

# BaFin Perspektiven

Ausgabe 2 | 2019



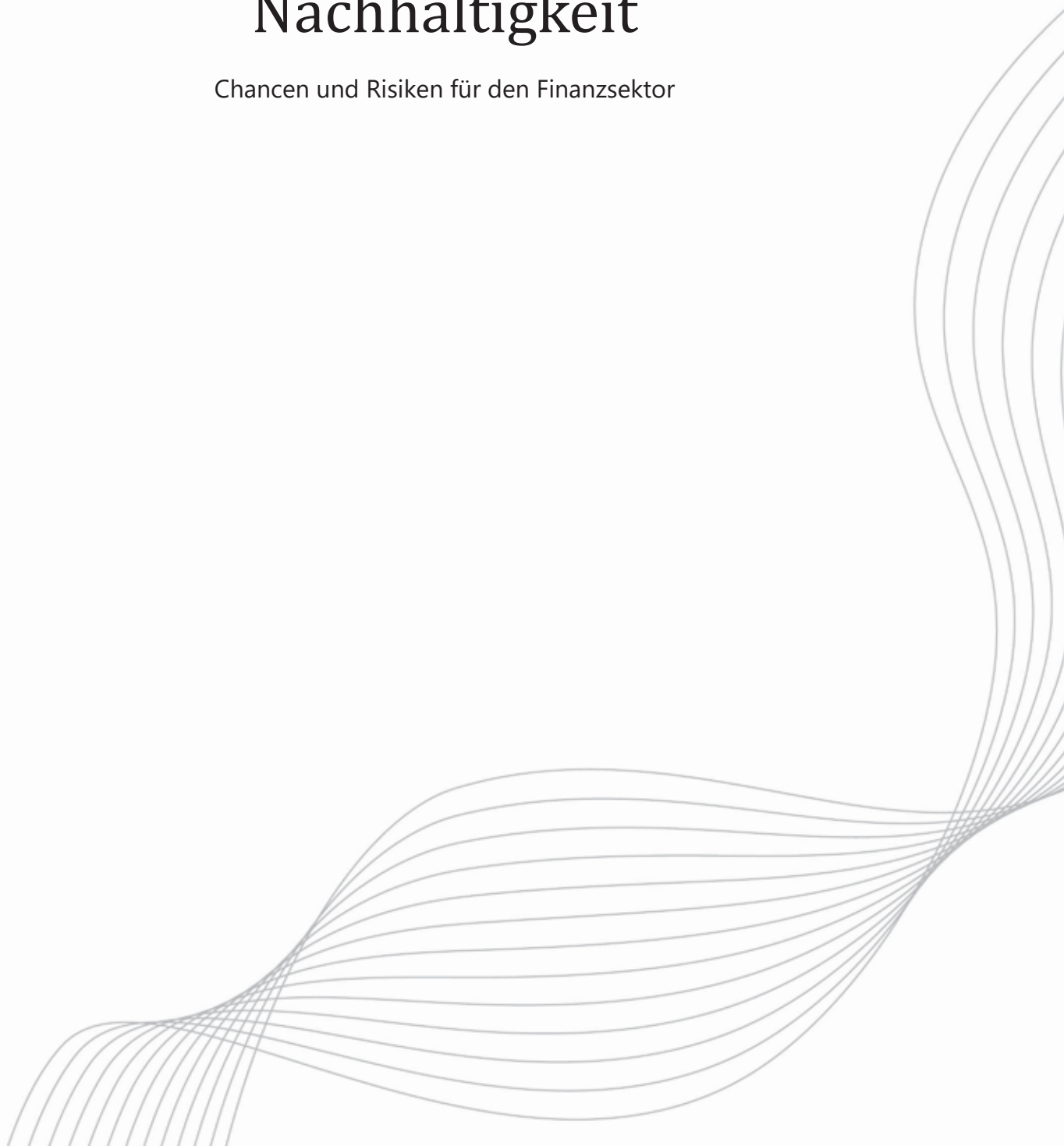
**BaFin**

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

# Nachhaltigkeit

# Nachhaltigkeit

Chancen und Risiken für den Finanzsektor



# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b>	<b>8</b>
----------------	----------

---

## **I. Sustainable Finance auf globaler, europäischer und nationaler Ebene**

---

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) treibt das Thema Sustainable Finance auf europäischer und nationaler Ebene voran. Ein Beitrag von Dr. Levin Holle

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>Was ist Sustainable Finance?</b>	<b>12</b>
<b>3</b>	<b>Sustainable Finance auf der globalen Ebene</b>	<b>13</b>
<b>4</b>	<b>Sustainable Finance auf europäischer Ebene</b>	<b>14</b>
<b>5</b>	<b>Sustainable Finance auf nationaler Ebene</b>	<b>16</b>
<b>6</b>	<b>Ausblick</b>	<b>17</b>

---

## **II. Nachhaltigkeit in der Finanzaufsicht**

---

Die Aufsicht hat die Aufgabe, Nachhaltigkeitsrisiken zu durchdringen und einzuordnen. In diesem Beitrag werden zentrale Fragen der Nachhaltigkeit aus der Perspektive der Banken-, der Versicherungs- und der Wertpapieraufsicht behandelt.

### **Nachhaltigkeit – Herausforderung und Chance für die Kreditwirtschaft**

---

Für Bankenaufseher war Nachhaltigkeit lange Sache der Kapitalmärkte. Insbesondere klimatische und ökologische Veränderungen machen aber auch vor dem Bankensektor nicht Halt. Nachhaltige Finanzierung eröffnet den Instituten auch Ertragsmöglichkeiten. Ein Beitrag von Raimund Röseler

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>19</b>
<b>2</b>	<b>Beschreibung der Nachhaltigkeitsrisiken</b>	<b>22</b>
<b>3</b>	<b>Regulatorische und aufsichtliche Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken</b>	<b>26</b>
<b>4</b>	<b>Abschluss</b>	<b>28</b>

---

## Nachhaltigkeit als Auftrag und Herausforderung

### für die Versicherungswirtschaft 29

---

Versicherer können sich als Risikoträger, Risikomanager und Investoren nachhaltig verhalten – und das sollten sie auch tun. Ein Beitrag von Dr. Frank Grund

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>29</b>
<b>2</b>	<b>„E“ in ESG seit jeher fester Bestandteil der DNA von Versicherern</b>	<b>30</b>
<b>3</b>	<b>ESG-Belange in der Kapitalanlage rücken in den Fokus</b>	<b>31</b>
<b>4</b>	<b>Nachhaltige Kapitalanlagen in der Regulatorik</b>	<b>32</b>
<b>5</b>	<b>Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage – für die BaFin ein Schwerpunkt</b>	<b>33</b>

### Nachhaltigkeit im EU-Regelwerk verankern 34

---

Nachhaltigkeit beschäftigt derzeit den europäischen Gesetzgeber intensiv. Wie die BaFin zu den bisherigen Entwicklungen steht – insbesondere mit Blick auf das Investmentrecht – und wie sie sich in deren Gestaltung einbringt.

<b>Interview mit Elisabeth Roegele</b>	<b>34</b>
----------------------------------------	-----------

---

### III. Nachhaltigkeit als globale Aufgabe 38

---

Nachhaltigkeitsrisiken werden mehr und mehr zur einer gesamtwirtschaftlichen Bedrohung und Aufgabe mit Finanzstabilitätsdimension. Finanzunternehmen, Regulierung und Aufsicht müssen diese Herausforderung international angehen. Ein Beitrag von Frank Pierschel

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>39</b>
<b>2</b>	<b>Risikotransfer in den Finanzmarkt</b>	<b>41</b>
<b>3</b>	<b>Globale Regulierungsinitiativen</b>	<b>42</b>
<b>4</b>	<b>Immer nur die Finanzindustrie?</b>	<b>47</b>

## **IV. Nachhaltigkeit als Chance**

**48**

Die Welt steht im 21. Jahrhundert vor massiven Umwälzungen, hervorgerufen durch den jahrzehntelangen eklatanten Raubbau an der Natur. Notwendige sozial-ökologische Transformationen werden die verschiedenen Bereiche unserer Gesellschaft verändern. Dazu sind drei Bedingungen essenziell: ein konsequentes Umlenken der investiven Gelder in transformative Unternehmen und Projekte, eine kluge und konsequente Regulierung mit den richtigen Lenkungsanreizen und eine grundlegend neue Haltung bei den Finanzmarktakteuren – samt geändertem Geschäftsgebaren. Ein Beitrag von Silke Stremlau

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>49</b>
<b>2</b>	<b>Wo stehen unsere Gesellschaft und der Finanzmarkt heute?</b>	<b>50</b>
<b>3</b>	<b>Wie schaffen wir das?</b>	<b>52</b>
<b>4</b>	<b>Welchen Wandel braucht es dazu in der Finanzindustrie?</b>	<b>56</b>
<b>5</b>	<b>Kleines Rad im Getriebe</b>	<b>60</b>
<b>6</b>	<b>Fazit und Zusammenfassung</b>	<b>61</b>

## **V. Finanzen und Nachhaltigkeit: das Ende des „Weiter so“**

**62**

Nachhaltigkeit, noch vor wenigen Jahren ein Nischenthema, findet sich heute weit oben auf der Prioritätenliste von Führungskräften und Gesetzgebern. Dabei ist sie eigentlich eine Selbstverständlichkeit. Eine der entscheidenden Fragen lautet, welche möglichen Hindernisse einer Ausrichtung auf Nachhaltigkeit im Wege stehen. Ein Beitrag von Dr. Christian Thimann

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>63</b>
<b>2</b>	<b>Der Durchbruch im Jahr 2015</b>	<b>65</b>
<b>3</b>	<b>Die Bedeutung des Finanzsystems in der Nachhaltigkeitsdebatte</b>	<b>66</b>
<b>4</b>	<b>Die Bedeutung der Nachhaltigkeit für das Finanzsystem</b>	<b>67</b>
<b>5</b>	<b>Was bisher geschah</b>	<b>69</b>
<b>6</b>	<b>Nachhaltigkeit als Chancen für das Finanzsystem</b>	<b>71</b>
<b>7</b>	<b>Risiken und Hindernisse auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit im Finanzsystem</b>	<b>72</b>
<b>8</b>	<b>Drei Grundsätze für eine gelungene Umsetzung von Nachhaltigkeit im Finanzsystem</b>	<b>74</b>
<b>9</b>	<b>Schlussbemerkung</b>	<b>77</b>

## **VI. „Wir müssen überhaupt erstmal anfangen und zwar jetzt“**

**78**

Die Rolle des Finanzsektors wird wichtig sein bei der Transformation zu einer ökologischen, nachhaltigen und dekarbonisierten Gesellschaft.

**Interview mit Professor Dr. Harald Lesch**

**79**

## **VII. „Die EU kann sich global zum Leitmarkt für nachhaltige**

### **Geldanlagen machen.“**

**82**

Der Finanzsektor existiert nicht losgelöst von der Gesellschaft, sondern ist ein Teil von ihr und sollte damit auch einen Beitrag zum Umwelt- und Klimaschutz leisten.

**Interview mit Sven Giegold**

**83**

## **Impressum**

**86**



# Vorwort



Im Dezember 2015 haben sich die Mitgliedsstaaten der Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen in Paris darauf verständigt, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperaturen auf 2° C zu begrenzen. 185 Nationen haben dieses Abkommen bislang ratifiziert. Die internationale Gemeinschaft kann das Zwei-Grad-Ziel nur erreichen, wenn alle Teile der Gesellschaft einen Beitrag leisten. Auch auf den Finanzsektor kommen große Herausforderungen zu, die auch seitens Finanzregulierung und Aufsicht adressiert werden müssen. Die neue Ausgabe der BaFinPerspektiven widmet sich daher der Nachhaltigkeit. Sie erscheint am 9. Mai 2019, also just am Tag der BaFin-Konferenz „Nachhaltige Finanzwirtschaft“. Schriftenreihe und Konferenz beschäftigen sich damit, wie Unternehmen, Regulierung und Aufsicht mit Chancen und Risiken der Nachhaltigkeit umgehen.

Dr. Levin Holle, Leiter der Abteilung Finanzmarktpolitik im Bundesfinanzministerium, beschreibt in seinem Beitrag die Pläne des europäischen Gesetzgebers auf diesem Gebiet. Flankiert wird die europäische Perspektive durch ein Interview mit Sven Giegold MdEP (Bündnis 90/Die Grünen), der die Sichtweise des Europäischen Parlaments einbringt. Die Initiativen auf globaler Ebene ordnet Frank Pierschel, BaFin, ein. Einblicke in die Ansichten der BaFin bieten zudem Elisabeth Roegele, Dr. Frank Grund und Raimund Röseler, alleamt Mitglieder des BaFin-Direktoriums. Dr. Christian Thimann, Vorsitzender der Geschäftsleitung von Athora Deutschland, erläutert seine Ansichten zu Chancen und Risiken der Nachhaltigkeit. Silke Stremlau, Mitglied des Vorstands der Hannoverschen Kassen, setzt sich mit Haltung, Regulatorik und Querdenken im Finanzmarkt auseinander. Der Wissenschaftsjournalist und



Fernsehmoderator Professor Harald Lesch von der Ludwig-Maximilians-Universität München nimmt in einem Interview Stellung zu der Frage, was überhaupt noch getan werden kann, um den Klimawandel aufzuhalten.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre!

A handwritten signature in blue ink, which appears to read "F. Hufeld". The signature is written in a cursive style with a horizontal line above the first part.

Felix Hufeld  
Präsident der BaFin



# I

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) treibt das Thema Sustainable Finance auf europäischer und nationaler Ebene voran.

# Sustainable Finance auf globaler, europäischer und nationaler Ebene

Eine Einschätzung des Bundesministeriums der Finanzen

Autor

**Dr. Levin Holle**

Abteilungsleiter Finanzmarktpolitik im  
Bundesministerium der Finanzen (BMF)

## 1 Einleitung

Sustainable Finance steht im Rampenlicht und führt kein Schattendasein mehr. Das ist ein großer Erfolg, der auch den Arbeiten auf G20-Ebene (Green/Sustainable Finance Study Group), der Europäischen Kommission, aber auch der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Deutschen Bundesbank zu verdanken ist. Die Diskussionen haben sich – vielleicht auch gerade wegen der kontroversen Diskussion auf globaler/G20-Ebene – auf der europäischen und nationalen Ebene intensiviert. Die Diskussionen werden lebendiger und konkreter: Der ambitionierte und wichtige Aktionsplan der Europäischen Kommission mit dem Titel „Financing Sustainable Growth“<sup>1</sup> (März 2018) ist bereits ein Fortschritt, da er das Thema und die Debatte auf die Agenda der Finanzmarktakteure und Finanzmarktpolitik setzt. Erste konkrete Erfolge in der Umsetzung sind inzwischen vorzuweisen. Dazu hat das BMF wesentlich beigetragen. Wir unterstützen das Ziel, die EU und den Finanzplatz Deutschland zum „Global Sustainable Finance

Champion“ zu machen. Dazu arbeitet das BMF sehr eng mit den anderen Ministerien, insbesondere dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit (BMU) und dem Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi), sowie der BaFin und der Bundesbank zusammen und ist im Dialog mit der Finanzindustrie, Realwirtschaft, Zivilgesellschaft und der Wissenschaft.

<sup>1</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, abgerufen am 11.4.2019.

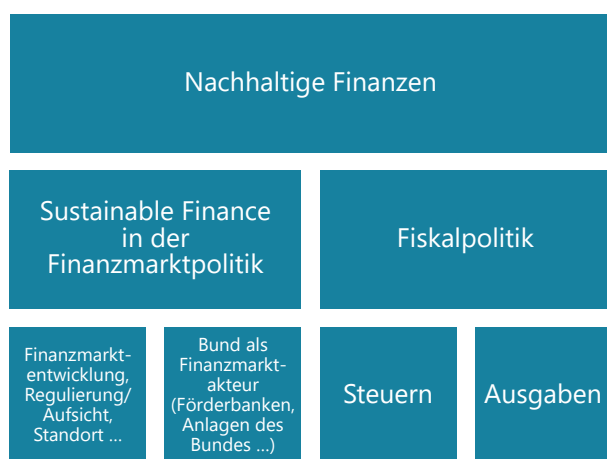


# 2 Was ist Sustainable Finance?

Es gibt zahlreiche Ansichten darüber, was Sustainable Finance (oft auch als nachhaltige Finanzen bezeichnet) bedeutet. Aus der Sustainable-Perspektive steht Sustainable Finance im Zusammenhang mit der Erreichung unserer Nachhaltigkeitsziele. Nachhaltigkeit selbst hat viele Dimensionen. Für uns sind die 17 Ziele der Vereinten Nationen für Nachhaltige Entwicklung (17 Sustainable Development Goals – SDGs)<sup>2</sup> und auch das Erreichen des Pariser Klimaschutzabkommens<sup>3</sup> von zentraler Bedeutung, zumal die Bundesregierung sich zur Erreichung dieser Ziele verpflichtet hat. Aus der Finance-Perspektive geht es darum, dass Finanzmarktakteure Risiken und Chancen (zum Beispiel aus dem Klimawandel und der Transition hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft) identifizieren, managen und nutzen.

Ein weites Verständnis könnte neben der Finanzmarktpolitik/Regulierung auch die Fiskalpolitik umfassen (zum Beispiel CO<sub>2</sub>-Preise, steuerliche Begünstigungen, Subventionen). Wir verstehen unter Sustainable Finance jedoch, dass Nachhaltigkeitsaspekte bei Entscheidungen von Finanzmarktakteuren berücksichtigt werden.

**Abbildung 1: Einordnung von Sustainable Finance**



Quelle: Bundesministerium der Finanzen

Für die Finanzmarktpolitik ergeben sich folgende grundsätzlichen Positionen:

Risiken für die Finanzmarktakteure (und deren Kunden bzw. das Finanzsystem) müssen angemessen berücksichtigt werden – dies gilt selbstverständlich auch zum Beispiel für physische Klimarisiken oder Risiken, die sich aus der Transformation hin zu einer nachhaltigeren Entwicklung ergeben könnten.<sup>4</sup> Hier gilt es vor allem, das Risikobewusstsein zu erhöhen und die Methoden zu verbessern.

Aus unserer Sicht kann die Finanzindustrie einen bedeutenden Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung leisten. Ein Finanzsystem kann Informationen sammeln, sie auswerten und vor allem Investitionen finanzieren. Im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit bedeutet dies, dass die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in Finanzmarktentscheidungen dabei hilft, Marktteilnehmer mit Zukunftschancen in einer umwelt- und klimafreundlicheren Wirtschaft zu identifizieren und zu finanzieren. Die Finanzwirtschaft finanziert damit den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft.

Auch die Transparenz der Finanzmarktakteure gegenüber institutionellen und privaten Investoren und Anlegern ist wichtig für die Effizienz des Finanzsystems. Finanzmarktakteure sollten erläutern, wie sie finanzielle Risiken und Chancen in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen. Dazu müssen Hersteller und Anbieter von Finanzprodukten den Anlegern ihr Verständnis von Nachhaltigkeit erklären können. Das entsprechende Bedürfnis und die Nachfrage nach nachhaltigen Finanzprodukten wird weiter zunehmen, und zwar sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Anlegern. Diese positive Entwicklung kann die Finanzindustrie aktiv begleiten und damit nachhaltige Investitionen fördern und zugleich eigene Marktchancen nutzen.

Darüber hinaus ermutigen wir die Finanzmarktakteure, sich mit den Folgen ihrer Entscheidungen für Mensch und Umwelt angemessen auseinanderzusetzen.

<sup>2</sup> United Nations, Sustainable Development Goals, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals>, abgerufen am 10.4.2019.

<sup>3</sup> United Nations, Paris Agreement, [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf), abgerufen am 10.4.2019.

<sup>4</sup> Zu physischen und Transitionsrisiken vgl. Seite 22 f.



## 3 Sustainable Finance auf der globalen Ebene

Auf globaler Ebene kann Sustainable Finance einen Beitrag dazu leisten, die 17 SDGs zu erreichen und den Herausforderungen zum Beispiel aus dem Klimawandel erfolgreich zu begegnen. Im Pariser Klimaschutzabkommen wurde sogar explizit vereinbart, dass Finanzflüsse mit einer treibhausgasärmeren und hinsichtlich der Klimaveränderung widerstandsfähigeren Entwicklung in Einklang gebracht werden sollen (siehe Artikel 2.1 c).

Der Bundesminister der Finanzen ist am 13. April 2019 der Coalition of Finance Ministers for Climate Action<sup>5</sup> beigetreten und hat den Aufbauprozess von Beginn an begleitet. Die Finanzminister wollen mit dieser „Koalition für Klimaschutz“ den globalen Klimaschutz im Rahmen des Übereinkommens von Paris fördern und sich dazu entsprechend ihrer jeweiligen nationalen Zuständigkeiten und Aufgaben zusammenschließen. Neben Themen insbesondere der Fiskalpolitik geht es bei der Koalition auch um die Frage, welchen Beitrag privates Kapital und die Finanzindustrie leisten kann, um unsere Klimaziele zu erreichen.

Über Green bzw. Sustainable Finance haben Finanzministerien und Zentralbanken der G20 bereits konkret diskutiert und freiwillige Handlungsoptionen vereinbart.<sup>6</sup> 2016 nahm die Green Finance Study Group der G20 ihre Arbeit unter chinesischer G20-Präsidentschaft auf. Unter deutscher Präsidentschaft hat sie sich 2017 vorrangig mit dem Risikomanagement von Finanzmarktakteuren und der Nutzung öffentlich verfügbarer Daten beschäftigt. 2018 lag der Fokus der Gruppe – die mittlerweile in G20 Sustainable Finance Study Group umbenannt worden war, auf den Chancen bzw. der Finanzmarktentwicklung.<sup>7</sup>

Die G20-Arbeiten haben zwei erfreuliche Entwicklungen mit angestoßen. Zum einen haben weltweit Zentralbanken und Aufsichtsbehörden damit begonnen zu prüfen, ob und wie Finanzmarktakteure ihre Risiken angemessen berücksichtigen. Das gilt auch für die deutsche

5 Press release The World Bank, Finance Ministers Join Forces to Raise Climate Ambition, <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/04/13/coalition-of-finance-ministers-for-climate-action>, abgerufen am 30.4.2019.

6 Im G20 Finance Track sind Kommunikés der Treffen der G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure, Arbeitsdokumente und G20-Gipfelerklärungen seit 2008 zusammengestellt. Vgl. [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/G7-G20/2017-02-08-dokumente-im-g20-finance-track.html](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/G7-G20/2017-02-08-dokumente-im-g20-finance-track.html), abgerufen am 12.4.2019.

7 G20 Sustainable Finance Study Group, <http://unepinquiry.org/g20greenfinancerepositoryeng/>, abgerufen am 10.4.2019.



Finanzaufsicht (BaFin und Deutsche Bundesbank). Das BMF unterstützt diesen Ansatz und auch die aktive Mitgliedschaft im Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System<sup>8</sup>. Darüber hinaus hatte die Arbeit auf G20-Ebene auch eine politische Dimension, denn bei den schwierigen G20-Verhand-

lungen haben die Europäer eng zusammengehalten und sich klar für Green/Sustainable Finance positioniert. Die europäische Kommission hat dieses Momentum aufgenommen und mit Unterstützung der Mitgliedstaaten das Thema Sustainable Finance auf der europäischen Ebene in den Fokus gerückt.

---

<sup>8</sup> Zu den Empfehlungen des Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System vgl. auch Seite 44f.

## 4 Sustainable Finance auf europäischer Ebene

Diese Priorisierung hat sich bereits im Aktionsplan „Financing Sustainable Growth“ und beim vorläufigen Abschluss zweier EU-Rechtsakte niedergeschlagen. Ende Februar 2019 einigten sich Europäische Kommission, Europäisches Parlament und Finanzministerrat im Trilog auf die Schaffung von zwei neuen Referenzwerten für CO<sub>2</sub>-arme Investitionen. Anfang März 2019 folgte die vorläufige Einigung auf neue nachhaltigkeitsbezogene Transparenzpflichten für Finanzunternehmen. Damit

konnten zwei der von der Europäischen Kommission im Mai 2018 vorgelegten Legislativvorschläge<sup>9</sup> vorläufig abgeschlossen werden. Diese Abschlüsse sind wesentlich darauf zurückzuführen, dass sich insbesondere Frankreich und Deutschland für schnelle Positionierungen der

---

<sup>9</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en#investment](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en#investment); abgerufen am 12.4.2019.

Mitgliedstaaten einsetzen; das ist eine Voraussetzung für den Beginn von Trilogverhandlungen. Frankreich und Deutschland folgten damit auch der gemeinsamen Verpflichtung in der Meseberg-Erklärung vom 19. Juni 2018<sup>10</sup>, wichtige Elemente im Bereich Sustainable Finance zügig voranzubringen.

Insbesondere die neuen nachhaltigkeitsbezogenen Transparenzpflichten können einen großen Beitrag zur Stärkung nachhaltiger Finanzierungen leisten, weil Investoren für die Faktoren Umwelt, Soziales und Governance sensibilisiert werden.

Für die Mitgliedstaaten stand hierbei im Vordergrund, die Berücksichtigung von finanziellen Risiken bei Investitionsentscheidungen transparent zu machen. Für das Europäische Parlament war wichtig, dass darüber hinaus auch die Berücksichtigung von Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren transparent gemacht werden müssen. Hierbei geht es um Auswirkungen auf Mensch und Umwelt, unabhängig davon, ob damit ein Risiko für den finanziellen Wert des Investments verbunden ist. Der gefundene Kompromiss trägt der Proportionalität dadurch Rechnung, dass Finanzunternehmen, mit Ausnahme von großen Akteuren, auch angeben können, dass sie diese zusätzlichen Auswirkungen nicht berücksichtigen (Report-or-explain-Ansatz).

Für Finanzprodukte, die eine nachhaltige Anlagestrategie verfolgen, müssen zusätzliche Informationen zur Nachhaltigkeit transparent gemacht werden.

Da der Verordnungstext noch redaktionell überarbeitet, übersetzt und anschließend noch vom Parlament und Rat bestätigt werden muss, rechnen wir mit dem Inkrafttreten der Verordnung erst im Herbst 2019.

Auf dem Verordnungsvorschlag zu nachhaltigkeitsbezogenen Transparenzpflichten baut zudem der Vorschlag der Europäischen Kommission zu Vorgaben für Wertpapierfirmen, Versicherungsvermittler und

Versicherungsunternehmen zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten im Rahmen der Kundenberatung auf. Die entsprechenden Entwürfe zu Änderungen der bestehenden delegierten Rechtsakte hat die Europäische Kommission bereits veröffentlicht und konsultiert, aber im Hinblick auf die noch laufenden Arbeiten zu nachhaltigkeitsbezogenen Transparenzpflichten noch nicht verabschiedet.

Wichtig ist zudem die Entwicklung einer Taxonomie im Sinne einer Common Language, die den Finanzmarktakteuren auch dabei hilft, die verschiedenen Dimensionen von Nachhaltigkeit zu verstehen und mit den Zielkonflikten umzugehen. Dies ist jedoch eine herausfordernde Aufgabe, zumal eine Taxonomie nicht nur Auswirkungen auf die Finanzindustrie hat, sondern indirekt auch auf die Realökonomie. Wir sind mit vielen anderen Mitgliedstaaten einer Meinung, dass wir bei dieser wichtigen und komplexen Aufgabe angemessene und praktikable Ansätze finden müssen. Um dies zu erreichen, bedarf es noch vertiefter Diskussionen und dazu stehen wir mit unseren europäischen Partnern in einem engen konstruktiven Dialog.

Wir werden auch weiterhin die sachgerechte, wirkungsvolle und praktikable Umsetzung des Aktionsplanes der Europäischen Kommission „Financing Sustainable Growth“ unterstützen. Wichtiger nächster Schritt ist die Etablierung eines EU-Green-Bond-Standards. Kritisch stehen wir der Diskussion um den sogenannten „green supporting factor“ gegenüber. Eigenkapitalanforderungen zu reduzieren, nur weil Anlagen oder Kredite als nachhaltig definiert werden, jedoch finanzaufsichtlich kein geringeres Risiko darstellen, widerspricht dem Ziel der Finanzmarktstabilität. Eine Entlastung lediglich aufgrund eines Etiketts lehnt das BMF ab. Dafür gibt es auch keine Mehrheit der Mitgliedstaaten. Wir unterstützen vielmehr den Aufsichtsansatz der BaFin und der Deutschen Bundesbank, bei Finanzmarktakteuren zu überprüfen, ob auch Umwelt- und Klimarisiken für Finanzmarktakteure (und deren Kunden) angemessen berücksichtigt werden.

---

<sup>10</sup> [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/2018-06-20-Meseberg-Anl1.pdf?\\_\\_blob=publication-file&v=2](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/2018-06-20-Meseberg-Anl1.pdf?__blob=publication-file&v=2), abgerufen am 12.4.2019.

# 5 Sustainable Finance auf nationaler Ebene

Sustainable Finance und die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten bei Entscheidungen der Finanzmarktakteure ist kein Novum in Deutschland. Die KfW Bankengruppe ist eine der größten Umweltbanken weltweit, und durch ihre Kreditvergabe über Haus- bzw. Geschäftsbanken ist sie seit Langem mit der Integration von Nachhaltigkeitsaspekten vertraut. Auch dank der KfW-Aktivitäten hat sich ein Green-Bond-Markt entwickelt. Darüber hinaus gibt es viele Finanzmarktakteure in Deutschland, die sich Nachhaltigkeitsaspekten, wie zum Beispiel Gemeinwohlorientierung und Förderung ihrer Mitglieder, verpflichtet haben. Viele deutsche Finanzmarktakteure gelten weltweit als führend oder innovativ.

Es gibt mehrere Sustainable-Finance-Initiativen, wie etwa das Green and Sustainable Finance Cluster, das Forum Nachhaltige Geldanlage und den Hub for Sustainable Finance.

Das BMF ist auf der globalen und europäischen Ebene stark engagiert und hat zudem zusammen mit dem BMU und BMWi das Thema Sustainable Finance in den Staatssekretärsausschuss für Nachhaltige Entwicklung (StA NHK) eingebracht, der unter anderem die Umsetzung der deutschen Nachhaltigkeitsstrategie auf politischer Ebene begleitet. Der StA NHK wird vom Chef des Kanzleramtes geleitet und alle Ministerien sind vertreten<sup>11</sup>.

Der StA NHK hat ein allgemeines Verständnis und eine klare Positionierung der Bundesregierung zum Thema Sustainable Finance beschlossen und publiziert<sup>12</sup>. Darüber hinaus hat der StA NHK das BMF und das BMU in enger Abstimmung mit dem BMWi und allen anderen Ministerien gebeten, folgende Maßnahmen umzusetzen, damit sich Deutschland zu einem führenden Sustainable-Finance-Standort weiterentwickelt:

1. Entwicklung einer Sustainable-Finance-Strategie einschließlich einer Kommunikationsstrategie für die Bundesregierung
2. Aufbau eines Sustainable-Finance-Beirats
3. Fortsetzung des Erfahrungsaustauschs hinsichtlich der Integration von Nachhaltigkeitsaspekten bei Anlagen des Bundes
4. Überprüfung, ob die Emission von grünen oder nachhaltigen Bundesanleihen wirtschaftlich ist

Ziel ist es, diese nächsten Schritte so schnell wie möglich umzusetzen.

---

<sup>11</sup> Bundesregierung, Staatssekretärsausschuss für nachhaltige Entwicklung, <https://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/nachhaltigkeitspolitik/der-staatssekretärsausschuss/staatssekretärsausschuss-fuer-nachhaltige-entwicklung-426412>, abgerufen am 10.4.2019.

---

<sup>12</sup> BMF, Sustainable Finance: BMF initiiert Strategie für Nachhaltige Finanzen, [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/Finanzmarkt-politik/2019-03-05-sustainable-finance.html](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarkt-politik/2019-03-05-sustainable-finance.html), abgerufen am 10.4.2019.

# 6 Ausblick

Das Thema Sustainable Finance wird uns auf globaler, europäischer und nationaler Ebene in den kommenden Jahren weiter intensiv beschäftigen. Global wird das Thema durch die Coalition of Finance Ministers for Climate Action an Fahrt gewinnen. Wir gehen fest davon aus, dass das Thema Sustainable Finance auch für die kommende Europäische Kommission ein zentrales Thema sein wird. Das begrüßen wir und werden sie dabei unterstützen, auch im Rahmen der deutschen

Ratspräsidentschaft 2020. Unsere jetzigen nationalen Anstrengungen werden die Finanzindustrie dabei unterstützen, die Risiken noch besser zu identifizieren und zu managen, die für sie aus Umweltverschmutzung und Klimawandel resultieren. Zugleich wird sich das Bewusstsein für die mit Sustainable Finance verbundenen Chancen erhöhen. Unser Finanzsystem wird somit stabiler und effizienter und leistet einen Beitrag zum Erreichen unserer Klima- und Nachhaltigkeitsziele.





# III

## Nachhaltigkeit in der Finanzaufsicht

Auf die Aufsicht kommt die Aufgabe zu, Nachhaltigkeitsrisiken zu durchdringen und einzuordnen. In diesem Sammelbeitrag werden die Implikationen aus der Perspektive der Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht behandelt.

# Nachhaltigkeit – Herausforderung und Chance für die Kreditwirtschaft

Für Bankenaufseher war Nachhaltigkeit lange Sache der Kapitalmärkte. Insbesondere klimatische und ökologische Veränderungen machen aber auch vor dem Bankensektor nicht Halt. Nachhaltige Finanzierung eröffnet den Instituten auch Ertragsmöglichkeiten.

Autor

**Raimund Röseler**

Exekutivdirektor Bankenaufsicht, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

## 1 Einleitung

Alle reden von Nachhaltigkeit – und das zu Recht: Die Notwendigkeit, den Nachhaltigkeitsgedanken tiefer in der Gesellschaft zu verankern, wird immer offensichtlicher. Das zeigt bereits der Blick auf die Themen Umweltverschmutzung und Klimawandel, auf die dieser Artikel den Fokus richtet. So notierten die Meteorologen in den vergangenen 20 Jahren allein 18 der heißesten Jahre seit Beginn der Wetteraufzeichnungen<sup>1</sup> Mitte des 19. Jahrhunderts.<sup>2</sup> Aus gutem Grund ist die Europäische Union (EU) deshalb im Rahmen des Pariser Klimaabkommens die Verpflichtung eingegangen, die CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 um 40 Prozent gegenüber 1990 zu reduzieren.<sup>3</sup>

1 Vgl. EU-Kommission, „A Clean Planet for all – A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy“, 2018, Seite 2.

2 Vgl. Internetseite des Deutschen Wetterdienstes, [https://www.dwd.de/SharedDocs/faqs/DE/klima\\_faqkarussell/klimadaten\\_1.html](https://www.dwd.de/SharedDocs/faqs/DE/klima_faqkarussell/klimadaten_1.html), abgerufen 1.4.2019.

3 A. a. O. (Fn. 1), Seite 5.



Ein ernstgemeinter ökologischer Umbau der Wirtschaft erfordert aber bislang nicht gekannte Anstrengungen. Die derzeitigen Debatten über die Energie- und die Verkehrspolitik geben einen Vorgeschmack darauf. Und man muss kein Prophet sein, um zu behaupten, dass der Klimawandel auch die europäische Finanzindustrie – und damit auch den Bankensektor – massiv verändern wird. Wenn wir gar nichts oder nicht genug tun, werden die Auswirkungen noch viel dramatischer (siehe Tabelle 1).

Wie aber kann eine Bankenlandschaft, die im wahren Wortsinn nachhaltig ist, konkret aussehen – und welche Rolle hat die Aufsicht dabei zu spielen? An dieser Stelle einige Überlegungen darüber, wie die Bankenaufsicht der BaFin ihr bisheriges aufsichtliches Instrumentarium auf einen Kurs hin zu mehr Nachhaltigkeit ausrichten wird.

### Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen

Für Bankenaufseher war Nachhaltigkeit lange Zeit Sache der Kapitalmärkte, ging es doch zunächst vor allem darum, Mittel für die Erreichung der Klimaziele zu generieren. Aber auch Bankenaufseher und -regulierer müssen sich mit dem Thema beschäftigen, denn klimatische, ökologische und sozialetische Veränderungen machen auch vor dem Bankensektor nicht Halt. Ganz zu schweigen von den erheblichen Risiken, die damit verbunden sein können, auch wenn diese nicht immer sofort schlagend werden. Dies machte bereits der im Oktober 2018 erschienene Fortschrittsbericht des Network for Greening the Financial System (NGFS), einem Netzwerk verschiedener Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, deutlich. Der am 17. April 2019 veröffentlichte umfassende Bericht des Netzwerks empfiehlt Aufsichtsbehörden unter anderem die Einbeziehung von klimabezogenen Risiken in die Beaufsichtigung von Instituten.

**Tabelle 1: Erwartete volkswirtschaftliche Auswirkungen bei unterschiedlichen Erwärmungspfaden**

	< 2° C		3° C	5° C
Auswirkungen auf das globale BIP (2018: 80 Mrd. \$), im Vergleich zu einem Szenario ohne Klimawandel	-10%	-13%	-23%	- 45%
„Stranded Assets“	Transition: Ausstieg aus fossilen Brennstoffen (Vermögenswerte, Versorgung, Strom, Transport, Industrie)		Vermögenswerte, die auf fossilen Brennstoffen beruhen, werden stillgelegt	Physische Risiken: unbewohnbare Zonen, Landwirtschaft, Industrie mit hohem Wasserverbrauch, rückläufiger Tourismus
Versorgung mit Nahrungsmitteln	Veränderte Ernährungsgewohnheiten, Ertragsausfälle in der Landwirtschaft		24% Ertragsverlust	60% Ertragsverlust; 60% höhere Nachfrage
Herausforderungen für die Versicherungswirtschaft	Produktions- und Wertanlagen, die weniger CO <sub>2</sub> ausstoßen sowie Investitionen in Infrastruktur		Zunehmende Notwendigkeit, mit Nachhaltigkeitsrisiken umzugehen	Risikotendenz: Rezession, Spannungen, hohe und unvorhersehbare Risiken

Quelle: Eigene Darstellung – in Anlehnung an Chief Risk Officers Forum, Januar 2019.



Zugleich eröffnet nachhaltige Finanzierung den Banken und Sparkassen Chancen – und zwar im ökologischen und im ökonomischen Sinne. Der Finanzierungsbedarf ist enorm: Schätzungen zufolge brauchen allein der Energiesektor und die damit verbundene Infrastruktur in der EU jährlich 175 bis 290 Milliarden Euro<sup>4</sup>, um die Klimaschutzziele zu erreichen, auf die sich die Mitgliedsstaaten der Klimarahmenkonvention der Vereinten Nationen am 12. Dezember 2015 in Paris verständigt haben<sup>5</sup>.

Es liegt an den Kreditinstituten, diese Chancen zu erkennen und sich mit ihren Geschäftsmodellen und Strukturen darauf einzustellen. Institute, die sich nicht anpassen, werden langfristig vielleicht keine Investoren, Kunden und keine jungen und motivierten Mitarbeiter mehr finden. Ich wage die Behauptung, dass auf lange Sicht nur ein auf Nachhaltigkeit bedachtes Kreditinstitut auch selbst nachhaltig im Markt bestehen kann.

---

4 Einschließlich Kosten für den Austausch der Fahrzeugflotte, vgl. EU Kommission a.a.O. (Fn. 1).

5 Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit, Die Klimakonferenz in Paris, <https://www.bmu.de/themen/klima-energie/klimaschutz/internationale-klimapolitik/pariser-abkommen/>, abgerufen am 29.3.2019.

# 2 Beschreibung der Nachhaltigkeitsrisiken

## 2.1 Von Klima- und Umweltrisiken zu finanziellen Risiken

Klima- und Umweltrisiken, soziale Risiken und Risiken aus der Unternehmensführung werden auch mit der Abkürzung ESG (Environmental, Social and Governance) umschrieben<sup>6</sup>. Mit Nachhaltigkeit werden derzeit aber in erster Linie Klima- und Umweltrisiken verbunden.

Klima- und Umweltrisiken lassen sich unterteilen in:

- **Physische Risiken:** Dazu zählen Schäden durch Stürme, Starkregen, Überflutungen, Hagel, extremen Schneefall, Trockenheit, Meeresspiegelanstieg und die schleichende Verschlechterung von Produktions-

und Arbeitsbedingungen. Banken sind – im Gegensatz zu Versicherungsunternehmen – von direkten physischen Risiken nicht an erster Stelle betroffen, sondern nur in besonderen Situationen, etwa, wenn ein zentrales Rechenzentrum infolge eines extremen Wetterereignisses nicht mehr funktionsfähig ist, was durch das operationelle Risiko bereits adressiert sein sollte.

Gravierender wiegen im Bankensektor die indirekten physischen Risiken. Zum Beispiel können Kredite an Kunden ausfallen, weil ihre von der Bank kreditierten Gebäude oder Produktionsanlagen zerstört worden sind. Oder aber, weil ihre Einkommensbasis gemindert oder vernichtet worden ist, man denke nur an Missernten in der Landwirtschaft. Verstärkt wird das indirekte physische Risiko dadurch, dass auch die für eine Finanzierung hinterlegte Sicherheit physisch zerstört werden kann oder Gebäude und Produktionsstätten nicht mehr versicherbar sind.

- **Transitionsrisiken (Übergangsrisiken):** Das sind unter anderem Risiken, die aus politisch motivierten Veränderungen resultieren, etwa wenn fossile Brennstoffe gezielt verteuert und Umweltabgaben eingeführt werden. Aber auch das Risiko, dass Kunden sich von „schmutzigen“ Unternehmen abwenden, zählt zu

<sup>6</sup> Die Vereinten Nationen haben in ihren Sustainable Development Goals 17 Entwicklungsziele formuliert, die dazu beitragen sollen, eine nachhaltige Entwicklung auf ökonomischer, sozialer und ökologischer Ebene sicherzustellen. Staaten und Regierungen, aber auch Unternehmen, Bildungseinrichtungen und die Zivilgesellschaft sollen sich dabei einbringen.



dieser Kategorie – ebenso wie die Auswirkungen neuer und eventuell disruptiver Technologien und Haftungsrisiken für die Verursacher von Umweltverschmutzungen<sup>7</sup>. Transitorische Risiken wirken im Finanzsektor fast ausschließlich indirekt. Bei Kreditinstituten kommen sie insbesondere durch Bewertungsrisiken zum Tragen, zum Beispiel durch Immobilien- oder Unternehmenswertminderungen.

- Finanzstabilitätsrisiken: Physische und transitorische Risiken werden stärker in den Markt hineinwirken, als es heute vorstellbar ist. Aus ihnen können sogar Risiken für die Finanzstabilität erwachsen.

Alle bisher von der Bankenaufsicht berücksichtigten Risikoarten – Kredit-, Markt-, operationelles und Liquiditätsrisiko – beinhalten auch einen Nachhaltigkeitsrisikobezug. Somit ist aus aufsichtlicher Sicht keine eigene Kategorie „Nachhaltigkeitsrisiko“ notwendig.

7 Vgl. Oliver Wyman, Climate Change – Managing a new financial risk, 2019.

Wie sich die verschiedenen umwelt- und klimabezogenen Risiken in die bestehende Risikostruktur einordnen lassen, zeigt Tabelle 2.

Meine britischen Kollegen der Prudential Regulation Authority (PRA) haben ihren Bankenmarkt untersucht. Demnach betrachten 30 Prozent der befragten Institute Klimarisiken primär als eine Angelegenheit der Corporate Social Responsibility (CSR). 60 Prozent betrachten jedoch Klimarisiken bereits als finanzielle Risiken in einem Drei- bis Fünfjahreshorizont und zehn Prozent wenden sogar eine Langzeit-Strategie an<sup>8</sup>. Auch wenn sich der britische Markt in Teilen vom deutschen unterscheidet, finanzielle klimabedingte Risiken betreffen auch bei uns alle Risikoarten.

8 PRA, Transition in Thinking: The impact of climate change on the UK banking sector, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector.pdf>, abgerufen am 29.3.2019.

**Tabelle 2: Einordnung von Nachhaltigkeitsrisiken in die derzeitige Risikostruktur**

	<b>Kreditrisiko</b>	<b>Marktrisiko</b>	<b>Operationelles Risiko</b>
Physische Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Neubewertung Kapitaldienstfähigkeit und Sicherheiten</li> <li>▪ Ratingabstufungen</li> </ul>	Ratingabstufungen und Kursverluste nach Katastrophen und durch schleichend sinkende Produktivität	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Physische Schäden belasten Bilanz; Beeinträchtigung der Verfügbarkeit von Bankdienstleistungen</li> </ul>
Transitorische Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Risikoverlagerungen</li> <li>▪ Auswirkungen auf Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) und Verluste bei Ausfall (LGD)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Plötzliche extreme Preisschwankungen bei Aktiva; Stranded Assets</li> <li>▪ Langfristige Preisanstiege infolge von Umwelt- und sozialen Veränderungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Imageschaden durch Nicht-Umstellung auf nachhaltiges Wirtschaften</li> </ul>
Finanzstabilitätsrisiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Betroffenheit ganzer Branchen und Märkte</li> <li>▪ Wirtschaft ist nicht mehr zu vernünftigen Kosten versicherbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marktgefährdende Auswirkungen durch Klima- und Umweltschäden in einer ganzen Region</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reputationsschäden für ganze Branchen/ganze Märkte</li> <li>▪ Zusammenbruch großer Teile der Finanzinfrastruktur eines Landes/einer Region</li> </ul>

Quelle: BaFin

## 2.2 Kredit- und Gegenparteiausfallrisiken

Bei Kredit- und Gegenparteiausfallrisiken schlagen sich die Nachhaltigkeitsrisiken sowohl in der Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers als auch beim Wert der Sicherheit nieder. Beispiel: Ein Sturm zerstört ein kreditfinanziertes Bürogebäude. Selbst in entwickelten Märkten sind die Sicherheiten lediglich in einem Umfang versichert, der unterhalb von zehn Prozent des Bruttoinlandsproduktes liegt, (Risiko-) Lebensversicherungen nicht mitgerechnet.<sup>9</sup> Das heißt, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit Verluste entstehen, die nicht versichert sind und durch Eigenkapital wieder auszugleichen wären. Stimmen aus der Versicherungswirtschaft bezeichnen eine um vier bis fünf Grad erwärmte Welt als nicht mehr versicherbar<sup>10</sup>, was Kreditnehmer bei einmaligen oder wiederkehrenden Katastrophen existenziell gefährden kann.

Viele Retail-Banken sehen in einem gestiegenen Überflutungsrisiko und der Gefahr von verheerenden Stürmen die bedeutendsten klimabezogenen Finanzrisiken. Aber auch die Energiewende und strukturelle Klimaänderungen könnten Verluste und Betriebsunterbrechungen verursachen.

## 2.3 Marktrisiko

Beim Marktrisiko wirken die physischen Risiken direkt über den Preis. Eine vernichtete Ernte steht dem Markt nicht mehr zur Verfügung, egal, ob ein Starkregen oder eine Dürreperiode der Grund war. Wenn aber extreme Wetterereignisse zunehmen und sich die klimatischen Verhältnisse verschlechtern, kann sich das auch negativ auf makroökonomische Größen wie das

Wirtschaftswachstum, die Beschäftigungsquote und die Inflationsrate auswirken, zum Beispiel wenn die öffentliche Infrastruktur leidet und das Steueraufkommen sinkt<sup>11</sup>. Damit aber nicht genug: Wenn die Ratingagenturen dazu übergehen, infolge von Klimaereignissen die Risiken von Staaten, Regionen und Kommunen höher zu bewerten, und wenn deren Anleihen dadurch abgewertet werden, könnte ein Teufelskreis entstehen. Kreditratingagenturen entwickeln deshalb zunehmend Methoden, um die physischen Auswirkungen des Klimawandels auf Staaten zu bewerten.

Auch wird sich die ökologische Transformation der Wirtschaft spürbar auf Art und Umfang des Wirtschaftswachstums sowie auf die Produktivität und die Zusammensetzung der Investitionen auswirken. Hinzu kommt, dass die unvermeidliche Belastung kohlenstoffintensiver Industrien dazu führen wird, dass sich auch die Preise, die für die verschiedenen Formen von Energie und Rohstoffen zu zahlen sind, verändern. So haben 2018 Veränderungen im EU-Emissionshandelssystem zu einem Rekordpreis der Zertifikate von 25 Euro je Tonne CO<sub>2</sub> geführt, was einem Plus von 300 Prozent in zwölf Monaten entspricht. Um das Pariser Zwei-Grad-Ziel tatsächlich zu erreichen, wären wissenschaftlichen Studien zufolge allerdings 100 Euro je Tonne CO<sub>2</sub> oder mehr erforderlich, und das nicht nur in der EU.<sup>12</sup> Eine abrupte und weitreichende Neubewertung der klimabedingten Finanzrisiken könnte Märkte destabilisieren und zu einer prozyklischen Entwicklung führen. Eine simultane Reaktion der Kreditinstitute darauf könnte insbesondere dann kritisch werden, wenn nicht klar ist, welche Banken solche Risikopositionen in ihren Büchern haben. Dann drohen hohe Verluste und Liquiditätsprobleme.<sup>13</sup> Im schlimmsten Fall könnte eine angespannte Risikolage durch die Drittrundeneffekte sogar verschärft werden.

9 OECD, Global Insurance Market Trends 2016, <http://www.oecd.org/daf/fin/insurance/Global-Insurance-Market-Trends-2016.pdf>, abgerufen am 29.3.2019.

10 CRO-Forum, The heat is on – Insurability and resilience in a Changing Climate, <https://www.thecroforum.org/2019/01/24/crof-eri-2019-the-heat-is-on-insurability-and-resilience-in-a-changing-climate/>, abgerufen am 29.3.2019.

11 Stenek, Amado, Connell, Climate Risk and Financial Institutions – Challenges and Opportunities, in: Scott, van Huizen, Jung (2017), The Bank of England's response to climate change.

12 Vgl. Vermeulen/Schets/Lohuis/Köllbl/Jansen/Heeringa, An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands, in: DNB Occasional Studies Volume 16 -7, 2018; IEA/IRENA, Perspectives for the Energy Transition, 2017.

13 European Systemic Risk Board, Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk, [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_6\\_1602.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf), abgerufen am 29.3.2019.

## 2.4 Operationelle Risiken

Etwas anders verhält es sich bei operationellen Risiken (OpRisk). Fraglos erhöht der Klimawandel das OpRisk-Risikoprofil. Extremwetterereignisse können die Geschäftskontinuität beeinträchtigen und sich sogar auf Niederlassungen und gruppeninterne Dienstleister in anderen Erdteilen auswirken. Grundsätzlich sind die direkten physischen Risiken der Kreditinstitute über das operationelle Risiko abgedeckt. Dies gilt jedoch nicht für alle Reputationsrisiken, die entstehen können, weil Banken die Umorientierung auf Nachhaltigkeit verschlafen

haben, wenn zum Beispiel das Geschäftsgebaren als unmoralisch gewertet wird und Rechtsrisiken entstehen. Die Stimmung des Marktes ändert sich. Stakeholder verfolgen immer aufmerksamer die Reaktion des Bankensektors auf den Klimawandel.<sup>14</sup> Die Kreditinstitute müssen daher Geschäftsbeziehungen zu emissionsintensiven Unternehmen bei der strategischen Ausrichtung eines Institutes hinterfragen.

---

<sup>14</sup> A. a. O. (Fn. 7).





# 3 Regulatorische und aufsichtliche Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken

Nur wenn wir die nachhaltigkeitsbezogenen Risiken kennen, können wir sie auch richtig regulatorisch und aufsichtlich steuern. Was wir brauchen, sind Vorgaben und Handlungsschemata, die in der Praxis auch funktionieren. Einen passenden regulatorischen Rahmen bietet das Baseler Regelwerk mit seinen drei Säulen. Säule 1 umfasst die Kapitalanforderungen, Säule 2 die Grundprinzipien für die qualitative Bankenaufsicht und das Risikomanagement in den Banken und Säule 3 die Offenlegungspflichten.

## 3.1 Ansatzpunkt Säule 3

Zunächst ein Blick auf die Transparenzvorgaben der Säule 3, denn hier finden wir die Werkzeuge, die wir brauchen, um eine echte Vergleichbarkeit der Finanzprodukte herzustellen und um Green Washing zu verringern. Außerdem muss es vordringliches Ziel sein, allen Anlegern zu ermöglichen, sich bewusst für grüne, weniger grüne oder gar braune Investments zu entscheiden. Natürlich mache ich mir keine Illusionen darüber, dass private Investitionen in grüne Anlagen zum Teil auch Ausdruck persönlicher Überzeugungen sind, die sich wandeln können. Was davon bleibt, werden wir insbesondere dann erfahren, wenn sich die Konjunktur einmal abschwächt und möglicherweise wieder nur Renditeerwartungen das persönliche finanzielle Handeln bestimmen.

Andererseits ist nachhaltige Finanzierung längst keine Angelegenheit für eine kleine, besonders ökologisch orientierte Klientel mehr. Braune Investments beinhalten das Risiko, mittel- bis langfristig einen Wertverlust zu erfahren.

Ziel der Transparenz soll auch sein, die Langfristigkeit von Investments bewerten zu können. Nachhaltigkeit heißt Langfristigkeit. Und wir müssen all denen, die heute noch von einer Quartalsmeldung zur nächsten denken, aufzeigen, dass sich auch langfristige Investments lohnen. Die Arbeiten an einer einheitlichen Taxonomie in Europa sind noch nicht abgeschlossen.

### Transparenz als Mittel der Werbung

Mehr Transparenz hilft nicht nur den Anlegern und Investoren, sondern auch den Unternehmen. Diese tun gut daran, neue Transparenzanforderungen nicht als Belastung oder überbordende Bürokratie zu empfinden, sondern als Gelegenheit, um offensiv mit ihrem Einsatz für mehr Nachhaltigkeit um Kunden zu werben. Zum Beispiel, indem sie offen kommunizieren, nach welchen Maßstäben sie finanzieren oder anlegen und welche Werte ihr Management motiviert. Kreditinstitute, denen die Vermittlung ihres Nachhaltigkeitsansatzes gelingt, setzen entscheidende Impulse für die eigene wirtschaftliche Zukunft. In gewissem Umfang werden sie hierzu bereits durch die Verordnung über die nachhaltigkeitsbezogene Offenlegung im Finanzsektor verpflichtet werden<sup>15</sup>. Junge Kunden haben ein ernsthaftes Interesse an diesen Themen und ziehen ökologische und soziale Aspekte bei ihren ökonomischen Entscheidungen maßgeblich mit ins Kalkül. Die aktuellen Schülerproteste im Rahmen der „Fridays for Future“ zeigen, dass eine nachhaltige Zukunft für die junge Generation eine enorme Bedeutung hat. Diese jungen Demonstranten von heute sind Bankkunden von morgen.

## 3.2 Ansatzpunkt Säule 2

Nun ein Blick auf die Säule 2 des Baseler Regelwerks und damit auf die Integration von Aspekten der Nachhaltigkeit in den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP). Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA (European Banking Authority) hat in der fünften europäischen Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD V) ein entsprechendes Prüfungsmandat für die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten erhalten; bevor wir die Allokation von Kapital

---

<sup>15</sup> Pressemeldung Europäische Kommission, Capital Markets Union: Commission welcomes agreement on sustainable investment disclosure rules, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-19-1571\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1571_en.htm), abgerufen am 29.3.2019.



für Säule-2-Risiken diskutieren, sollten aber erst einmal die „weichen“ Anforderungen formuliert werden. Bis das EBA-Mandat abgearbeitet ist, geht es zunächst um Banksteuerung, Risikomanagement und Governance. Institute sollten sich „top down“ vom Vorstand bis in die Abteilungen mit den neuen beziehungsweise als neu wahrgenommenen Risiken befassen, eine Strategie und einen Fitnesscheck entwickeln. Was sind die Haupttreiber des eigenen Geschäfts? Wo können sich Nachhaltigkeitsrisiken niederschlagen? Welche Portfolios sind betroffen? Welche Prozesse müssen gegebenenfalls angepasst werden? Sind Risikolimits neu zu setzen? Ist die Organisation noch richtig aufgestellt? All diese Punkte sind bereits im Kreditwesengesetz (KWG) und den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) abstrakt adressiert. Daher wird die BaFin ihre Vorstellungen von der konkreten Integration von Nachhaltigkeitsrisiken zunächst als Erwartungen mit Empfehlungscharakter formulieren und öffentlich konsultieren. Bis Jahresende 2019 wird die BaFin ein Papier herausgeben, in dem sie formuliert, wie sie sich die Einbindung von Nachhaltigkeitsaspekten in das Risikomanagement der Kreditinstitute vorstellt.

Diese Erwartungen werden anschließend bei Vertretern der Finanzindustrie verprobt. Selbstverständlich können Banken und Sparkassen, die bereits jetzt über geeignete Prozesse verfügen, der Aufsicht nachweisen, dass sie damit die neu formulierten Erwartungen schon angemessen berücksichtigen. Mit ihrem Papier will die BaFin insbesondere jene Institute ansprechen, die sich dem Thema Nachhaltigkeit erst annähern. Wir wollen sie auf die sich verändernde Risikolage aufmerksam machen und sie dafür sensibilisieren, dass sie über ihre strategische Ausrichtung, ihre Aufbau- und Ablauforganisation und ihre Kommunikation nach innen wie nach außen nachdenken müssen. Außerdem möchten wir den Banken und Sparkassen eine Richtschnur an die Hand geben, an der sie sich orientieren können, um das für sie notwendige Maß an Transparenz festzulegen. Später werden wir den Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken auch im Rahmen unserer laufenden Aufsicht prüfen und so schrittweise zu einer soliden Säule-2-Abdeckung kommen, möglicherweise inklusive zusätzlicher Kapitalausstattung.



### 3.3 Säule 1

Über die Kapitalanforderungen der Säule 1 wurde in internationalen Foren, die sich mit der Abdeckung von Nachhaltigkeitsrisiken in Finanzmärkten beschäftigen, von Anfang an sehr kontrovers diskutiert. Vor allem der von einigen geforderte Green Supporting Factor erhitze die Gemüter – in Finanzwirtschaft und Aufsicht gleichermaßen. Sollte schon wieder ein gesellschaftliches oder politisches Ziel in die Bankbilanzen verschoben werden? So sehr ich diese Absicht verstehe, so sehr muss ich als Aufseher zur Vorsicht mahnen. So gibt es bislang wenige Modelle eines Green Supporting Factors. Zur risikoadäquaten Unterlegung von „grünen“ und „braunen“ Risikopositionen sind daher noch viele Fragen zu klären.

Die EBA erhält im Rahmen der zweiten europäischen Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR 2) einen entsprechenden Prüfauftrag und wird den europäischen Gesetzgeber-Organen binnen sechs Jahren einen Bericht vorlegen. Notwendig sind verlässliche Daten. Allein auf Grundlage der vorhandenen Daten wird aber nur schwer abzuschätzen sein, wie sich Investitionen in nachhaltige Anlagen im Krisenfall entwickeln<sup>16</sup>. Um Nachhaltigkeitsrisiken realistisch prognostizieren zu können, ist der Aufbau weiterer Expertise unabdingbar.

---

<sup>16</sup> Ein empirischer Beleg begegnet allerdings dem Problem, dass vergangenheitsbezogene Verlustdaten in Zeiten von Klimawandel und Energiewende eventuell um Simulationen und Modelle ergänzt werden müssen.

## 4 Abschluss

Abschließend möchte ich betonen, dass Nachhaltigkeit für mich weit mehr ist als ein Thema, mit dem ich mich nur beruflich beschäftige. Nachhaltigkeit liegt mir persönlich am Herzen. Wer sehenden Auges die Wirklichkeit wahrnimmt, muss anerkennen, vor welche Herausforderungen der Klimawandel die Gesellschaft – und damit auch die Kreditwirtschaft – stellen wird. Auf diese Herausforderungen werden wir nur mit einer engagierten und strategisch gut positionierten Finanzindustrie

adäquat antworten können – und nicht ohne oder gar gegen sie. Für die Banken und Sparkassen bedeutet das eine Menge mühsamer Anpassungen, aber auch Chancen. Mit ökologischen und sozialen Argumenten lassen sich neue Kunden und motivierte Mitarbeiter gewinnen. Wer die Chancen der Nachhaltigkeit fahrlässig verpasst, wird Risiken eingehen, welche die Gesellschaft möglicherweise nicht mehr zu übernehmen bereit ist.

# Nachhaltigkeit als Auftrag und Herausforderung für die Versicherungswirtschaft

Versicherer können sich als Risikoträger, Risikomanager und Investoren nachhaltig verhalten – und das sollten sie auch tun.

Autor

**Dr. Frank Grund**

Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

## 1 Einleitung

Grün ist längst nicht mehr nur eine Farbe. Grün ist auch eine Eigenschaft, die gleich mehrere Gruppen für sich beanspruchen, von Parteien über Vegetarier und Veganer bis hin zu Jägern. Kein Wunder also, dass unter „grün“ nicht alle dasselbe verstehen.

So ist es auch mit der Nachhaltigkeit. Eine abstrakte Vorstellung davon entwickelt jeder, der die gesellschaftliche Diskussion auch nur am Rande mitverfolgt. Doch während es sich Privatleute leisten können, beim Thema Nachhaltigkeit aneinander vorbei zu reden, müssen Aufsichtsbehörden ein gemeinsames Verständnis von Nachhaltigkeit entwickeln, weil sie auf vergleichbarer Basis überprüfen sollen, ob sich Unternehmen nachhaltig verhalten.



## 2 „E“ in ESG seit jeher fester Bestandteil der DNA von Versicherern

Wer sich mit Nachhaltigkeit beschäftigt, landet schnell beim Akronym ESG, das sich aus den englischen Begriffen für Umwelt (Environmental), Soziales (Social) und Unternehmensführung (Governance) zusammensetzt. Die Auseinandersetzung mit dem „E“ in ESG ist seit jeher fester Bestandteil der DNA von Versicherungsunternehmen, die finanzielle Schäden aus wetterbedingten Ereignissen absichern und in direktem Kontakt mit den Geschädigten stehen. Rückversicherer haben den notwendigen globalen Blick für die Gefahren aus dem Klimawandel und verfügen über langjährige Expertise.

Als Risikoträger und als Risikomanager erfüllen Versicherer zentrale volkswirtschaftliche Funktionen. Vor Vertragsschluss prüfen sie, ob die Risikominderungsmaßnahmen ausreichen, und fordern den Antragsteller ggf. zu weiteren Sicherungsmaßnahmen auf, um das Risiko absichern zu können.

Im Schadenfall zahlen Versicherer für die entstehenden Kosten, etwa für die notwendige Instandsetzung eines Gebäudes nach einem Hochwasserschaden. Es gibt auch Versicherungslösungen zur Deckung von Schäden an der Umwelt. In jedem Fall tragen Versicherer dazu bei, den Schaden für die Gesellschaft abzumildern.

Versicherungsunternehmen sind also die ersten Ansprechpartner für die Realwirtschaft, wenn es darum geht, die E-Risiken zu bewältigen. Diese Kernkompetenz ist ihre Chance, um sich im gesellschaftlichen Diskurs zu profilieren, und ein Pfund, mit dem die Branche wuchern sollte.

Wie nachhaltig Gesellschaften mit Blick auf Umweltbelange künftig insgesamt agieren, wird sich in der Häufigkeit und Höhe von Schadenzahlungen widerspiegeln. Wenn – wie es die herrschende Meinung unter Wissenschaftlern ist – der Klimawandel das Auftreten typischer versicherter Gefahren wie etwa Sturm, Feuer und Hochwasser fördert, dann haben Versicherer ein hohes Eigeninteresse, sich am Kampf gegen den Klimawandel zu beteiligen.

Zwar können sich die Versicherungsunternehmen aus ihren in der Regel nur einjährig laufenden Verträgen zeitnah lösen und so der Gefahr eines unkalkulierbaren Schadenaufkommens entgegenwirken. Aber mittel- bis langfristig steht das Geschäftsmodell auf dem Spiel. Denn es ist fraglich, ob die Versicherer Deckungsschutz noch in ausreichendem Maße und zudem erschwinglich anbieten können, wenn die Erderwärmung im Vergleich zum Niveau vor der Industrialisierung um drei Grad steigt.

Wenn existenzielle Risiken nicht mehr versicherbar sind, hat das erhebliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Aber auch die Versicherungswirtschaft wäre unmittelbar betroffen, wenn das Volumen ihrer Prämieinnahmen in den Sachsparten zurückginge.

Die BaFin erwartet von der Versicherungswirtschaft, dass sie sich in ihrem Risikomanagement mit allen relevanten E-Risiken auseinandersetzt und im Blick behält, wie diese sich auf die Geschäftsmodelle auswirken. Die Versicherer sollten ihren Blick als Risikomanager schärfen, hierbei mögliche künftige Entwicklungen berücksichtigen und zudem ihre Expertise in die gesellschaftliche Debatte einbringen. Vor diesem Hintergrund begrüße ich die aktuelle Positionierung des CRO-Forums<sup>1</sup> unter der Schlagzeile „The heat is on“.<sup>2</sup>

---

1 Das CRO-Forum wurde im Jahr 2004 gegründet, um die Risikomanagementpraxis in der Versicherungswirtschaft voranzutreiben. Die Mitglieder des Forums sind multinationale Versicherungsgesellschaften.

2 CRO-Forum, The heat is on – Insurability and resilience in a Changing Climate, <https://www.thecroforum.org/2019/01/24/crof-eri-2019-the-heat-is-on-insurability-and-resilience-in-a-changing-climate/>, abgerufen am 19.3.2019.

# 3 ESG-Belange in der Kapitalanlage rücken in den Fokus

Noch eine jüngere Übung für die Versicherungswirtschaft insgesamt stellt die Auseinandersetzung mit ESG-Belangen in der Anlagepolitik dar, wobei sich verschiedene Versicherer bereits seit Längerem gezielt mit der Thematik befassen.

Versicherungsunternehmen gehören zu den großen institutionellen Investoren. Allein die deutschen Lebensversicherer und Pensionskassen verfügen über Kapitalanlagen zu Buchwerten von über einer Billion Euro, die langfristig angelegt werden können. Daher ist es nachvollziehbar, dass interessierte Kreise die Versicherungswirtschaft als potenziellen Finanzier eines nachhaltigen Umbaus der Volkswirtschaft betrachten.

Kapitalanlagen sind für Versicherungsunternehmen aber vor allem Aktiva, die zur Deckung der passivseitigen Verpflichtungen herangezogen werden. Die Verpflichtungen sind vielfach langfristig zu erfüllen. Lebensversicherer und Pensionskassen kommen ihren Verpflichtungen über mehrere Jahrzehnte nach. Manchmal werden Leistungen erst nach 60 Jahren ausgezahlt. Daher müssen auch die Aktiva langfristig verfügbar und wertstabil sein. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, agieren Versicherer bereits per Definition nachhaltig.

Die EU-Kommission forderte 2018 bei der Vorstellung ihres Aktionsplans für eine umweltfreundlichere und sauberere Wirtschaft von der Finanzwirtschaft weitergehendes Handeln ein<sup>3</sup> und legte kurz danach Regulierungsentwürfe zu Klima-Benchmarks, Taxonomie und Transparenz in der Kapitalanlage vor. Die BaFin rechnet im Frühjahr 2019 unter anderem mit der Verabschiedung einer europäischen

Verordnung zur Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken.<sup>4</sup>

Zudem forderte die EU-Kommission die Finanzwirtschaft dazu auf, bei der Finanzierung von Maßnahmen zur Erreichung der Pariser Klimaschutzziele zu helfen.<sup>5</sup> Derzeit besteht für Versicherer keine gesetzliche Verpflichtung, die deutsche Energiewende oder andere Mammutprojekte in Teilen mitzufinanzieren.

Die BaFin lässt sich von dem Grundsatz leiten, dass es für nachhaltige Kapitalanlagen keinen regulatorischen Bonus ohne sachgerechten Bezug geben darf – es sei denn, es stellte sich heraus, dass die Anlagen mit geringeren Risiken verbunden sind. Bei allen Arten der Kapitalanlage besteht schließlich ein Ausfallrisiko, das in der Standardformel zur Berechnung der Eigenmittel unter dem europäischen Aufsichtsregime Solvency II auch angemessen kalibriert ist.

Wer über Kapitalentlastung nachdenkt, muss sich mindestens die folgenden Fragen stellen: Sind die nachhaltigen Investments wirklich risikoärmer? Sind neu hinzutretende Risiken – zum Beispiel politische Risiken – angemessen berücksichtigt?

Nachhaltigkeit ist – wie gesagt – auf Dauer angelegt. Versicherer werden nur dann langfristige Kapitalanlagen tätigen, wenn sie entsprechende langfristige Verbindlichkeiten bedecken können. Entscheidend für einen substanziellen Beitrag der Versicherungsbranche ist daher, dass Versicherer auch in Zukunft bereit sind, langfristige illiquide Verbindlichkeiten einzugehen.

---

3 Pressemeldung Europäische Kommission, Nachhaltiges Finanzwesen. Aktionsplan der Kommission für eine umweltfreundlichere und sauberere Wirtschaft, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1404\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1404_de.htm), abgerufen am 20.3.2019.

---

4 Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken sowie zur Änderung der Richtlinie (EU) 2016/2341, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0354>, abgerufen am 20.3.2019.

5 A. a. O. (Fn. 3).

# 4 Nachhaltige Kapitalanlagen in der Regulatorik

Aus regulatorischer Sicht ist Nachhaltigkeit in der Anlagepolitik kein neues Thema. Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) hat bereits mit Einführung von Solvency II gewisse Erwartungen skizziert. Die EIOPA-Leitlinien zur Geschäftsorganisation zum Beispiel machen deutlich, dass es zum Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht (Prudent Person Principles) gehört, bei der Kapitalanlage auch das Merkmal Nachhaltigkeit zu berücksichtigen.<sup>6</sup>

Seit Anfang des Jahres konkretisiert zudem das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) bezogen auf die Kapitalanlage, inwiefern sich Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) mit ESG-Belangen in der Geschäftsorganisation auseinandersetzen sollen, beispielsweise im Risikomanagement und im Own Risk Assessment (ORA).<sup>7</sup> Ob und wie EbAV ESG-Belange in ihrer Anlagepolitik berücksichtigen, müssen sie der Öffentlichkeit, der Aufsicht und den Kunden transparent darlegen.

Auf europäischer Ebene betont EIOPA die aufsichtliche Relevanz der Thematik und bringt sich in die Ausgestaltung regulatorischer Anforderungen ein. Hierfür wurde eine Projektgruppe eingerichtet, an deren Arbeit sich die BaFin unmittelbar beteiligt. EIOPA nimmt auf diesem Weg sowohl Investitionsrisiken als auch bestehende Risiken in Verbindung mit der Zeichnung von Versicherungsverträgen in den Blick.

Dies wird sich in ihrer Rückmeldung an die EU-Kommission widerspiegeln, die im Zuge des Technical Advice<sup>8</sup> zu Solvency II und zur Versicherungsvertriebsrichtlinie (Insurance Distribution Directive – IDD) zum 30. April

2019 erfolgt. Im Fokus stehen die Geschäftsorganisation der Versicherer und die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Zielmarktbestimmung. Nicht nur die Risikomanagementfunktion sollte sich nach dem Verständnis von EIOPA mit ESG-Risiken auseinandersetzen, sondern zum Beispiel auch die Aktuariate. Der Vorschlag von EIOPA zur punktuellen Anpassung der Regulatorik durchlief Anfang dieses Jahres ein öffentliches Konsultationsverfahren. Die BaFin unterstützt den gewählten Ansatz und verfolgt, wie die EU-Kommission auf Basis des Technical Advice von EIOPA die delegierten Rechtsakte zu Solvency II und zur IDD spezifiziert.

Der Projektplan von EIOPA sieht für 2019 allerdings noch zahlreiche weitere Aktivitäten vor, die im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit stehen. Bereits im Sommer 2019 plant EIOPA, in einer EIOPA-Opinion, die sich an die nationalen Aufseher richtet, zu präzisieren, wie EbAV in ihrer Geschäftsorganisation mit ESG-Risiken umgehen sollen. Hierzu wird sich die BaFin im Board of Supervisors positionieren. Außerdem hat die EU-Kommission EIOPA um Rückmeldung (Request for an Opinion) zu eher quantitativen Fragen (Säule I unter Solvency II) gebeten. Zu diesem Zweck führt EIOPA umfangreiche Analysen durch. Diese berücksichtigen auch die Erkenntnisse aus ihrer kürzlich in der Versicherungsbranche durchgeführten Umfrage. EIOPA wird die Anfrage der EU-Kommission bis zum 30. September 2019 beantworten.

Mit dem Thema Transparenz beschäftigt sich aktuell auch das international aufgestellte Sustainable Insurance Forum (SIF)<sup>9</sup> des Umweltprogramms der Vereinten Nationen UNEP (United Nations Environment Programme), in dem die BaFin seit Gründung Mitglied ist. EIOPA ist seit 2018 ebenfalls Mitglied des Netzwerks. Aufseher nutzen die regulatorische Plattform, um Erfahrungen auszutauschen oder zur gemeinsamen Recherche. Nachdem das SIF vergangenes Jahr das gemeinsam mit der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden IAIS (International Association of Insurance Supervisors) erstellte „Issues Paper on Climate

---

6 EIOPA, Leitlinien zum Governance-System, [https://eiopa.europa.eu/GuidelinesSII/EIOPA\\_Guidelines\\_on\\_System\\_of\\_Governance\\_DE.pdf](https://eiopa.europa.eu/GuidelinesSII/EIOPA_Guidelines_on_System_of_Governance_DE.pdf), abgerufen am 20.3.2019.

7 §§ 234a ff. VAG.

8 EIOPA, Consultation Paper on Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD, <https://eiopa.europa.eu/Pages/Consultations/Consultation-Paper-on-Technical-Advice-on-the-integration-of-sustainability-risks-and-factors-in-the-delegated-acts-under-S.aspx>, abgerufen am 20.3.2019.

9 <https://www.sustainableinsuranceforum.org/>, abgerufen am 20.3.2019.

Change Risks to the Insurance Sector“<sup>10</sup> veröffentlicht hat, setzt es sich aktuell mit der Frage auseinander, wie Versicherungsunternehmen die Empfehlungen der „FSB

---

10 IAIS, Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector, [https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2018/08/IAIS\\_SIF\\_Issues-Paper-on-Climate-Change-Risks-to-the-Insurance-Sector.pdf](https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2018/08/IAIS_SIF_Issues-Paper-on-Climate-Change-Risks-to-the-Insurance-Sector.pdf), abgerufen am 20.3.2019.

Task Force on Climate-related Financial Disclosure“<sup>11</sup> umsetzen. Um Erkenntnisse zu gewinnen, führen die Mitglieder des SIF aktuell eine stichprobenartige Umfrage bei den von ihnen beaufsichtigten Versicherungsunternehmen durch. Noch in diesem Jahr will das SIF die Ergebnisse präsentieren.

---

11 <https://www.fsb-tcfd.org/>, abgerufen am 20.3.2019.

## 5 Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage – für die BaFin ein Schwerpunkt

Für die Jahre 2018 und 2019 hat die Versicherungsaufsicht Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage als eines ihrer aufsichtlichen Schwerpunktthemen festgelegt. Mit der Schwerpunktsetzung verbunden sind konkrete Aktivitäten auf nationaler Ebene, wie etwa Aufsichtsgespräche mit Versicherungsunternehmen, Erhebungen und Branchenworkshops. Im vergangenen Jahr hat die BaFin zum Beispiel eine Branchenabfrage durchgeführt, die sehr aufschlussreich war. Demnach betrachten die Versicherer 73 Prozent ihrer Kapitalanlagen als nachhaltig – allerdings nach Maßgabe ihres eigenen Verständnisses von diesem Begriff.<sup>12</sup> Knapp die Hälfte der Unternehmen nutzt eine Negativliste. Sie enthält Kapitalanlagen, die bestimmten Kriterien nicht genügen und deshalb für eine Investition gesperrt sind. Eine Positivliste, die explizit verzeichnet, welche Investitionsobjekte als nachhaltig gelten dürfen, verwenden hingegen lediglich 13 Prozent der Versicherer.

---

12 Vgl. BaFinJournal Juli 2018, Seite 17 ff.

Auch in ihren Workshops mit der Branche gewann die BaFin wichtige Erkenntnisse darüber, wie sich die Unternehmen mit ESG-Risiken in der Anlagepolitik auseinandersetzen. Das Workshop-Format hat sich bewährt und soll daher auch 2019 fortgeführt werden. Ziel der verschiedenen Initiativen ist es, branchenweit den Wissenstransfer zu unterstützen sowie Versicherungsunternehmen dafür zu sensibilisieren, ESG-Risiken in der Geschäftsorganisation zu berücksichtigen und ihre unternehmensinternen Prozesse entsprechend auszurichten. Zu diesem Zweck wird die BaFin ihre Auffassung in einem Merkblatt für alle Finanzsektoren kommunizieren. Erste Eckpfeiler hierzu skizziert sie bei ihrer Konferenz „Nachhaltigkeit im Finanzsektor“<sup>13</sup> am 9. Mai 2019.<sup>14</sup>

---

13 [www.bafin.de/dok/11786734](http://www.bafin.de/dok/11786734).

14 Am 9. Mai erscheint die vorliegende Ausgabe der BaFinPerspektiven.



# Nachhaltigkeit im EU-Regelwerk verankern

Interview mit

## Elisabeth Roegele

Exekutivdirektorin Wertpapieraufsicht und  
Vizepräsidentin, Bundesanstalt für Finanzdienst-  
leistungsaufsicht (BaFin)



**Frau Roegele, Nachhaltigkeit beschäftigt den europäischen Gesetzgeber derzeit sehr stark (siehe Infokasten, Seite 35). Wie steht die BaFin zu den bisherigen europäischen Entwicklungen – insbesondere im Hinblick auf das Investmentrecht – und wie bringt sie sich in deren Gestaltung ein?**

Dass nun Nachhaltigkeitsgesichtspunkte im aufsichtsrechtlichen EU-Regelwerk verankert werden sollen, unterstützt und befürwortet die BaFin grundsätzlich.

Gerade von einer praktikablen europäischen Taxonomie versprechen wir uns positive Impulse. Dazu muss man wissen, dass sich ein nachhaltiges Finanzwesen nicht auf grüne Investitionen beschränkt, sondern auch soziale Gesichtspunkte, wie etwa den Kampf gegen Kinderarbeit und Grundsätze guter Unternehmensführung, einbezieht. Im EU-Gesetzgebungspaket werden dafür die Begriffe „Environmental“, „Social“ und „Governance“ verwendet, so dass wir oft von „ESG-Kriterien“ sprechen.

Darüber hinaus können die in den Legislativvorschlägen der EU-Kommission<sup>1</sup> enthaltenen Regelungen zu erhöhten Transparenzpflichten Anlegern helfen, sich über die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten zu informieren und auf dieser Basis ihre Anlageentscheidungen zu treffen. Bei den Transparenzpflichten geht es unter anderem darum, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften darüber berichten sollen, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken im Investmentprozess berücksichtigen. Außerdem sollen sie beim Vertrieb nachhaltiger Finanzanlagen spezifische Informationen bereitstellen. Verschärfte Transparenz- und Offenlegungspflichten sollten sich allerdings vor allem auf explizit als nachhaltig bezeichnete Finanzprodukte beziehen, also zum Beispiel auf Nachhaltigkeitsfonds. Geraten die Offenlegungspflichten zu umfangreich,

<sup>1</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en), abgerufen am 18.3.2019.

Auf einen Blick

## Nachhaltigkeit in der europäischen Gesetzgebung

In der europäischen Gesetzgebung ist Nachhaltigkeit derzeit ein sehr präsent Thema.<sup>2</sup> Im Mai 2018 hat die EU-Kommission als Teil ihres Aktionsplans zum nachhaltigen Finanzwesen<sup>3</sup> Legislativvorschläge zu Taxonomie, Transparenz, Verhaltens- und Organisationspflichten und zu Benchmarks veröffentlicht.

Daneben hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities

and Markets Authority) im Rahmen eines Arbeitsauftrages der EU-Kommission unter anderem Vorschläge zur Implementierung von Nachhaltigkeitsaspekten in europäische Regelwerke für Investmentfonds und zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten ins Risikomanagement von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, in die Zielmarktbestimmung und in die Geeignetheitsprüfung erarbeitet und zur Konsultation gestellt.

könnte man damit kleinere Anbieter vom Vertrieb nachhaltiger Produkte abschrecken.

Was die Investmentaufsicht angeht, arbeitet die BaFin in der ESMA vor allem an deren Vorschlägen zur Implementierung von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten in die OGAW-Richtlinie<sup>4</sup> und die AIFM-Richtlinie<sup>5</sup> und die dazugehörigen Delegierten Rechtsakte mit.

Darin geht es um Regelungen zu Organisationspflichten, zu den Voraussetzungen für den Geschäftsbetrieb und zum Risikomanagement. Ich denke, dass die ESMA mit den Vorschlägen vom Dezember 2018 den richtigen Weg eingeschlagen hat. Gerade der prinzipienbasierte Ansatz stellt sicher, dass dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit Rechnung getragen wird. Wir Aufseher müssen künftig bei den aufsichtsrechtlichen Anforderungen die Größe und die Leistungsfähigkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Umfang des verwalteten

Vermögens berücksichtigen. Man darf auch nicht außer Acht lassen, dass wir es bei nachhaltigen Finanzprodukten mit einem relativ jungen und innovativen Markt zu tun haben. Ein prinzipienbasierter Ansatz lässt beispielsweise Raum für Flexibilität bei der Anpassung von Risikomodellen durch die beaufsichtigten Unternehmen, um auf diese Weise auch zukünftige Entwicklungen abbilden zu können. Dies gilt umso mehr, als dass wir uns derzeit zur Identifizierung nachhaltiger Anlagen noch nicht auf eine finale Taxonomie stützen können.

### **Frau Roegele, die Vorschläge im Gesetzespaket der Europäischen Kommission als Teil ihres Aktionsplans zum nachhaltigen Finanzwesen betreffen auch die Verhaltens- und Organisationspflichten unter MiFID II<sup>6</sup>. Was bedeutet das für Wertpapierdienstleistungsunternehmen?**

Die Vorschläge der Kommission haben eine einheitliche Nachhaltigkeitsdefinition und höhere Investitionen in nachhaltige Anlagen zum Ziel. Sie sehen unter anderem vor, dass ESG-Kriterien in die Zielmarktbestimmung und in die Geeignetheitsprüfung integriert werden. Für Produkthersteller und Vertriebsunternehmen heißt das, dass sie bei der Zielmarktbestimmung und Produktklassifizierung künftig die ESG-Kriterien einbeziehen

<sup>2</sup> Vgl. dazu auch, Seite 14 ff.

<sup>3</sup> „Financing Sustainable Growth“, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, abgerufen am 11.4.2019.

<sup>4</sup> Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

<sup>5</sup> Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds. Das Kürzel AIFM steht für „Alternative Investment Fund Managers“.

<sup>6</sup> Markets in financial instruments directive. RL 2014/65/EU, ABl. EU L 173/349.

und Finanzinstrumente unter anderem danach einordnen müssen, ob sie diese Aspekte fördern. Außerdem müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Finanzportfolioberatung und der Anlageberatung die Kunden fragen, ob ihnen die ESG-Kriterien bei der Finanzanlage wichtig sind, und dies bei der Anlagestrategie und der Anlageempfehlung berücksichtigen. Die ESMA hat zu diesen neuen Anforderungen Ende 2018 ein Konsultationspapier veröffentlicht, zu dem Marktteilnehmer Stellung nehmen konnten. Die Auswertung dieser Stellungnahmen läuft derzeit.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Siehe Infokasten „Nachhaltigkeit in der europäischen Gesetzgebung“, Seite 35.

### **Welche Änderungen bringt das Gesetzespaket für Kunden mit sich, und wie steht die BaFin dazu?**

Schon jetzt müssen Unternehmen in der Anlageberatung die Kriterien berücksichtigen, die der Kunde nennt. Legt er zum Beispiel Wert auf eine grüne Geldanlage, muss dieser Wunsch schon heute bei der Anlageempfehlung berücksichtigt werden. Für die Kunden ist Transparenz wichtig, damit sie vergleichen können. Sie müssen wirklich nachhaltige Anlagen von solchen unterscheiden können, die nur einen grünen Anstrich tragen.

Grundsätzlich unterstützt die BaFin das Vorhaben der Europäischen Kommission, nachhaltige Geldanlagen zu fördern. Sicher werden auch aufgrund der Gesetzgebungsvorschläge der Kommission immer mehr Unter-



nehmen nachhaltige Finanzinstrumente in ihr Angebot aufnehmen. Zudem ist das Thema Nachhaltigkeit gerade „im Trend“, so dass auch die Nachfrage auf Kundenseite steigen dürfte.

Dabei darf aber eines nicht vergessen werden: Die Vorgaben zur Product Governance und zur Geeignetheitsprüfung haben das Ziel, dass Kunden für sie geeignete Produkte erwerben. Das bleibt auch so. Die Nachhaltigkeit einer Anlage kann daher immer nur ein Teilaspekt der Anlageentscheidung des Kunden sein. Stehen die ESG-Kriterien dagegen für den Kunden nicht an erster Stelle, dann muss dies das Unternehmen bei der Anlageempfehlung ebenso berücksichtigen.

Wichtig ist, dass ein einheitliches Begriffsverständnis „nachhaltiger Geldanlagen“ erreicht wird und der Kunde auf dieser Grundlage nachhaltig investieren kann, sofern er dies möchte.

**Ein wichtiges Informationsmedium für Anleger ist der Prospekt. Sollten sie daher nicht auch in den Prospekten verstärkt über die Nachhaltigkeitsaspekte ihrer Anlage informiert werden?**

Bei der EU-Kommission gibt es solche Bestrebungen, und grundsätzlich unterstützen wir diesen Ansatz. So sollen Kapitalverwaltungsgesellschaften nach einem Verordnungsentwurf<sup>8</sup> der Kommission unter anderem im Prospekt offenlegen, wie sie mit Nachhaltigkeitsrisiken umgehen. Der Aktionsplan der Kommission zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums aus dem Jahr 2018 sieht darüber hinaus vor, dass spezielle Mindestangaben in die Wertpapierprospekte für Green Bonds aufgenommen werden. Jetzt darf man natürlich nicht auf diesem Wege für Emittenten nachhaltiger Finanzprodukte unverhältnismäßig strenge Regeln schaffen. Es wäre nicht vertretbar, wenn sie mehr Informationspflichten erfüllen müssten als Emittenten traditioneller Anleihen. Damit würde man die Emission grüner Anleihen unattraktiv machen, was das genaue Gegenteil von dem ist, was man erreichen möchte. Wir sind der Ansicht, dass ein ausgewogener Ansatz gefunden werden muss, einer,

der dem Informationsbedürfnis der Anleger gerecht wird und zugleich die Emittenten nicht über Gebühr mit zusätzlichen Pflichten belastet.

**Sollten die Ratingagenturen verpflichtet werden, Nachhaltigkeitskriterien bei ihren Ratings stärker zu berücksichtigen?**

Die Ratingagenturen sind schon jetzt dazu verpflichtet, alle Faktoren zu berücksichtigen, die für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens oder eines Finanzinstruments relevant sind. Dazu zählen selbstverständlich auch ESG-Faktoren. Das ergibt sich aus der aktuellen Fassung der EU-Ratingverordnung<sup>9</sup>. Wenn Nachhaltigkeitskriterien ohne Relevanz für die Kreditwürdigkeit sind, bei der Bewertung des Kreditrisikos aber stärker ins Gewicht fallen, dann kann das zu Fehlern in den Analysen führen – und damit auch zu Fehlallokationen im Markt. Einen solchen Ansatz unterstützt die BaFin daher nicht.

Die Nachhaltigkeit von Unternehmensentscheidungen oder Finanzinstrumenten lassen sich für private und institutionelle Anleger auch auf andere Weise transparent machen, nämlich mit speziellen ESG-Ratings. Die gibt es bereits. Was fehlt, sind einheitliche Standards für solche Ratings. Hier wäre zu überlegen, ob man es der Branche überlässt, sich mit eigenen Standards selbst zu regulieren, oder ob doch der Gesetzgeber gefragt ist. Eine Frage, über die man auf europäischer Ebene diskutieren sollte.

**Frau Roegele, wir danken Ihnen für das Interview.**

8 [https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en#investment](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en#investment), abgerufen am 12.4.2019.

9 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, ABI. EU L 302/1.

# III

Nachhaltigkeitsrisiken werden mehr und mehr zur einer gesamtwirtschaftlichen Bedrohung und Aufgabe mit Finanzstabilitätsdimension. Finanzunternehmen, Regulierung und Aufsicht müssen diese Herausforderung international angehen.

# Nachhaltigkeit als globale Aufgabe

Autor

**Frank Pierschel**

Referat Bankenaufsicht international,  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
(BaFin)

## 1 Einleitung

Wie haben Sie den Sommer 2018 erlebt? Waren Sie zuletzt in Peking<sup>1</sup> oder Neu Delhi<sup>2</sup>? Oder aber in Venedig, das aufgrund seiner Konstruktion besonders unter dem steigenden Meeresspiegel leidet<sup>3</sup>? Wird das von Ihnen bevorzugte Skigebiet auch immer weniger schneesicher<sup>4</sup>? Selbst wenn sich die kostentreibende Dürre des Sommers 2018 als Ausnahmeerscheinung erweisen sollte, sind die globalen Auswirkungen des Klimawandels und der Umweltzerstörung unübersehbar. Wir erahnen deutlich, dass wir umdenken müssen – und zwar in Richtung Nachhaltigkeit.

Vom Rat für Nachhaltige Entwicklung der Bundesregierung stammt die Aussage, dass nachhaltiges Wirtschaften wirtschaftliche Tätigkeiten beinhaltet, die die ökologischen Lebensgrundlagen erhalten und dabei Wohlstand und soziale Gerechtigkeit erzielen. Grundlage sei eine Kultur der Nachhaltigkeit, die durch Wertschätzung gegenüber der Natur, gesellschaftlichem Wissen und Kreativität gekennzeichnet sei. Nachhaltiges Wirtschaften vermindere den Verbrauch natürlicher Ressourcen auf ein Niveau, das mit einer nachhaltigen Entwicklung in Einklang stehe.<sup>5</sup>

Bis ins späte 20. Jahrhundert nahmen die Menschen in ihrem wirtschaftlichen Streben wenig Rücksicht auf die Umwelt – was auch lange nicht zwingend nötig schien. Jetzt beginnt unsere Umwelt, Geld zu kosten. Es gibt eine Vielzahl an Szenarien über diese Kosten: Verlust von bis zu 60 Prozent landwirtschaftlicher Nutzfläche<sup>6</sup>; bis

---

1 Vgl. zur Umweltsituation in China: Fang, Yu et al., Climate change, human impacts, and carbon sequestration in China, in: PNAS April 17, 2018, 115 (16), pp. 4015-4020.

2 Vgl. zur Umweltsituation in Indien: Agarwal, Indiens umweltpolitische Herausforderungen – Ist das Wirtschaftswachstum des Landes nachhaltig?, <https://www.bpb.de/internationales/asien/indien/189166/indiens-umweltpolitische-herausforderungen>, abgerufen am 15.4.2019.

3 UNESCO/UNEP, World Heritage and Tourism in a Changing Climate, 2018.

4 Vgl. hierzu Deutsche Welle, Wintersport ohne Schnee: Skigebiete rüsten sich für Klimawandel, <https://p.dw.com/p/2s8z4>, abgerufen am 15.4.2019.

---

5 Rat für Nachhaltige Entwicklung, Nachhaltiges Wirtschaften: Zehn Forderungen, [https://www.nachhaltigkeitsrat.de/wp-content/uploads/migration/documents/RNE\\_Einladung\\_zum\\_Dialog\\_Nachhaltige\\_Wirtschaft\\_20-11-2012.pdf](https://www.nachhaltigkeitsrat.de/wp-content/uploads/migration/documents/RNE_Einladung_zum_Dialog_Nachhaltige_Wirtschaft_20-11-2012.pdf), abgerufen am 15.4.2019.

6 CRO-Forum, The heat is on – Insurability and resilience in a Changing Climate, <https://www.thecroforum.org/2019/01/24/crof-eri-2019-the-heat-is-on-insurability-and-resilience-in-a-changing-climate/>, abgerufen am 15.4.2019.



zu 55 Prozent häufiger starke tropische Wirbelstürme<sup>7</sup>; Verlust von atemluftreinigendem, borealem und tropischem Wald<sup>8</sup>; eine um bis zu 150 Prozent steigende Übersäuerung der Ozeane<sup>9</sup>; Wassermangel, Hitzestress, Ausbreitung von Krankheiten und eine klimabedingte Auswanderung von mehreren hundert Millionen Menschen<sup>10</sup>. Die Risiken, die auf uns zukommen, sind weitreichender, vielfältiger und stärker in ihrer Auswirkung, als man es in einem solchen Artikel wird beschreiben können.

Da es vermutlich nicht gelingen wird, die Erderwärmung im erforderlichen Rahmen von 1,5 bis 2° C zu halten<sup>11</sup>, werden die Folgen in vielen Fällen unsere Befürchtungen übertreffen, was neben vielen privaten Verlusten auch erhebliche gesellschaftliche Kosten verursachen<sup>12</sup> und

beispiellose staatliche wie private Anstrengungen erfordern wird<sup>13</sup>. Diese Kosten könnten wirkungsvoll durch nachhaltige Investitionen, Verzicht auf Emissionen sowie Umstellung des wirtschaftlichen und privaten Lebens gedämpft werden.

Früher oder später wird es eine gesellschaftliche, politische, wirtschaftstheoretische, soziologische und kulturelle Debatte darüber geben müssen, ob und wie wir unseren Beitrag zur Erhaltung der Lebensgrundlagen bewerten wollen. Wenn der Mehrwert die treibende Kraft der Weltwirtschaft ist, wie kann dann zum Beispiel der Verzicht auf weitere Ressourcenausbeutung und -verschwendung Anerkennung finden? Solange wir Menschen in Geld denken, wird der Erhalt der Erde einen Preis haben. Und das über die gesamte realwirtschaftliche Wertschöpfungskette hinweg. Es ist daher gerade auch die Finanzwirtschaft, die einen wesentlichen Beitrag dazu leisten kann, dass Geld nachhaltig verwendet wird und damit mit dem Erhalt unserer Lebensgrundlagen dient.

7 A.a.O. (Fn. 6).

8 A.a.O. (Fn. 6).

9 NOAA, Ocean acidification, <https://www.noaa.gov/education/resource-collections/ocean-coasts-education-resources/ocean-acidification>, abgerufen am 15.4.2019.

10 Watts, Amann, et al., The 2018 report of the Lancet Countdown on health and climate change: shaping the health of nations for centuries to come. in: The Lancet 392 (10163), 2018.

11 A.a.O. (Fn. 6).

12 The Economist Intelligence Unit, The cost of inaction: Recognising the value at risk from climate change. 2015.

13 Vgl. Europäische Kommission, A Clean Planet for all – A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy, 2018.

## 2 Risikotransfer in den Finanzmarkt

Es ist sicher weniger das Risiko eines vom Sturm abgedeckten Dachs, das Regulierer, Aufseher und Zentralbanker auf den Plan ruft oder das überflutete Rechenzentrum eines Kreditinstituts. Es sind die indirekten Risiken, also die Risiken, die sich aus der Kundenstruktur dieser Finanzunternehmen ergeben. Es sind die indirekten physischen und transitorischen Risiken von Versicherern und Banken.<sup>14</sup> Denn gebündelt können diese Risiken durchaus Finanzstabilität gefährden<sup>15</sup>.

Nachhaltigkeitsrisiken werden mehr und mehr zur einer gesamtwirtschaftlichen Bedrohung und Aufgabe mit Finanzstabilitätsdimension. Finanzunternehmen, Regulierung und Aufsicht müssen diese Herausforderung angehen. So erwartet die BaFin schon seit Längerem von Versicherern und insbesondere Rückversicherern, sich mit den physischen Risiken zu befassen. Versicherungsunternehmen müssen stets in der Lage sein, die von ihnen versicherten Schäden zu regulieren<sup>16</sup>. Ein weiterer Aspekt ist die langfristige Anlage von Versicherten-geldern, bei der die Versicherungsunternehmen immer mehr auf Nachhaltigkeit setzen<sup>17</sup>. Für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen steht natürlich zunächst die Rendite ihrer Anlage, beziehungsweise Investition, im Fokus. Aber zunehmend preisen sie auch die oben beschriebenen indirekten physischen und transitorischen Risiken, also zum Beispiel die Wirkung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Kreditnehmern, in ihre Entscheidungen ein.

Wir sprechen jedoch nicht nur über die Risiken, die wir in puncto Nachhaltigkeit im Auge behalten müssen. Wir sehen auch große Chancen, welche die Finanzwirtschaft bei der Generierung und Umleitung von Mitteln



für die Erfüllung der Nachhaltigkeitsziele<sup>18</sup> erschließen kann. Wenn schon eine gesellschaftliche Aufgabe in die Bilanzen von Finanzinstituten verlagert werden soll, dann muss man sich selbstverständlich auch über entsprechende Anreiz- und Absicherungssysteme unterhalten.

Wie aber soll sich die Finanzaufsicht zu dieser gesamtgesellschaftlichen Herausforderung positionieren? Einige globale Regulierungsinitiativen beschäftigen sich intensiv mit dieser Frage<sup>19</sup>. Sie sollen im Folgenden beschrieben werden.

<sup>14</sup> Zu den direkten und indirekten Nachhaltigkeitsrisiken siehe Seite 22 ff.

<sup>15</sup> ESRB, Reports of the Advisory Scientific Committee, Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk, No. 6, 2016; Finanzinspektionen, Climate change and financial stability, 2016.

<sup>16</sup> Vgl. § 75 Absatz 1 und § 97 Absatz 2 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG).

<sup>17</sup> GDV, Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage, <https://www.gdv.de/resource/blob/33794/5834f5c3c5bb98e97abda6da60984810/wie-ste-hen-ver-si-che-rer-zu-nach-hal-tig-keit-in-der-kapi-tal-an-lage----download-data.pdf>, abgerufen am 15.4.2019; Seekings, Almost half the global reinsurance market divests from coal, in: TheActuary, 20. Juni 2018, <http://www.theactuary.com/news/2018/06/almost-half-the-global-reinsurance-market-divests-from-coal/>, abgerufen am 15.4.2019.

<sup>18</sup> Vgl. Artikel 2 Absatz 1 lit. c des Pariser Klimaabkommens; European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth, 2018.

<sup>19</sup> Zur europäischen Ebene vgl. unter anderem Seite 14 ff., außerdem Seite 32 ff. und Seite 36 ff.



# 3 Globale Regulierungsinitiativen

## 3.1 Handlungsempfehlungen des Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System

Das Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (NGFS), dem sowohl die BaFin als auch die Deutsche Bundesbank angehören, hat Handlungsempfehlungen für Aufsichtsbehörden und Zentralbanken aufgestellt<sup>20</sup>.

### Erwartungen an Zentralbanken und Aufsichtsbehörden

Als erstes müssten klimabezogene Risiken in die bestehenden Mandate von Aufsichtsbehörden und Zentralbanken einbezogen werden. Diese sollen sich sehr schnell mit diesem Thema befassen und Nachhaltigkeitsrisiken in ihre Analysen einbauen, sei es auf Finanzinstituts- oder auf makroprudenzieller Ebene. Hierzu wären die Übertragungskanäle physischer und transitorischer Risiken zu identifizieren und zentrale Risikoindikatoren (Key Risk Indicators) für deren Überwachung zu entwickeln. Eine einheitliche Taxonomie nachhaltiger und weniger nachhaltiger Risikopositionen wäre eine wunderbare Grundlage. Wartete man jedoch auf eine weltweit gültige Taxonomie, würde man der Dringlichkeit dieses Themas nicht gerecht.

Zudem sollen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden selbst Kapazitäten für die Beurteilung von Nachhaltigkeitsrisiken aufbauen sowie Analysetools und -verfahren entwickeln. Es bedarf auf der einen Seite eines mehr datengetriebenen Ansatzes, auf der anderen Seite jedoch zukunftsbezogener Betrachtungen und Prognosen. Nachhaltigkeitsszenarien werden, auch wenn sie Raum für Interpretationen bieten, eine sehr bedeutende Rolle spielen, wenn es darum geht, mögliche Entwicklungen für die weltweiten Finanzmärkte, aber auch für die einzelnen Sparten und Unternehmen der Finanzwirtschaft vorherzusagen.

<sup>20</sup> NGFS Report, April 2019.

Aufsichtsbehörden sollen entsprechende Strategien von den beaufsichtigten Unternehmen erwarten. Nachhaltigkeitsrisiken müssen vor allem auch auf Vorstandsebene verstanden werden, um in eine gute Unternehmensführung und -steuerung sowie in ein angemessenes Risikomanagement zu münden. Auch in der internen und externen Kommunikation der Unternehmen hat dieses Thema eine klare Rolle zu spielen. Hierzu zählen selbstverständlich auch die Anforderungen an die Offenlegungs- und Berichtspflichten und deren Beitrag zur Marktdisziplin in Sachen Nachhaltigkeit.

### Risikomanagement

In der direkten Aufsicht über Finanzunternehmen verfügt die Aufsicht über Ansätze, die sich bewährt haben: Ist das Risiko identifiziert – und davon darf man bei Nachhaltigkeitsrisiken ausgehen – gilt es, die Aufmerksamkeit für dieses Risiko zu schaffen. Ob Bank, Sparkasse, Versicherungsgesellschaft oder Asset Manager, sie alle müssen ihre Geschäfte, Portfolien und Prozesse analysieren, um zu erkennen, ob sie Nachhaltigkeitsrisiken ausgesetzt sind. Die Auswirkungen werden so vielfältig sein, wie es die Nachhaltigkeitsrisiken selbst sind. Dabei gibt es eine neue Dimension: Sicherheiten, die zuvor Risiken abzudecken halfen, sind den gleichen oder sogar noch größeren physischen und transitorischen Risiken ausgesetzt und somit eine zusätzliche Belastung<sup>21</sup>.

Schließlich sollen die Regulierer und Aufsichtsbehörden prüfen, welche Anforderungen an die Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken man in der Säule 1<sup>22</sup> und in der Säule 2<sup>23</sup> stellen oder neu formulieren könnte. Am Ende müssen Regulierung und Aufsicht sicherstellen, dass die Risiken, die aus einer sich verändernden Umwelt resultieren, auch abgedeckt werden. Natürlich sollen sie aber auch selbst mit gutem Beispiel vorangehen: Zentral-

<sup>21</sup> PRA, Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector.pdf>, abgerufen am 15.4.2019.

<sup>22</sup> In der novellierten europäischen Eigenmittelverordnung (Capital Requirements Regulation 2 – CRR 2) zu finden in Artikel 501c.

<sup>23</sup> In der novellierten europäischen Eigenmittelrichtlinie (Capital Requirements Directive V – CRD V) zu finden in Art. 98 Absatz 8. CRR und CRD setzen das Baseler Rahmenwerk in der Europäischen Union um.



banken sollen bei ihrem Portfoliomanagement genauso auf Nachhaltigkeit achten, wie sie das von den Instituten fordern. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch der Prüfauftrag des Staatssekretärsausschusses für Nachhaltige Entwicklung, ob Nachhaltigkeit bei bundsnahen Anlagen und der Emission von grünen oder nachhaltigen Bundesanleihen ein wesentliches Entscheidungskriterium sein soll<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Pressemitteilung Nr. 63/19 des Presse- und Informationsamts der Bundesregierung, <https://www.bundesregierung.de/breg-de/suche/bundesregierung-will-deutschland-zu-einem-fuehrenden-sustainable-finance-standort-machen-1584002>, abgerufen am 15.4.2019.

### **Daten, Daten, Daten**

Eine der wesentlichsten Empfehlungen des NGFS ist das „Bridging the Data Gap“. Nur auf Basis solider Daten und Prognosen werden sich die physischen, transitorischen und Finanzstabilitätsrisiken verlässlich einschätzen lassen. Wer zum Beispiel einen Säule-1-Risikoabschlag wünscht, muss glaubhaft darlegen können, dass Investitionen in nachhaltige Gebäude, Unternehmen, Fonds etc. weniger risikobehaftet sind, als es die derzeitigen regulatorischen Anforderungen zur Ermittlung regulatorischen Eigenkapitals vorgeben. Nachhaltigkeitsrisiken sind in der Datenhistorie jedoch relativ neu. Zudem ist problematisch, dass gerade im Hinblick auf den Klimawandel historische Daten das zukünftige Risiko nicht verlässlich abbilden. Dies trifft vor allem dann zu, wenn

es keine lineare Funktion, beispielsweise zwischen einem Klimaereignis und einem Forderungsausfall, gibt. Wir wissen nicht, ob ab einem bestimmten Temperaturanstieg die Risiken nicht mehr linear, sondern progressiv oder gar exponentiell ansteigen. Man kann auch nur schwer vorhersagen, wo, wie heftig und wie oft Klimaereignisse eintreten. Und ob ein Tornado über einen bestimmten Ort hinweg- oder vorbeizieht, kann auch für Investoren einen erheblichen finanziellen Unterschied machen. Das Erwartbare in Daten auszudrücken, kommt einer „Mission Impossible“ gleich. Dennoch kann man anhand von Datenhistorien und Bestandsgrößen zumindest die möglichen Auswirkungen verschiedener Szenarien ableiten; plausible Rückschlüsse sind möglich, Ausblicke ebenso. Die große Herausforderung liegt darin, die Anforderungen an Daten und Szenarien zu formulieren.

Derzeit ist es kaum möglich, den oben geforderten Nachweis zu führen, dass zum Beispiel nachhaltige Aktiva weniger risikobehaftet sind als nicht-nachhaltige. Wir erahnen eine Korrelation zwischen Nachhaltigkeit und Forderungsausfall. Aber wie verlässlich ist diese

Ahnung? Woher rührt sie? Bei Wohnimmobilien wird sich – davon kann man ausgehen – eine bestimmte Klientel für Nachhaltigkeitsstandards entscheiden, die über die gesetzlichen Forderungen hinausgehen. Sie ist an Nachhaltigkeit im Sinne von Werterhaltung interessiert, zudem in der Regel gut ausgebildet und verdienend. Entsprechend wird die Finanzierung aussehen: wohlüberlegt durchkalkuliert und mit genügend Eigenkapital ausgestattet. Solche Finanzierungen sind wahrscheinlich weniger ausfallgefährdet als andere. Aber wir haben keine Erfahrung damit, was passiert, wenn auch die Durchschnittskundschaft ökologisch nachhaltige Immobilienfinanzierungen in Anspruch nimmt.

Eine weitere Datenlücke besteht in puncto Langfristigkeit. Wir wissen nicht, wie sich Investitionen in nachhaltige Aktiva über einen gesamten Wirtschaftszyklus – geschweige denn einen gesamten Kreditzyklus – entwickeln. Langfristige Finanzierungen sind keine Seltenheit. Infrastrukturprojekte, Industrieanlagen und Immobilien werden eher langfristig finanziert. Dabei muss einkalkuliert werden, dass sich Preisentwicklungen verschärfen und Zuliefer- oder Absatzkonditionen



ändern können. Auch künftige CO<sub>2</sub>-Abgaben müssen einkalkuliert werden. Durch die neuen physischen und transitorischen Risiken wird die Prognose von Ausfallwahrscheinlichkeiten und Verlustquoten jedoch komplexer. In jedem Fall sollte vor Einführung neuer Datenanforderungen der Nachweis erbracht werden, dass die Anforderung auch das gewünschte Ziel einer genaueren Prognose erreicht.

### Transparenz

Eng mit der Datenproblematik verbunden ist die Erarbeitung eines international konsistenten Offenlegungs- und Berichtsrahmens für Klima- und Umweltrisiken: eine weitere Empfehlung des NGFS. Für einen gut funktionierenden Kapitalmarkt bedarf es eines transparenten Preissystems, basierend auf Informationen über das Risikomanagement in den einzelnen Finanzinstituten und einer Vorstellung davon, welche klimatischen Veränderungen für die Regionen zu erwarten sind, in der Investition getätigt werden. Es findet derzeit noch eine Auseinandersetzung darüber statt, wie verbindlich die Anforderungen an die Offenlegung und Berichterstattung zu nachhaltigkeitsbezogenen Informationen gestaltet werden sollen. Jedoch sind sich die im NGFS verbundenen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden einig, dass Mindestanforderungen an die auf Nachhaltigkeit bezogene Unternehmensstrategie, Klimaziele, messbare Risikofaktoren und Kennzahlen gestellt werden sollten. Sollte es keine international harmonisierte Lösung geben, ist zu befürchten, dass die Anforderungen auseinanderlaufen und wir keine Vergleichbarkeit herstellen können.

## 3.2 Empfehlungen der Wertpapieraufseher

Sind im NGFS vor allem Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden vertreten, beherbergt es doch auch Versicherungs- und Wertpapieraufseher – auch weil integrierte Behörden wie die BaFin und Twin-Peak-Aufsichtsbehörden wie die niederländische Zentralbank DNB (De Nederlandsche Bank) vertreten sind. Aber auch darüber hinaus gibt es in der Wertpapier- und der Versicherungsregulierung Initiativen zur Nachhaltigkeit.

Die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO (International Organisation of Securities Commissions), genauer gesagt, das IOSCO's Growth and Emerging Markets Committee (GEMC), hat beispielsweise bis zum 1. April 2019 ein Papier mit dem Titel „Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators“ konsultiert<sup>25</sup>. Hierin sollen insbesondere Wertpapieraufsichtsbehörden von Entwicklungs- und Schwellenländern an das Thema Nachhaltigkeitsrisiken herangeführt werden, aber auch Investoren und Kapitalanlagegesellschaften. Es werden nachhaltige Kapitalmarktprodukte, wie zum Beispiel grüne und Nachhaltigkeitsfonds, sozioethische Fonds und Investitionen in erneuerbare Energien beleuchtet. Und selbstverständlich ist auch in diesem Bericht die Veröffentlichung von Informationen ein Schwerpunktthema. In elf Empfehlungen beschreibt die IOSCO ihre Erwartungen zu Nachhaltigkeitsaspekten an Aufsichtsbehörden, Firmen und Produkte:

- Emittenten und beaufsichtigte Unternehmen sollen ESG-spezifische Aspekte<sup>26</sup> in ihren Risikoappetit und ihre Unternehmensführung integrieren (Empfehlung 1);
- ESG-spezifische Offenlegungs- und Berichtspflichten (Empfehlung 2);
- Datenqualität (Empfehlung 3);
- Definition und Taxonomie nachhaltiger Instrumente (Empfehlung 4);
- Spezifische Anforderungen an nachhaltige Instrumente (Empfehlungen 5 bis 9);
- Integration von ESG-spezifischen Aspekten in die Analyse und Strategien der Investments und die gesamte Unternehmensführung bei institutionellen Investoren (Empfehlung 10) und
- Aufbau von Kapazität und Expertise für ESG-Belange (Empfehlung 11).

<sup>25</sup> IOSCO, Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators – Consultation report, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD621.pdf>, abgerufen am 15.4.2019.

<sup>26</sup> E steht für Environmental (Umwelt-), S für Social und G für Governance (Unternehmensführung).



### 3.3 Zusammenarbeit von UNO und Versicherungsaufsicht

Auch in der globalen Versicherungsregulierung gibt es internationale Anstrengungen für mehr Nachhaltigkeit. So haben die Vereinten Nationen UN (United Nations) zusammen mit einer Gruppe von Versicherungsaufsichtern das UN Sustainable Insurance Forum (SIF) gegründet. Im Jahr 2016 nahm das SIF seine Arbeit auf<sup>27</sup>. Es kooperiert mit der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden IAIS (International Association of Insurance Supervisors). Gemeinsam

haben beide 2018 einen Bericht zu Klimarisiken für den Versicherungssektor veröffentlicht<sup>28</sup>. Anfang 2019 haben das SIF und die IAIS ein neues Projekt in Angriff genommen: Sie analysieren die Umsetzung der Empfehlungen<sup>29</sup> der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des Finanzstabilitätsrats FSB (Financial Stability Board). Ziel der Umfrage ist es, einen repräsentativen Überblick über die Sensibilität für und das Verstehen von Nachhaltigkeitsrisiken sowie den Grad der Umsetzung der TCFD-Empfehlungen in den verschiedenen Jurisdiktionen zu erhalten. Das Ergebnis soll ein Bericht sein, der die Informationen der Versicherungswirtschaft auswertet und gegebenenfalls Defizite in der Implementierung aufzeigt. Dieser Bericht soll noch 2019 erscheinen.

<sup>27</sup> Sustainable Insurance Forum, <https://www.sustainableinsuranceforum.org/>.

<sup>28</sup> IAIS, Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector, July 2018, <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/issues-papers/file/76026/sif-iais-issues-paper-on-climate-changes-risk>, abgerufen am 15.4.2019.

<sup>29</sup> TCFD, Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, June 2017, <https://www.fsb-tcfd.org/publications/final-recommendations-report/>, abgerufen am 15.4.2019.

# 4 Immer nur die Finanzindustrie?

Global gibt es eine zentrale Anforderung, die sich durch die regulatorischen Analysen und Empfehlungen zieht: Investoren und Verbraucher müssen um den Nachhaltigkeitsgedanken wissen und die Risiken verstehen, die ihm innewohnen. Alle Stakeholder müssen in die Lage versetzt werden, Nachhaltigkeitsrisiken zu erkennen und zu steuern, unabhängig davon, ob sie ein Kreditinstitut oder ein Versicherungsunternehmen leiten, als Asset-Manager mit dem Geld ihrer Kunden arbeiten oder ihr eigenes Portfolio zusammenstellen. Das Wissen, die gesammelte Erfahrung und die Voraussage möglicher Entwicklungen machen es auch möglich, die Chancen zu erkennen, die mit der Transformation hin zu nachhaltigerem Wirtschaften verbunden sind. So trübe die Aussichten für die Einhaltung der Klimaschutzziele sind, so klar ist auch, dass bis zu einem absoluten Point of no Return – und wahrscheinlich noch darüber hinaus – der Mensch versuchen wird, sein Schicksal zu bestimmen. Kommunikation, Bildung sowie eine faire Berichterstattung und Aufklärung erhöhen unsere Zukunftsaussichten. Denn nur so schaffen wir es, uns dem Minsky-Effekt zu widersetzen. Dieser besagt, dass, auch wenn wir die Ursachen von Finanzkrisen im Nachgang erkennen, Finanzsysteme dennoch im Laufe der Zeit immer wieder automatisch auf eine Krise zusteuern<sup>30</sup>.

Und damit sind wir bei der Verantwortung der Finanzbranche, die sich beim Thema Nachhaltigkeit bisweilen zu Unrecht in Geiselnhaft genommen fühlt. Politik und Gesellschaft erwarten zu Recht von Finanzinstituten einen Beitrag zur Nachhaltigkeit<sup>31</sup>. Sie sind neben dem Staat die wichtigsten Spieler bei der Lenkung von Investitionsströmen. Aber sie sind beileibe nicht die Einzigen, die einen Beitrag leisten und sich auf verschärfte Anforderungen einstellen müssen: Ab 2021 werden die unter dem Emissions Trading Scheme (ETS) gehandelten Zertifikate jährlich um 2,2 Prozent reduziert<sup>32</sup>. Die kostenfreie Vergabe von Zertifikaten an Unternehmen der produzierenden Industrie wird von 80 Prozent der

Emissionsrechte im Jahr 2013 auf 30 Prozent im Jahr 2020 gesenkt<sup>33</sup>. Damit wächst der Preisdruck auf die Verursacher von Emissionen<sup>34</sup>. Der CO<sub>2</sub>-Ausstoß von Neuwagen soll bis zum Jahr 2030 um 37,5 Prozent im Vergleich zu 2021 sinken. Dadurch müssen automatisch mehr Elektroautos produziert werden, anders wären die Flottengrenzwerte nicht einzuhalten<sup>35</sup>. Bis 2050 strebt die Europäische Union (EU) sogar eine Reduzierung auf null Emissionen an<sup>36</sup>. Der Vorwurf, nur die Finanzindustrie müsse das politische Klimaziel erfüllen, stimmt also so nicht.

Natürlich wäre eine verursachergerechte Lastenteilung die bestmögliche Lösung. Natürlich wären starke öffentliche Haushalte, die den Erhalt eines lebenswert bewohnbaren Planeten auch ohne Einsatz privater Mittel meistern könnten, wünschenswert. Am Ende wird es aber auch um die Frage gehen, wer in seinem Verantwortungsbereich was getan oder unterlassen hat. Das nennen wir Aufseher Reputationsrisiko. Unser Verantwortungsbereich – für die Stabilität und Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts zu sorgen – weitet sich mit den neuen finanziellen Risiken jedenfalls aus.

30 Gabler Wirtschaftslexikon, Minsky-Effekt, <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/minsky-effekt-51732>, abgerufen am 15.4.2019.

31 A. a. O. (Fn. 12).

32 European Commission, EU Emissions Trading System (EU ETS), [https://ec.europa.eu/clima/policies/ets\\_en](https://ec.europa.eu/clima/policies/ets_en), abgerufen am 15.4.2019.

33 European Commission, Free allocation, [https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/allowances\\_en](https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/allowances_en), abgerufen am 15.4.2019.

34 ZDF, EU-Parlament für Emissionshandel-Reform, <https://www.zdf.de/nachrichten/heute/eu-parlament-stimmt-fuer-reform-von-emissionshandel-100.html>, abgerufen am 15.4.2019.

35 Heise Online, EU: Strengere CO<sub>2</sub>-Grenzwerte kommen, <https://www.heise.de/autos/artikel/EU-Strengere-CO2-Grenzwerte-kommen-4254038.html>, abgerufen am 15.4.2019.

36 European Commission, A Clean Planet for all – A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy, 2018.

# IIV

Die Welt steht im 21. Jahrhundert vor massiven Umwälzungen, hervorgerufen durch den jahrzehntelangen eklatanten Raubbau an der Natur. Notwendige sozial-ökologische Transformationen werden die verschiedenen Bereiche unserer Gesellschaft verändern. Dazu sind drei Bedingungen essenziell: ein konsequentes Umlenken der investiven Gelder in transformative Unternehmen und Projekte, eine kluge und konsequente Regulierung mit den richtigen Lenkungsanreizen und eine grundlegend neue Haltung bei den Finanzmarktakteuren – samt geändertem Geschäftsgebaren.

# Nachhaltigkeit als Chance

Haltung, Regulatorik und neue Wege im Finanzmarkt

Autorin

**Silke Stremlau**

Vorstand Hannoversche Kassen (Hannover)

Verantwortlich für Kapitalanlage, Nachhaltigkeit  
und Personal

## 1 Einleitung

Die Welt hat sich im vergangenen Jahrhundert in einer vorher nie dagewesenen Dynamik verändert und entwickelt. Technologischer Fortschritt, Bildung für viele, Teilhabe an gesellschaftlichen Entwicklungen gehen einher mit einem exzessiven Raubbau an der natürlichen Umwelt und einem Zerstören unserer Lebensgrundlagen. Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die Finanzwirtschaft, die durch Investitionen und Kredite mit allen wirtschaftlichen Branchen verflochten ist.

Ein „Weiter so“ mit bekannten Strategien funktioniert langfristig nicht mehr, sei es im Hinblick auf den Erhalt unseres Planeten oder im Hinblick auf unser Finanzsystem. Grundlegende Transformationen in den verschiedensten Wirtschaftszweigen müssen in den nächsten Jahrzehnten mit voller Kraft umgesetzt werden, um menschenwürdiges Leben überall auf der Erde dauerhaft zu ermöglichen. Der vorliegende Beitrag will drei wesentliche Bedingungen für die notwendigen Transformationen näher erläutern und ihre Wechselwirkungen herausarbeiten. Notwendig sind ein consequentes Umlenken der investiven Gelder in transformative Unternehmen und Projekte, eine kluge und consequente Regulierung mit den richtigen Lenkungsanreizen und eine neue Haltung bei den Finanzmarktakteuren – samt geändertem Geschäftsgebaren.





## 2 Wo stehen unsere Gesellschaft und der Finanzmarkt heute?

Aufgrund der weltweiten Verflechtung der Finanzindustrie mit allen anderen Branchen sowie durch die globalen, sozialen und ökologischen Herausforderungen entsteht ein enormer Handlungsdruck. Greift man zwei große globale Herausforderungen aus der Vielzahl heraus, sind dies vor allem die Endlichkeit der natürlichen Ressourcen und der Klimawandel.

Die Erforschung der Erderhitzung ist in den vergangenen Jahren enorm vorangeschritten. Sie hat die neue Erkenntnis geprägt: Nicht das Aufbrauchen endlicher Rohstoffe ist der zentrale Engpass für die künftige Entwicklung des Menschen, sondern die planetaren Belastungsgrenzen<sup>1</sup> erfordern ein Maßhalten. Werden diese Grenzen erreicht, besteht die Gefahr irreversibler Schäden an der Umwelt und somit an den Lebensgrundlagen der Menschen.

Nach Erkenntnissen des Potsdam-Institut(s) für Klimafolgenforschung<sup>2</sup> sind heute schon vier von neun planetaren Grenzen durch den Einfluss des Menschen nahezu überschritten: Klimawandel, Biodiversität, Landnutzung und biochemische Kreisläufe.<sup>3</sup> Wenn wir in dem Maße weiter machen und alle verfügbaren endlichen Ressourcen – wie Kohle, Öl und Gas – verfeuern, heizen wir damit den Klimawandel extrem an und machen menschliches Leben auf der Erde unmöglich.

Damit stehen wir in diesem 21. Jahrhundert vor massiven Umwälzungen, hervorgerufen bzw. notwendig werdend durch den eklatanten Raubbau, den der Mensch in den vergangenen Jahrzehnten an der Natur betrieben hat. Zukunftsforscherinnen und Wissenschaftler sprechen daher von der Notwendigkeit einer sozial-ökologischen

Transformation, wenn auch noch in 100 Jahren menschenwürdiges Leben auf dieser Erde möglich sein soll.

Es wird radikale Transformationen, also einen grundlegenden Wandel unserer Wirtschaftsstrukturen und Lebensweisen, in folgenden Bereichen geben:

- **Energiewende:** Sie beschreibt eine Form der Energieversorgung, die dezentral und überwiegend regenerativ ist und sehr viel effizienter als heute mit Energie und Strom umgeht. Ein weitaus höherer Preis für eine Tonne CO<sub>2</sub> markiert den Weg dahin. Nötig sind dezentralere Stromnetze, eine belastbare Infrastruktur und eine Wärmewende.
- **Agrarwende:** Sie wird den Fleischanteil in unserer Ernährung reduzieren und zu einer regionaleren und saisonaleren Ernährung führen. Bio-Lebensmittel werden zum Standard. Finanzielle Förderung für den Umbau der Landwirtschaft sowie bessere Einkommen für Landwirte werden den Wandel begleiten.
- **Verkehrswende:** Sie hängt eng mit der Energiewende zusammen. Forscher sprechen unter anderem von der „Faktor-10-Mobilität“, das bedeutet, dass wir zukünftig mit einem Zehntel der Autos auskommen. Intelligente nachhaltige Mobilität, unterstützt durch Formen der Digitalisierung, verbunden mit erheblichen Investitionen in die Bahninfrastruktur, den Öffentlichen Personennahverkehr (ÖPNV) und neue Radwege sowie ein Umbau von Städten und Arbeitswelten stehen auf der Agenda der nächsten Jahre.
- **Konsumwende:** Entrümpelung, Entschleunigung, Entflechtung und Entkommerzialisierung als vier grundlegende Prinzipien eines suffizienten Lebens- und Konsumstils werden zu starken Umbrüchen in unserem Einkaufs- und Konsumverhalten führen. Das bedeutet nicht zwangsläufig Verzicht, sondern „anders leben“.
- **Finanzwende:** Eine andere Haltung zur Lenkungswirkung des Geldes, gepaart mit größtmöglicher Transparenz und der klaren Fokussierung auf die Finanzierung der Realwirtschaft und nachhaltiger Geschäftsmodelle werden die neue Finanzwirtschaft kennzeichnen. Das bedeutet: Weitaus weniger Komplexität, die keinen gesellschaftlichen Mehrwert schafft, sondern Finanzierung sozial und ökologisch verantwortlicher Unternehmen und Innovationen.

1 Das Konzept der planetaren Grenzen wurde von Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern weltweit entwickelt und erstmals 2009 veröffentlicht. Es identifiziert neun globale Herausforderungen, wie zum Beispiel Klimawandel, Versauerung der Ozeane, Phosphorkreislauf, Landnutzung und Biodiversitätsverlust. Werden diese Grenzen überschritten, sind die Stabilität des gesamten Erdsystems und die Lebensgrundlagen des Menschen gefährdet.

2 [www.pik-potsdam.de](http://www.pik-potsdam.de)

3 Vgl. PIK, Vier von neun „planetaren Grenzen“ bereits überschritten, <https://www.pik-potsdam.de/aktuelles/pressemitteilungen/vier-von-neun-planetaren-grenzen201d-bereits-ueberschritten>, abgerufen am 18.2.2019.



Die Finanzwende ist, das sei ausdrücklich gesagt, einer der wichtigsten Hebel hinter den anderen Umbrüchen, da sie, begleitet durch politische Rahmensetzungen, die privaten und öffentlichen Gelder für die Transformationen in den verschiedenen Sektoren bereitstellt.

Laut Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD) sind zwischen 3,3 und 4,5 Billionen US-Dollar jährlich an öffentlichen, privaten, nationalen und internationalen Mitteln nötig, um den Finanzbedarf für die Große Transformation<sup>4</sup> und die Umsetzung der Agenda 2030 für nachhaltige

Entwicklung mit ihren 17 Sustainable Development Goals (SDGs)<sup>5</sup> zu decken – und zwar nur in Entwicklungsländern. Die Gesamtsummen sind höher: Allein für die Erreichung der Klima- und Energieziele der Europäischen Union (EU) bis 2030 geht die EU von einem jährlichen Finanzierungsbedarf von 180 Mrd. Euro aus.<sup>6</sup>

Diese Summen bewegen sich weit jenseits nationaler Budgetpläne und Haushaltsdebatten im deutschen Bundestag. Es stehen also zwei Fragen im Raum: Wie schaffen wir das, sprich die Gesellschaft im Allgemeinen und der Finanzmarkt im Besonderen? Und was muss sich verändern?

4 Eingeführt wurde der Begriff der „Großen Transformation“ vom Wissenschaftlichen Beirat der Bundesregierung für Globale Umweltveränderungen (WGBU) in dem Gutachten „Welt im Wandel“ aus dem Jahr 2011. Demnach gibt es in der Menschheitsgeschichte zwei fundamentale Transformationen: die neolithische Revolution, also die Erfindung und Verbreitung von Ackerbau und Viehzucht, sowie die industrielle Revolution, die den Übergang von der Agrar- zur Industriegesellschaft gekennzeichnet hat. Die nächste große Transformation, die stattfinden muss (oder wird), ist von ähnlicher Eingriffstiefe geprägt, da sich die Produktion von Gütern sowie unsere Konsummuster und Lebensstile so verändern müssen, dass die globalen Treibhausgasemissionen im Verlauf der kommenden Dekaden auf ein absolutes Minimum sinken und klimaverträgliche Gesellschaften entstehen können.

5 <http://www.un.org/Depts/german/gv-70/band1/ar70001.pdf>, abgerufen am 20.3.2019. Die Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen sind 17 Entwicklungsziele, die der Sicherung einer nachhaltigen Entwicklung auf ökonomischer, sozialer und ökologischer Ebene dienen sollen. An der Umsetzung sollen sich Staaten und Regierungen, aber auch Unternehmen, Bildungseinrichtungen und die Zivilgesellschaft beteiligen.

6 Vgl. European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth, 2018, Seite 2.

# 3 Wie schaffen wir das?

In Zeiten zunehmender Komplexität sollten wir uns alle vor zu einfachen Lösungen scheuen. Andererseits können unterschiedliche Lösungen zielführend sein, sofern sie nicht eindimensional sind, sondern sich bedingen bzw. sich ergänzen.

Daher möchte ich drei Antworten skizzieren, die auf sehr unterschiedlichen Ebenen liegen, sich aber im Zusammenspiel gegenseitig ergänzen.

## a) Umleitung von Finanzströmen

Die EU-Kommission hat das Ziel in ihrem 2018 veröffentlichten „Aktionsplan Sustainable Finance“ sehr klar benannt und unmissverständlich beschrieben: Der Kapitalmarkt soll eine nachhaltige Realwirtschaft ermöglichen. Im Aktionsplan arbeitet die EU-Kommission die Herausforderungen des Klimawandels und der Ressourcenverknappung heraus und konstatiert die Schlüsselrolle des Finanzsystems beim Umlenken von Investitionen zu nachhaltigen Lösungen. Plakativ gesagt

müssen wir weg von brown investments (klimazerstörende, ressourcenverbrauchende Investments) hin zu green investments – umwelt- und sozialverträgliche Investitionen.

Leider stellt die EU-Kommission in ihrem Aktionsplan das Wachstumsparadigma (noch) nicht generell in Frage, sondern schreibt beispielsweise: „Der Aktionsplan zielt insbesondere darauf ab, die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen.“<sup>7</sup> Meines Erachtens werden wir in den nächsten Jahren auch die Diskussion führen müssen, welche Art von Wachstum wir wollen und welche Wege es zu einer nicht wachstumsorientierten Wirtschaft gibt. Denn hinter vielen Problemen steht eine Krise systemischer Natur, die auf Ausnutzung aufbaut und die in der Wirtschaft die einzige struktu-

---

7 A. a. O. (Fn. 6), Seite 2.



rierende Achse der Gesellschaft sieht. Hier bedarf es eines grundlegenden Wandels und nicht eines „Weiter so“ unter dem Deckmantel der Nachhaltigkeit oder der schönen bunten SDG-Icons der UN.

Bis wir so radikal denken und handeln werden, scheint ein gangbarer Weg mit hoher Konsensfähigkeit zu sein, private und öffentliche Investitionen umzulenken. Die SDGs können hier eine gute Leitplanke sein. Sie formulieren erstmals eine genaue Definition bzw. Wertvorstellungen, welche gesellschaftlichen Ziele durch nachhaltiges Investment erreicht werden sollten. Sie artikulieren somit die dringlichsten Herausforderungen unserer Zeit und beschreiben damit auch für Finanzinvestorinnen und Finanzinvestoren relevante und materiell bedeutende Themen. Sie werden dadurch zum entscheidenden Orientierungsmaßstab für die treuhänderische Verantwortung von institutionellen Investoren weltweit.

Über die ethische Sicht hinaus sind sie aus einer Chancen- und Risikoperspektive relevant. Es ist anzunehmen, dass die SDGs der UN und die mit ihnen adressierten Themen, wie zum Beispiel Klimawandel, soziale Ungleichheit und Umgang mit endlichen Ressourcen, in Zukunft eine stärkere Bedeutung erlangen. Diese Themen werden sicher Bestandteil zukünftiger Regulatorik sein – das ist in einigen Ländern in Vorbereitung oder absehbar; ebenso werden sie in Finanzprodukten als potentielle systemische Risiken eingepreist. Gleichzeitig werden große Investitionen zunehmend in die Lösung unserer globalen Probleme geleitet, z.B. in Erneuerbare Energien, in eine nachhaltige Landwirtschaft und in zukunftsfähige Städte und Infrastruktur. Als vorausschauende Investorin, die sich mit diesen Aspekten frühzeitig aus Chancen- und Risikogesichtspunkten und mit einer dezidierten Haltung auseinandersetzt, erwarten die Hannoverschen Kassen hier erhebliche Vorteile.

### **b) Regulatorik, Regulatorik, Regulatorik – gut so!**

Bei Besuchen von Veranstaltungen im Bankensektor in den vergangenen fünf Jahren erinnerte einen das regelmäßig aufkommende Jammern über die drei großen Herausforderungen dieser Zeit (Regulatorik, Digitalisierung und Niedrigzinsphase) schon fast an den Film „Und täglich grüßt das Murmeltier“: Die drei Themen waren immer schon da.

Als dann im Jahr 2018 der Druck aus Brüssel aufgrund der Empfehlungen der High-Level Expert Group der Europäischen Kommission<sup>8</sup> und des „Aktionsplans Sustainable Finance“<sup>9</sup> langsam anstieg, erklang es fast reflexartig von nahezu der gesamten Finanzlobby-industrie (angefangen von der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V. (aba) über den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) bis hin zum Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)) ähnlich wie sonst auch: „Wir brauchen keine weitere Regulatorik, wir sind schon genug gebeutelt. Lasst uns doch lieber auf Basis freiwilliger Selbstverpflichtungen weiter machen. Der Markt regelt das schon am besten.“

Nein, das tut er definitiv nicht! Das Warten und Hoffen auf die vielen Selbstverpflichtungen hat in den vergangenen zwanzig Jahren keine wesentlichen Veränderungen mit sich gebracht. Der Anteil nachhaltig gemanagter Gelder liegt unter fünf Prozent, nachhaltige Finanzberatung findet im Gros der deutschen Banken nicht statt, und die globalen Umweltprobleme verschärfen sich, anstatt sich zu verbessern.

Natürlich stimmt es, dass sich der nachhaltige Finanzmarkt in den zurückliegenden zwanzig Jahren enorm weiterentwickelt hat und gewachsen ist – und dies ganz ohne Regulatorik. Ideen und Umsetzungen werden nun einmal durch die Avantgarde entwickelt und sind beispielgebend für den konventionellen Markt.

Der nötige Durchbruch und die Skalierung guter Ansätze können aber nur erreicht werden, wenn die Politik klare Standards definiert, Nachhaltigkeit zur Pflicht erklärt<sup>10</sup>

---

8 Die High-Level Expert Group (HLEG) wurde 2017 von der Europäischen Kommission eingesetzt. Die Gruppe bestand aus Experten der Zivilgesellschaft, des Finanzsektors und der Wissenschaft. Ihr Auftrag war es, der Europäischen Kommission Ratschläge zu unterbreiten, wie der Finanzmarkt nachhaltiger zu gestalten ist. Die HLEG hat im Juli 2017 einen Zwischenbericht veröffentlicht und im Januar 2018 ihren Abschlussbericht vorgelegt. Auf Grundlage dieses Berichtes hat die EU-Kommission dann im März 2018 ihren „Action Plan Sustainable Finance“ verabschiedet.

9 A. a. O. (Fn. 6)

10 Vgl. Kopatz, Ökoroutine. Damit wir tun, was wir für richtig halten, 2018.

und eindeutige Leitplanken setzt. Dazu gehört auch, dass die Politik festlegt, welche Investments nicht mehr akzeptabel sind, oder sie alternativ mit Eigenkapitalzuschlägen verteuert, da aus ökologischer, sozialer und ökonomischer Sicht weitaus mehr Risiken inkludiert werden müssen als bei nachhaltigen Investitionen.<sup>11</sup>

Das Thema der Eigenkapitalunterlegung bei Banken, Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen hat eine gewichtige Lenkungswirkung. In den vergangenen Jahren haben sich Politik und Aufsicht für eine erhebliche Privilegierung von Staatsanleihen eingesetzt, um die Eurofinanz- und Staatsschuldenkrise mithilfe des Finanzsektors abzufedern. Wünschenswert wäre hier ein langsames Umsteuern, so dass für institutionelle Investoren mit einem klaren Nachhaltigkeitsfokus mehr Spielraum für Investitionen fernab von Staatsanleihen und Pfandbriefen gegeben ist, etwa für Infrastruktur- und Bildungsinvestments.

Ein weiterer Aspekt, der dringend von der Politik angegangen werden muss, ist die Internalisierung externer Kosten. Zur Zeit gibt es keine Preise für Ausbeutung von Grund und Boden, keine Preise für die Renaturierung ausgelaugter Böden und Minen, keine Preise für das Beheben von Umweltkatastrophen und dem Kahlschlag von Wäldern, keine wahren Preise für CO<sub>2</sub>-Emissionen sowie keine Preise, die in weiten Teilen unserer globalisierten Wirtschaft zu auskömmlichen Löhnen führen. Wir können viele Annehmlichkeiten des täglichen Lebens nur deswegen so exzessiv konsumieren (Schränke voller Kleidung, Flugreisen übers Wochenende, den Wein aus Kalifornien und die Avocados aus Costa Rica), weil es keine Preise gibt, die die sozialen und ökologischen Auswirkungen in den globalen Wertschöpfungsketten einbeziehen.

Das ewig in der Finanzindustrie gepredigte Mantra von den rationalen Märkten wird an dieser Stelle von allen Beteiligten gerne – unausgesprochen – außer Kraft gesetzt. Die Märkte sind nicht rational! Wenn eine Tonne CO<sub>2</sub> 180 Euro kosten würde, was das

Umweltbundesamt<sup>12</sup> als gerechten Preis bezeichnet, und nicht wie heute nur 22,30 Euro (Stand 31. Januar 2019), würde daraus eine maßgebende Lenkungswirkung erzielt werden können. Dann würde nachhaltiges Wirtschaften zum Selbstläufer.

Natürlich muss über Mechanismen sozialer Ausgleichskomponenten und Abfederung für Geringverdiener gesprochen werden, ähnlich wie dies führende Wirtschaftswissenschaftlerinnen und Nobelpreisträger aus den USA im Januar 2019 gefordert haben.<sup>13</sup> Aber das obere Drittel der Einkommensstärksten dieses Landes darf durchaus wahre Preise bezahlen.

### **c) Jede und jeder ist selbst gefragt.**

Als Banker, als Vorstand einer Pensionskasse oder als Abteilungsleiterin im Finanzministerium: Wir alle – sowohl als Privatperson als auch als Funktionsträger – werden nicht umhin kommen, unsere Konsumgewohnheiten zu ändern und vertraute Abläufe in Frage zu stellen. Jahrzehntlang haben sich die Akteure der deutschen Nachhaltigkeitsdebatte auf Effizienz und Konsistenz als maßgebliche Erfolgsstrategien fokussiert. Suffizienz zu predigen, war geschäftsschädigend, hat den Grünen den Einzug in die Bundesregierung blockiert und passt so gar nicht zum Wachstumsparadigma der deutschen Wirtschaft. Viele Jahre hat man, gerade im technologiegläubigen Deutschland, gehofft, dass alleine technische Errungenschaften, wie das 3-Liter-Auto oder die Energiesparlampe, die Lösung sein werden. Keine Einschränkung im Konsum, nur alles effizienter bzw. grün angestrichen.

Doch die vergangenen Jahre haben deutlich gemacht, dass der Rebound-Effekt alle Effizienz-Errungenschaften zunichtemacht und uns einholt. Er beschreibt, dass zwar die einzelnen Geräte durchaus sehr viel effizienter geworden sind und weniger Strom benötigen. Aber da

<sup>11</sup> Vgl. Stapelfeldt, Granzow, Kopp (Hrsg.), Greening Finance. Der Weg in eine nachhaltige Finanzwirtschaft, 2018, Seite 85.

<sup>12</sup> Umweltbundesamt: Methodenkonvention 3.0. zur Ermittlung von Umweltkosten – Kostensätze, <https://www.umweltbundesamt.de/publikationen/methodenkonvention-30-zur-ermittlung-von>, abgerufen am 18.2.2019.

<sup>13</sup> Vgl. Punkt 5 des Economists' Statement on Carbon Dividends, 2019, <https://www.clcouncil.org/economists-statement/>, abgerufen am 1.3.2019.

fast jeder nicht mehr nur ein Festnetztelefon hat, sondern mindestens ein Handy, ein Tablet, einen PC und vielleicht auch noch eine Spielkonsole, werden alle Effizienzgewinne wieder aufgeessen. Der Stromkonsum steigt, anstatt zu fallen, ebenso wie der generelle Material- und Ressourcenverbrauch.

Wenn aber eine wirkliche sozial-ökologische Transformation gelingen soll, müssen wir runter von unserem massiven Ressourcenverbrauch, und zwar deutlich. Forscher des Wuppertal-Instituts haben es in ihrem Modell des ökologischen Fußabdrucks berechnet und gehen davon aus, dass jeder einzelne seinen

Umweltverbrauch von zurzeit durchschnittlich 30 Tonnen auf ca. acht Tonnen pro Jahr verringern muss.<sup>14</sup> Für die Finanzindustrie kann (oder sollte das) bedeuten: Keine Dienstwagen mehr, da hier die falschen Anreize geschaffen werden, stattdessen Bahncard 50 für alle, keine innerdeutschen Flüge mehr, sondern Telefon- und Videokonferenzen, weniger unfruchtbare Meetings, wo es zum Teil nur um sinnlose Präsenz oder um nicht wirklich effektive Ergebnisse geht.

---

<sup>14</sup> Vgl. [www.ressourcen-rechner.de](http://www.ressourcen-rechner.de) (Programm des Wuppertal Institut für Klima, Umwelt, Energie gGmbH).



# 4 Welchen Wandel braucht es dazu in der Finanzindustrie?

Beim Umhören in den verschiedenen Ecken der Finanzindustrie gewinne ich den Eindruck, dass im Kontext dieser Debatte viel Verantwortung abgegeben wird. Ein oft gehörtes Argument ist, dass die Finanzmarktakteure doch nicht die Welt retten könnten, sondern lediglich ausführende Kräfte ohne eigenen großen Gestaltungsspielraum seien. Und vielen ist der Anspruch, die besagte Schlüsselrolle hin zu einem Umbau unserer Wirtschaft zu übernehmen, gänzlich unbehaglich. Woher kommt das? Und wie muss der Wandel im Denken und Handeln bei den Verantwortlichen in der Finanzindustrie aussehen?

## a) Pioniere des Wandels sind gefragt!

Die tiefgreifenden Veränderungen im Finanzsektor – hervorgerufen durch die zunehmende Digitalisierung, das verstärkte Aufkommen von Fintechs sowie die lang anhaltende Niedrigzinsphase und die damit zusammenhängende langsame Erosion des Zinsgeschäfts – sind bei aller Gefahr vor Überforderung auch eine Chance für die Institute. Sie müssen raus aus ihrer Komfortzone und quer denken. Das aber hat ihnen niemand beigebracht. Sie kennen sich aus mit Kontoeröffnungen, Dispozinsen und derivativen Absicherungsgeschäften, aber sie haben oft zu wenig Interesse an gesellschaftspolitischen Fragestellungen und dafür, welche Rolle ihr Institut dabei spielt.

Mehr denn je sind in Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltungen daher Menschen gefragt, die Bestehendes hinterfragen, die bereit sind, Wege des Mainstreams zu verlassen, die unterschiedliche Blickwinkel zusammenbringen und eingefahrene Wege der scheinbaren Problemlösung verlassen. Wir brauchen Sustainable Leader – auch und gerade im Finanzsektor.

Das Konzept Sustainable Leadership, das im Wesentlichen an der University of Cambridge und in Deutschland an der Leuphana Universität Lüneburg<sup>15</sup> geprägt wurde, beinhaltet sowohl aktuelle Führungs- und Organisationstheorien als auch relevante Nachhaltigkeitsstrategien (Konsistenz, Suffizienz und Effizienz).

<sup>15</sup> Am Centre for Sustainability Management (CSM) bei Prof. Dr. Stefan Schaltegger.

Es umfasst folgendes Führungsleitbild: „Sustainable Leadership zielt durch eine dauerhafte Balance ökonomischer und sozialer Zielvorstellungen auf eine auf die Erfüllung des Unternehmenszweckes gerichtete Verhaltenssteuerung der Mitarbeitenden ab und sorgt dabei zugleich für den langfristigen Erhalt der benötigten tangiblen (Arbeitskraft der Mitarbeitenden) sowie intangiblen personalen Ressourcen (Wissen, Fähigkeiten und Kompetenzen).“<sup>16</sup>

Diese noch sehr allgemeine Definition wird erweitert durch die sieben Kerncharakteristika von Sustainability Leaders<sup>17</sup> des Cambridge Institute for Sustainable Leadership:

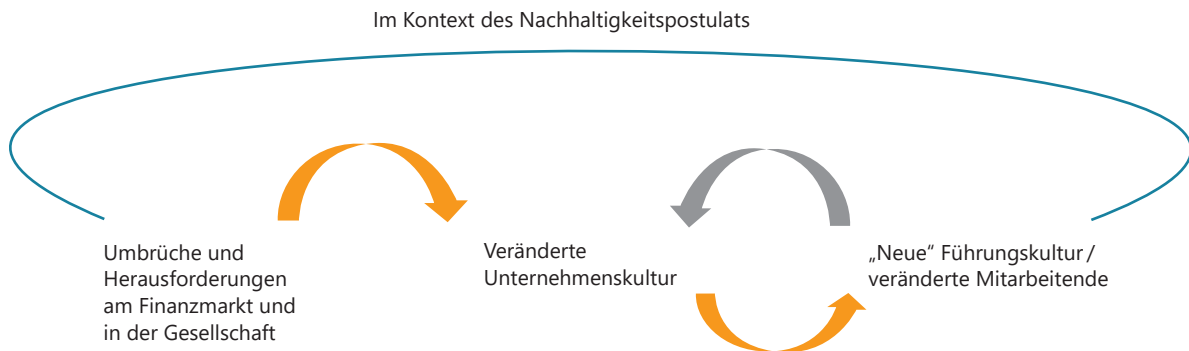
1. Systemisches Verständnis („systemic understanding“)
2. Emotionale Intelligenz („emotional intelligence“)
3. Wertorientierung („values orientation“)
4. Überzeugende Vision („compelling vision“)
5. Integrativer Stil („inclusive style“)
6. Innovativer Ansatz („innovative approach“)
7. Langzeitperspektive („long term perspective“)

Diese Ansprüche an Führungskräfte stellen eine hohe Messlatte dar. Gerade bei zwei Aspekten klaffen Anspruch und Realität doch oft auseinander: beim systemischen Verständnis und bei der Langzeitperspektive. Die wenigsten Führungskräfte, gerade in der Finanzindustrie, haben Kenntnisse der Systemtheorie. Obwohl sie tagtäglich zum einem mit einem hoch komplexen System, wie dem Finanzsystem, zu tun haben und sich gleichzeitig in hoch regulierten Organisationen (vor allem Banken und Versicherungen) bewegen, ist das vorherrschende Denken doch sehr monokausal und vom Homo oeconomicus im idealen Markt geprägt. Interdependente Wechselbeziehungen zwischen den Akteuren, unterschiedliche Motive und Antriebe von Bankkunden sowie Kenntnisse über die Steuerung komplexer Systeme sind nur unterdurchschnittlich vorhanden. Nötig sind daher die Einsicht und das tiefere Verstehen der

<sup>16</sup> Hollmann, Sustainable Leadership, 2012, Seite 71.

<sup>17</sup> Vgl. Visser, Sustainability Leadership: Linking Theory and Practice, 2011, <http://www.cisl.cam.ac.uk/publications/leadership/sustainability-leadership-linking-theory-and-practice>, abgerufen am 25.2.2019.

**Abbildung 2: Veränderungen in Gesellschaft und Unternehmen im Kontext der Nachhaltigkeit**



Quelle: Eigene Darstellung

systemischen Erkenntnis: Der Erfolg von Interventionen in organisierter Komplexität ist oftmals gering.

Gleiches gilt für die geforderte Langzeitperspektive: In Zeiten von Quartalsberichterstattung, dauernder Beobachtung und Kommentierung durch soziale Netzwerke sowie durch kurzfristig orientierte Vergütungssysteme bleiben eine Langzeitorientierung, ein offenes, kreatives Denken in die Zukunft und ein bewusstes Ausprobieren verschiedener Möglichkeiten auf der Strecke.

Gefragt ist also Diversity in der Mitarbeiterschaft – bezogen auf das Geschlecht, auf Erfahrungen, Studienrichtungen, aber auch bezogen auf kulturelle Hintergründe und Problemlösungskompetenzen. Banker, öffnet Eure (Milieu-) Blase! Dringend erforderlich in den Finanzhäusern dieser Republik sind Menschen mit unternehmerischer Haltung, mit Selbstwirksamkeit, Motivation und Durchhaltevermögen sowie der Wertschätzung der Ideen anderer. Wir brauchen Pionierinnen und Pioniere des Wandels – auch und gerade in der Finanzindustrie.

### b) Wissen und Mut sind nötig!

Die Transformationsforschung versucht zu ergründen, was genau Pioniere des Wandels oder Change Agents mitbringen müssen. „Die Kunst, eine andere Wirklichkeit zu denken und in Veränderungen zu übersetzen,

benötigt eine besondere Mischung aus Wissen, aus Haltung und aus konkreten Fähigkeiten zur Umsetzung.“<sup>18</sup>

Betrachten wir zuerst den Aspekt des Wissens, darf an dieser Stelle kritisch gefragt werden, an welchen Stellen und in welcher Quantität und Qualität das Thema Nachhaltige Kapitalanlage in den vergangenen Jahren Bestandteil von Ausbildungen, wirtschaftswissenschaftlichen Studiengängen oder speziellen Ausbildungsprogrammen für Vorstände in der Finanzindustrie war.

Man wird mit der Lupe danach suchen müssen! An den verschiedenen Einrichtungen wird die Führungselite von morgen ausgebildet, und das Thema Nachhaltigkeit kommt nicht auf einem einzigen Powerpoint-Chart vor. Oder höchstens als freiwilliger Baustein für einen Bruchteil von Studierenden oder Bankern.<sup>19</sup> Gut, dass die Regulierung hier neue Vorgaben machen wird. So ist durch den EU-Aktionsplan<sup>20</sup> angedacht, dem Thema Nachhaltigkeit in der Finanzberatung einen größeren Stellenwert

18 Schneidewind, Die Große Transformation. Eine Einführung in die Kunst gesellschaftlichen Wandels, 2018, Seite 460.

19 Vgl. Bergius, Tunnelblick in der Lehre und Forschung, 2018, Seite 2, [https://www.handelsblatt.com/service-angebote/newsletter/nachhaltige-investments/business-briefing-nachhaltige-investments-vom-februar-2018-02\\_bbni/20934486.html](https://www.handelsblatt.com/service-angebote/newsletter/nachhaltige-investments/business-briefing-nachhaltige-investments-vom-februar-2018-02_bbni/20934486.html), abgerufen am 6.3.2019.

20 Vgl. a. a. O. (Fn. 6), Seite 8.





als bisher einzuräumen und es zu einem integralen Bestandteil eines Beratungsgespräches zu machen, ähnlich wie Risikoneigung und Renditeerwartung abgefragt werden. Dies muss eine umfassende Schulung aller Bankberaterinnen und Bankberater nachsichziehen, damit diese sprech- und beratungsfähig werden.

Neben dem Wissen sind konkrete Fähigkeiten nötig, um den Wandel in althergebrachten Industrien, auch die der Finanzen, voranzubringen. Dies sind weniger klassische BWL- oder Finanzmarkttheorien, sondern vielmehr Kompetenzen in Organisationsentwicklung, Moderationsfähigkeit und Theorien neuer, zukunftsfähiger Organisationsformen, sei es Holocracy oder Reinventing Organizations.<sup>21</sup> Die Aufgabe zukünftiger Führungskräfte

---

<sup>21</sup> Beide Ansätze verfolgen eine radikal andere Organisations- und Entscheidungsstruktur in Unternehmen, die mehr auf Selbstführung als auf Hierarchie aufbaut, gepaart mit Prinzipien von Transparenz, Sinnhaftigkeit, Ganzheitlichkeit und Beteiligung.

in Banken und Versicherungen wird weniger in der Anwendung althergebrachter Fähigkeiten bestehen, die können immer nur die grundlegende Basis sein, sondern vielmehr darin, zusammen mit Mitarbeitenden neue, agile, resiliente (widerstandsfähige) Organisationen aufzubauen, die Finanzdienstleistungen für Menschen und Unternehmen erbringen.

Neben Wissen und Fähigkeiten ist aber der entscheidende Punkt beim Thema Nachhaltigkeit fast immer die Haltung.

### **c) Haltung ist unerlässlich**

In den vergangenen 20 Jahren habe ich in vielen Expertenrunden mit Vorständen oder Workshops mit Vertretern konventioneller Banken sehr viel Angst erlebt, wenn es um das Thema Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage ging. Beispielgebend für die verbreitet defensiven Standpunkte einige Zitate aus einem Workshop mit Finanzvorständen von Pensionskassen im vergangenen Jahr:

- „Die Finanzindustrie ist doch nicht dazu da, die Klimaproblematik zu lösen.“
- „Nachhaltigkeitsratings sind kostenintensiv, arbeitsintensiv und höchst individuell.“
- „Wir investieren auch nur in demokratisch verfasste Staaten.“
- „Wir wollen nur ein bisschen Nachhaltigkeit machen.“

Oder wie es in der Anlagepolitik eines großen Pensionsfonds eines DAX-Konzerns zu lesen ist: „Bei der Durchführung der Kapitalanlage geht der Pensionsfonds davon aus, dass der Staat Gesetze erlässt und regulatorische Rahmenbedingungen schafft, die dazu führen, dass Emittenten von Wertpapieren und Unternehmen im Allgemeinen sich ethisch, sozial und ökologisch in der Weise verhalten, wie es das Gemeinwohl erfordert.“<sup>22</sup>

Dahinter verbirgt sich eine Haltung, die die Verantwortung als großer Treuhänder von Geldern komplett an den Staat abgibt. Es wird so getan, als ob Geld neutral wäre, als ob es nur um ein rein sachorientiertes, streng logisch zu behandelndes Bezahlmittel ginge. Als ob der Anleger keinerlei Macht und Gestaltungsspielraum hätte, sondern sich nur um die wundersame Geldvermehrung kümmern müsste. Man tut so, als ob Finanzanlage nur mathematisch-quantitativen Prinzipien folge und immer schwarz oder weiß wäre. Dem ist aber nicht so.

Wer erfahren hat, wie es ist, kollegial an einem Tisch zu sitzen, um die beste, sicherste, rentabelste Geldanlage für einen bestimmten Zeitpunkt zu finden, der weiß, dass dies alles andere als logisch, eindeutig und klar ist. Es handelt sich vielmehr um einen höchst diskursiven Prozess, mit intensivem Abwägen der verschiedenen Argumente, und es gibt keine Gewissheit, richtig zu liegen. Bei Investitionsentscheidungen, auch bei konventionellen, treffen wir immer Annahmen über die Zukunft und die ungewisse Entwicklung der Märkte.

<sup>22</sup> RWE Pensionsfonds, Erklärung zur Anlagepolitik 2019, <https://www.group.rwe/-/media/RWE/documents/01-der-konzern/pensionsfonds/Erklaerung-zur-Anlagepolitik-2019.pdf>, abgerufen am 1.3.2019.

Daher möchte ich alle Vorstände und Mitarbeitenden in den Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Fondsgesellschaften, Ratingagenturen, Stiftungen, Aufsichtsbehörden und Ministerien auffordern, eine Haltung zu entwickeln: In welcher Welt wollen Sie leben? Und welche Möglichkeiten haben Sie ganz persönlich und in Ihrer Institution, Geld in eine nachhaltige Richtung zu lenken?

Finanzakteure sollten nicht so tun, als ob sie mit dem richtigen Leben nichts zu schaffen hätten! Sie finanzieren die Wirtschaft und entscheiden somit wesentlich, in welche Richtung Ökonomie und Gesellschaften sich entwickeln! „Die Finanziers der Wirtschaft entscheiden mit, ob unsere Wirtschafts- und Lebensstile zukunftsfähig werden.“<sup>23</sup>

Nach einer aktuellen Studie von Kommalpha<sup>24</sup> beläuft sich die Summe der Finanzaktiva von Versicherern und Einrichtungen betrieblicher Altersvorsorge in Deutschland zum 30. Juni 2018 auf rund 2.802 Milliarden Euro. Das entspricht mehr als dem Achtfachen des Bundeshaushaltes von 2018 (335,5 Milliarden Euro)<sup>25</sup> und bedeutet einen Zuwachs um 1.170 Milliarden Euro in knapp 13 Jahren. Allein aus quantitativen Gesichtspunkten ist hier eine Haltung und ein Annehmen der Gestaltungsaufgabe essentiell: Geld bewegt die Welt. Und gleichzeitig müsste man bei diesen Dimensionen fragen: Wer legitimiert die Geldanlage der Versicherer? Und wer kontrolliert die Macht, die von ihnen ausgeht?

<sup>23</sup> Bergius, Geldanlagen und Investoren hinterfragen. Finanzen als Hebel für zukunftsfähige Ökonomie und Gesellschaft, 2018, Seite 83.

<sup>24</sup> Kommalpha AG, Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Analyse der Vermögensverhältnisse 2005 bis 2018, 2019, <http://www.kommalpha.com/kommalpha/studien.php>, abgerufen am 6.3.2019.

<sup>25</sup> <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2019/01/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-4-vorlaeufiger-abschluss-bundeshaus-halt-2018.html?sessionid=EEEEAA089E8CABC2FCEC262501C7BF507>, abgerufen am 18.3.2019

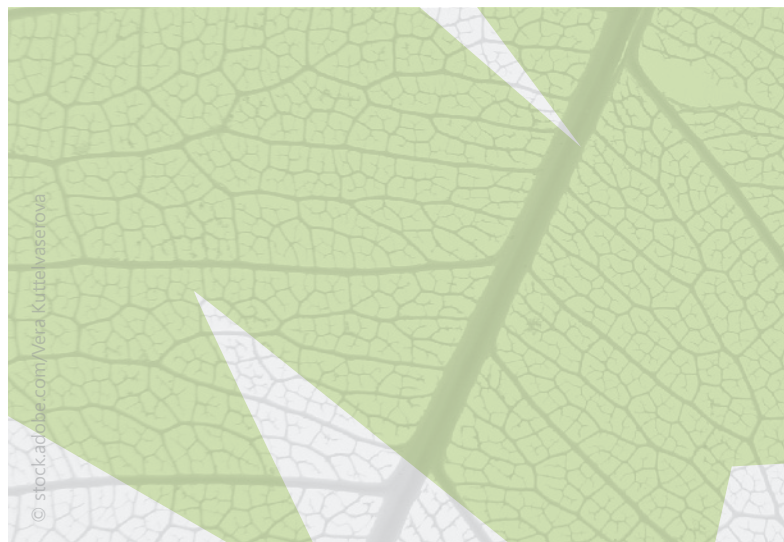
# 5 Kleines Rad im Getriebe

Ich selbst bin Vorständin bei den Hannoverschen Kassen und dort verantwortlich für die Kapitalanlage. Wir sind ein vergleichsweise kleiner Akteur mit einer Bilanzsumme von 422 Mio. Euro. Und dennoch verfolgen wir seit vielen Jahren eine klare Ausrichtung Richtung Nachhaltigkeit. Dies hat mit definierten sozialen, ökologischen und ethischen Auswahlkriterien für alle Assetklassen und jegliche Investitionen begonnen. Zu Beginn des Jahres 2019 haben wir als erste Pensionskasse in Deutschland einen Transparenz- und Investitionsbericht<sup>26</sup> veröffentlicht. Damit geben wir Auskunft darüber, wie und wo wir die Gelder unserer Versicherten anlegen.

Mit diesem ersten Schritt hin zu mehr Nachvollziehbarkeit wollen die Hannoverschen Kassen die Diskussion über eine verantwortliche und nachhaltige Geldanlage fördern, aber auch die Zielkonflikte transparent machen, innerhalb deren sie sich tagtäglich bei der nachhaltigen Finanzanlage in Niedrigzinszeiten bewegen. Denn eines ist klar: Auch wenn wir noch so ambitioniert sind, so hat auch unser Ansatz noch viel Luft nach oben, da ein wirklich nachhaltiges Portfolio weitaus mehr gesellschaftliche Wirkung (Impact) haben sollte, als es unser zur Zeit noch (größtenteils) sehr klassisches Rentenportfolio hat. Hier haben uns die vergangenen Jahre der gesetzlichen Privilegierung von Staatsanleihen (leider) deutlich gebremst.

Wir wollen die weitere Umschichtung des Portfolios in Richtung einer starken Nachhaltigkeit mit hoher Wirkungsorientierung in den nächsten Jahren mit Bedacht angehen. Wir tun dies in einem engen Austausch mit unseren Mitgliedern und Versicherten, denn schließlich verwalten wir als Treuhänder ihre zukünftigen Rentenansprüche.

Wir werden oft gefragt, wie wir als kleines Haus den enormen Aufwand und die Mehrkosten für das Nachhaltigkeitsresearch tragen können. Ja, es gibt gewisse Mehrkosten, aber die sind für uns Teil der Risikoversorge. Durch gute, kritische Nachhaltigkeitsratings



bekommen wir einen 360-Grad Blick auf unsere Investitionen und tätigen bestimmte Investitionen erst gar nicht, da sie aufgrund schlechter ESG-Performance<sup>27</sup> nicht in Betracht kommen. Wir erleben auch keine Einschnitte bei der Nettoverzinsung, sondern liegen hier gut im Durchschnitt aller Pensionskassen. Was uns in diesen Zeiten das Leben schwer macht, ist nicht die Einengung des Portfolios durch strikte Nachhaltigkeitskriterien. Es ist vielmehr die lang andauernde Niedrigzinsphase und die Privilegierung von vermeintlich sicheren Staatsanleihen.

Unser Ziel ist es, in den nächsten Jahren im Netzwerk und Austausch mit anderen engagierten Pensionskassen und Altersvorsorgeeinrichtungen voneinander zu lernen und offen zu den Anlagen zu stehen, die zur Zeit noch nicht das erfüllen, was wir gerne hätten. Als Hannoversche Kassen sind wir nur ein kleines Rad. Und doch sind wir davon überzeugt, durch unsere besondere Mischung aus Haltung, Wissen und Fähigkeiten unseren Beitrag zum Wandel leisten zu können. Die nächsten Jahre, wenn nicht Jahrzehnte, werden für uns alle herausfordernd.

<sup>26</sup> Hannoversche Kassen, Erster Transparenz- und Investitionsbericht, <https://www.hannoversche-kassen.de/aktuelles/Erster-Transparenz-und-Investitionsbericht->, abgerufen am 18.3.2019.

<sup>27</sup> Das Kürzel „ESG“ bedeutet: „environmental“ (Umwelt-), „social“ (sozial) und „governance“ (Unternehmensführung).

# 6 Fazit und Zusammenfassung

„Das Schlimmste, was wir tun können, ist, nichts zu tun und zuzulassen, dass die Dinge weiter ihren gefährlichen Gang gehen. Die notwendigen Veränderungen müssen auf ein neues Paradigma hinsichtlich unseres Verhältnisses zu Erde und Natur, sowie unserer Art, zu produzieren und zu konsumieren, abzielen. [...] Mehr als jemals zuvor wäre hier das Wort Revolution im eigentlichen Sinne des Wortes am Platz.“<sup>28</sup>

Brauchen wir also in Anlehnung an Leonardo Boff eine Revolution an den Finanzmärkten oder eine Revolution im Denken der Finanzverantwortlichen?

Wie dieser Beitrag gezeigt hat, bedarf es drei wesentlicher Veränderungen: eines konsequenten Umlenkens der investiven Gelder in transformative Unternehmen, einer kohärenten politischen Rahmensetzung in der Regulierung sowie einer neuen Haltung und eines deutlichen Gestaltungswillens innerhalb der Finanzbranche.

Die Politik hat mit der Verpflichtung auf die oben genannten Ziele zur nachhaltigen Entwicklung der Vereinten Nationen (SDGs) den Rahmen für die zukünftigen Entwicklungspfade klar benannt; sie ist nun im täglichen Austauschprozess mehr denn je gefordert, dies mit fokussierten, nachprüfbaren und wissensbasierten Ansätzen in den jeweiligen Politikfeldern weiter zu konkretisieren und umzusetzen. Dafür brauchen wir Politikerinnen und Politiker, die das Rückgrat haben, sich gegen Lobbyinteressen mächtiger, tradierter Industrien durchzusetzen. Denn die Wahrheiten, die sie zu verkünden und durchzusetzen haben, werden tiefgreifende Veränderungen in unseren verschiedenen Lebensfeldern zur Folge haben.

---

<sup>28</sup> Leonardo Boff, *Überlebenswichtig. Warum wir einen Kurswechsel zu echter Nachhaltigkeit brauchen*, 2015, Seite 10.

Die Regulierung folgt der Politik. Sie setzt um, operationalisiert und überprüft die Performance gegenüber den gesetzten Zielen. Und sicherlich muss die gesamte Finanzmarktregulatorik immer wieder auf ihre Passgenauigkeit und Proportionalität hin überprüft werden.<sup>29</sup> Aber gerade im Hinblick auf die Erreichung ambitionierter Nachhaltigkeitsziele darf und muss sie geradezu die Messlatte immer wieder höher hängen, da die Dramatik unumkehrbarer ökologischer Belastungsgrenzen nicht mehr weg zu diskutieren ist.

Die Akteure des Finanzmarktes selbst sind gefordert. In dieser Zeit enormer globaler Veränderungen, in Zeiten unsicherer Zukunftsaussichten, in Zeiten von Populismus und Nationalismus neigen Verantwortliche in der Finanzindustrie oft dazu, den Kopf in den Sand zu stecken und die Kapitalanlage möglichst unauffällig zu gestalten.

Doch Abwarten ist keine Option. Unerlässlich ist es, Verantwortung zu übernehmen für das eigene Handeln, was bisweilen auch zu falschen Entscheidungen führen kann, Verantwortung zu tragen für die Rolle als Investor in dieser Welt und die Lenkungswirkung von Geld anzuerkennen. Das sind die Haltungsaufgaben von Finanzmarktakteuren im 21. Jahrhundert.

Dafür bedarf es verantwortungsvoller Menschen in der Finanzindustrie, die diese Welt gestalten wollen, die in Diskussionen um richtige Lösungen ringen und neue, zukunftsfähige Finanzinstitute entwickeln möchten. Denn Geld ist niemals neutral, sondern es wirkt je nach dem, wofür wir es einsetzen.

---

<sup>29</sup> Ähnlich der „systematischen Müllabfuhr“ nach Fredmund Malik. Dieses Konzept beschreibt die Notwendigkeit jeder Institution, sich einmal pro Jahr mit der Frage auseinanderzusetzen: „Was von all dem, was wir heute tun, würden wir nicht mehr neu beginnen, wenn wir es nicht schon täten?“ Dies könnte gerade kleine Institute entlasten und vor Augen führen, welche Regulierung noch zielführend ist. Vgl. Malik, *Führen, Leisten, Leben. Wirksames Management für eine neue Welt*, 15. Aufl., 2003, Seite 373ff.

# W

Nachhaltigkeit, noch vor wenigen Jahren ein Nischenthema, findet sich heute weit oben auf der Prioritätenliste von Führungskräften und Gesetzgebern. Dabei ist sie eigentlich eine Selbstverständlichkeit. Eine der entscheidenden Fragen lautet, welche möglichen Hindernisse einer Ausrichtung auf Nachhaltigkeit im Wege stehen.

# Finanzen und Nachhaltigkeit: das Ende des „Weiter so“

Autor

**Dr. Christian Thimann**

Vorsitzender der Geschäftsleitung von Athora Deutschland, stellvertretender Vorsitzender der Taskforce zu Klimarisiken des Finanzstabilitätsrats FSB und Vorsitzender der EU-Expertenkommission für nachhaltige Finanzierung



## 1 Einleitung

Selten hat es ein Thema gegeben, das sich so vehement auf die Tagesordnung in Finanzkreisen geschoben hat, wie die Nachhaltigkeit. Noch vor wenigen Jahren galt sie als Nischenthema, um das sich in Banken, Versicherungen oder in der Vermögensverwaltung nur wenige Mitarbeiter kümmerten. Nicht anders sah es in der Finanzregulierung aus. Und Vorstände, Aufsichtsräte und Finanzaufsicht beschäftigten sich überhaupt nicht mit dieser Frage.

Das hat sich fundamental geändert. Heute ist Nachhaltigkeit ein Top-Thema, das die Führungskräfte in allen Bereichen ganz oben auf ihre Prioritätenliste gesetzt haben. Gleiches gilt für die finanzpolitische Gesetzgebung und die Europäische Kommission. Sustainable Finance ist eines der wichtigsten Arbeitsfelder für den zuständigen EU-Kommissar Valdis Dombrovskis und die ihm unterstehende Generaldirektion für Finanzregulierung und Finanzstabilität.

Das Ziel des nachhaltigen Wirtschaftens ist die Erhaltung des Wohlstands und seine langfristige Absicherung gegen ökonomische, soziale und auch ökologische Risiken. Eine herausgehobene Rolle spielt dabei der Klimawandel. Aber es gibt auch andere Umwelt Risiken, die unseren Wohlstand gefährden. Dazu zählen beispielsweise das fortschreitende Artensterben und der Verlust an fruchtbarem Agrarland durch die industrielle Landwirtschaft. Auch die Überfischung der Meere und ihre zunehmende Verschmutzung gehen an die Substanz unserer endlichen natürlichen Ressourcen. All dies stellt die wirtschaftliche, ökologische und soziale Nachhaltigkeit unseres gegenwärtigen Wohlstands in Frage.

Neben dem ökologischen Aspekt der Nachhaltigkeit darf die soziale Dimension nicht vergessen werden. Ihre Bedeutung spiegelt sich in den politischen Debatten unserer europäischen Nachbarn wider: Die



Gelbwesten-Bewegung in Frankreich mahnt eine angemessene Verteilung des Wohlstands zwischen Zentrum und Provinz an; Italien drängt auf ein Grundeinkommen zur Absicherung der Bedürftigen und in Deutschland demonstrieren tausende Menschen, um eine angespannte Mietsituation in den Großstädten aufmerksam zu machen. Weitere übergeordnete Themen sind die Erhaltung von Arbeitsplätzen und sozialer Sicherung sowie die zunehmende Verschiebung der Vermögensverteilung zwischen Arm und Reich. Selbst in den USA, der Heimstatt des Kapitalismus, wird über eine Vermögenssteuer diskutiert. Der Grund: Immer mehr Politiker sehen in der ungleichen Verteilung des Wohlstands ein Risiko für Demokratie und soziale Stabilität. Auch dies ist ein Beleg dafür, dass die Wirtschaftsentwicklung der vergangenen Jahre nicht nachhaltig war und so nicht fortgeschrieben werden kann. Ein „Weiter so“ in Wirtschaft und Globalisierung kann es bei all diesen Signalen nicht geben. Es muss eine Umorientierung in der wirtschaftspolitischen und finanzpolitischen Handhabung der Globalisierung stattfinden, der sich auch das Finanzsystem und die beteiligten Parteien nicht entziehen können.

Nachhaltigkeit muss also stets im vollen Dreiklang gedacht werden – wirtschaftlich, ökologisch und sozial. Alle drei Aspekte bilden eine Einheit und dürfen nicht gegeneinander ausgespielt werden.

Was ist geschehen, dass Nachhaltigkeit im Allgemeinen und Klimawandel im Besonderen den Marsch durch die Institutionen so schnell geschafft haben und zu einer neuen Herausforderung für das Finanzsystem geworden sind? Wie kommt es, dass die Europäische Kommission im Bereich Finanzen eine hochrangige Expertengruppe eingesetzt hat und deren Empfehlungen im Eiltempo in Regulierungsvorschläge umarbeitet? Wie ist es zu verstehen, dass das Europäische Parlament den Umwelt-, Wirtschafts- und Finanzausschuss damit befasst und seinerseits Initiativen ausgearbeitet hat? Warum haben die Zentralbanken ein Netzwerk gebildet und warum hat der Finanzstabilitätsrat FSB (Financial Stability Board) der G20-Staaten eine Taskforce zu diesem Thema eingerichtet? Warum wurde das Thema von der BaFin, der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) und anderen Aufsehern auf die Tagesordnungen ihrer jüngsten Jahreskonferenzen gesetzt?<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Die jeweiligen Bezeichnungen lauten in ihrer englischen Originalfassung: EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG Sustainable Finance); Financial Stability Board Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD); Central Bank Network on Greening the Financial System (NGFS).

## 2 Der Durchbruch im Jahr 2015

Der schnelle Erfolg des Prinzips der Nachhaltigkeit im Finanzsystem ist auf den ersten Blick überraschend. Denn eigentlich ist das Thema in der Wirtschaft ein alter Hut. Rund 30 Jahre ist es her, dass der Club of Rome mit seinem Bericht über die Grenzen des weltweiten Wachstums auf die Bedeutung der Nachhaltigkeit hinwies. Das Wirtschaftswachstum in den meisten Teilen der Welt – so die Kernthese – ist schlicht und einfach nicht nachhaltig und wird zusammenbrechen, weil es die notwendigen natürlichen Ressourcen dauerhaft schädigt oder gar zerstört.

Auch die Klimadebatte ist nicht neu, sondern über 20 Jahre alt. Das lässt sich allein daran ablesen, dass das Pariser Klimaabkommen auf der COP 21 entstand. Die Abkürzung COP steht für Conference of the Parties – ein allgemeiner Begriff der Vereinten Nationen, welcher Länder und Institutionen umfasst. Die Zahl 21 bedeutet nichts weiter, als dass die jährliche Konferenz zum 21. Mal stattfand. Allerdings befassten sich 20 Jahre lang nur Wissenschaftler, Ökologen, einige Industriebereiche und manche Umweltpolitiker mit dem Klimawandel und anderen Nachhaltigkeitsthemen.

Was ist also passiert im 21. Jahr, das das Finanzsystem in den Fokus rückte? Es war ein schlichter und einfacher Satz im Art. 2 des Pariser Klimaabkommens vom 15. Dezember 2015. Darin wurde festgehalten, dass zur Erreichung der Klimaziele die Finanzströme umgelenkt werden müssten.

Wörtlich heißt es: „Dieses Übereinkommen zielt darauf ab, [...] die weltweite Reaktion auf die Bedrohung durch Klimaänderungen im Zusammenhang mit nachhaltiger Entwicklung [...] zu verstärken, indem unter anderem [...] die Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden, hin zu einer emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung.“

Es ist bemerkenswert, dass sich die in den globalen Verhandlungen führenden Außenminister dezidiert mit Finanzströmen befassten, denn das tun sie selten. Noch bemerkenswerter ist, dass sie dabei die Frage aufwarfen, wie globale Finanzströme umgelenkt und mit einer nachhaltigen Entwicklung in Einklang gebracht werden könnten, und die Staats- und Regierungschefs dies aufgegriffen haben. Kurze Zeit nach dem Pariser Abkommen stellten viele der Verantwortlichen fest, dass man dieses Umlenken der Finanzströme nicht allein für Klimafragen, sondern für die gesamte wirtschaftliche Nachhaltigkeit braucht. Es war mithin nur ein kleiner Schritt, um die Verbindung mit der viel breiteren Debatte des Club of Rome und den jüngsten Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen herzustellen. Klar wurde: Überall ist zu prüfen, wie Finanzströme so gesteuert werden können, dass nicht nur der Klimawandel verlangsamt wird, sondern sich auch der Wohlstand wirtschaftlich, ökologisch und sozial nachhaltig entwickelt.

Das Thema Nachhaltigkeit und Finanzen war geboren.



# 3 Die Bedeutung des Finanzsystems in der Nachhaltigkeitsdebatte

Warum ist das Finanzsystem so wichtig für Nachhaltigkeit? Das Finanzsystem nimmt eine zentrale Rolle in der Volkswirtschaft ein mit seinen Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltern in ihrer Funktion als Kapital-sammelstellen. Hier bündeln sich sämtliche Investitions-entscheidungen, die nicht durch Eigenmittel finanziert sind.

Da ferner die Finanzinstitutionen tiefgreifend reguliert und individuell beaufsichtigt sind, liegt es für die Politik nahe, einzugreifen und auf ein Umsteuern der Kapital-ströme hinzuwirken.

Natürlich dürfen dabei die Grundsätze der Marktwirt-schaft und dezentralen Entscheidungsfindungen nicht

ausgehebelt werden. Dass Regulierung aber ohnehin in die Marktwirtschaft eingreift und nicht vollständig neutral sein kann, sieht man etwa in der Festlegung der Kapitalanforderungen für Staatsanleihen. Sämtliche Staatsanleihen in der Europäischen Union (EU) dürfen ohne Kapitalhinterlegung von Banken und Versicherern gehalten werden, wohingegen sämtliche Unternehmens-anleihen mit Kapital hinterlegt werden müssen. Dies gilt trotz der Umschuldung des EU-Landes Griechenland mit Abschreibungen in dreistelliger Milliardenhöhe. Und es gilt auch, obwohl manche Staaten ohne geldpolitisches Eingreifen zahlungsunfähig wären. Wenn also Regulie-rung ohnehin nicht völlig neutral sein kann, so fragen sich viele, warum soll sie sich nicht an den Prinzipien der Nachhaltigkeit ausrichten?



# 4 Die Bedeutung der Nachhaltigkeit für das Finanzsystem

Warum ist im Gegenzug die Nachhaltigkeit so wichtig für das Finanzsystem? Drei Gründe sind es im Wesentlichen: Erstens sind viele Entscheidungen im Finanzsystem langfristige Festlegungen, etwa bei Investitionen, Krediten und anderen Unternehmensfinanzierungen. Sie können nur dann erfolgreich sein, wenn vorausschauend geprüft wird, ob mittel- oder langfristige Risiken bestehen. Dabei muss oft viele Jahre in die Zukunft geblickt werden. Nicht allein das Einzelinstrument ist entscheidend. Ebenso wichtig sind das Erkennen systemischer Zusammenhänge und der Blick über den Tellerrand der reinen Finanzarithmetik hinaus – bis hin zu einem breiten wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und auch umweltspezifischen Kontext.

Das teuerste Beispiel für fehlende wirtschaftliche Nachhaltigkeit stellte in den vergangenen zwei Jahrzehnten das Desaster mit den amerikanischen Sub-Prime-Anleihen dar. Hunderte Milliarden von Krediten waren weder wirtschaftlich noch gesellschaftspolitisch nachhaltig. Hypothekenkredite wurden an US-Bürger ohne Vermögen, oftmals ohne Einkommen und manchmal gar ohne Arbeit, ausgegeben.

Von Verkaufsmaschinen geblendet, von Ratingagenturen falsch informiert und vom kurzfristigen Gewinndruck geprägt, haben europäische Banken hunderte Milliarden Euro in die USA überwiesen. Sie erhielten im Gegenzug Wertpapiere, die beim Platzen der Blase weitestgehend abgeschrieben werden mussten und zum Teil vom Steuerzahler rückfinanziert wurden. Schon im Sommer 2008 beliefen sich allein die Sofortabschreibungen auf die amerikanischen Subprime-Kredite für die 20 am meisten betroffenen europäischen Banken auf rund 100 Milliarden Euro<sup>2</sup> – und es folgten noch viele weitere Abschreibungsrunden im Zuge der gesamten Krise. Die Finanzierung von Ramsch-Hypotheken ist ein dramatisches Beispiel dafür, was passiert, wenn man Nachhaltigkeit ausblendet.

---

<sup>2</sup> Diese Ziffer ist nur ein Teil der Gesamt-Abschreibungen in der globalen Finanzkrise und umfasst die unmittelbaren Abschreibungen auf Subprime-Kredite von Banken wie Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, IKB, Landesbank Bayern, WestLB sowie von HSBC, Lloyds, Royal Bank of Scotland, Crédit Agricole, Société Générale und anderen. Quelle: Bloomberg, 12. August 2008.

Auch die Strukturen und die Praxis der Finanzmarktregulierung und -aufsicht wurden dadurch in Frage gestellt.

Der zweite Grund, warum Nachhaltigkeit auch für das Finanzsystem unverzichtbar ist, liegt in seiner gesellschaftlichen Relevanz. Nachhaltigkeit ist Mainstream; sie erhält politisch und gesellschaftlich einen wahrhaft gigantischen Rückenwind – über nahezu alle Parteien, Altersklassen und gesellschaftlichen Schichten hinweg. Das symbolisiert, dass weder der einzelne Bürger noch die Gesellschaft als Ganzes ohne Zukunftssicherung leben kann oder möchte. Der Mensch als weit vorausschauendes Wesen hat ein fundamentales Bedürfnis, sowohl individuell als auch gemeinschaftlich, die Nachhaltigkeit seiner Existenz gesichert zu wissen. Es ist daher wichtig für das Finanzsystem, dieses Thema aufzugreifen, um nicht auf der falschen Seite der Debatte zu landen.

Der dritte Grund erwächst aus dem zweiten. Nach der Diskreditierung der Finanzwirtschaft im Zuge der Finanzkrise bietet das Thema Nachhaltigkeit die Möglichkeit, wieder eine positive Verbindung zur Gesellschaft zu knüpfen. Es besteht die Chance, sich hier als Teil der Lösung zu positionieren und aktiv an der Umsetzung von mehr Nachhaltigkeit im wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und ökologischen Bereich zu arbeiten.

Was Finanzkrise und Nachhaltigkeit angeht, ist anzumerken, dass die Banken von der Öffentlichkeit und den Wirtschaftsmedien zu Unrecht als Hauptverursacher der Finanzkrise gebrandmarkt wurden. Die Banken waren letztendlich nur diejenigen, bei denen die Krise für den Bürgern sichtbar wurde, weil sie die nichtnachhaltigen Wertpapiere auf der Bilanz hielten. Ursächlich für die Finanzkrise waren jedoch die Finanzmärkte und die Ratingagenturen. Sie hatten minderwertige Hypotheken in komplizierte Strukturen verpackt, sie falsch bewertet und mit irreführenden Ratings bedacht. Nur so konnte der Druck auf die Banken entstehen, diese vermeintlich hochrentierlichen Papiere mit vermeintlich exzellenter Bonität zu kaufen. Natürlich haben sich die Verantwortlichen in den Kreditinstituten dazu hinreißen lassen, unter anderem, weil es schwierig war, sich diesem Sog zu entziehen. Aber wer den eigentlichen Ursprung der

globalen Finanzkrise vergisst, erzählt nicht die vollständige Geschichte.

Dies ist auch deshalb wichtig, weil sich bis heute immer wieder zeigt, dass es die Finanzmärkte sind – und nicht die Finanzinstitutionen – die in Bezug auf Nachhaltigkeit des Finanzsystems das größte Risiko darstellen. Dazu zählen das kurzfristige Denken, die Fokussierung auf schnelle Rendite und der permanente Druck auf die Unternehmen, kurzfristige Erträge einer langfristigen

Orientierung vorzuziehen. Wer die Umlenkung der Kapitalströme im Sinne eines nachhaltigen Prinzips anstrebt, muss als erstes die Finanzmärkte in den Blick nehmen.

Dieser Punkt ist wichtig, denn die Debatte zielt derzeit noch sehr stark auf die Banken, Versicherer und Pensionsfonds und damit am eigentlichen Problem vorbei. Die größte Gefahr für Stabilität und nachhaltiges Wachstum lauert auf den Finanzmärkten.



# 5 Was bisher geschah

Wer sich mit Nachhaltigkeit und Finanzen befasst, wird schnell feststellen, dass das Thema so breit ist, dass man mit dem Bus durchfahren kann und dabei eine nahezu unendliche Zahl von Vorschlägen und Initiativen vorfindet. Die Komplexität lässt sich jedoch reduzieren, wenn man sie in zwei wesentliche Fragen aufteilt: Erstens, wie lassen sich mögliche Nachhaltigkeitsrisiken für das Finanzsystem besser verstehen, transparent machen und kontrollieren? Und zweitens, wie kann das Finanzsystem die Nachhaltigkeit unseres Wohlstandes verbessern, insbesondere über mehr Investitionen? Also „Risiken verstehen“ einerseits und „tätig werden durch Investitionen“ andererseits. Dies sind die beiden Eckpunkte der Debatte über Nachhaltigkeit im Finanzsystem. Um es vorweg zu sagen: Der zweite Themenblock ist der weitaus wichtigere und weitaus schwierigere.

Die EU hat im Jahr 2017 eine hochrangige Expertenkommission (High-Level Expert Group on Sustainable Finance) eingerichtet, die Anfang 2018 einen umfassenden Bericht mit zahlreichen Empfehlungen vorgelegt hat. Daraufhin hat die Europäische Kommission im Frühjahr 2018 einen Aktionsplan<sup>3</sup> präsentiert, der eine ganze Reihe dieser Empfehlungen in Regulierungsvorschläge und Politikmaßnahmen gießt. Erste Elemente sind bereits in der Entscheidungsphase, andere befinden sich in der gesetzgeberischen Erörterung. Aufgrund der anstehenden Europawahlen wird ein Großteil dieser Empfehlungen erst nach der Bildung einer neuen Kommission umgesetzt werden.

Zur Debatte steht ein ganzer Strang von Vorschlägen und Maßnahmen, der zum besseren Verständnis von Nachhaltigkeit und damit verbundenen Risiken beitragen soll. Konkretes Ziel: Unternehmen in der Real- wie der Finanzwirtschaft sollen sich intensiv mit dem Thema Nachhaltigkeit befassen und seinen Einfluss auf die Unternehmensstrategie diskutieren und darlegen. Aufsichtsräte sollten sich ebenso in regelmäßigen Abständen mit diesem Thema befassen. Aufseher sollten Methoden

entwickeln, um Nachhaltigkeitsrisiken zu identifizieren. Investoren sollen mehr Informationen darüber erhalten, ob Unternehmen an Nachhaltigkeit ausgerichtet sind oder nicht. Das Berichtswesen von Unternehmen sollte Nachhaltigkeitsthemen explizit, und wenn möglich, als Teil der Finanzberichterstattung wiedergeben.

Im Detail schlägt die Kommission unter anderem folgendes vor:<sup>4</sup>

- **Governance:** Die Kommission prüft, inwieweit Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds Aspekte der Nachhaltigkeit hinreichend berücksichtigen, sowohl bei ihren allgemeinen Geschäftsentscheidungen als auch in ihrem Risikomanagement. Für die Versicherungswirtschaft soll EIOPA eine Stellungnahme vorbereiten, ob Nachhaltigkeit hinreichend in der Regulierung abgebildet ist, und die Kommission erwägt, diese Stellungnahme in die Prüfung von Solvency II im Januar 2021 einzubeziehen.
- **Ratings:** Die Kommission hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) beauftragt, den Markt von Finanzratings zu analysieren und zu bewerten, in welchem Maße umweltbezogene, soziale und ordnungspolitische Erwägungen hinreichend berücksichtigt werden. Die Kommission erwägt, diese Kriterien in ihre Leitlinien für die Offenlegung für Ratingagenturen aufzunehmen und gegebenenfalls zusätzliche Leitlinien zu verabschieden.
- **Berichtswesen:** Die Kommission erwägt, das bereits recht umfangreiche Berichtswesen zu nichtfinanziellen Aspekten des Unternehmens zu erweitern und eine Berichterstattung über mögliche Klimarisiken in der Finanzberichterstattung aufzunehmen, wie es die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des FSB vorgeschlagen hat.
- **Finanzanalysten:** Die Kommission plant eine umfassende Studie zur Frage, wie Nachhaltigkeitsaspekte bei Dienstleistern von Finanzanalysen berücksichtigt werden.
- **Treuhänderpflicht:** Die Kommission plant, die Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter

3 Europäische Kommission, Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM (2018) 97, vom 8.3.2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, abgerufen am 14.4.2019. Vgl. dazu auch Seite 11 ff.

4 A.a.O. (Fn. 3).

in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte neu zu regulieren. Insbesondere zielt sie darauf ab, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter ausdrücklich Nachhaltigkeitsaspekte in den Entscheidungsprozess einbeziehen, um Endanlegern gegenüber transparenter zu machen, wie diese Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden.

- **Stärkung der Aufsicht:** Sehr viele Aufseher in Europa haben begonnen, sich eingehend mit dem Thema Nachhaltigkeit zu befassen und diesen Aspekt in ihrer Aufsicht stärker zu berücksichtigen. Die Kommission wirkt entsprechend auf die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA (European Banking Authority), EIOPA und ESMA ein.

Ein zweiter Strang von Vorschlägen und Maßnahmen soll zu mehr Investitionen in Nachhaltigkeit führen. Im Detail schlägt die Europäische Kommission folgendes vor:

- Einführung eines **EU-Klassifikationssystems** für nachhaltige Tätigkeiten. Diese EU-Taxonomie soll klimawandelbezogene, Umwelt- und sozialpolitisch nachhaltige Tätigkeiten identifizieren. Dieses Klassifi-

kationssystem soll auch die Grundlage dafür schaffen, dass durch verschiedene Maßnahmen – etwa Normenkennzeichen, Aufsichtsratsvorschriften – nachhaltige Lösungen unterstützt werden können.

- Die Kommission plant, Maßnahmen zur **Eindämmung der Kurzfristigkeit im Finanzsystem** zu verstärken. Insbesondere soll die European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) die Auswirkungen neuer IFRS<sup>5</sup>-Richtlinien auf nachhaltige Investitionen bewerten. Die Kommission erwägt, alternative Bilanzierungsmethoden zur Bewertung des Marktwerts heranzuziehen und zu prüfen, ob die Bewertung nach Marktwerten die Kurzfristigkeit im Finanzsystem befördert.
- Die Kommission plant ferner zu prüfen, ob **Kapitalmärkte** einen unangemessenen kurzfristigen Druck auf Unternehmen ausüben und ob der hohe Anteil an Umsatz bzw. die kurze Haltedauer – etwa von Aktien – Praktiken sind, die einen übermäßig kurzfristigen Druck auf die Realwirtschaft ausüben.

---

5 International Financial Reporting Standards.

# 6 Nachhaltigkeit als Chancen für das Finanzsystem

Das Thema Nachhaltigkeit ernst zu nehmen und umzusetzen, birgt drei Chancen für das Finanzsystem:

Erstens wird die Verbindung zur Realwirtschaft gestärkt. Denn die wirtschaftliche, ökologische und soziale Nachhaltigkeit unseres Wohlstands ist ein realwirtschaftliches Phänomen und braucht realwirtschaftliche Lösungen. Dem Aufruf des damaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, nach der Finanzkrise, das Finanzsystem sollte sich nicht mit sich selbst beschäftigen, sondern „der Realwirtschaft dienen“<sup>6</sup>, wird mit der Unterstützung von Nachhaltigkeit Rechnung getragen. Damit werden auch die gesellschaftliche Rolle und Bedeutung des Finanzsystems anerkannt und hervorgehoben.

Zweitens wird der Fokus auf die lange Sichtweise gelenkt. Denn sämtliche Lösungen, den Wohlstand nachhaltig zu sichern, erfordern einen langfristigen Horizont. Das ist offensichtlich im Bereich der Investitionen für Energie, Infrastruktur, Transportwesen. Und das gilt auch für Investitionen in Forschung und Technologie, in Bildung und in Arbeitsplätze. Im Grunde ist alles, was echte wirtschaftliche Werte schafft, langfristiger Natur.

Drittens, Nachhaltigkeit stärkt die Stabilität des Finanzsystems. Wer sich über langfristige Risiken Gedanken macht, wer Aspekte außerhalb des Finanzsektors, wie Umweltverbrauch und soziale Fragen, einbezieht, und wer den Vorsorgegedanken in seine Strategie integriert, leistet letzten Endes einen Beitrag zur Stabilisierung des gesamten Systems. Und viel wichtiger noch als Risiken, die etwa mit der Verbrennung fossiler Energien zusammenhängen, ist wirtschaftliche Nachhaltigkeit. Wie oben erwähnt, wäre bei einem strikten Fokus auf Nachhaltigkeit die amerikanische Subprime-Krise womöglich anders verlaufen.

6 Vgl. etwa „The financial sector must not forget that it is to serve the real economy, not the other way around“, Jean-Claude Trichet, Rede beim Bankenkongress „After the Crisis“, Frankfurt am Main, 20.11.2009.



# 7 Risiken und Hindernisse auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit im Finanzsystem

Nachhaltigkeit im Finanzsystem zu verankern birgt allerdings nicht nur Chancen, sondern auch Risiken – insbesondere bei der Umsetzung. Hier bestehen drei Hauptrisiken, die in der Diskussion über zukünftige Maßnahmen bedacht werden sollten.

Erstens könnte die Verankerung von Nachhaltigkeit das ohnehin schon sehr dichte europäische Finanzregulierungsnetz noch weiter verknoten. Im weltweiten Vergleich ist der europäische Sektor schon heute das Finanzsystem mit den stärksten Regulierungen. Das zeigt sich sowohl im Volumen der entsprechenden Regelungen als auch in ihrer Detailschärfe.

Dieser hohe Regulierungsgrad mag zum Teil der europäischen Konstruktion selbst geschuldet sein. Schließlich müssen über 25 verschiedene nationale Systeme mit diesem Regelwerk gesteuert werden. Da bekanntermaßen jedes nationale System seine Besonderheiten aufweist, müssen auf EU-Ebene zunächst einmal jegliche Komponenten, Vorgänge und Abläufe definiert werden. Anschließend müssen sie in einer gewissen Weise vereinheitlicht werden. Schließlich ist das Bestreben, einen einheitlichen Markt über diese nationalen Systeme hinweg zu schaffen, sowie einen möglichst einheitlichen Wirkungsgrad im Sinne des Verbraucherschutzes. All dies bringt ein großes Maß an Vorschriften mit sich.

Eine noch komplexere Regulierung aufgrund der Nachhaltigkeitsthematik wäre aber nicht nur der Funktionsweise des Finanzsystems abträglich, sondern womöglich auch nicht zielführend. Denn die vielfältigen Nachhaltigkeitsinitiativen der vergangenen Jahre wurden nicht durch Regulierung gesteuert. Sie wären womöglich mit Regulierung nicht in diesem Maße erfolgt. Die Europäische Kommission ist sich dieser Thematik bewusst.

Das zweite Risiko besteht darin, dass neue Regulierungen „oben draufgepackt“ werden, anstatt bestehende Regulierungen anzupassen. Letzteres ist ebenfalls vorgesehen, doch erweisen sich Anpassungen stets als der schwierigere Weg. Wenn man die Unterstützung von Nachhaltigkeit im Banken- oder Versicherungssektor verbessern will, sollen auch begrenzte Anpassungen der Basel-III-, Solvency-II- und IFRS-Regeln angegangen werden, etwa um Langfristigkeit zu fördern. Insbesondere die IFRS-Regeln mit dem Anspruch, Eigenkapitalwerte in der Realwirtschaft nach Tagespreisen auf der Bilanz auszuweisen (IFRS 9), dämpfen solche Investitionen erheblich, weil sie zu beträchtlicher Bilanzvolatilität führen.

Das dritte Risiko besteht darin, sich auf einige Themen zu fokussieren, aber womöglich andere wichtige Themen außer Acht zu lassen, vielleicht sogar den berühmten



Elefanten im Raum, wie man im Englischen sagt. Wenn das Ziel ist, das Finanzsystem als Ganzes auf Nachhaltigkeit umzustellen, hat es wenig Sinn, nur einzelne Bereiche anzufassen. Das größte Thema hierbei ist Kurzfristigkeit, und diese wird im Wesentlichen von den Kapitalmärkten gedrängt. Damit sind nicht Investitionen oder Handel mit kurzfristigen Papieren gemeint, sondern der kurzfristige Handel mit langfristigen Papieren, bzw. mit Papieren, deren Ertrag sich über die lange Frist zeigt, wie bei Aktien und Anleihen. Das Problem der Kurzfristigkeit besteht darin, dass eine Reihe von Akteuren am Finanzmarkt langfristige Instrumente gebrauchen – man möchte sagen missbrauchen –, um kurzfristige Gewinne zu erzielen.

Worin besteht nun die kurze bzw. die lange Frist? Die Antwort lautet: Die lange Frist ist die, in der sich reale bzw. fundamentale wirtschaftliche Ergebnisse im Finanzinstrumentarium widerspiegeln. Bei Aktien würde man dies zumindest bei einem Jahr, vermutlich sogar bei mehreren Jahren sehen. Gewiss gibt es am kurzen Ende Unschärfen, aber es dürfte Konsens sein, dass ein massiver Aktienhandel auf Tages-, Wochen- oder Monatsfristen der Kurzfristigkeit zuzuordnen ist. In den USA gibt es für Aufsichtsräte daher die „Short-Swing Profit Rule“, die Aktienverkäufe innerhalb von sechs Monaten steuerlich besonders belastet.<sup>7</sup> Dem liegt die Idee zugrunde, dass Aktiengeschäfte mit einer kürzeren Haltefrist als sechs Monate der Kurzfristigkeit zuzuordnen sind. Wie enorm das Problem mit dem kurzfristigen Handel von Aktien in der EU ist, zeigen die offiziellen Statistiken der Kommission. Die durchschnittliche Haltedauer dieses Instruments liegt bei acht Monaten. Wenn man sich vor Augen

---

7 Die „Short-Swing Profit Rule“ ist eine Regulierung der Securities and Exchange Commission (SEC), die es Insidern untersagt, Gewinne aus An- und Verkaufsgeschäften mit einer Haltedauer von weniger als sechs Monaten zu machen. Interessant ist dabei die Definition der kurzen Frist als sechs Monate. Manche Investoren, insbesondere Hedge-Fonds und sogenannte aktivistische Investoren, versuchen oft, sich durch direkte Kontakte mit dem Unternehmen Insider-Informationen zu beschaffen, auch wenn sie nicht formell zum Kreise der Insider gehören.

hält, dass viele Investoren Aktien über Jahre halten, gibt dieser Durchschnittswert einen Eindruck davon, wie groß der Markt für Kurzfristigkeit ist.

Es stellt sich daher folgende Frage: Kann ein Finanzsystem als nachhaltig gelten, in dem Hochfrequenzhandel mit sehr großen Aktienvolumina an der Tagesordnung ist?<sup>8</sup> Kann man es zulassen, dass Milliardenwerte und ganze Unternehmen, hinter denen Tausende von Arbeitsplätzen stehen, in Bruchteilen von Sekunden hin und her gehandelt werden, oder Hedgefonds Aktienspekulation in Tages- und Monatsfrist betreiben? Die vermeintliche Liquidität, die ein solcher Handel mit sich bringt, ist kein schlagendes Argument, denn diese Liquidität verschwindet bei Instabilität oder Krisen als erstes und führt sogar – Stichwort Flash Crash – zu Systeminstabilität. Ferner sind Gewinne des Hochfrequenzhandels die Verluste der Langfristinvestoren.

Die personellen und finanziellen Ressourcen, die in das kurzfristige Finanzgeschäft gehen, haben zwar privaten, aber keinen gesellschaftlichen Nutzen. Ein florierendes Finanzsystem braucht sie nicht. Wenn also etwa über Sand im Getriebe der Kurzfrist-Handel eingedämmt wird – sei es über eine geringfügige Transaktionssteuer oder eine Art „Short-swing Profit Rule“ –, ist das eine gute Nachricht für ein nachhaltigeres Finanzsystem.

---

8 Hochfrequenzhandel (HFH) ist nicht zu verwechseln mit elektronischem Handel. Zwar ist Hochfrequenzhandel notwendigerweise elektronisch, aber er ist eine Sonderform dieses Handels mit einer Haltedauer im Bereich des Bruchteils einer Sekunde. Selbstverständlich gibt es bei dieser Frist keinen ökonomischen Ertrag, sondern es ist reine Technik, bei dem Computerprogramme mit Computerprogrammen handeln und letztlich den Käufen und Verkäufen von „echten“ Investoren vorauslaufen (front running) und dabei Gewinne über große Volumina (quote stuffing, flash orders) abschöpfen. Das deutsche Gesetz von 2013 hat versucht, diese Praxis einzupflegen, hat sie aber in ihrer Grundstruktur aufrechterhalten. Eine einfache Maßnahme, diesen hochriskanten, instabilen und intransparenten Hochfrequenzhandel zu unterbinden, wäre die Auflage, dass eine Order nicht binnen einiger Minuten wieder aus dem System genommen werden kann. Es bleibt zu erwarten, wann die Politik sich zu einer solch einfachen, aber effektiven Maßnahme durchringt.



# 8 Drei Grundsätze für eine gelungene Umsetzung von Nachhaltigkeit im Finanzsystem

Wie lassen sich nun Chancen und Risiken in Einklang bringen? Dazu drei Grundsätze als Vorschlag.

Erstens, wie bereits betont, muss Nachhaltigkeit stets in den drei Dimensionen Ökologie, Soziales und Wirtschaft gedacht werden. Mit anderen Worten: Es geht dabei nicht nur um ökologische Nachhaltigkeit oder gar nur um die Verlangsamung des Klimawandels, sondern immer auch um soziale und wirtschaftliche Nachhaltigkeit. Eine einseitige Ausrichtung wirtschafts- oder finanzpolitischer Systeme auf Ökologie zu Lasten der sozialen oder der wirtschaftlichen Nachhaltigkeit kann für eine starke und soziale Wirtschaftsnation wie Deutschland keine tragfähige Lösung sein.

Ein gutes Beispiel dafür ist der aktuelle Stand der deutschen Energiewende. Zwar konnte der Anteil erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung auf über 30 Prozent erhöht werden. Aber die Errichtung von 27.000 Windrädern und der Bau großer Stromtrassen waren mit gravierenden Umweltschäden durch Waldrodungen und Eingriffe in die Artenvielfalt verbunden. Nicht zu vergessen ist auch die Verdopplung des Strompreises zum Nachteil privater wie gewerblicher Kunden. Hinzu kommen große finanzielle Verluste durch die abrupten Abschreibungen auf funktionierende Anlagen. Aufgrund des raschen Wandels konnte sich eine lokale Produktion der Technologie hierzulande nicht aufbauen, sodass insbesondere Solaranlagen fast alle aus China kommen – mit entsprechenden Auswirkungen für hiesige Arbeitsplätze und die dortige Umwelt. Und die CO<sub>2</sub>-Emissionen sind bekanntlich kaum gesunken, weil die Verbrennung von Kohle und Gas nicht im selben Umfang reduziert werden konnten, da diese Energieträger den Ausstieg aus der Atomkraft kompensieren mussten. Insgesamt also eine sehr gemischte Bilanz der Energiewende, trotz rund 250 Milliarden Euro an Subventionen, und wenig Nachhaltigkeit in puncto Wirtschaft, Umwelt und Emissionen.

Überhaupt wird man in den nächsten Jahren sehen, ob die EU-weite Festlegung und die deutschen Klimaziele auf einen derart rapiden Rückgang der CO<sub>2</sub>-Emissionen binnen weniger Jahre ein (Verhandlungs-) Fehler waren

oder nicht. Ein Verhandlungsfehler wären sie, wenn sie umweltpolitisch, sozialpolitisch und wirtschaftspolitisch nicht erreichbar sind, wohingegen die jeweiligen Ziele der Verhandlungspartner durchaus erreichbar sind.

Denn man darf nicht vergessen, dass die länder- bzw. EU-spezifischen Klimaziele nicht wissenschaftlich untermauert sind, sondern reine Verhandlungsergebnisse darstellen.

Die EU hat in Paris verhandelt, die Emissionen vom heutigen Stand rund 30 Prozent zu senken;<sup>9</sup> China hingegen hat verhandelt, dass es seine Emissionen bis 2030 noch erhöhen darf, und keine Obergrenze genannt; Wissenschaftler gehen von zehn bis 20 Prozent mehr Emissionen des weltgrößten Emittenten bis dahin aus, womit die Emissionen dann rund 380 Prozent über dem Niveau von 1990 liegen werden. Und die USA haben in Paris verhandelt, dass sie die Emissionen um rund zehn Prozent unter das Niveau von 1990 senken werden, bevor Donald Trump das Pariser Abkommen aufkündigte.<sup>10</sup> Dies zeigt, wie unterschiedlich das Globalziel auf die unterschiedlichen Regionen heruntergebrochen wurde. Entscheidend für die Erreichung dieser Ziele wird sein, und hier kommt die Rolle des Finanzsystems ins Spiel, massiv in Forschung und Entwicklung von neuen Technologien zu investieren. Dies braucht aber einen langen Atem und kann nicht im Umfeld von kurzfristigem Kapitalmarktdruck realisiert werden.

Zweiter Grundsatz: Es muss Klarheit herrschen über das verbindliche Ziel aller Bemühungen. Der Wunsch zur Kontrolle heutiger Risiken ist verständlich und richtig;

---

<sup>9</sup> Das präzise Verhandlungsergebnis für die EU wurde formuliert als die Senkung der CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 um 40 Prozent unter die Emissionen von 1990, was in etwa einer Absenkung von 30 Prozent vom heutigen Niveau entspricht.

<sup>10</sup> Die jeweiligen Zusagen in Paris waren jeweils auf unterschiedlicher Basis formuliert; manche Länder legten sich auf Ziele für das Jahr 2025 oder 2030 fest; manche nahmen als Basis 1990 oder den Stand von 2014. Die Angaben im Text sind Schätzungen, um die Werte ungefähr vergleichbar zu machen.



sollte dies aber der dominante oder gar alleinige Ansatz zum Thema Nachhaltigkeit und Finanzen sein, wäre dies grob falsch. Denn es geht im Kern, wie die Herausforderung der CO<sub>2</sub>-Ziele zeigt, um die Mobilisierung des Finanzsystems für deutlich mehr Langfrist-Investitionen.

Eine Versuchung für Regulierer und Aufseher beim Thema Nachhaltigkeit wird sein, das aktuelle Finanzsystem auf existierende Nachhaltigkeits- und Klimarisiken zu untersuchen. Gerade in Bezug auf Klimarisiken könnte eine Welle losbrechen, die suggeriert, es gäbe im heutigen Finanzsystem möglicherweise große, bislang unentdeckte Klimarisiken, die mit neuen Berichtspflichten oder neuen aufsichtsrechtlichen Mitteln wie Klima-Stresstests aufgedeckt werden müssten. Dass es gewisse Risiken geben könnte, kann man theoretisch nicht ausschließen, wird aber in der Praxis kaum relevant sein.

Dies wird am Beispiel der AXA deutlich, die im Jahr 2015 ihren Ausstieg aus Kapitalanlagen im Bereich der Kohle ankündigte und damit für die Versicherungsbranche ein weltweites Signal für klimabewusste Investitionspolitik setzte. Die betroffenen Investitionen von 500 Millionen Euro entsprachen 0,1 Prozent des von der AXA verwalteten Vermögens.<sup>11</sup> Selbst wenn es in diesem Bereich Ausfälle gegeben hätte, hätte es keine Auswirkungen auf die Finanzstabilität gegeben, denn die Investitionen waren

entsprechend mit Kapital hinterlegt und wurden laufend beobachtet.

Ein aufsichtsrechtlicher Dialog mit den Unternehmen über Nachhaltigkeitsthemen ist wünschenswert. Aber darin liegt nicht die eigentliche Herausforderung. Zudem bestünde durch die Einführung komplizierter Klima-Stresstests das Risiko, mit Kanonen auf Spatzen zu schießen.

Die zentrale Frage lautet vielmehr, wie Investitionen gefördert werden. Investitionsmobilisierung ist in erster Linie ein Thema für die Regulierung und natürlich für die Wirtschaftspolitik. Hierbei sollte bewusst Diversität zugelassen werden, weil momentan in Bezug auf viele Nachhaltigkeitsthemen technologische Offenheit besteht. Es ist nicht ausgemacht, dass etwa das batteriebetriebene elektrische Fahren die dominante Lösung sein wird.<sup>12</sup> Ebenso könnten es beispielsweise Brennstoffzellen oder synthetische, emissionsfreie Gase sein. Nachhaltigkeit im Energiebereich wird nur dann gelingen, wenn Deutschland und die EU in großem Stil in neue Technologien investieren.

11 Siehe die Ankündigung des damaligen Vorstandsvorsitzenden Henri de Castries, *Climate change: it's No Longer About Whether, it's About When*, 22.5.2015, <https://group.axa.com/en/newsroom/news/about-whether-about-when>, abgerufen am 16.4.2019.

12 Die Batterie eines Pkw mit Elektroantrieb wiegt zwischen 300 und 800 Kilogramm. Rund fünf Kilo davon sind reines Lithium. Eine Umstellung aller Pkw der Welt würde rund 5 Mio. Tonnen Lithium benötigen. Der Abbau von Lithium geht allerdings mit enormen Umweltbelastungen und -zerstörungen einher; rund zwei Millionen Liter Wasser werden für den Abbau einer Tonne Lithium benötigt, was in den wasserarmen Vorkommen ein enormes Problem darstellt und angrenzenden Gebieten wertvolles Trinkwasser entzieht.



*Die globale Transportschifffahrt stößt alleine über eine Milliarde Tonnen CO<sub>2</sub> aus.*

Drittens sollte man angesichts der Tatsache, dass die EU eines der am stärksten regulierten Finanzsysteme der Welt hat, mit zusätzlicher Regulierung sehr zurückhaltend sein. Der Grund ist, dass der Aufwand bei den Finanzinstituten mit jeder zusätzlichen Regulierung nicht additiv, sondern multiplikativ zunimmt, weil sämtliche Regeln miteinander zusammenhängen.

Von daher ist es wichtig zu verstehen, dass der Aktionsplan der Europäischen Kommission nicht allein auf Regulierungen beruht, sondern viele andere Maßnahmen und auch freiwillige Ansätze enthält. Denn schließlich liegt Nachhaltigkeit im inhärenten Interesse sämtlicher Finanzinstitutionen mit langlaufenden Vermögenswerten und langlaufenden Verbindlichkeiten. Viele Initiativen von Unternehmen, so auch der oben genannte Kohleausstieg der AXA, beruhen allein auf unternehmerischer Einsicht und nicht auf Regulierung. Die Unternehmen sehen sehr wohl sämtliche Chancen und Risiken, und es obliegt ihrer Entscheidung und ihrem Geschäftsmodell, daraufhin angemessen zu reagieren.

Zudem sollte das Nachdenken über neue Regulierung immer einschließen, bestehende Regulierung kritisch zu überprüfen. Das heißt konkret, bestehende Regulierungen sollte daraufhin untersucht werden, ob sie ausreichend Langfristinvestitionen fördern oder doch etwa behindern. Betrachtet werden sollten die große Komplexität der Regulierungen und ihr Fokus auf einen recht kurzen Zeithorizont. So liegt der Zeithorizont der meisten Regulierungen, wie Basel III und Solvency II, bei einem Jahr – also weit unter einem Nachhaltigkeitshorizont. Nicht zuletzt ist IFRS9 überhaupt nicht auf Nachhaltigkeit ausgerichtet. Zudem sollte der kurzfristige Druck des Kapitalmarkts auf Unternehmen untersucht werden. Viele Investoren haben einen viel kürzeren Zeithorizont als das Management. Die meisten Analysten basieren ihre Unternehmensempfehlung auf einen Zeithorizont von einem bis drei Jahren – auch dieser liegt weit unterhalb des Nachhaltigkeitshorizonts. Nachhaltigkeit in die Hände von Investoren zu legen, ist daher vermutlich nicht die beste Idee.

# 9 Schlussbemerkung

Das Thema Nachhaltigkeit ist deswegen so interessant, weil es eigentlich eine Selbstverständlichkeit darstellt. Der Mensch als vorausschauendes Wesen, die bürgerliche Gesellschaft als stabilitätsstiftender Verbund und auch das Eigeninteresse der Wirtschaft drängen im Grunde nach Nachhaltigkeit. Insofern ist es eine der interessantesten Fragen, warum Nachhaltigkeit in der modernen Wirtschaftsordnung wieder als Thema erfunden werden muss, und welche möglichen Hindernisse einer natürlichen Ausrichtung auf Nachhaltigkeit im Wege stehen. In diesem Beitrag sind einige Bereiche angesprochen worden, insbesondere das kurzfristige Handeln mit langfristigen Finanzinstrumenten. Solange es in der heutigen Form gestattet bleibt, wird es kein nachhaltiges Finanzsystem geben. Auch hier also darf es im Grunde kein „Weiter so“ geben.

Das Thema Nachhaltigkeit ist auch deswegen so aktuell, weil es letztlich um die Globalisierung und ihre bessere Steuerung geht. Vermutlich sind weder die deutschen Diesel die Klimakiller noch die restlichen Kohlekraftwerke hierzulande; zumal China 15 Mal mehr Kohle verstromt und hunderte von weiteren Kohlekraftwerken plant. Vermutlich ist der echte Klimakiller die Globalisierung selbst, und zwar durch den Raubbau an natürlichen Ressourcen und die internationalisierten Produktionsketten mit

ihrem unvorstellbaren globalen Transportvolumen an Zwischen- und Fertiggütern. Die globale Schifffahrt zum Transport all dieser Güter rund um den Globus stößt alleine über eine Milliarde Tonnen CO<sub>2</sub> aus. Leider aber sieht man es den Waren nicht an, wenn sie in Elektronikmärkten, Supermärkten, Baumärkten und Kleidungsgeschäften im Regal liegen.

Wer also das Thema Nachhaltigkeit zu Ende denkt, wird sich fragen müssen, wie man die Globalisierung besser steuert, sodass die enormen Vorteile erhalten bleiben, aber die Nachteile für die lokale Wirtschaft, den Sozialstaat und die Umwelt reduziert werden können. Stichworte hier sind „lokale Produktion“, „regionale Beschäftigung“, „Umstellung der industriellen Landwirtschaft auf biologische Landwirtschaft“ und vieles mehr.

Ein kritischer Blick sollte auch auf die Scheineffizienz globaler Märkte und auf Preise gerichtet werden, die den Umweltverbrauch ausblenden. Mehr Investition in lokale Fertigung von Waren aller Art bringt nicht nur Klimavorteile, sondern auch wirtschaftliche und soziale Vorteile. Global denken und lokal investieren – so könnte das Schlagwort lauten. Auch hier gibt es große Chancen für das Finanzsystem, für Investitionen und für die Finanzstabilität. Es wird eine spannende Reise.

# WVI

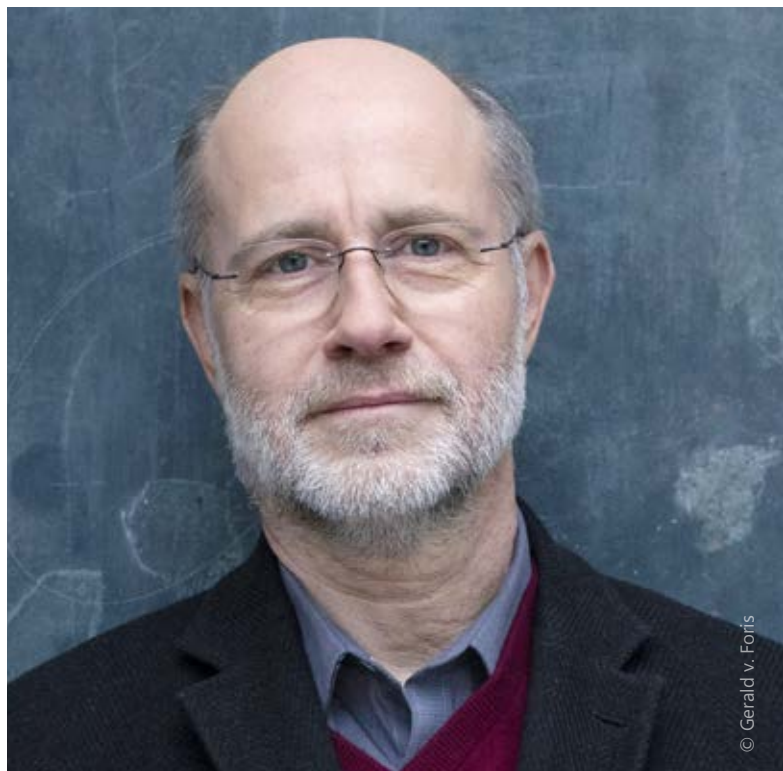
Die Rolle des Finanzsektors wird wichtig sein bei der Transformation zu einer ökologischen, nachhaltigen und dekarbonisierten Gesellschaft.

# Wir müssen überhaupt erstmal anfangen und zwar jetzt

Interview mit

**Professor Dr. Harald Lesch**

Physiker, Astronom und Naturphilosoph



© Gerald v. Forst

**Herr Professor Lesch, „Klimawandel – 5 nach 12?“ – unter dieser Überschrift steht Ihr Auftritt bei der BaFin-Veranstaltung „Nachhaltige Finanzwirtschaft“ am 9. Mai 2019. Bleibt uns nichts anderes mehr übrig, als auf den Untergang zu warten? Oder ist aus wissenschaftlicher Sicht noch etwas zu retten?**

Es geht noch was, aber viel Zeit haben wir nicht mehr. 2018 stieg der Kohlendioxid-Ausstoß auf 33,1 Milliarden Tonnen, ein neuer Negativrekord<sup>1</sup>. Mit anderen Worten, wir müssen überhaupt erstmal anfangen und zwar jetzt.

**Welche drei größten Bedrohungen sehen Sie für die Erde und die Menschheit und wie lassen sie sich in den Griff kriegen?**

Klimawandel, Klimawandel, Klimawandel. Und wenn man wirklich ernsthaft etwas dagegen unternehmen will,

dann muss man alle Weichen konsequent so stellen, dass so schnell wie möglich eine Dekarbonisierung unseres Alltags stattfindet. Hier darf es dann auch nicht bloß um das Konsumverhalten von Einzelpersonen gehen, sondern wir alle als Gemeinschaft müssen uns konsequent umstellen. Ein Instrument, über das immer wieder gesprochen wird, ist die Kohlendioxidsteuer<sup>2</sup>. Dagegen wird argumentiert: „Wenn wir damit anfangen, dann erleidet unsere Wirtschaft ja Nachteile“. Aber irgendwer muss immer mit etwas anfangen, und Schweden, das Vereinigte Königreich und andere Staaten haben das bereits getan. Natürlich ist Deutschland nur ein kleiner Player auf dem Gebiet, aber wenn wir als großes Industrieland eine solche Steuer einführen, dann können wir zeigen, dass Industrie und Kohlendioxidsteuer kein Widerspruch sein müssen. Genau das könnte andere Länder dazu bringen, relativ schnell nachzuziehen. Sinnvoll wäre für mich auch eine einheitliche Regelung innerhalb der Europäischen Union.

<sup>1</sup> Vgl. dazu Internationale Energieagentur IEA (International Energy Agency), <https://www.iea.org/newsroom/news/2019/march/global-energy-demand-rose-by-23-in-2018-its-fastest-pace-in-the-last-decade.html>, abgerufen am 27.3.2019.

<sup>2</sup> CO<sub>2</sub>-Steuer.

**Sie haben einmal sinngemäß gesagt, dass der Shareholder-Value-Gedanke in den nächsten Jahrzehnten scheitern werde. Auf lange Sicht funktionieren nur das europäische System. Was genau meinen Sie damit? Ist das ein Plädoyer für die soziale Marktwirtschaft?**

Für eine deutlich genossenschaftlicher organisierte soziale Marktwirtschaft. Diese Konzentration an Vermögen, die sich ganz offensichtlich aus der rein auf Wettbewerb ausgerichteten Ökonomie ergibt, zerstört die Spielräume für gesellschaftlich unbedingt notwendige Investitionen. Was nutzt den Reichen ihr Geld? Sie geben es nicht mehr aus, ihre Anlagewut in Finanzprodukte zerstört die Zukunft. Deshalb mehr Genossenschaft und zwar in einem ganz ideellen Sinne. Und ansonsten, als Symbol, sollten alle Vermögenden auf Gehälter verzichten. Dax<sup>3</sup>-Manager sind ohnehin schon so reich, dass sie auch für einen Euro pro Jahr tätig sein können.

**Welche Rolle soll oder kann der Finanzsektor dabei spielen?**

Die Rolle des Finanzsektors wird ganz wichtig sein bei der Transformation hin zu einer ökologischen, nachhaltigen, dekarbonisierten Gesellschaft. Der Ausbau der erneuerbaren Energien, inklusive Netz- und Speicherkapazitäten, braucht sehr viel Geld und das muss jetzt investiert werden und nicht erst demnächst! Also hinein in ethisch saubere, ökologisch anständige Projekte. Raus aus der Kohle, aus dem Öl und aus zu viel Mobilität. Sorry, aber anders wird es nicht gehen.

**Wenn sich die Finanzwirtschaft in den Dienst der Nachhaltigkeit stellt, fragt die Finanzaufsicht nicht nur nach den Chancen, sondern auch nach den Risiken. Wie stehen Sie dazu?**

Risiken gehören doch ganz offensichtlich zum Geschäft. Klar stecken hier auch Gefahren für die Investitionen, aber es gibt leider keine andere Welt, in der wir was ausprobieren können. Ein business as usual mit dem business as usual risk management wird versagen, denn das Risiko einer Welt mit globaler Erwärmung ist völlig unberechenbar.

**In der Debatte über die Frage, wie Unternehmen Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien, kurz: ESG-Kriterien, befolgen, spielt auch die sozial-ethische Komponente eine immer stärkere Rolle. Wenn wir die Verbindung von Nachhaltigkeit und Finanzmarkt bejahen, sollte die Finanzaufsicht dann sozial-ethische Anforderungen an die beaufsichtigten Institute und Unternehmen stellen?**

Ja! Klar! Sofort! Und da können die Finanzunternehmen einiges tun. Sie können Gremien schaffen, zum Beispiel einen Ethikrat, der Finanzprodukte und Geschäftsmodelle regelmäßig auf die ESG<sup>4</sup>-Kriterien hin evaluiert. An allererster Stelle muss es auch in der Finanzwirtschaft darum gehen, einen schnellstmöglichen Ausstieg aus der kohlenstoffintensiven Wirtschaft möglich zu machen. So können Finanzunternehmen entscheidend dazu beitragen, die massive Erhöhung von Kohlenstoff in der Atmosphäre zu verringern. Wenn wir hieran scheitern, brauchen wir über alle anderen Maßnahmen gar nicht erst zu reden.

**Herr Professor Lesch, wir danken Ihnen für das Interview!**

---

3 Deutscher Aktienindex.

---

4 ESG steht für Umwelt (Environmental), Soziales (Social) und Unternehmensführung (Governance).



© stock.adobe.com/Mera\_Kuttelvaserova



# WII

Der Finanzsektor existiert nicht losgelöst von der Gesellschaft, sondern ist ein Teil von ihr und sollte damit auch einen Beitrag zum Umwelt- und Klimaschutz leisten.

# „Die EU kann sich global zum Leitmarkt für nachhaltige Geldanlagen machen.“

Interview mit

**Sven Giegold**

Mitglied der Grünen Fraktion  
im Europaparlament



**Herr Giegold, die Europäische Kommission hat im März 2018 ihren „Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ vorgelegt.<sup>1</sup> Rat und Europäisches Parlament gehen unterschiedlich an das Thema Nachhaltigkeit im Finanzsektor heran. Wie erklären Sie sich das?**

Im Parlament haben wir uns mit Blick auf die Vollendung der Kapitalmarktunion erfolgreich für eine gesamteuropäische Perspektive für nachhaltige Finanzmärkte eingesetzt. Die EU<sup>2</sup> kann sich mit guten Standards global zum Leitmarkt für nachhaltige Geldanlagen machen. Der Rat hat sich dagegen insgesamt für schwächere und weniger verbindliche Regeln eingesetzt als das Europa-

parlament. Dabei stand leider der Schutz nationaler und altindustrieller Interessen, zum Beispiel bei fossiler und nuklearer Energiegewinnung, oft im Vordergrund. Die EU muss ihre Verpflichtungen aus dem Pariser Klimaabkommen einhalten und den Finanzsektor einbeziehen in den gemeinsamen Umwelt- und Klimaschutz. Deshalb haben wir uns im Parlament starkgemacht für die Verknüpfung der Gesetzgebung von nachhaltigem Finanzwesen mit dem Pariser Klimaabkommen. Dazu gehört auch, den Begriff Nachhaltigkeitsrisiken über finanzielle Risiken hinaus zu begreifen, damit er auch tatsächliche Risiken für Mensch und Umwelt berücksichtigt.

**Warum möchte das Parlament die Vergütung von Vorständen auch an deren Umgang mit Nachhaltigkeit ausrichten?**

Unserer Wirtschaft ginge es besser, wenn sich die variable Vergütung von Vorständen noch stärker am langfristigen Erfolg eines Unternehmens orientieren würde. Kurzfristige Gewinnmaximierung hat sich als Maß

<sup>1</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM (2018) 97, vom 8.3.2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>, abgerufen am 14.4.2019.

<sup>2</sup> Europäische Union.

für Unternehmenserfolg dagegen als schädlich erwiesen. Nachhaltigkeit, so zum Beispiel die Vermeidung von Umweltschäden, aber auch von hohen Rechtskosten durch Gesetzesbrüche, wirkt sich erheblich auf den zukünftigen Erfolg oder Misserfolg von Unternehmen aus. Dabei kann es allerdings zu Inkonsistenzen kommen, wenn schädliches unternehmerisches Handeln kurzfristig lukrativ ist und Risikoträger die Spätfolgen aber selbst nicht mehr zu spüren bekommen. Die Anreize für gute Unternehmensführung sollten daher insgesamt in Einklang gebracht werden mit Nachhaltigkeit und drängenden gesellschaftlichen Aufgaben wie dem Klimaschutz.

#### **Ist die Rettung der Umwelt nicht primär eine gesellschaftliche Aufgabe?**

Der Finanzsektor existiert nicht losgelöst von der Gesellschaft, sondern ist ein Teil von ihr und sollte damit auch einen Beitrag zum Umwelt- und Klimaschutz leisten. Ein nachhaltiges Finanzsystem kann als Rahmenordnung Anreize schaffen und Marktsignale stärken, um Kapital in grüne Investitionen zu bringen. Von zentraler Bedeutung ist die Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken, damit Anlegerinnen und Anleger die realen Risiken hinter ihren Investitionen besser einschätzen und ihre Anlagestrategie frühzeitig anpassen können. Ein grüner Finanzsektor ist aber keine Alternative zu grünen Zukunftsinvestitionen und entschiedener Umweltgesetzgebung. Im Gegenteil: Finanzmärkte können nur Investitionen finanzieren, die sich rechnen. Wenn durch eine hohe ökologische Transformationsgeschwindigkeit insgesamt mehr investiert wird, nützt das dem Finanzsektor. Deshalb suchen wir Partner in der Finanzwirtschaft, um zum Beispiel eine konsequente Klimapolitik durchzusetzen.

#### **Mit welchen Anreizen will das Europäische Parlament dafür sorgen, dass nun auch privates Geld zur Rettung der Umwelt verwendet wird? Welche Rolle sprechen Sie dabei der Finanzregulierung zu? Konkret: Sprechen Sie sich für eine finanzregulatorische Privilegierung von „Green Finance“ aus, unabhängig von ihrem Risikogehalt?**

Die Nachfrage nach nachhaltigen Geldanlagen besteht bereits heute. Was fehlt, sind eindeutige Begriffe und Transparenz über Investitionen, um Greenwashing effektiv zu verhindern. Zentral für Green Finance ist daher vor allem die EU-Klassifikation, also die Taxonomie,

und die neuen Offenlegungsregeln. Die Taxonomie ist der wichtigste Baustein für die Initiative Nachhaltiges Finanzwesen, denn sie schafft Klarheit für alle Akteure darüber, was eine nachhaltige Geldanlage ist. Die Taxonomie sollte aus unserer Sicht nicht nur grüne nachhaltige, sondern auch braune, klima- und umweltschädliche Bereiche definieren. Klare Offenlegungsregeln für Anlagestrategien und Finanzprodukte schaffen Transparenz und stärken das Vertrauen in grüne Finanzmärkte. Die Stabilität der Finanzmärkte wird verbessert, wenn kleine wie große Investoren die Umweltrisiken ihrer Anlagen kennen und sie frühzeitig berücksichtigen können.

Wichtig ist zudem, dass die Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen künftig standardmäßig in die Kundenberatung integriert wird. Nur so können Anlegerinnen und Anleger eine informierte Entscheidung über ihre Investition treffen, unter Berücksichtigung ihrer Präferenz bezüglich der Auswirkung ihrer Anlage auf Mensch und Umwelt. Auch die beiden kürzlich beschlossenen grünen Benchmarks sind ein großer Erfolg für das nachhaltige Finanzwesen und gegen Greenwashing, da die beteiligten Unternehmen verpflichtet sind, ihre Klimaschutzmaßnahmen zu dokumentieren.

Neben den bisherigen Initiativen fordern wir Grüne<sup>3</sup> einen EU-Standard für Grüne Anleihen (Green Bonds) und ein EU-Label für grüne Finanzprodukte, vergleichbar mit dem EU-Umweltlabel, um das nachhaltige Finanzwesen voranzubringen. Damit würden auch die Endkunden Druck für ein nachhaltiges Finanzsystem ausüben.

Die Forderung nach Eigenkapitalerleichterungen für nachhaltige Anlagen von Banken und Versicherungen lehnen wir ab. Eigenkapitalvorschriften für grüne Investitionen dürfen nur erleichtert werden, wenn sich deren geringeres Risiko tatsächlich nachweisen lässt. Innovative Technologien und Investitionen sind aber in aller Regel nicht risikoärmer. Die BaFin<sup>4</sup> muss hier bald aktiv werden und Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken

3 Bündnis 90/Die Grünen.

4 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

(ESG)<sup>5</sup> im SREP<sup>6</sup> berücksichtigen. Banken, die ESG-Risiken vernachlässigen oder Menschenrechte verletzen, haben ein höheres Risiko und sollten mehr Eigenkapital vorhalten müssen.

**Bei den ESG-Kriterien liegt die Betonung zurzeit noch auf dem E, das für „environment“ steht, also für Themen wie Umweltverschmutzung, Treibhausgasemissionen und Energieeffizienz. Welche Vorstellungen haben Sie von S und von G<sup>7</sup>?**

In der beschlossenen Umwelt-Taxonomie gibt es bereits Minimum-Standards für die soziale Dimension, die wir im Vergleich zum Kommissionsvorschlag erheblich gestärkt haben. Unternehmen, die sich als

nachhaltig ausgeben, müssen sich deshalb auch an den UN<sup>8</sup>-Menschenrechtsrahmen halten. Um die soziale Dimension zukünftig noch besser zu berücksichtigen, braucht es mittelfristig auch dafür eine Klassifizierung, die gemeinsame Begriffe und Standards festlegt. Dabei steht neben Menschenrechten im Vordergrund, dass die Rechte von Arbeiterinnen und Arbeitern respektiert werden. Die Kommission sollte in ihrem angekündigten Vorschlag einer sozialen Klassifizierung auf die Europäische Säule sozialer Rechte aufbauen. Für die Governance-Klassifizierung wären unter anderem Aspekte wie eine funktionierende Compliance-Abteilung, Vermeidung von Geldwäscherisiken oder interne und externe Kommunikationskanäle für Whistleblower von großer Relevanz.

**Herr Giegold, wir danken Ihnen für das Interview!**

- 
- 5 Das Kürzel „ESG“ bedeutet: „environmental“ (Umwelt-), „social“ (sozial) und „governance“ (Unternehmensführung).
  - 6 SREP steht für den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (Supervisory Review and Evaluation Process).
  - 7 S steht für „Social“, also für „Soziales“, und G für „Governance“, also Unternehmensführung.

- 
- 8 Vereinte Nationen.



# Impressum

## Herausgeber

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Gruppe Kommunikation  
Graurheindorfer Straße 108 | 53117 Bonn  
Marie-Curie-Straße 24 – 28 | 60439 Frankfurt am Main  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)

## Redaktion und Layout

Referat Öffentlichkeitsarbeit und Reden

Redaktion:

Ursula Mayer-Wanders (Leitung)

Tel.: +49 (0)228 4108-2978

Jens Valentin

Tel.: +49 (0)228 4108-2363

E-Mail: [perspektiven@bafin.de](mailto:perspektiven@bafin.de)

## Designkonzept

werksfarbe.com | konzept + design  
Humboldtstraße 18, 60318 Frankfurt  
[www.werksfarbe.com](http://www.werksfarbe.com)

Bonn und Frankfurt am Main | 9. Mai 2019  
ISSN 2625-5952

## Bezug

Die Schriftenreihe BaFinPerspektiven erscheint auf der Internetseite der BaFin jeweils in deutscher und englischer Sprache. Die englische Ausgabe erscheint unter dem Titel „BaFinPerspectives“. Mit dem Abonnement des Newsletters der BaFin werden Sie über das Erscheinen einer neuen Ausgabe per E-Mail informiert. Den BaFin-Newsletter finden Sie unter:  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de) » Newsletter.

## Disclaimer

Bitte beachten Sie, dass alle Angaben sorgfältig zusammengestellt worden sind, jedoch eine Haftung der BaFin für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben ausgeschlossen ist.

Die Veröffentlichungen externer Autorinnen und Autoren in den BaFinPerspektiven stellen keine Meinungsäußerung der Herausgeberin dar; sie dienen der Unterrichtung und Urteilsbildung.

Ausschließlich zum Zweck der besseren Lesbarkeit wird in den BaFinPerspektiven auf die geschlechtsspezifische Schreibweise verzichtet. Alle personenbezogenen Bezeichnungen sind somit geschlechtsneutral zu verstehen.

Die Beiträge und Interviews in den BaFinPerspektiven unterliegen dem Urheberrecht. Nachdruck und Verbreitung sind nur mit schriftlicher Zustimmung der BaFin – auch per E-Mail – gestattet.

## Satz

Naumilkat – Agentur für Kommunikation und Design  
Jahnstraße 84  
40215 Düsseldorf

## Druck

Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG  
Sontraer Straße 6  
60386 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Gruppe Kommunikation  
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn  
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt am Main  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)