

Makro und Märkte kompakt
Nº 29 / August 2019

Sustainable Finance – Marktkräfte nutzbar machen

Wohl kaum ein anderes Thema beschäftigt derzeit Politik, Gesellschaft und Aufsichtsbehörden so sehr wie Nachhaltigkeit. Der Aktionsplan der EU-Kommission skizziert ambitionierte Maßnahmen auf dem Weg zu einem nachhaltigen Finanzwesen in der Europäischen Union. Im ersten Halbjahr 2019 wurden zahlreiche legislative Initiativen vorangetrieben, die einen erheblichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Versicherer haben können. Mit dieser Publikation möchten wir:

- die Herausforderungen und Chancen im Themenfeld **Nachhaltigkeit** aus Sicht der Versicherungswirtschaft grundsätzlich einordnen
- einen Überblick zu den Kernanforderungen aus der **Transparenzverordnung** für die Versicherer geben,
- den aktuellen Stand und mögliche Implikationen aus der **Taxonomieverordnung** erläutern.

Dr. Klaus Wiener
Mitglied der
GDV-Geschäftsführung
Chefvolkswirt
030 2020-5800
k.wiener@gdv.de

Tim Ockenga
Leiter
Kapitalanlagen
030 2020-5440
t.ockenga@gdv.de

**Katharina
Edzard-Heinke**
Kapitalanlagen
030 2020-5444
k.edzard-heinke@gdv.de

Bewahrung des Klimas als gemeinsames Anliegen

Angesichts des drohenden Klimawandels, einer rasant steigenden Weltbevölkerung und einer zunehmenden globalen Unsicherheit unterstützt die deutsche Versicherungswirtschaft die gesellschaftlichen Bemühungen um eine stärkere Ausrichtung der globalen Wirtschaft am Konzept der Nachhaltigkeit. Denn die Assekuranz ist sowohl als einer der größten institutionellen Kapitalanleger aber auch als Produktgeber von diesen Entwicklungen unmittelbar betroffen. Schon allein deswegen nehmen Versicherer ihre gesellschaftliche Verantwortung wahr und berücksichtigen auf freiwilliger Basis in einem immer stärkeren Maße Nachhaltigkeitskriterien in der Kapitalanlage und im Risikomanagement. Dies wurde von der Aufsicht auch so bestätigt. So hat die BaFin auf Basis einer eigenen Auswertung im Juni 2018 festgestellt, dass sich viele Unternehmen bereits intensiv mit dem Thema beschäftigen und Nachhaltigkeitskriterien in ihre Geschäftsprozesse integrieren.

Marktwirtschaftliche Prozesse statt neuer verpflichtender Anforderungen

Eine wesentliche Frage bei der stärkeren Ausrichtung der Finanzwirtschaft an nachhaltigen Prinzipien ist die nach der Verbindlichkeit der neuen Anforderungen. Verpflichtende Vorschriften haben den Vorteil der Einheitlichkeit in der Anwendung. Freiwilligkeit eröffnet hingegen Spielräume für eine der unternehmensindividuellen Situation angepasste Umsetzung und setzt kreative Marktkräfte frei. Wir setzen uns für das Prinzip einer möglichst großen Freiwilligkeit im Themenfeld Sustainable Finance ein. Dies nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund, dass es in der Bevölkerung und bei anderen Anspruchsgruppen weiter sehr unterschiedliche Vorstellungen über Nachhaltigkeit gibt. Im Ringen um die beste Lösung haben sich bei einer Vielzahl von Herausforderungen die Beachtung marktwirtschaftlicher Prinzipien bewährt. Diese Prinzipien sollten auch bei der Abwehr des drohenden Klimawandels Beachtung finden, denn Innovationskraft (Stichwort: Mobilität) und erhebliche finanzielle Ressourcen (Stichwort: Nachhaltige Infrastruktur) werden nötig sein, um den Klimawandel abzuwehren bzw. die negativen Folgen des Klimawandels beherrschbar zu machen. Richtig gesetzte Anreize – so die zentrale Erkenntnis der letzten Jahrzehnte – wirken besser als Verbote oder gesetzliche Auflagen. Trotz enormer staatlicher Subventionen und einer mit Macht vorangetriebenen Energiewende hat Deutschland seine Klimaziele bislang verfehlt. Es scheint unseres Erachtens daher sinnvoll, stärker als bisher auf die Kräfte des Marktes zu vertrauen.

Demokratische Legitimation und politische Kontrolle wahren

Bei Anpassungen der Finanzregulierung müssen trotz der Dringlichkeit des Themas demokratische Prozesse beachtet und die politische Kontrolle sichergestellt werden. Dies gilt für alle Teilaspekte der Nachhaltigkeit, die mit den Buchstaben E (Environment), S (Social) und G (Governance) beschrieben werden, ganz besonders aber für die Teilaspekte S und G. Von Teilen der Gesellschaft als erwünscht angesehene Entwicklungen dürfen nicht Grundlage für das Handeln nationaler und europäischer Aufsichtsbehörden sein. Themen wie inklusives Wachstum, Mindestlöhne oder Genderquoten gehören in die nationalen Parlamente und nicht in technische Expertengruppen. Das Thema Nachhaltigkeit darf auch im Interesse der Akzeptanz der Bevölkerung nicht mit dem Makel eines Demokratiedefizits behaftet werden. Die Freiheit der Geschäftsausübung sowohl auf der Anlage- als auch auf der Zeichnungsseite ist wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Versicherungsmärkte weiter effizient funktionieren und die Versicherer ihre zentrale volkswirtschaftliche Rolle der Risikoübernahme und -streuung wahrnehmen können.

Privates Kapital für die Bekämpfung des Klimawandels nutzbar machen

Um die Klimaziele zu erreichen, werden allein in Europa nach Schätzungen der Europäischen Kommission finanzielle Mittel in Höhe von 180 bis 290 Mrd. € jährlich benötigt. Finanzielle Ressourcen sind in dieser Größenordnung aus öffentlichen Haushalten nicht zu bestreiten. Um das Ziel einer Neuausrichtung der Kapitalströme zu erreichen, ist demnach das Kapital privater Investoren dringend erforderlich. Hier kann und will die Versicherungswirtschaft bei der Bekämpfung des Klimawandels eine wichtige Rolle spielen. Dies gilt vor allem für die Rolle als Finanzierer von Infrastrukturprojekten.

Zwar sind die Investitionen der Versicherungswirtschaft in Erneuerbare Energien in den letzten Jahren bereits kontinuierlich gestiegen (s. Grafik 1). Bei geeigneten Rahmenbedingungen könnte hier jedoch noch sehr viel mehr Kapital mobilisiert werden. So wäre es gut, wenn die öffentlichen Institutionen auf europäischer Ebene vermehrt Projekte auf den Weg bringen würden, bei denen institutionelle Investoren als Kapitalgeber fungieren. Als Vorbild könnte der Juncker-Plan dienen, unter dem Infrastrukturprojekte einer breiten Investorenschaft zugänglich gemacht wurden. Konkret seien in diesem Zusammenhang einige Maßnahmen genannt, die die Erreichung der Klimaziele unterstützen könnten:

- Schaffung einer koordinierten EU-Initiative für Investitionen, bei denen das Verursacherprinzip Berücksichtigung findet.
- Förderung von Öffentlich-Privaten-Partnerschaften (ÖPPs) im Bereich der grünen Infrastrukturen.
- Verbesserung der Beratung und Koordination von nachhaltigen Projekten. Hierfür könnten frühere Infrastrukturinitiativen aus dem Juncker-Plan und dem Europäischen Fonds für Strategische Investitionen, wie Finanzierungsfazilitäten, Beratungszentren genutzt und weiterentwickelt werden.
- Unterstützung bei der Bonitätsverbesserung, etwa durch First-Loss-Strukturen. Hier könnte z. B. die Initiative der Europäischen Investitionsbank für Projektanleihen weiterentwickelt werden. Dabei sollte darauf geachtet werden, dass ein „crowding in“ durch private Investoren unterstützt und ein „crowding out“ durch öffentliche Finanzierungseinrichtungen vermieden wird.

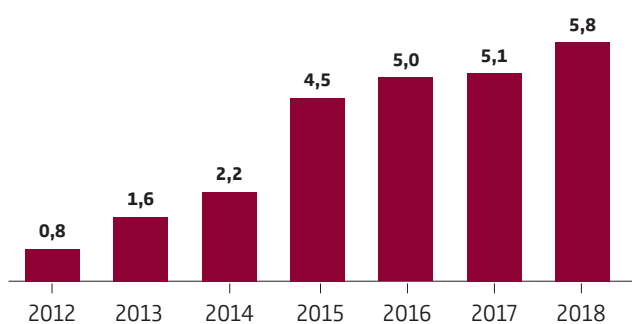
Die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investitionen zur Erreichung der Klimaziele bedeutet für Versicherer jedoch nicht die Einführung eines „grünen Unterstützungsfaktors“ in Solvency II, der nachhaltige Projekte ohne Prüfung des inhärenten Risikos fördern würde. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass Solvency II – als risikobasiertes System – nicht durch politische Ziele verwässert wird. Die Eigenkapitalanforderungen müssen das finanzielle Risiko der zugrunde liegenden Engagements ohne Verzerrung widerspiegeln.

Bewusstsein für Nachhaltigkeitsrisiken erhöhen

Für die Analyse von finanziell wesentlichen Nachhaltigkeitsrisiken ist eine umfassende und verlässliche sowie leicht zugängliche Datenbasis von großer Bedeutung, da-

Versicherer als bedeutende Finanzierer der Energiewende

Grafik 1 · Investitionen der Erstversicherer in Erneuerbare Energien in Mrd. Euro



Quelle: GDV, 2018

mit in einer zukunftsorientierten Art und Weise diejenigen Nachhaltigkeitsrisiken angemessen untersucht werden, die nachteilige Auswirkungen auf den Wert der Kapitalanlagen von Versicherern haben können. Dies darf aber nicht die Forderung beinhalten, dass die langfristigen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren bei der Investitionsentscheidung berücksichtigt werden müssen, die gerade keine finanziellen Risiken für die Investition des Versicherers bedeuten. Denn damit wäre das unter Solvency II bestehende Grundprinzip der Anlagefreiheit sowie das Gebot im besten Interesse der Kunden zu handeln, beeinträchtigt. Eine solche Berücksichtigung sollte nur bei denjenigen Finanzprodukten angezeigt sein, die nachhaltige Investitionen konkret fördern und als ein „grünes“ Finanzprodukt auf dem Markt angeboten werden.

Transparenz und Langfristigkeit fördern

Will die Finanzwirtschaft mehr und gezielter in nachhaltige Investitionsobjekte investieren, ist hierfür essenziell, dass ihnen auf möglichst globaler Ebene leicht zugängliche, aussagekräftige und verlässliche Daten von Seiten der Wirtschaft und der öffentlichen Hand zur Verfügung gestellt werden. Dies ist unter den Gesichtspunkten der Verlässlichkeit, Vergleichbarkeit, Zugänglichkeit der Daten aber auch aus Kostenaspekten besonders wichtig.

Versicherer sind geborene Langfristinvestoren. Es sollte daher näher analysiert werden, ob und inwieweit Solvency-II-Vorgaben ein Hindernis für langfristige Investitionen darstellen. So sollte z. B. das Risiko der Versicherer gegenüber einer kurzfristigen Volatilität an den Kapitalmärkten mit Blick auf ihre Verbindlichkeiten analysiert werden. Angemessene Maßnahmen im Bereich Solvency II würden die Ziele der EU-Kommission unterstützen, langfristige Investitionen in die europäische Wirtschaft zu fördern.

Erhöhte Anforderungen durch Transparenzverordnung und Versicherungsvertriebsrichtlinie

Nach der Veröffentlichung des Aktionsplans durch die Europäische Kommission im März 2018 ist eine Vielzahl von Verordnungen auf den Weg gebracht worden (s. Grafik 2), von denen wir hier drei angesichts ihrer hohen Bedeutung für die Versicherungswirtschaft beleuchten möchten (Transparenzverordnung, IDD, Taxonomie).

Die Transparenzverordnung ist eine der ersten Maßnahmen aus dem Aktionsplan auf die sich das Europäische Parlament, der Rat und die Europäische Kommission im Trilog geeinigt haben. Die mit der Verordnung eingeführten Offenlegungspflichten sollen sicherstellen, dass Kunden und anderen Interessensgruppen aus-

reichende Informationen über die Berücksichtigung und Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in Anlage- sowie Risikoprozessen zur Verfügung gestellt werden. Der Anwendungsbereich erstreckt sich branchenübergreifend auf alle Finanzmarktteilnehmer (Versicherer, Fondsgesellschaften und Banken) und Finanzberater, die Finanzprodukte oder Portfolioverwaltung anbieten. Bei den Versicherern sind Unternehmen betroffen, die Lebensversicherungsprodukte (Versicherungsanlageprodukte, Fondsprodukte, national anerkannte Altersvorsorgeprodukte und bAV-Produkte) anbieten. Die Kernanforderungen aus der Transparenzverordnung für die Versicherer sind:

- Unternehmen und Vermittler müssen auf Websites über ihre Vorgehensweise zur Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in ihren Investitionsentscheidungs- bzw. Beratungsprozessen informieren. Nachhaltigkeitsrisiken sind dabei Risiken z. B. aus Umweltveränderungen, welche nachteilige Auswirkungen auf den Wert eines Investments haben können.
- Ferner müssen Unternehmen und Vermittler im Rahmen der vorvertraglichen Informationen darüber informieren, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken in ihren Investitionsentscheidungs- bzw. Beratungsprozess integrieren und inwieweit Nachhaltigkeitsrisiken einen Einfluss auf die Rentabilität des Finanzproduktes haben können.
- Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern müssen auf ihrer Website eine Erklärung über ihre Strategien in Bezug auf die wichtigsten nachteiligen Auswir-

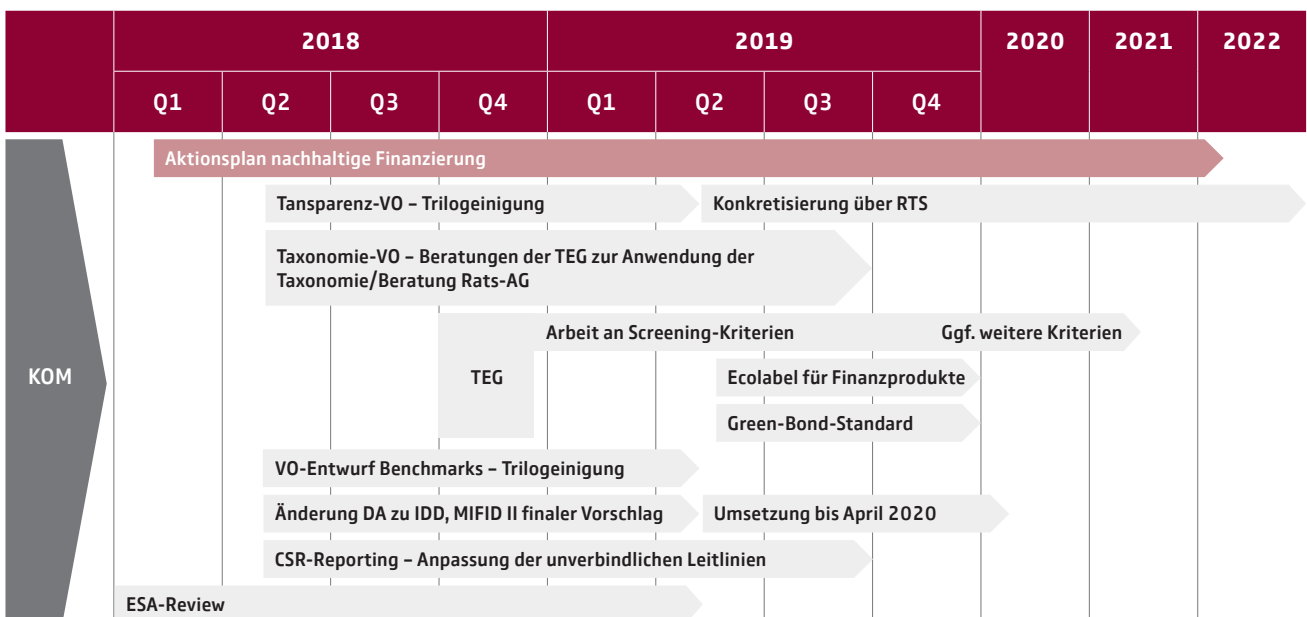
kungen ihrer Investitionsentscheidungen („due diligence“) auf Nachhaltigkeitsfaktoren (Umwelt, soziale und Arbeitnehmerbelange, Achtung der Menschenrechte, Antikorruptions- und Bestechungsbelange, ...) veröffentlichen. Im Rahmen der vorvertraglichen Informationen zu einem Finanzprodukt müssen sie zudem erläutern, ob bzw. wie das Finanzprodukt diese nachteiligen Auswirkungen berücksichtigt. Das Unternehmen muss angeben, wo diese Informationen zur Verfügung gestellt werden. Für Firmen mit weniger als 500 Mitarbeitern gilt ein „comply-or-explain“-Mechanismus. Für Vermittler gilt ein abgeschwächter „comply-or-explain“-Mechanismus.

- Unternehmen und Vermittler müssen offenlegen, wie ihre Vergütungsrichtlinien mit der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken vereinbar sind.
- Für als nachhaltig vertriebene Finanzprodukte gibt es darüber hinaus zusätzliche Informationspflichten.

Die Verordnung ist für die Unternehmen im Anwendungsbereich unmittelbar verbindlich und soll 15 Monate nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt zur Anwendung kommen. Nach jetzigem Kenntnisstand dürfte dies Anfang 2021 der Fall sein. Zu beachten ist ferner, dass zahlreiche Fragen zu Inhalt, Methoden und Präsentation der zu veröffentlichenden Informationen von den Europäischen Aufsichtsbehörden in den nächsten 12 bis 24 Monaten noch über technische Durchführungsstandards konkretisiert werden müssen.

Aktivitäten zu Nachhaltigkeit der EU

Grafik 2 · Extrem hohe Regulierungsdichte und Gleichzeitigkeit der Initiativen



Quelle: GDV 2019

Die Europäische Kommission beabsichtigt ferner, für die Beratung zu Anlageprodukten eine explizite Fragepflicht zu Nachhaltigkeitspräferenzen einzuführen. Damit soll sichergestellt werden, dass ESG-Präferenzen zukünftig im Rahmen der Eignungsbeurteilung erfragt und dokumentiert werden. Die nötigen Änderungen an den delegierten Verordnungen unter der Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD) und MiFID II sollen kurzfristig erfolgen und könnten bereits 2020 anwendbar sein. Wichtig ist bei der Umsetzung aus unserer Sicht, dass Anbieter von Finanzprodukten keinen Haftungsrisiken ausgesetzt werden. Dies könnte sich deshalb als Risiko erweisen, weil trotz umfangreicher empirischer Analysen bislang eben nicht klar ist, welche strukturellen Performancevor- oder -nachteile sich mit nachhaltig gemanagten Portfolios ergeben, dies also auch Berater mit Gewissheit nicht sagen können.

Für die Versicherer, die Versicherungsanlageprodukte anbieten, ergeben sich aus der Transparenzverordnung und den zukünftigen Anpassungen bei der IDD erhebliche Veröffentlichungsanforderungen und zusätzliche Aufwendungen. Die Anforderungen müssen insbesondere in die unternehmensinternen Anlage-, Produkt- und Vertriebsprozesse integriert werden, wozu ein entsprechender zeitlicher Vorlauf sowie eine enge Abstimmung der betroffenen Bereiche notwendig ist.

Versuch einer Klassifizierung von nachhaltigen Aktivitäten mit der Taxonomieverordnung

Die Taxonomieverordnung soll die Klassifikation ökologisch nachhaltiger Geschäftstätigkeiten ermöglichen, indem sie Technologien und Geschäftsaktivitäten definiert, die sowohl zur Emissionsreduktion beitragen als auch die Umwelt nicht übermäßig schädigen („do-no-harm“). Im Gegensatz zur Transparenzverordnung konnte zur Taxonomie auf europäischer Ebene bislang keine Einigung erzielt werden. Gegenstand der laufenden Beratungen zum Fortgang der Taxonomie sind u. a. folgende Fragen:

- Grüne Nische oder möglichst breiter Anwendungsbereich? Die bisherige Konzeption der Taxonomieverordnung ist unseres Erachtens nur für physische Vermögenswerte sowie in der Projektfinanzierung (z. B. Green Bonds) gut anwendbar. Der statische Ansatz ist jedoch nur bedingt praktikabel für die Bewertung der Nachhaltigkeit einer Aktie oder einer Unternehmensanleihe. Die Definition der Nachhaltigkeit im Rahmen der Taxonomie als Summe aller Aktivitäten berücksichtigt zum einen nicht ausreichend sektordiversifizierte Unternehmen oder Hersteller von Zwischenprodukten in einer Wertschöpfungskette, die für eine Dekarbonisierung der Wirtschaft wichtig sind (z. B. Her-

steller von Batterien). Zum anderen berücksichtigt sie nicht die zukünftigen Ziele und Strategien von Unternehmen. Mit Blick auf die gewünschte Transformation der Wirtschaft könnten so falsche Signale gesetzt werden. Hinzu kommt, dass Unternehmen der Realwirtschaft zumeist nicht nur eine, sondern hunderte oder gar tausende wirtschaftliche Aktivitäten ausführen. Die erforderliche Analyse ist äußerst komplex und damit sehr aufwändig. Die am 18. Juni 2019 von der Technical Expert Group vorgelegten Screening-Kriterien, welche nur für einen Teilbereich der gesamten Taxonomie gelten, machen dies deutlich. Zudem ist die Gesamtheit dieser Aktivitäten nicht stabil, sondern ändert sich im Laufe der normalen Geschäftstätigkeit durch Änderungen der Unternehmensstrategie oder durch M&A-Transaktionen.

- Bereitstellung der benötigten Daten über den Emittenten oder den Investor? Dies ist aus unserer Sicht ein zentraler Punkt. Wir sind der Meinung, dass aus Gründen der Datenverfügbarkeit die Geschäftsaktivitäten vom Unternehmen/Emittenten selbst analysiert und veröffentlicht werden sollten. Würde man diese Aufgabe den Investoren zuschreiben, wäre dies ein massiver Aufwand, denn jedes große Unternehmen würde auf Grund des hohen free floats tausendfach bewertet. Zudem wären sehr unterschiedliche Bewertungen vorgezeichnet, was Vergleiche unmöglich macht.
- Einbeziehung von Anlageklassen außerhalb der Realwirtschaft? Die jetzige Konzeption lässt keine Anwendung der Taxonomie auf Anlagen öffentlicher Schuldner zu. Anleihen und Darlehen an Staaten und Länder machen jedoch einen Großteil der Kapitalanlagen der Versicherer aus. Auch Banken fallen nicht unter den Anwendungsbereich der Taxonomie soweit sie kein

Historische Wertentwicklung globaler Solarenergieaktien

Grafik 3 · MAC Global Solar Energy Index



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Portfoliomanagement betreiben. Auch bei einer freiwilligen Anwendung dürfte es äußerst schwerfallen, Bankanleihen als überwiegend grün zu klassifizieren.

- Verbindlichkeit der Anwendung? Auf Grund der hohen Komplexität und weiterhin unterschiedlicher Anschauungen und Ansätze am Markt sollte die Taxonomie als möglicher Klassifizierungsansatz (z. B. im Rahmen des Angebotes von grünen Finanzprodukten) aus unserer Sicht nicht verpflichtend eingeführt werden. Stattdessen sollten Finanzmarktteilnehmer weiterhin die Möglichkeit haben, eigene Ansätze zu verfolgen, ohne dass hierfür eine Rechtfertigungspflicht eingeführt wird. Sollte die Anwendung der Taxonomie für grüne Projekte dennoch verbindlich vorgeschrieben werden, wäre hinsichtlich der fehlenden Erfahrungen in jedem Fall eine hinreichend lange Übergangsfrist von drei bis fünf Jahren sinnvoll.

Nach jetzigem Stand wird auf Basis der Taxonomie voraussichtlich nur ein relativ kleiner Teil der für Versicherer investierbaren Assets als grün klassifiziert werden können.

Dieser Teil der Anlagen wird insbesondere im Bereich der Realwirtschaft und bei grünen Infrastrukturinvestments liegen und im Vergleich z. B. zu Staatsanleihen oder Anlagen in hoch geratete Finanzinstitute höhere Ausfallrisiken aufweisen. Eine Betrachtung der Vergangenheit macht deutlich, dass grüne Kapitalanlagen (z. B. im Bereich Solaranlagen) nicht per se risikolos sind (s. Grafik 3).

Durch eine zunehmende Nachfrage nach grünen Assets wird die Rendite dieser Anlagen voraussichtlich eher sinken. Im Interesse einer sicheren Erfüllung der Leistungsversprechen und eines Handelns im besten Interesse der Kunden sollte daher die Taxonomie insbesondere hinsichtlich einer möglichen Verknüpfung mit Beratungspflichten oder Produktvorgaben zurückhaltend und mit Augenmaß eingeführt werden. Ferner muss die Konzeption der Taxonomie sinnvoll weiterentwickelt werden. Darüber hinaus müssen von Seiten der Politik dringend die richtigen Rahmenbedingungen gesetzt werden, damit das Angebot an verfügbaren grünen Anlagen deutlich steigt.

Impressum

Herausgeber

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de



Verantwortlich

Dr. Klaus Wiener,
Mitglied der Geschäftsführung, Chefvolkswirt
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

Publikationsassistentz

Delia Krüger-Wolf, Marcus Pfab

Redaktionsschluss

21.08.2019

Disclaimer:

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

Autoren

Katharina Edzard-Heinke
Tim Ockenga
Dr. Klaus Wiener

Bildnachweis

VRD – stock.adobe.com

Alle Ausgaben ...

auf GDV.DE