindung mit § 161 AktG
ALTERNATIV: Einrichtung eines eigenen Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsausschusses nach Vorbild des Prüfungsausschusses (BilMoG)		Erweiterung/Konkretisierung <ul style="list-style-type: none"> • § 107 Abs. 3 AktG (Überwachungsaufgaben des Aufsichtsrats), • § 324 Abs. 1 HGB (Einrichtung eines Prüfungsausschusses), • §§ 289 Abs. 5, 315 Abs. 2 Nr. 5 HGB (Bericht zum rechnungslegungsbezogenen IKS und Risikomanagementsystem) sowie • § 289 a HGB (Bericht zur Unternehmensführung sowie Entsprechungserklärung)
Ausrichtung (eines Teils) der Vorstandsvergütung an die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen		Konkretisierung des neuen § 87, Abs. 1 AktG zur Vorstandsvergütung bzw. der Punkte 4.1.1 und 4.2.3 des Deutschen Corporate Governance Codex
ALLGEMEIN: Beschränkung auf kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften nach § 264d HGB		

Tabelle 7

Bei Finanzmarktakteuren kann zwischen Kapitalgebern (Investoren) und Kapitalnehmern unterschieden werden. Dabei treten Investoren als Kapitalanbieter und als Nachfrager von Finanztiteln auf. Kapitalnehmer treten als Kapitalnachfrager und als Anbieter von Finanztiteln auf. Eine bewusste **Berücksichtigung von Umweltfaktoren auf Ebene der Kapitalnehmer** stellt die **Grundvoraussetzung** dafür dar, dass Investoren diese bei ihren Entscheidungen berücksichtigen können. Eine generelle gesetzliche Verankerung der Pflicht zur Berücksichtigung von Umweltbelangen im Rahmen von Unternehmensentscheidungen im Gesellschaftsrecht, wie z.B. im Rahmen des *UK Companies Act 2006* in Großbritannien, stellt einerseits die wohl einfachste Umsetzung dar. Andererseits ist für die weitere Berücksichtigung von Umweltrisiken durch Investoren dadurch nichts gewonnen.

Sinnvoller erscheint es hingegen, konkretere Hilfestellungen zur Integration von Umweltrisiken in die bestehenden Risikomanagementsysteme zu geben. Risikomanagement beschreibt dabei 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)¹². Die bestehenden gesetzlichen Vorgaben für die Einrichtung solcher Systeme umfassen theoretisch auch Umweltrisiken, soweit sie den Fortbestand des Unternehmens zu gefährden drohen¹³. Eine ausdrückliche Erwähnung von Umweltrisiken in diesem Zusammenhang hätte zwar Signalfunktion; sie würde allerdings eine unangemessene Hervorhebung gegenüber anderen Risikokategorien bedeuten. Aufgrund der Einschränkung durch das Kriterium der Bestandsgefährdung würden der Umfang und die Tiefe der berücksichtigten Umweltrisiken vermutlich auch nicht erweitert.

Zielführend mit Blick auf einen Wandel der Unternehmenskultur im Sinne einer Schärfung des Bewusstseins der Bedeutung von Umweltfaktoren für die Erfolgsaussichten des Unternehmens könnte sein, entweder die **Erweiterung und Konkretisierung der Aufgaben bestehender unternehmensinterner Gremien** oder die **Einrichtung neuer Gremien** einzufordern, denen 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.

Die Gestaltung der *Corporate Governance*¹⁴ im Sinne von Strukturen und Prozessen in der Unternehmensführung kann dabei sowohl durch selbst-regulative Standardsetzung der wirtschaftlichen Akteure als auch durch den Gesetzgeber erfolgen. Denkbar ist z.B., dass die Politik anregt, die Schaffung eines entsprechenden Gremiums als Empfehlung in den **Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)** aufzunehmen¹⁵. Grundsätzlich könnte eine Verankerung im Rahmen des DCGK ein wirksames Mittel zur Verbesserung der Berücksichtigung von Umweltrisiken sein. Denn 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. Seine rechtliche Relevanz erfährt er über **§ 161 AktG**. Nach dieser Vorschrift 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“).

Alternativ könnte die Einrichtung eines solchen „Umweltrisiko-Ausschusses“ beim Aufsichtsrat auch gesetzlich verankert werden. Als Vorbild einer solchen gesetzlichen

¹² Onischka, Mathias, Schweneke Martina (2008) Messung und Anwendung von Risikoinformationen in der Finanzanalyse, Portfoliomanagement und Risikomanagement, S. 9.

¹³ Vgl. § 91 Abs. 2 AktG. Die Vorschrift hat keine Entsprechung für andere Gesellschaftsformen. Der Gesetzesgeber geht aber von einer „Ausstrahlungswirkung“ auf andere Gesellschaftsformen aus, die aber im Einzelfall von der Größe und Komplexität der jeweiligen Unternehmensstruktur abhängt.

¹⁴ Grundlegende Pflichten zur Organisation und Führung einer Gesellschaft mit dem Ziel der Optimierung der Leitungs- und Kontrollorganisation des Unternehmens.

¹⁵ Die Mitglieder der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex werden von der Bundesjustizministerin ernannt. Die Kommission selbst ist in ihren inhaltlichen Entscheidungen jedoch unabhängig.

Gestaltung der Corporate Governance könnte die Einrichtung eines Prüfungsausschusses zur Verbesserung des Risikomanagements von Unternehmen durch das **Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG)** 2009 dienen. Eine andere Variante wäre die Erweiterung bzw. weitere Konkretisierung der Aufgaben von Aufsichtsrat und Prüfungsausschuss hinsichtlich von Umwelt- oder Nachhaltigkeitsfaktoren.

Flankierend zu solchen Maßnahmen 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 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 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.¹⁶ Das Thema Nachhaltigkeit könnte in Zuge dieser Diskussion von politischer Seite eingebracht werden.

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

¹⁶ Pressemitteilung Regierungskommission DCGK vom 16.05.2012.

4.2 Unternehmenspublizität: Transparenz ausgewählter Umwelt-KPIs

Bereich: Unternehmensberichterstattung		
Vorschläge	Ziele	Umsetzung
Standardisierung bestehender Indikatorensysteme für die Berichterstattung zur Umweltleistung von Unternehmen und Stärkung der Verbindlichkeit der Berichterstattung nach diesen Indikatorensystemen auf Seiten von Kapitalnehmern/Unternehmen.	Erhöhung der Transparenz der Umweltleistung von Kapitalnehmern/ Unternehmen als Grundlage für eine verstärkte Berücksichtigung der Umweltleistung auf Seiten der Kapitalgeber	Anregung der Schaffung von Standards bzw. Standardisierung bestehender Indikatorensysteme durch das DRSC.
		ALTERNATIV: Anerkennung einer neuen Standardisierungsorganisation gem. § 324 HGB und Anregung der Schaffung von Standards durch diese Organisation.
Verbindliche Berichterstattung nach Indikatorensystemen für Unternehmen ab einer gewissen Größenordnung im (mehrheitlich) öffentlichen Besitz (Bund, Länder, Kommunen).		ALTERNATIV: Änderung des HGB. Einführung einer Delegation zur Ermächtigung des Erlasses von Rechtsverordnungen an das BMJ im Einvernehmen mit dem BMU hinsichtlich der Ausgestaltung der gesetzlichen Anforderungen an die (Konzern)Lageberichterstattung mit Blick auf Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsbelange.
		Erlassen von Richtlinien für die Berichterstattung von Unternehmen in Staatsbesitz zur Berichterstattung über die Umweltleistung nach Vorbild Schwedens.
ALLGEMEIN: Beschränkung auf kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften nach § 264d HGB		

Tabelle 8

Die im vorangegangenen Kapitel beschriebene 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 zunächst an, an die **gesellschaftsrechtlichen Pflichten zur sogenannten Finanzberichterstattung** anzuknüpfen. Alternativ kommen **Börsenzulassungsfolgepflichten** in Betracht.

Für Unternehmen einer gewissen Größenklasse schreibt das Handelsgesetzbuch vor, dass neben dem Jahresabschluss¹⁷ ein Lagebericht zu erstellen ist. Dieser ist von besonderer Bedeutung für eine Beurteilung der umweltbezogenen Exponiertheit eines Unternehmens, da er neben den bereits quantitativ berichteten Kennzahlen auf weiterführende Umweltbelange eingehen kann bzw. muss. Die bereits bestehende ausdrückliche **Bezugnahme auf Umweltbelange in den gesetzlichen Vorschriften zur (Konzern-)Lageberichterstattung** bietet einen Anknüpfungspunkt für eine Berichterstattung zur Umweltleistung. Die **Konkretisierung** der allgemein gehaltenen gesetzlichen Vorgaben haben sowohl der europäische¹⁸, als auch der deutsche Gesetzgeber weitgehend **privaten Standardisierungsorganisationen** übertragen. Den von diesen Organisationen erarbeiteten Standards fehlt es jedoch bislang an dem für die Implementierung eines Umweltleistungsorientierten 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. Darüber hinaus liegt mit dem Gutachten „SD-KPI Standard 2009-2014, Sustainable Development Key Performance Indicators (SD-KPIs): Mindestberichts-anforderung für bedeutende Nachhaltigkeitsinformationen in Lageberichten von 68 Branchen“ von Dr. Axel Hesse bereits eine Konkretisierung vor, welche Sustainable-Development-Informationen gemäß EU-Richtlinien „von Bedeutung“ und damit berichtspflichtig und für Wirtschaftsprüfer auch prüfungspflichtig sind.

Um einer solchen Standardisierung Verbindlichkeit zu verleihen, bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten:

- die Erarbeitung von Standards im Rahmen der bestehenden Standardisierungsorganisationen und
- die Festlegung durch den Gesetz-/ bzw. Ordnungsgeber.

Für kapitalmarktorientierte Konzerne gelten aufgrund unionsrechtlicher Vorgaben¹⁹ die vom *International Accounting Standards Board* (IASB) erarbeiteten **International Financial Reporting Standards (IFRS²⁰)**, soweit diese von der EU im sog. *Endorsement*-Verfahren

¹⁷ bestehend aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie einem Anhang.

¹⁸ für kapitalmarktorientierte Konzerne.

¹⁹ sog. IAS-Verordnung.

²⁰ früher IAS.

anerkannt und für rechtsverbindlich erklärt werden. Das IASB ist eine privatrechtliche Organisation von Berufsverbänden der sich mit der Rechnungslegung und Prüfung befassenden Berufe. Einflussmöglichkeiten der Politik bzw. einzelner Staaten auf die Erarbeitung der Standards sind de facto nicht gegeben. Allenfalls ist denkbar das *Endorsement*-Verfahren zu nutzen, um begrenzte Änderungen an den IFRS vorzunehmen wie sie von in der EU ansässigen kapitalmarktorientierten Unternehmen anzuwenden wären. Eine aktive Gestaltung von Rechnungslegungsstandards kann auf diesem Wege nicht erreicht werden.

In Deutschland werden im Rahmen des **Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC)** sogenannte Empfehlungen zur Anwendung der Grundsätze über die Konzernrechnungslegung erarbeitet²¹. 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 allerdings nicht vorgeben.

Alternativ zur Erarbeitung von Standards durch private Standardisierungsorganisationen besteht weiterhin auch 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. Als Möglichkeit der Politik Vorgaben für Standards bzgl. quantitativer bzw. umweltrisikobezogener Berichtspflichten zu machen, verbleibt somit nur eine **Verankerung präziserer Vorgaben auf dem Verordnungsweg**. Dazu wäre zunächst eine **Änderung des Handelsgesetzbuches** notwendig, mit der eine Delegation zur Ermächtigung des Erlasses von Rechtsverordnungen erfolgt. Die Ermächtigung könnte sich auf die Ausgestaltung der gesetzlichen Anforderungen an die (Konzern-)Lageberichterstattung mit Blick auf Umweltbelange erstrecken. Denkbar wäre insoweit, dass eine Delegation an das BMJ im Einvernehmen mit dem BMU erfolgt. In der Rechtsverordnung könnten sodann Anforderungen allgemein zur Darstellung von Umweltrisiken im Prognoseteil 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 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 Emittenten 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

²¹ für den Jahresabschluss von nicht in den Anwendungsbereich der IAS Verordnung fallender Konzerne.

der Unternehmensberichterstattung wie das Quarterly Reporting und die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards durchgesetzt.

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. Eine Vorreiterrolle bezüglich der Berücksichtigung von komplexen ökologischen Chancen und Risiken könnte zu einem Markenzeichen des Finanzstandorts Deutschland und somit zu einem Wettbewerbsvorteil werden. 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 Staatsbeteiligung auf eine **Berichterstattung zur Umwelleistung** 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.

4.3 Finanzintermediäre: Stärkung der Berücksichtigung von Umweltfaktoren

Bereich: Risikomanagement der Finanzintermediäre		
Vorschläge	Ziele	Umsetzung
<p>Präzisierung der allgemeinen Sorgfaltspflichten von Investment- und Versicherungsgesellschaften hinsichtlich der Berücksichtigung von Umwelt-KPIs bei Investmententscheidungen</p>	<p>Stärkere Berücksichtigung der Umwelleistung von Kapitalnehmern/ Unternehmen auf Seiten der Kapitalgeber</p>	<p>Präzisierung der gesetzlichen Verhaltenspflichten z.B. über die BVI-Wohlverhaltensregeln oder direkt als BaFin-Richtlinie/-Rundschreiben zur Konkretisierung der Allgemeinen Verhaltensregeln gemäß § 9 InvG (Vorbild: SEC Interpretive Guidance)</p>
<p>Konkretisierung der Anforderungen an die Risikomanagementsysteme hinsichtlich der Berücksichtigung von Umwelt-KPIs bei Investmententscheidungen</p>		<p>BaFin-Richtlinie/-Rundschreiben (Vorbild: SEC Interpretive Guidance)</p>

Tabelle 9

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. bzgl. Fristen, Renditen, Risiken oder Losgrößen der Kapitalaufnahme bzw. -anlage. Transaktionen vollziehen daher sich meist nicht direkt zwischen Kapitalanbietern und -nachfragern, sondern durch die Zwischenschaltung von Finanzintermediären. Zu den wichtigsten Finanzintermediären zählen neben **Kreditinstituten und Börsen, 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 Interessensunterschiede bei der Durchführung von Finanztransaktionen zu reduzieren. Darüber hinaus kommt Finanzintermediären eine Beratungsfunktion über die in den geschaffenen Finanzprodukten enthaltenen Risiken zu.

Kapitalanlagegesellschaften 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 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 dabei:

- einerseits 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 Finanzdienstleistungen (BaFin)** das Recht, die Anforderungen durch Rundschreiben zu konkretisieren. Wo die BaFin zur Beschreibung der

zu berücksichtigenden Risiken auf konventionelle Risikokategorien zurückgreift, erscheint dabei 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, die 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, was die Chancen einer Berücksichtigung in der Praxis zugute kommen dürfte.

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) dienen²². Durch die im Januar 2010 veröffentlichte **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.

4.4 Anlageprodukte: Stärkung des Marktes für nachhaltige Geldanlagen

Bereich: Gesetzlich geförderte Vermögensbildung und Altersvorsorge		
Vorschläge	Ziele	Umsetzung
Transparenz der Berücksichtigung von Umweltaspekten bei der Investmententscheidung auf Grundlage der Eurosif-Transparenzpflichten	Stärkung des Marktes für nachhaltige Geldanlagen	Verankerung von Informationspflichten für Anbieter von Finanzprodukten § 1 Abs. 1 AltZertG sowie § 2 5. VermBG sowie Anpassung evtl. relevanter Regelungen im AltEinkG und im AltZertG nach Vorbild der Eurosif Transparenzpflichten
Definition, Vereinheitlichung und Zertifizierung nachhaltiger Anlageprinzipien		Einrichtung einer Regierungskommission „Vereinheitlichung der Prinzipien nachhaltiger/verantwortlicher Geldanlage“

Tabelle 10

Ein **großes Potential** zur Stärkung des Marktes für nachhaltige Geldanlagen in Europa liegt in der staatlichen Altersvorsorge, insbesondere **in den Ländern mit kapitalgedeckten Altersvorsorgesystemen**. So spielen die staatlichen Pensionsfonds Schwedens,

²² 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>).

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.

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).²³

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**

²³ *Investment Policies and Arms Production – Experiences from the Norwegian Pension Fund Global*, Gro Nystuen; in: J. Borrie & V. Martin Randin (eds), *Thinking Outside the Box in Multilateral Disarmament and Arms Control Negotiations*, United Nations Institute for Disarmament Research (UNIDIR), 2006; <http://www.unidir.org/pdf/articles/pdf-art2587.pdf>.

Sustainable Investment Forum (Eurosif).²⁴ Auf Grundlage eines solchen Transparenzkodex könnte auch ein gesetzliches Qualitätssiegel entwickelt werden.

Jenseits der Möglichkeiten, den Markt für nachhaltige Finanzprodukte über die Altvorsorgegesetzgebung bzw. die Finanzproduktregulierung zu stärken, stellt die **Vereinheitlichung und Standardisierung von Anlageprinzipien**, die eine Einordnung eines Investmentprodukts als **nachhaltiges Finanzprodukt** rechtfertigen, einen zentralen Beitrag zu einer ökologischen Kapitalmarktpolitik dar. Ein solcher Schritt wird auch von Seiten der Finanzwirtschaft befürwortet, da der Markt bisher überwiegend vom Verständnis individueller Akteure geprägt ist. Eine solche Vereinheitlichung sollte in einem breiten Dialog zwischen Politik, (Finanz-)Wirtschaft und Organisationen der Zivilgesellschaft, z.B. im Rahmen einer Expertenkommission im öffentlichen Auftrag, erarbeitet werden. Ziel einer solchen Kommission wäre die Erarbeitung und Kodifizierung allgemeiner Anlageprinzipien für nachhaltige Finanzprodukte, die später z.B. Grundlage für eine Zertifizierung von nachhaltigen Finanzprodukten bilden könnte. Eine Definition allgemeiner Prinzipien bzw. eine Legaldefinition von nachhaltigen Finanzprodukten wäre auch die Voraussetzung, um Mindestinvestmentquoten in nachhaltige Produkte, wie sie in Spanien angedacht waren, auf einer verbindlichen Ebene zu diskutieren.

²⁴ Code und Begleitdokumente unter:
http://www.eurosif.org/publications/european_sri_transparency_code/download_transparency_code_related_documents.