

**Stellungnahme des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)**

zur

**BaFin-Konsultation 16/2019, QIN 2017-2019-0001**

–

**Merkblatt der BaFin zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken**

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Branche in Deutschland, bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme in dieser Sache.

**Zusammenfassung BAI-Petita**

- **Mit Blick auf die *Sustainable Finance Initiative* der EU-Kommission sollte eine Überprüfung des Merkblattentwurfs im Hinblick auf dessen Erforderlichkeit und Zweckmäßigkeit erfolgen; darauf basierend sollte eine Klarstellung dahingehend erfolgen, wie sich diese BaFin-Verlautbarung in das europäische Legislativpaket zu *Sustainable Finance* inhaltlich und zeitlich einfügt; Zusatzaufwand der Branche auf nationaler Ebene bei der ESG-Integration durch spezifische und nicht abgestimmte BaFin-Vorgaben sollte vermieden werden – nachfolgend I, II und V.**
- **Ein nachhaltiger Investmentansatz beruht vor allem auf vorausschauendem eigenverantwortlichem Handeln, welches zudem durch einen ständigen Anpassungsprozess geprägt ist. Im Merkblatt sollte daher die Eigenverantwortung der Finanzbranche bei der ESG-Integration deutlicher hervorgehoben werden – nachfolgend III.**
- **Der BAI plädiert dafür, im Merkblatt Definitionen zu Nachhaltigkeit, Nachhaltigkeitsrisiken, ESG etc. exakt so zu verwenden, wie sie sich in den einschlägigen europäischen Normen (Taxonomie-Verordnung, Offenlegungs-Verordnung etc.) in Teilen bereits finden bzw. bis zum geplanten endgültigen Erlass des Merkblattes Ende Dezember 2019 aufgenommen werden – nachfolgend IV.**
- **Der BAI plädiert dafür, den Besonderheiten der Fondsbranche im Merkblatt stärker Rechnung zu tragen. Der Entwurf stellt offenkundig primär auf Organisation und Abläufe vor allem von Banken ab und wird damit den regulatorischen und organisatorischen Anforderungen von Investmentfonds nur sehr bedingt gerecht – nachstehend II.1. und III.**

**I. Vorbemerkung zur Zweckmäßigkeit und Erforderlichkeit des Merkblattes, insbesondere im Kontext der europäischen Sustainable Finance Initiative (SFI)**

Der BAI unterstützt die Sustainable Finance Initiative (SFI) der EU-Kommission und wir bemühen uns um einen konstruktiven Dialog mit den einschlägigen Institutionen, um eine pragmatische, effiziente und den Grundsatz der Eigenverantwortung wahrende Implementierung der Zielsetzungen der SFI zu erreichen.

Das von der EU-Kommission im Frühjahr 2018 vorgestellte Maßnahmenpaket zu *Sustainable Finance* ist neben der Kapitalmarktunion eines der bedeutendsten gesetzgeberischen Projekte der letzten Jahre, welches europaweit vorangetrieben wird und alle Bereiche des Finanzmarktes betrifft und mittlerweile auf verschiedenen Ebenen im Lamfalussy-Prozess sehr konkrete Gestalt annimmt. Parallel arbeitet die gesamte Finanzbranche bereits seit Jahren mit freiwilligen Branchenstandards und auch mit Blick auf das Maßnahmenpaket der SFI an der ESG-Integration auf Strategie- und Risikomanagementebene.

Grade mit Blick auf die Dynamik dieses fortgeschrittenen Prozesses und der Komplexität der einzelnen Maßnahmen verwundert es in gewisser Weise, dass die BaFin in diesem Stadium nicht nur ein eigenes Merkblatt zur Erwartungshaltung in Bezug auf den Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlicht, sondern in diesem Merkblatt nicht Stellung dazu bezieht, wie dieses Merkblatt eben im Kontext der SFI zu bewerten ist und im welchem – auch zeitlichen – Verhältnis das Merkblatt dazu steht.

Grundlegenden Maßnahmen wie z.B. die Offenlegungsverordnung oder die Taxonomie werden in Form einer Verordnung, die keiner weiteren Umsetzung in deutsches Recht bedarf, unmittelbare Geltung haben. Für die Fondsbranche<sup>1</sup> oder die Solvency II unterstellten Versicherungsunternehmen<sup>2</sup> gibt es zudem spezifische Rechtsakte, zu denen derzeit sogar auf Level-2 konkrete delegierte Rechtsakte erarbeitet werden. Alle betroffenen Akteure befassen sich derzeit intensiv nicht nur mit der Thematik insgesamt, sondern auch der konkreten Umsetzung und Implementierung der europäischen Vorgaben.

Genau zu diesem Zeitpunkt veröffentlicht nun die BaFin ein sehr umfangreiches und detailliertes Merkblatt, welches ab Ende des Jahres dann Geltung haben soll<sup>3</sup> und das von Strategiefragen, verantwortlicher Unternehmensführung, Geschäftsorganisation, Risikomanagement, Berichterstattung bis hin zu Auslagerungs- und Ratingsachverhalten praktisch alle Bereiche anspricht, die auch bereits im EU-Legislativpaket

---

<sup>1</sup> Final Report – ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD, 30 April 2019, ESMA34-45-688.

<sup>2</sup> Opinion on Sustainability within Solvency II, EIOPA-BoS-19/241, 30 September 2019.

<sup>3</sup> Geplante Veröffentlichung Ende 2019 laut Vortrag „Nachhaltigkeit aus aufsichtlicher Perspektive“ von Ludger Hanenberg, Abteilungsleiter VA 5, bei der Jahreskonferenz der Versicherungsaufsicht in Bonn am 29. Oktober 2019 (S. 5).

adressiert sind. Vor diesem Hintergrund erscheinen sowohl das Format des BaFin-Erlasses als auch zahlreiche inhaltliche Anmerkungen problematisch.

Laut eigenen Aussagen möchte die BaFin den von ihr beaufsichtigten Unternehmen „eine Orientierung im Umgang mit dem immer wichtiger werdenden Thema ‚Nachhaltigkeitsrisiken‘ geben“. Nach unserem Verständnis bringt die BaFin mit dem Merkblatt ihre Erwartungshaltung zum Ausdruck. Die Aufsicht möchte sicherstellen, dass die beaufsichtigten Unternehmen das Thema ESG und insbesondere Nachhaltigkeitsrisiken auch ernsthaft in Angriff nehmen und nicht auf das Inkrafttreten europäischer Erlasse warten, obwohl diese schon kurz bevorstehen. Ob hier mit Blick auf das umfassende Maßnahmenpaket der EU und das proaktive Handeln vieler Finanzmarktteilnehmer noch ein Bedürfnis besteht, muss bereits hinterfragt werden. Allenfalls sollte das Merkblatt als eine Art „Brücken-Erlass“ bis zum Inkrafttreten einschlägiger und rechtsverbindlicher Rechtsakte auf europäischer Ebene verstanden werden, allerdings gilt hier nochmals zu betonen, dass aktuell schon einschlägige delegierte Rechtsakte erarbeitet werden, die die Branche schon sehr genau analysiert und diesbezüglich schon entsprechende Vorkehrungen trifft. Die volle Aufmerksamkeit sollte und muss den Maßnahmen der SFI gelten. Grade deshalb sollte die BaFin auch deutlich hervorheben, welche konkrete Funktion und welchen Mehrwert in diesem Kontext das Merkblatt darstellen kann. Diesen Aspekt bitten wir die BaFin im Merkblatt klarstellend aufzugreifen. Andernfalls droht das Merkblatt eher zu einer Belastung als zu einer Orientierungshilfe für die deutsche Finanzbranche zu werden.

## **II. Rechtliche Bewertung des BaFin-Merkblattes**

Grade mit Blick auf den Grundsatz der Gesetzmäßigkeit der Verwaltung ergeben sich aus unserer Sicht weitere Fragestellungen, die aus unserer Sicht zunächst weiter diskutiert werden sollten. Zum einen muss konstatiert werden, dass es keine gesetzliche Ermächtigungsgrundlage für den Erlass des Merkblatts gibt. Im Hinblick auf den Detaillierungsgrad des Merkblattes und die dort niedergelegte Erwartungshaltung, die eben de facto doch einen durchaus verbindlicheren Charakter hat, muss dann auch die Frage gestellt werden, welcher – gesetzlichen - Grundlage ein solches Merkblatt bedarf.

Im Merkblatt werden sehr deutlich und sehr spezifisch Erwartungshaltungen niedergelegt, die auch aufsichtsrechtlich überprüfbar und ggf. sanktionierbar sind. Sehr deutlich wird im Merkblatt z.B. die Verwendung von Ausschlusskriterien gefordert. Ausschlusskriterien führen dazu, dass im Ergebnis Unternehmen vom Kapitalmarkt bzw. von Finanzierungen ausgeschlossen werden, obwohl diese – vom Grundgesetz gedeckt - einer erlaubten Geschäftstätigkeit nachgehen. Gerade dieser Aspekt wird u.E. im Kontext der ESG-Diskussion bislang nicht hinreichend aufgegriffen. Denn z.B. führt die Kategorisierung und Qualifizierung in der Taxonomie dazu, dass bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten, die eben nicht aufgenommen werden, gebrandmarkt werden und Investoren de facto dazu angehalten werden, nicht mehr in entsprechende Unternehmen zu investieren bzw. diese zu finanzieren. Die Politik will oder kann derartige Aktivitäten allerdings weder verbieten, noch will oder kann sie klimaschädliches oder nicht-soziales Verhalten

oder schlechte Governance in Unternehmen sanktionieren. Direkte Lenkungsmaßnahmen wie etwa eine CO<sub>2</sub>-Steuer werden nicht vorangetrieben, stattdessen soll die Finanzbranche Unternehmen, die entsprechende negativ belegte Aktivitäten betreiben, abstrafen.

In dem Merkblatt fordert die BaFin nun z.B. die Verwendung von Ausschlusskriterien und damit die gezielte Nicht-Investition und Nicht-Finanzierung von Unternehmen, deren Aktivitäten nicht in die Taxonomie aufgenommen werden. Gleichwohl üben diese Unternehmen vom Grundgesetz geschützte Aktivitäten aus (Stichwort „Eigentumsschutz“ und „Schutz vor Enteignung bzw. enteignungsgleichem Eingriff“). Gerade auch mit Blick auf die Problematik bei behördlichen Warnungen und Empfehlungen sollten vorliegend mögliche Konsequenzen des Merkblatts weiter beleuchtet werden.

### **1. (Rechtlich unverbindliches) „Merkblatt“ vs. umfassender Pflichtenkatalog**

Die Rechtsform eines Merkblattes an sich sowie die wohl bewusst bisweilen eigentümlich unverbindlich bzw. unpräzise („Orientierung“ etc.) gehaltene Sprache des Merkblattes kontrastiert erheblich zum umfassenden Inhalt, der doch klaren Erwartungshaltung der BaFin enthält, z.B. in folgenden Bereichen:

- angemessene Dokumentationspflichten (Ziffer 1.1),
- Definitionen (Ziffer 2.4),
- ausreichende und geeignete personelle und sonstige Ressourcen (Ziffer 3.2.4),
- Anforderung in Ziffer 5.4 („Für die Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken im Risikomanagementsystem bedarf es ausreichender Ressourcen. Eine ausreichende Qualifizierung ist sicherzustellen. Eventuell empfiehlt sich eine Verstärkung bestehender Governance-Funktionen durch Experten für Nachhaltigkeitsrisiken oder die Einrichtung einer separaten Nachhaltigkeitseinheit, die mit spezifischen Aufgaben betraut wird“)
- Vorgabe, dass die Institute ihre bestehenden unternehmensindividuellen Stresstests überprüfen müssen (Ziffer 7.1).

Die BaFin weist im allgemeinen Teil des Merkblattes darauf hin, dass verbindliche gesetzliche oder aufsichtliche Vorgaben im Hinblick auf Nachhaltigkeitsrisiken durch das Merkblatt weder abgeschwächt noch erweitert werden. Dies gelte insbesondere für die noch ausstehenden europäischen Konkretisierungen zur Integration von Nachhaltigkeitsrisiken bei Versicherungsunternehmen (EIOPA „*Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency and IDD*“ vom 30.04.2019), Wertpapierdienstleistungsunternehmen (ESMA „*Technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MIFID II*“ vom 30.04.2019) und Kapitalverwaltungsgesellschaften (ESMA „*Technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD*“ vom 30.04.2019) sowie bei Kreditinstituten.

Inhaltlich setzt sich das Merkblatt mit dem gesamten Organisationsprozess auseinander, beginnend von einer Geschäfts- und Risikostrategie über interne Organisationsrichtlinien, Verantwortlichkeiten, Anforderungen an das Risikomanagement, Auslagerungen bis hin zu Gruppensachverhalten und die Verwendung von Ratings.

Der Entwurf greift mit seinen zahlreichen Beispielen und Fragen weitreichend in die bestehenden Organisations- und Risikomanagementprozesse ein. Viele Vorgaben nehmen, soweit ersichtlich, die geplanten Level-2-Maßnahmen zu Nachhaltigkeit in den EU-Richtlinien wie die AIFM-, OGAW-Richtlinie, Solvency II und MiFID II vorweg bzw. könnten so verstanden werden, und aufgrund des hohen Detaillierungsgrades schränken sie die auf EU-Ebene diskutierten prinzipienorientierten Ansätze wesentlich ein bzw. stehen diesen sogar entgegen. Zu den Level-2-Maßnahmen sind frühestens im November 2019 Empfehlungen der EU-Kommission zu erwarten, die voraussichtlich ab 2021 in Kraft treten sollen. Vor diesem Hintergrund besteht die Gefahr, dass durch das BaFin-Merkblatt abweichende Anforderungen zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken in der Geschäftsorganisation zu verschiedenen Zeitpunkten eingeführt werden. Unterschiedliche Begriffe und Anforderungen sind jedoch kontraproduktiv zur politischen Intention. Daher ist mindestens ein Abwarten der Vorschläge der EU-Kommission geboten. Die auf 33 Seiten aufgestellten Anforderungen erzeugen zudem aufgrund ihres hohen Detaillierungsgrades erheblichen Aufwand zur Überprüfung bestehender Prozesse, unnötige Kosten und bindet Ressourcen, die die Wirksamkeit der zu treffenden Maßnahmen am Markt wesentlich einschränken.

Ausdrücklich möchten wir zudem hervorheben, dass der Entwurf des Merkblattes den Besonderheiten der Struktur bzw. Geschäftsmodelle der Fondsbranche nicht hinreichend gerecht wird. Der Entwurf orientiert sich sehr deutlich an den für Banken - und zum Teil den für Versicherungsunternehmen - entwickelten unternehmensbezogenen Organisations- und Risikomanagementprozessen und diese werden uneingeschränkt auf die Verwaltung von Fonds übertragen. Hier erscheint eine differenziertere Ausgestaltung erforderlich.

## **2. Faktische Bindungswirkung von BaFin-Verlautbarungen**

Die Rechtsnatur einer BaFin-Verlautbarung wie des konsultierten Merkblattes wird in der juristischen Literatur mehrheitlich dergestalt gesehen, dass diese Verlautbarungen als norminterpretierende oder normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften qualifiziert werden. Mangels gesetzlicher Ermächtigungsgrundlage im Sinne des Art. 80 Grundgesetz werden sie jedenfalls nicht als allgemeinverbindliche Rechtsverordnungen eingestuft werden können. Überwiegend werden BaFin-Verlautbarungen als norminterpretierende aufsichtsrechtliche Verwaltungsvorschrift im Sinne des Art. 84 Abs. 2 Grundgesetz gesehen, also als BaFin-Innenrecht, somit rechtlich für Gerichte und Regelungsadressaten unverbindlich und nur

mit mittelbarer rechtlicher Außenwirkung über die Verwaltungspraxis und den Gleichheitsgrundsatz.<sup>4</sup> Auch das in Rede stehende Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken scheint aus Sicht eines objektiven Erklärungsadressaten keinen Regelungscharakter aufzuweisen. So stellt die BaFin, wie vorstehend dargestellt, einleitend ausdrücklich klar, dass mit dem Merkblatt lediglich eine Orientierungshilfe gegeben werden soll.

Dem gegenüber steht die faktische Bindungswirkung von BaFin-Verlautbarungen, welcher sich die Aufsicht durchaus bewusst sein dürfte. In jüngster Zeit werden selbst Aufsätze im BaFin-Journal in diese Richtung diskutiert (bspw. *Piwowski*: BaFinJournal als neues Aufsichtsinstrument in der Wertpapieraufsicht? WM 2019, 1957). Obwohl das Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken keinen juristisch verbindlichen Charakter hat, ist zu erwarten, dass die beaufsichtigten Unternehmen dem Anliegen der BaFin nachzukommen versuchen. Denn solche Vorgaben entwickeln sich in der Praxis häufig zum Branchenstandard. Unterzieht man das BaFin-Merkblatt einer genaueren Prüfung auf die Sprache, die Verwendung findet, erscheint der rechtlich unverbindliche Charakter deutlich weniger klar. So spricht die BaFin in Ziffer Allgemeine 6.1 von den Anforderungen an die Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in die Risikoidentifikations-, -steuerungs- und -controllingprozesse und haben die Formulierungen in Ziffer 5.9 zur Compliance-Funktion regelrecht einen Verordnungston. Auch bringt die BaFin verschiedentlich ihre Erwartungshaltung zum Ausdruck, etwa bezüglich angemessener Dokumentation (vorne, Ziffer 1.1, S. 7).

### III. Stärkung der Eigenverantwortung der Investoren

Der BAI plädiert mit Nachdruck dafür, dass der Eigenverantwortung der Investoren mehr Raum gewährt wird und dies im Merkblatt eine Klarstellung erfährt, wie dies etwa auch im Regelwerk von Solvency II oder in der Anlageverordnung der Fall ist. Gezielte Anlagevorgaben von Politik und Aufsicht sind aus unserer Sicht mit Vorsicht zu genießen. Wir unterstützen in dieser Hinsicht die Auffassung der Deutschen Bundesbank. „Forderungen nach einer grünen Geldpolitik, etwa in Gestalt eines ‚Green QE‘ oder einer gezielten Privilegierung innerhalb des Sicherheitenrahmens, sehe ich sehr kritisch“, sagte Bundesbankpräsident Weidmann jüngst bei der zweiten Finanzmarktkonferenz der Bundesbank in Frankfurt am Main. „Unser Mandat lautet Preisstabilität, und bei der Umsetzung unserer Geldpolitik ist der Grundsatz der Marktneutralität zu beachten“, so Weidmann weiter.<sup>5</sup> Dieser Aspekt der Eigenverantwortung der Investoren und der Marktneutralität der Finanzaufsicht kommt im Merkblatt eindeutig zu kurz, wenn das Merkblatt etwa eine „Ergänzung zu den MaRisk“ sein soll und Formulierungen so gewählt sind, dass bei Nicht-

---

<sup>4</sup> Vgl. Dazu *Fekonja*, BaFin-Verlautbarungen, Möglichkeiten und Grenzen der rechtlichen Bindungswirkung, 2014, S. 71 ff.

<sup>5</sup> Rede von Bundesbankpräsident *Jens Weidmann* am 29. Oktober 2019, vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/weidmann-und-mauderer-klimaschutz-ist-fuer-notenbanken-sehr-bedeutendes-thema--812586>.

beachtung aufsichtliche Konsequenzen drohen. Nach unserem Dafürhalten und unserer Branchenbeobachtung ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken schlicht gutes Risikomanagement, unbesehen von jeglicher ausdrücklichen Regulierung. Das Vermeiden von möglichst jedwedem Risiko bzw. ein möglichst günstiges Rendite/Risiko-Profil ist schlicht *state of the art* im Risikomanagement.

In eine ähnliche Richtung zielt unsere Kritik am Eindruck, die BaFin möchte im Merkblatt gewisse Methoden (S. 22) vorgeben. So ist auffallend häufig von Ausschluss(-kriterien bzw. -methoden) die Rede. Auch hier sollten Investoren bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften Methodenfreiheit haben, zumal etwa Negativlisten, schwarze Listen oder Ausschlusskriterien vergleichsweise banale Methoden darstellen und kaum mehr zeitgemäß sind. Hier sind die Vorstellungen der BaFin zu detailliert, ebenso wie bei der Geschäftsorganisation, wenn die BaFin konkrete Vorstellungen in eine Teilung zwischen Front-Desk, Middle- und Back-Office entwickelt. Diese Dopplung ist zu weitgehend und entstammt eher aus der Bankenwelt; für die Fondsbranche ist dies nicht angebracht. Generell sind die Abschnitte zur Geschäftsorganisation stark an Banken ausgerichtet und enthalten gesonderte Ausführungen für nach VAG beaufsichtigte Unternehmen. Kapitalverwaltungsgesellschaften mit ihren eigenen Organisationsstrukturen passen nur bedingt in diese Schemata, die Belange und Eigenheiten der Fondsbranche kommen hier zu kurz. In der finalen Fassung des Merkblattes wären diesbezügliche Klarstellungen wünschenswert.

#### **IV. BaFin-Definition des Nachhaltigkeitsrisikos**

Zentraler Begriff des konsultierten Merkblatts ist der des Nachhaltigkeitsrisikos. Der BaFin-Entwurf versteht hierunter Ereignisse oder Bedingungen aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, deren Eintritt sich auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie auf die Unternehmensreputation negativ auswirken kann. Ausdrücklich werden in dieses Begriffsverständnis „physische Risiken“ sowie „Transitionsrisiken“ einbezogen. Obwohl die BaFin ihr Begriffsverständnis des Nachhaltigkeitsrisikos definiert und die von ihr beaufsichtigten Unternehmen in der Entwurfsfassung des Merkblattes dazu auffordert, im Hinblick auf Nachhaltigkeitsrisiken eigene Strategien zu entwickeln (Ziffer 3), die BaFin wiederum die Verantwortlichkeit hinsichtlich der Risikostrategie, deren Kommunikation und Umsetzung der Geschäftsleitung zuordnet (Ziffer 4) und die „ganzheitliche Prüfung der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken“ in nahezu sämtlichen Geschäftsbereichen erfolgen soll (Ziffer 5), will die BaFin Nachhaltigkeitsrisiken als Teilaspekt der bekannten Risikoarten (Kredit-/ Adressatenausfallrisiko, Marktrisiko, Liquiditätsrisiko, operationelles Risiko, versicherungstechnisches Risiko, strategisches Risiko und Reputationsrisiko) ansehen, was im Ergebnis zwar zutreffend und zu begrüßen ist (Ziffer 2.7), aufgrund des Umfangs und der Aufmachung des im Entwurf veröffentlichten Merkblattes aber überrascht und zu erheblichen Problemen bei der unternehmensinternen Umsetzung führen dürfte. Zwar können die im Merkblatt beschriebenen Umstände sich in der Tat auf sämtliche genannten Risikogruppen auswirken, weswegen diese auch den

bislang bekannten und von der BaFin aufgezählten „Risikogruppen“ zuzuordnen sind. Gleichwohl suggeriert das Merkblatt den Eindruck, als handele es sich bei dem Nachhaltigkeitsrisiko um eine eigenständige, neue Risikoklasse, was gerade (wohl auch nach Ansicht der BaFin) nicht der Fall ist.

Folgende Definitionen finden sich in der vom EU-Rat am 23. Oktober 2019 verabschiedeten Fassung der Offenlegungsverordnung<sup>6</sup> (in Art. 2 Definitionen):

*(17) ‘sustainable investment’ means an investment in an economic activity that contributes to an environmental objective, as measured, for example, by key resource efficiency indicators on the use of energy, renewable energy, raw materials, water and land, on the the circular economy, or an investment in an economic activity that contributes to a social objective, in particular an investment that contributes to tackling inequality or that fosters social cohesion, social integration and labour relations, or an investment in human capital or economically or socially disadvantaged communities, provided that such investments do not significantly harm any of those objectives and that the investee companies follow good governance practices, in particular with respect to sound management structures, employee relations, remuneration of staff and tax compliance;*

*(22) ‘sustainability risk’ means an environmental, social or governance event or condition that, if it occurs, could cause an actual or a potential material negative impact on the value of the investment;<sup>7</sup>*

ESMA verzichtet darauf, den Begriff des Nachhaltigkeitsrisikos selbst zu definieren, und verweist stattdessen auf die Definition in der Offenlegungsverordnung. Erfreulich ist die Anerkennung von ESMA, dass diese Definition bereits auf die Wesentlichkeit der Risiken abstellt. ESMA verzichtet in ihrem Final Report also auf eine (eigenständige) Definition von Nachhaltigkeitsrisiko und verweist schlicht auf die Offenlegungsverordnung:

*ESMA agrees on the importance of having clarity on the terminology used for the correct implementation of the proposed legislative amendments. ESMA is also of the view that the development of any binding definitions needs to consider all legislative initiatives developed on the topic of Sustainable Finance in order ensure a harmonised approach across sectors. For this reason,*

---

<sup>6</sup> REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on sustainability-related disclosures in the financial services sector.

<sup>7</sup> So auch Erwägungsgrund 14 der Offenlegungsverordnung, überdies mit Verweis auf u.a. die maßgeblichen Fondsrichtlinien OGAW V und AIFMD: „A sustainability risk means an environmental, social or governance event or condition that, if it occurs, could cause a negative material impact on the value of the investment, as specified in sectoral legislation, in particular in Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/65/EU, (EU) 2016/97, (EU) 2016/2341, or delegated acts and regulatory technical standards adopted pursuant to them.“

*and also in light of the content of the mandate received, ESMA has refrained from suggesting new definitions in its draft technical advice, but is pleased to note that relevant definitions and clarifications will be included in the new rules on disclosure requirements on which the co-legislators have recently reached political agreement (hereinafter ‘Disclosure Regulation’). In this context, it is worth noting that the definition of ‘sustainability risks’ set out therein already refers to materiality. With a view to ensuring a consistent interpretation and application of the rules, ESMA invites the Commission to include cross-references in the Level 2 legislation covered in this technical advice to the relevant definitions set out in the Disclosure Regulation or include identical definitions under Article 1 of the Commission Delegated Regulation (EU) 231/2013 and Article 3 of the Commission Directive 2010/43/EU, in particular in relation to the notion of ‘sustainability risks’. In light of the final wording of the definition of ‘sustainability factors’ set out in the Disclosure Regulation<sup>5</sup>, ESMA has also adjusted the wording of the legislative proposals below. This is in particular because the final text of the Disclosure Regulation clarifies that the consideration of adverse impacts of investment decisions on sustainability factors will not be mandatory for all market participants.<sup>8</sup>*

Wir teilen die Auffassung von ESMA, dass eine weitere oder eigenständige Definition des Nachhaltigkeitsrisikos keinen Sinn ergibt. Was auf europäischer Ebene gilt, gilt umso mehr für Deutschland: Nachhaltigkeitsrisiken machen nicht vor nationalen oder europäischen Grenzen halt, sondern sind weltweit schlicht dieselben.

Entsprechend bitten wir die BaFin, keinerlei eigenständige Definition von Nachhaltigkeit oder Nachhaltigkeitsrisiko in das Merkblatt aufzunehmen. Nach unserem Dafürhalten sind ESG-Risiken (bzw. E&S&G-Risiken) oder Nachhaltigkeitsrisiken schlicht Teil des Marktrisikos. Insofern ist es selbstverständlich, dass sich auch Reputationsschäden in der Abwertung von Assets materialisieren können – auch das ist Marktrisiko. Gesonderte Erwähnungen von klimabezogenen, physischen oder Transitionsrisiken sind ebenfalls nicht vonnöten. Der Definition von Nachhaltigkeitsrisiko im BaFin-Merkblatt sollte schlicht dieselbe Definition wie in der Offenlegungsverordnung zugrunde liegen.

---

<sup>8</sup> Final Report – ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD (Finale Empfehlungen der ESMA zur Integration von Nachhaltigkeit in die OGAW- und AIFM-Richtlinie), S. 6.

**V. Zeitplan – Sukzessives Inkrafttreten/phasing out nach Erlass europäischer Rechtsakte? Merkblatt als „Brücken-Erlass“**

Sofern die BaFin an der Absicht festhält, mit einem Merkblatt eigenständig auf nationaler Ebene Nachhaltigkeitsrisiken im Risikomanagement zu adressieren, sollte dies gerade mit Blick auf die freiwilligen Aktivitäten der beaufsichtigten Institute, die insbesondere natürlich auch die – geplanten - europäischen Vorgaben bereits berücksichtigen, zum einen nur schrittweise erfolgen. Gerade auch in Bezug auf die Messung und Steuerung von entsprechenden Risiken gibt es häufig (noch) keine Verfahren oder Standards und auch Szenarioanalysen bzw. Stresstests sind zurzeit kaum möglich. Zum anderen sollte das Merkblatt allenfalls als eine Art von „Brücken-Erlass“ bis zum Inkrafttreten einschlägiger europäischer Rechtsakte konzipiert werden.

\*\*\*\*\*

**Kontakt:**

**Bundesverband Alternative Investments e.V.**

**RA Frank Dornseifer**

-Geschäftsführer-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn, Deutschland

Tel.: +49-(0)228-96987-50

Fax: +49-(0)228-96987-90

E-Mail: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative-Investments-Branche in Deutschland. Der Verband versteht sich als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Der BAI fördert den Bekanntheitsgrad sowie das Verständnis für alternative Anlagen in der Öffentlichkeit und setzt sich für die wissenschaftliche Forschung ein. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden und pflegt den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen und attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 220 Unternehmen angewachsen.