

GesKR

4 | 2019

GESELLSCHAFTS- UND KAPITALMARKTRECHT

SONDERDRUCK

HERAUSGEBER

Dr. Daniel Daeniker
Dr. Frank Gerhard
Dr. Urs Kägi
Dr. Till Spillmann
Dr. Rudolf Tschäni
Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt
Prof. Dr. Rolf Watter
Matthias Wolf

SCHRIFTLEITUNG

Dr. Andreas Müller (Vorsitz)
Dr. Joel Fischer
Adrian Koller
Patrick Schärli



Rolf H. Weber / Andreas Hösli*

Der Klimawandel und die Finanzmärkte

Berücksichtigung von Klimarisiken und -chancen durch institutionelle Anleger in der Schweiz



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Klimarisiken und -chancen sowie deren Bemessung aus Anlegersicht
 1. Begriff und Wesen der relevanten Risiken und Chancen
 2. Herausforderungen bei der Bemessung von Klimarisiken und -chancen
- III. Erweiterung der Regulierungsansätze
 1. Überblick
 2. Internationale Ebene
 3. Aktionsplan der Europäischen Union
 4. Schweiz
 5. Entwicklungen in anderen Staaten
- IV. Institutionelle Investoren
 1. Wichtige Marktakteure
 2. Initiativen
 3. Klimarisiken adressierende Anlagerichtlinien und -strategien am Beispiel der Pensionskasse der Stadt Zürich (PKZH)
- V. Rechtliche Fragestellungen
 1. Berücksichtigung von Klimarisiken im Rahmen der treuhänderischen Sorgfaltspflicht von Vorsorgeeinrichtungen
 2. Weitere Fragestellungen
- VI. Fazit und Ausblick

I. Einleitung

Begriffe wie «Klimawandel», «Klimanotstand» oder «Flugscham» sind heute allgegenwärtige Schlagwörter. Gemäss dem World Economic Forum (WEF) gehören extreme Wetterereignisse, Naturkatastrophen, Biodiversitätsverlust sowie das menschliche Versagen bei der Bekämpfung der Ursachen und Folgen des Klimawandels

zu den wichtigsten globalen Bedrohungen.¹ Waren traditionellerweise auf internationaler Ebene vornehmlich die Staaten die Adressaten von rechtlichen Regelungen, gelangt mehr und mehr die Verantwortung von Unternehmen in den Fokus. Gerade von grossen, international tätigen Unternehmen wird erwartet, dass sie sich um Nachhaltigkeit bezüglich *Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Environmental, Social and Governance issues, kurz «ESG»)* kümmern. Im Bereich Umwelt müssen sich Leitungsorgane damit beschäftigen, wie das Unternehmen substantielle Herausforderungen wie z.B. das Land- und Wassermanagement oder die Plastikproblematik adressiert. Angesichts alarmierender Berichte internationaler Organisationen wird das Augenmerk nun zunehmend auf Klimarisiken gerichtet. Auch Investoren kommen heute nicht mehr um die Themen Nachhaltigkeit und Klimawandel herum. Neben Risiken bietet der Klimawandel für Unternehmen und Investoren jedoch auch Chancen. So will sich die Schweiz als Vorreiterin in Sachen nachhaltiges Finanzwesen positionieren, um sich dadurch einen langfristigen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen.²

Wissenschaftlich herrscht heute überwältigender Konsens, dass der Klimawandel durch den Mensch verursacht wird.³ Mit dem im Dezember 2015 geschlossenen Klimaübereinkommen von Paris (*ParisÜ*)⁴ verständigte sich die Staatengemeinschaft darauf, (i) den Anstieg der durchschnittlichen Erdtemperatur auf deutlich unter

* Rolf H. Weber, em. Professor für Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, daselbst Co-Leiter des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung und des «Center for Information Technology, Society, and Law», sowie Rechtsanwalt in Zürich.

Andreas Hösli, Rechtsanwalt, lic. iur., LL.M. (UNSW), wissenschaftlicher Mitarbeiter am Universitären Forschungsschwerpunkt Finanzmarktregulierung sowie Doktorand am Institut für Völkerrecht und ausländisches Verfassungsrecht von Prof. Dr. Christine Kaufmann, Universität Zürich.

Der vorliegende Beitrag ist im Rahmen des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung entstanden.

¹ World Economic Forum (WEF), The Global Risks Report 2018 vom 17. Januar 2018, 13. Aufl., 60, abrufbar unter http://www3.weforum.org/docs/WEF_GRR18_Report.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

² Vgl. z.B. Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen (SIF), «Nachhaltigkeit im Finanzsektor», abrufbar unter https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/finanzmarktpolitik/nachhalt_finanzsektor.html; siehe auch Schweizerische Bankiervereinigung, Positionspapier der SBVG zu Sustainable Finance, 18. September 2019, abrufbar unter <https://www.swissbanking.org/de/medien/news/positionspapier-der-sbvg-zu-sustainable-finance> (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

³ Vgl. JOHN COOK ET AL., Consensus on consensus: a synthesis of consensus estimates on human-caused global warming, *Environmental Research Letters* 11/2016, 048002, doi:10.1088/1748-9326/11/4/048002.

⁴ Klimaübereinkommen von Paris vom 12. Dezember 2015, SR O.814.012.

2°C über dem vorindustriellen Niveau zu halten sowie Anstrengungen zu unternehmen, den Temperaturanstieg auf 1.5°C zu begrenzen, (ii) die Klimaresilienz zu erhöhen, sowie (iii) die *Finanzflüsse* in Einklang zu bringen mit einer Entwicklung hin zu einer emissionsärmeren Wirtschaft. Die klimafreundlichere Ausgestaltung des Finanzsystems ist somit eines der drei ausdrücklichen Ziele des ParisÜ. Das Erreichen der vorgenannten Ziele bedingt grundlegende und rasche strukturelle Anpassungen der Weltwirtschaft und des Verhaltens von Investoren.⁵

Die mit dem Klimawandel einhergehenden Risiken betreffen die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte signifikant.⁶ In einer oft zitierten Rede im September 2015⁷ warnte CARNEY⁸ vor den Gefahren des Klimawandels für die Finanzstabilität. Diese werden auch von Institutionen wie der Europäischen Zentralbank (EZB) intensiv untersucht.⁹ Zunehmend setzt sich die Erkenntnis durch, dass der Finanzsektor Verantwortung zu tragen hat, will man die von der Staatengemeinschaft gesetzten Klimaziele erreichen bzw. die Folgen des Klimawandels mildern. So hat das Verhalten Schweizer Investoren massgebliche Auswirkungen auf den Kohlenstoff-Fussabdruck (*carbon footprint*)¹⁰ der Schweiz. Diese anerkennt die zentrale Rolle des Finanzmarkts bei der Bekämpfung des Klimawandels.¹¹ Dass sich auch der Privatsektor seiner

Verantwortung bewusst ist, spiegelt sich u.a. in öffentlichen Statements grosser Schweizer (Rück-)Versicherer und Banken wider.¹²

Institutionelle Investoren sind wichtige Treiber der Entwicklung hin zu einem stärkeren Fokus auf Klimarisiken und -chancen. Als Verwalter von grossen Vermögen mit oft langfristigem Anlagehorizont sind sie besonders gefordert, elementare Risiken bei der Zusammenstellung und Bewirtschaftung des Anlageportfolios adäquat zu berücksichtigen. Institutionelle Investoren kommen zunehmend zu der Erkenntnis, dass es sich bei Klimarisiken (und -chancen) um im Rahmen einer nachhaltigen Anlagestrategie zu berücksichtigende, wesentliche Risiken handelt. In der Umsetzung kann dies z.B. bedeuten, Unternehmen, die in besonders CO₂-intensiven Sektoren wie z.B. dem Kohlesektor tätig sind, auszuschliessen oder zumindest deren Aktien im Anlageportfolio mit einer Untergewichtung zu versehen.

Zunehmend beschäftigen sich auch *Gesetzgeber* damit, ob und wie Finanzmarktakteure im Zusammenhang mit Klimarisiken ins Recht gefasst werden sollen. Besonders aktiv ist hier die EU im Rahmen ihres 2018 ausgerufenen Aktionsplans Nachhaltiges Finanzwesen (*Action Plan on Sustainable Finance*). Protestaktionen wie die Klimastreiks sind Ausdruck eines deutlichen Stimmungswandels in der Gesellschaft, der auch auf dem politischen Parkett Spuren hinterlassen hat. In der Schweiz ist dies in jüngster Zeit augenfällig gewesen bei der Totalrevision des Bundesgesetzes über die Reduktion der CO₂-Emissionen (CO₂-Gesetz¹³); war dieses Vorhaben durch

⁵ Vgl. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Final Report – Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 15. Juni 2017, abrufbar unter <https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-TCFD-Report-062817.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019), iii.

⁶ Vgl. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Trade and Development Report 2019 – Financing a Global Green New Deal, 25. September 2019, 11 f., abrufbar unter https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2019_en.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁷ MARK CARNEY, Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability, Rede bei Lloyd's of London, 29. September 2015, abrufbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability> (zuletzt besucht am 28. November 2019): «[...] The combination of the weight of scientific evidence and the dynamics of the financial system suggest that, in the fullness of time, climate change will threaten financial resilience and longer-term prosperity. [...]».

⁸ Gouverneur der Bank of England und damaliger Vorsitzender des Financial Stability Board (FSB).

⁹ Europäische Zentralbank, Financial Stability Review, 29. Mai 2019, 120 ff., abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/index.en.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁰ Bekanntlich ist für den Klimawandel nicht nur die Konzentration von CO₂, sondern auch anderer Treibhausgase wie z.B. Methan ursächlich; der Einfachheit halber wird in diesem Beitrag teilweise nur von CO₂ gesprochen, wo auch andere Treibhausgase gemeint sein können.

¹¹ Z.B. Rede von alt-Bundespräsident ALAIN BERSET an der COP24 UNO-Klimakonferenz in Katowice, 3. Dezember 2018, abrufbar unter <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-73225.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019): «[...] Enfin, nous ne pourrions relever le défi des changements climatiques que si tous les flux financiers – investissements privés et publics ou subventions étatiques – deviennent compatibles avec la protection du climat. [...]».

¹² Vgl. z.B. Zurich Insurance Group, Pressemitteilung 24. September 2019, abrufbar unter <https://www.zurich.com/en/media/news-releases/2019/2019-0924-01>: «Mario Greco, Group CEO, Zurich Insurance Group, said: «Business has a critical role to play in transforming the global economy to tackle climate change. At Zurich, we are determined to play our part [...]. In June we were the first insurance company to sign the Business Ambition for 1.5°C Pledge and we continue to seek partners focused on driving meaningful impact. It makes sense economically, strategically and above all, it's just the right thing to do.»; SwissRe, «Championing climate action», 24. September 2019, abrufbar unter <https://www.swissre.com/risk-knowledge/mitigating-climate-risk/swiss-re-decarbonises-its-business-model.html>: «In December 2015, Swiss Re signed the Paris Pledge for Action to affirm our support for the Paris Agreement. Its aim is to strengthen the global response to the threat of climate change. Since then we have taken various steps to meet the targets across all our business activities, including our assets, liabilities and operations.»; Credit Suisse, «Erklärung zum Klimawandel», undatiert, 2., abrufbar unter <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/responsibility/environment/climate-statement-de.pdf>: «Die Credit Suisse anerkennt ihren Teil der Verantwortung bei der Bekämpfung des Klimawandels durch die Unterstützung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen und klimaresistenten Wirtschaft.»; UBS, «Unsere Klimastrategie», undatiert, 1., abrufbar unter <https://www.ubs.com/global/de/ubs-society/our-documents.html>: «Wir unterstützen den Übergang zu einer klimabewussteren Welt. Unsere Klimastrategie unterstreicht unser Engagement für die Ziele der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs), die auf saubere und bezahlbare Energie sowie Klimaschutzmassnahmen ausgerichtet sind.» (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹³ Bundesgesetz über die Reduktion der CO₂-Emissionen, SR 641.71.

das Nichteintreten des Nationalrates im Dezember 2018 noch arg ins Stocken geraten, scheinen sich mehrheitsfähige Massnahmen zur Treibhausgasemissionsverminderung inzwischen abzuzeichnen.

Bei der hier behandelten Thematik geht es um ein relativ neues und sich dynamisch entwickelndes Rechtsgebiet. Der vorliegende Beitrag ist dementsprechend als eine erste Auslegeordnung zu verstehen. Die Autoren widmen sich zunächst den Begriffen «Klimarisiken und -chancen» und ordnen diese rechtlich ein (Ziff. II). Dann behandeln sie die international zu beobachtende Erweiterung der Regulierungsansätze im Klimaschutzbereich, soweit diese den Finanzsektor und insbesondere institutionelle Investoren betrifft (Ziff. III). Weiter wird diskutiert, weshalb gerade institutionelle Investoren besonders im Fokus stehen (Ziff. IV) und am Beispiel der Klimastrategie der Pensionskasse der Stadt Zürich analysiert, wie Klimarisiken und -chancen in Anlagerichtlinien erfasst werden können (Ziff. IV.3). Schliesslich gehen die Autoren im Rahmen spezifischer rechtlicher Fragestellungen den Klimarisiken und -chancen im Rahmen der treuhänderischen Sorgfaltspflicht von institutionellen Investoren nach (Ziff. V).

II. Klimarisiken und -chancen sowie deren Bemessung aus Anlegersicht

1. Begriff und Wesen der relevanten Risiken und Chancen

Gemäss der OECD bedeutet der Klimawandel ein systemisches Risiko für die Finanzmärkte, welches entsprechende grundlegende strukturelle Anpassungen erfordert.¹⁴ Für Unternehmen und Investoren birgt der Klimawandel einerseits vielfältige und mit der Zeit zunehmende Risiken. Andererseits eröffnen sich auch grosse Chancen, von der angestrebten Dekarbonisierung der Weltwirtschaft zu profitieren. Klimarisiken können als Unterkategorie des «E» (*Environment*) von ESG verstanden werden. Der Klimawandel erscheint als der ESG-Faktor mit der gegenwärtig höchsten Priorität für Investoren.¹⁵ Gemeinhin wird zwischen zwei Arten von

Klimarisiken für Unternehmen unterschieden: physische Risiken und Transitionsrisiken.¹⁶

Physische Risiken erfassen finanzielle Risiken, welche durch aufgrund des Klimawandels sowohl quantitativ als auch qualitativ zunehmende Umweltphänomene (z.B. extreme Wetterereignisse, Fluten, Hitzewellen, Dürreperioden oder steigende Meeresspiegel) verursacht werden.¹⁷ Diese können substantielle finanzielle Auswirkungen auf Unternehmen haben, etwa durch verringerte Produktivität, hohe Wertverluste sowie höhere Versicherungskosten.¹⁸ Differenzieren lässt sich zwischen akuten, ereignis-gesteuerten Risiken (z.B. verheerende Unwetter) und chronischen Risiken (z.B. Übersäuerung der Ozeane).¹⁹

Unter *Transitionsrisiken* werden Risiken für Unternehmen im Zusammenhang mit dem Übergang hin zu einer dekarbonisierten Zukunft verstanden.²⁰ Diese nehmen stetig zu, je länger sie durch ein Unternehmen nicht adäquat adressiert werden. Folgende Kategorien lassen sich unterscheiden:²¹

- *Technologische Risiken*: Technologische Innovationen z.B. im Bereich erneuerbarer Energien, Energieeffizienz oder CO₂-Speicherung (*carbon capture and storage, CCS*) können signifikante Konsequenzen für auf fossile Energieträger bauende Geschäftsmodelle haben.
- *Marktrisiken*: Im Zuge der Dekarbonisierung vermögen sich Kundenverhalten und dementsprechend Nachfragemuster und Lieferketten stark zu ändern.
- *Regulatorische Risiken*: Die zunehmende Regulierung im Zusammenhang mit der Klimathematik (dazu Ziff. III hernach) bewirkt bei Unternehmen je nach Exponiertheit Anpassungsbedarf. Ein Beispiel sind CO₂-Bepreisungsmassnahmen wie CO₂-Steuern zur Reduktion von Emissionen.
- *Haftungsrisiken*: Auf viel Treibhausgas emittierende Geschäftsmodelle setzende Unternehmen sehen sich zunehmenden Haftungsrisiken ausgesetzt. Weltweit steigt die Anzahl der Prozesse gegen exponierte Un-

tervention. Looking ahead to the remainder of 2019 and beyond, the PRI still sees climate change as the number one issue of concern to [investors].».

¹⁴ OECD, Investing in Climate – Investing in Growth, 23. Mai 2017 (revidierte Version Juni 2019), 18 f., abrufbar unter <http://www.oecd.org/env/investing-in-climate-investing-in-growth-9789264273528-en.htm>; siehe auch Network for Greening the Financial System (NGFS), «A call for action – Climate change as a source of financial risk», April 2019, 11 ff., abrufbar unter <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action> (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁵ Vgl. UN PRI Blog, «Climate change tops the list of ESG concerns for investors in 2019», 5. März 2019, abrufbar unter <https://www.unpri.org/pri/pri-blog/climate-change-tops-the-list-of-esg-concerns-for-investors-in-2019> (zuletzt besucht am 28. November 2019): «Emerging ESG concerns such as artificial intelligence, big data and cyber security are attracting more and more investor at-

¹⁶ TCFD (FN 5), 5 ff.; CICERO Center for International Climate Research (CICERO), Shades of Climate Risk – Categorizing climate risk for investors, 2. Februar 2017, 14 ff., abrufbar unter <https://cicero.oslo.no/en/climateriskreport>; Swiss Sustainable Finance (SSF), Measuring Climate-Related Risks in Investment Portfolios, 4. März 2019, 2, abrufbar unter https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2019_03_04_SSF_Focus_Measuring_Climate_related_Risks_in_Portfolios_final.pdf (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁷ CICERO (FN 16), 14 ff.

¹⁸ SSF, Measuring Climate-Related Risks in Investment Portfolios (FN 16).

¹⁹ Ebenda.

²⁰ CICERO (FN 16), 28 ff.

²¹ Vgl. TCFD (FN 5), 5 ff.; CICERO (FN 16), 28 ff.; SSF, Measuring Climate-Related Risks in Investment Portfolios (FN 16).

ternehmen (Stichwort *Climate Change Litigation*); als Haftungsgrundlagen werden von Klägern unter anderem das Unterlassen von Massnahmen gegen die Auswirkungen des Klimawandels oder der Anpassung an dieselben sowie unzureichende Transparenz gegenüber Investoren betreffend wesentliche Klimarisiken vorgebracht.²² Diskutiert wird zudem, inwiefern Organe persönlich für entsprechende Verfehlungen haften.²³ Prozesse werden auch gegen Pensionskassen angestrengt.²⁴

- **Reputationsrisiken:** Aufgrund des steigenden Bewusstseins betreffend die negativen klimatischen Auswirkungen treibhausgasintensiver Geschäftsmodelle sehen sich exponierte Unternehmen zunehmend Reputationsrisiken ausgesetzt.

Gerade die Transitionsrisiken können für Unternehmen und Investoren umgekehrt ebenso wesentliche *Klimachancen* darstellen. Werden Klimarisiken ernst genommen, lassen sich etwa in den Bereichen Ressourcen- und Energieeffizienz, Klimaresilienz, Produkte- und Serviceangebot, aber auch Reputation erhebliche Marktvorteile für die betreffenden Unternehmen (bzw. Renditen für deren Investoren) generieren.²⁵ Weitere Klimachancen ergeben sich aus dem riesigen Investitionsbedarf mit Blick auf neue Infrastrukturen (z.B. intelligente Stromnetze, erneuerbare Energie, bauliche Massnahmen betreffend Energieeffizienz). Interessante Möglichkeiten bestehen auch im Blockchain-Bereich durch innovative Distributed Ledger Technology (DLT)-Anwendungen wie z.B. die in Entwicklung befindliche REDD²⁶-Chain, eine Art globale Wald-Datenbank als Kontroll- und Bezahlinstrument für den Waldschutz und Aufforstungsprojekte.²⁷

Eine Hauptgefahr für Investoren besteht in der aus heutiger Sicht fehlerhaften Bewertung von Anlagen infolge Nicht-Berücksichtigung von Klimarisiken und entsprechenden versteckten Risiken in den Portfolios. In diesem Zusammenhang ist das Risiko von sog. *Stranded Assets* zu beachten: die Verwirklichung von Transitionsrisiken

könnte dafür sorgen, dass im Bereich der fossilen Brennstoffe tätige Unternehmen die gegenwärtig eingeplanten Rohstoffreserven letztlich nicht ausbeuten können bzw. dies nicht rentabel wäre. Die entsprechenden Positionen wären daher aktuell überbewertet und müssten dereinst stark im Wert berichtigt werden. In diesem Kontext wird aufgrund der hohen Investitionen in «fossile» Anlagen vor einer *Kohlenstoffblase (carbon bubble)* gewarnt, welche dereinst mit entsprechenden Konsequenzen für die Finanzmärkte zu platzen drohe.²⁸ Entsprechend wird vertreten, dass die Aktienmärkte die Klimarisiken gegenwärtig nicht adäquat einpreisen, was einem Marktversagen gleichkäme.²⁹ Das Problem der fehlenden Internalisierung externer Kosten bei der Förderung und Verbrennung fossiler Energieträger anerkennt auch der Bundesrat.³⁰ Grosse (Rück-)Versicherer sind derzeit der Ansicht, dass die Entwicklung zu einer Low-Carbon Wirtschaft noch viel zu langsam bzw. teilweise gar nicht vorangeht.³¹

2. Herausforderungen bei der Bemessung von Klimarisiken und -chancen

Waren traditionell hauptsächlich oder gar ausschliesslich Finanzkennzahlen für die Bewertung am Kapitalmarkt massgeblich, setzt sich zunehmend die Erkenntnis durch, dass auch ESG-Kriterien bei der Risikoeinschätzung von Unternehmen eine wichtige Rolle spielen. Der Klimawandel stellt Investoren, Versicherer, Kreditgeber und auch Regulatoren jedoch vor die Schwierigkeit, Klimarisiken und -chancen adäquat einzuschätzen und zu bewerten.³² Die Auswirkungen des Klimawandels auf

²² Vgl. JOANA SETZER/REBECCA BYRNES, Global trends in climate change litigation: 2019 snapshot, 4. Juli 2019, 8 f., abrufbar unter http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2019/07/GRI_Global-trends-in-climate-change-litigation-2019-snapshot-2.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019); TCFD (FN 5), 5.

²³ Vgl. z.B. THOMAS CLARKE, The Widening Scope of Directors' Duties: The Increasing Impact of Corporate Social and Environmental Responsibility, Seattle University Law Review 2016, 531–578.

²⁴ Vgl. Ziff. V.2 hernach.

²⁵ TCFD (FN 5), 6 f.

²⁶ United Nations Collaborative Programme on Reducing Emissions from Deforestation and Forest Degradation in Developing Countries (REDD), vgl. <https://www.un-redd.org/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

²⁷ Cleantech21, «#REDD-Chain Project Summary 8/2018», August 2018, abrufbar unter http://cleantech21.org/fileadmin/content/NBE/C21_H4C_REDD-Chain_Sum082018_v04.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

²⁸ Carbon Tracker Initiative, Unburnable Carbon – Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?, November 2011, 2 f., abrufbar unter <https://www.carbontracker.org/reports/carbon-bubble/>; DIRK SCHOENMAKER/RENS VAN TILBURG, Financial risks and opportunities in the time of climate change, Bruegel policy brief 2016/02, April 2016, 2 f., abrufbar unter http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/04/pb-2016_02.pdf; OLIVER OEHRIG ET AL., Kohlenstoffrisiken für den Finanzplatz Schweiz, Studie im Auftrag des Bundesamts für Umwelt (BAFU), 23. Oktober 2015, 13, abrufbar unter <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/41526.pdf> (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

²⁹ TCFD (FN 5), iii; NGFS (FN 14), 4; SSF, Measuring Climate-Related Risks in Investment Portfolios (FN 16), 2, m.w.H.; EMANUELE CAMPIGLIO/PIERRE MONIN/ADRIAN VON JAGOW, Climate Risks in Financial Assets, Council on Economic Policies (CEP) Discussion Note 2019/2, November 2019, 23, abrufbar unter <https://www.cepweb.org/climate-risks-in-financial-assets/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³⁰ Stellungnahme des Bundesrates vom 29. Mai 2019 zur Interpellation Vonlanthen (19.3230).

³¹ Zurich Insurance Company Ltd, Managing the impacts of climate change: risk management responses – second edition, 24. September 2019, 14, abrufbar unter <https://www.zurich.com/en/knowledge/topics/global-risks/managing-impacts-climate-change-risk-management-responses-second-edition> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³² TCFD (FN 5), ii f.; The Economist Intelligence Unit (EIU), The cost of inaction: recognizing the value at risk from climate change,

Unternehmen können komplex sein und das Bewusstsein des Finanzmarktes betreffend Klimarisiken ist noch nicht ausgeprägt. Bei Investmententscheidungen durch institutionelle Investoren werden diese heute dementsprechend noch wenig berücksichtigt, der Trend geht indes klar in Richtung stärkere Gewichtung (vgl. Ziff. IV.1).³³

In den letzten Jahren haben sich mehrere Anbieter darauf spezialisiert, besondere Ratings, Indizes etc. zu entwickeln, die einen breiten Fokus haben können (z.B. ESG-Rating) oder sich aber spezifisch auf Klimarisiken und -chancen beziehen (z.B. Climate Index). Dabei werden unterschiedliche Methoden angewendet.³⁴ Indes mangelt es teilweise an verlässlichen Daten betreffend Treibhausgasemissionen, u.a. da nur wenige Unternehmen diese in ihrer Berichterstattung überhaupt hinreichend ausweisen.³⁵ Heute ist noch kein verbreiteter Standard zur Messung von Umwelt- oder spezifisch Klimarisiken etabliert, was den Vergleich zwischen verschiedenen Unternehmen bzw. Investments erschwert.³⁶ Auf internationaler Ebene gibt es immerhin diesbezügliche Bestrebungen. So befindet sich ein *ISO-Standard* zur Messung und Berichterstattung von Klimarisiken (ISO 14097³⁷) in Entwicklung. Die EU unternimmt ebenfalls Schritte in Richtung Standardisierung (vgl. Ziff. III.3 hernach). Zudem ist die Arbeit der *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure (TCFD)* in diesem Kontext wichtig. Um eine höhere Transparenz im Markt zu schaffen, beauftragten die G20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure das *Financial Stability Board (FSB)* zu eruiieren, wie der Finanzsektor klimabezogene Aspekte einbeziehen könne.³⁸ Im Rahmen seiner Überprüfung identifizierte

das FSB das Bedürfnis nach besseren Informationen, um fundierte Entscheidungen in den Bereichen Kapitalanlage, Kreditvergabe und Versicherung treffen zu können und das Verständnis sowie die Analyse klimabezogener Risiken und Chancen zu verbessern.³⁹ Mit dem Auftrag, freiwillige Empfehlungen zu erarbeiten, wurde daraufhin im April 2015 die TCFD ins Leben gerufen. Im Juni 2017 publizierte die TCFD einen Bericht mit vier breit anwendbaren Empfehlungen zur klimabezogenen finanziellen Berichterstattung betreffend die Bereiche Unternehmensführung, Strategie, Risikomanagement sowie Kennzahlen und Zielvorgaben.⁴⁰ Unternehmen werden dadurch aufgefordert offenzulegen, wie sie mit Klimarisiken und -chancen umgehen, was Investoren wiederum eine bessere Risikoeinschätzung erlauben soll.

III. Erweiterung der Regulierungsansätze

1. Überblick

Der Klimawandel und die damit verbundenen Risiken sind zu einem in der Öffentlichkeit breit diskutierten Thema geworden. Neben Nichtregierungsorganisationen sowie inter- und supranationalen Institutionen beschäftigen sich zunehmend auch staatliche Regulatoren mit der Thematik. Ein besonderer Fokus wird auf den Finanzsektor gelegt. Oft steht die Implementierung sowie Offenlegung von ESG-Kriterien im Fokus, zunehmend auch spezifisch die Berücksichtigung von Klimarisiken und -chancen. Nachfolgend werden einige der wichtigsten regulatorischen Tendenzen im Klimabereich – insbesondere soweit sie die institutionellen Investoren betreffen – im Sinne eines Überblicks dargestellt.

2. Internationale Ebene

Im Dezember 2015 wurde ein zentrales Instrument der globalen Klimapolitik verabschiedet, nämlich das unter der Klimarahmenkonvention der UNO (*United Nations Framework Convention on Climate Change, UNFCCC*)⁴¹ zustande gekommene *ParisÜ*. Dieses enthält in seiner Zielbestimmung (Art. 2) das ausdrückliche Bekenntnis der Staatengemeinschaft, Finanzflüsse klimaverträglicher zu gestalten: «*Making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development*» (Art. 2 Ziff. 1 lit. c). Ebenfalls 2015 hat die UNO Agenda 2030⁴² konkret 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung (*Sustainable*

24. Juli 2015, abrufbar unter <https://perspectives.eiu.com/sustainability/cost-inaction>, 2 (zuletzt besucht am 28. November 2019); Stellungnahme des Bundesrates vom 28. August 2019 zur Motion Flach (19.3819); PHILIPP KRÜGER/ZACHARIAS SAUTNER/LAURA T. STARKS, The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, ECGI Finance Working Paper N° 610/2019, September 2019, 1 f., abrufbar unter <https://ecgi.global/working-paper/importance-climate-risks-institutional-investors>, mit zahlreichen Hinweisen (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³³ SSF, Measuring Climate-Related Risks in Investment Portfolios (FN 16), 2.

³⁴ Insb. der «Best-in-Class»-Ansatz sowie Ausschlusskriterien, vgl. KELLY HESS/KONSTANTIN MEIER, Die Rolle von Indizes für nachhaltiges Investieren, in: SSF, Handbuch nachhaltige Anlagen, 28. November 2016, 90–93, abrufbar unter https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSF_Handbuch_Nachhaltige_Anlagen_2016_11_28_einseitig_Web.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³⁵ Climate-KIC, «Only 20 companies in the world provide 100 per cent greenhouse gas emissions disclosure – Are investors in the dark on climate risks?», 8. November 2018, abrufbar unter <https://www.climate-kic.org/opinion/are-investors-in-the-dark-on-climate-risks/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³⁶ Botschaft vom 1. Dezember 2017 zur Totalrevision des CO₂-Gesetzes nach 2020, BBl 2017 247 ff. (Botschaft CO₂-Gesetz), 269.

³⁷ Framework and principles for assessing and reporting investments and financing activities related to climate change, vgl. International Organization for Standardization (ISO), «ISO/CD 14097», abrufbar unter <https://www.iso.org/standard/72433.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

³⁸ TCFD (FN 5), iii.

³⁹ Ebenda.

⁴⁰ Ebenda.

⁴¹ Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen vom 9. Mai 1992, SR. 0.814.01.

⁴² Resolution 70/1 der UNO-Generalversammlung (25. September 2015), UN Doc A/RES/70/1, 13.

Developments Goals, SDGs) festgelegt, welche von allen UNO-Mitgliedsstaaten bis 2030 erreicht werden sollen. Ziel 13 der SDGs fordert das umgehende Ergreifen von Massnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und dessen Auswirkungen.⁴³

Sowohl das ParisÜ als auch die SDGs adressieren in erster Linie deren Signatarstaaten, welche die jeweiligen Ziele umzusetzen und darüber regelmässig Bericht zu erstatten haben. Jedoch weisen beide Instrumente auch für die Privatwirtschaft eine starke Signalwirkung auf. So haben zahlreiche Unternehmen erklärt, die Ziele des ParisÜ bzw. die SDGs zu unterstützen.⁴⁴ Einen Schritt weitergehend haben sich einige Unternehmen freiwillig dazu bekannt, bestimmte konkrete Emissionsreduktionsziele zu erreichen.⁴⁵ Ferner starteten – oftmals in Zusammenarbeit mit der UNO – Gruppierungen institutioneller Investoren eine Reihe von Initiativen zum Klimaschutz (vgl. Ziff. IV.2 hernach). Ein Engagement von privater Seite scheint umso mehr angezeigt, als gemäss der UNO gegenwärtig eine erhebliche Diskrepanz zwischen den Reduktionszielen des ParisÜ und den darauf gestützten Zusagen der Unterzeichnerstaaten besteht.⁴⁶

Auch die OECD beschäftigt sich intensiv mit dem Thema Klimawandel, insbesondere im Zusammenhang mit dem Finanzmarkt.⁴⁷ Unter anderem publizierte sie 2017 einen Bericht betreffend verantwortliches Geschäftsverhalten von institutionellen Investoren, welcher auch gewisse Empfehlungen an Investoren betreffend Klimarisiken enthält.⁴⁸ Zudem wird diskutiert, ob die von der OECD erlassenen Richtlinien für Multinationale Unternehmen (*Guidelines for Multinational Enterprises*)⁴⁹

in ihrer aktuellen Fassung (2011) Klimathemen erfassen bzw. in der kommenden Fassung ausdrücklich erfassen sollten.⁵⁰

Das im Dezember 2017 gegründete *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, ein Zusammenschluss von Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden verschiedener Staaten, betrachtet den Klimawandel als eine Ursache strukturellen Wandels des Finanzsystems und ist entsprechend der Ansicht, dass die Berücksichtigung von Klimarisiken unter das Mandat von Zentralbanken und Finanzmarktaufsichtsbehörden fällt.⁵¹

3. Aktionsplan der Europäischen Union

Die EU hat es sich zur Aufgabe gemacht, bei der Bekämpfung des Klimawandels eine Vorreiterrolle einzunehmen.⁵² Im März 2018 veröffentlichte die Europäische Kommission den «Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums» (*«Aktionsplan»*).⁵³ Gemäss diesem ist der «Übergang zu einer CO₂-armen, nachhaltigeren, ressourceneffizienten Kreislaufwirtschaft [...] für die Sicherung der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft in der Union von zentraler Bedeutung».⁵⁴ Der Begriff der Nachhaltigkeit bezieht sich dabei auf die Berücksichtigung von ESG-Faktoren in sämtlichen Bereichen des Investitions- und Beratungsprozesses, was Investitionen vermehrt in die entsprechende Richtung lenken soll.⁵⁵ Bei den zu beachtenden Umweltfaktoren geht es spezifisch um die Anpassung an den Klimawandel und die Abschwächung seiner Folgen, aber auch um «allgemeine Umweltaspekte» wie z.B. Luft- und Wasser-

⁴³ Dabei ist zu beachten, dass die UNFCCC das zentrale zwischenstaatliche Forum für Verhandlungen über die globale Antwort auf den Klimawandel darstellt.

⁴⁴ Vgl. z.B. UNO, «100+ Global Corporations Commit To Science-Based Targets Aligned With Paris Agreement», 17. April 2018, abrufbar unter <https://unfccc.int/news/100-global-corporations-commit-to-science-based-targets-aligned-with-paris-agreement> (zuletzt besucht am 28. November 2019); UBS (FN 12).

⁴⁵ Vgl. United Nations Global Compact (UNGC), «87 major companies lead the way towards a 1.5°C future at UN Climate Action Summit», 22. September 2019, abrufbar unter <https://www.unglobalcompact.org/news/4476-09-21-2019> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁴⁶ United Nations Environment Programme (UNEP), Emissions Gap Report 2019, 26. November 2019, XIV, abrufbar unter <https://www.unenvironment.org/resources/emissions-gap-report-2019> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁴⁷ Vgl. z.B. OECD, OECD Work in Support of Climate Action, Dezember 2018, 14 ff., abrufbar unter <http://www.oecd.org/env/cc/OECD-work-in-support-of-climate-action.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁴⁸ OECD, Responsible business conduct for institutional investors: Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises, 28. März 2017, 25 ff., abrufbar unter <https://mneguidelines.oecd.org/RBC-for-Institutional-Investors.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁴⁹ OECD, OECD Guidelines for Multinational Enterprises (Fassung vom 25. Mai 2011), abrufbar unter <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁵⁰ Vgl. HERMAN MULDER/MARTIJN SCHELTEMA, Synthesis and further perspectives, in: OECD, OECD Guidelines for Multinational Enterprises: a Glass Half Full – A Liber Amicorum for Dr. Roel Nieuwenkamp, 20. Juni 2018, 15, abrufbar unter <https://www.oecd.org/investment/mne/OECD-Guidelines-for-MNEs-A-Glass-Half-Full.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019); CHRISTINE KAUFMANN, OECD MNE Guidelines quo vadis? Making responsible business conduct work for better lives, ebenda, 32 f.; 4 NGOs v. ING Bank, Final Statement after examination of complaint, Dutch NCP, 19 April 2019.

⁵¹ NGFS (FN 14), 4.

⁵² Vgl. JEAN-CLAUDE JUNCKER, Rede zur Lage der Union 2015, 9. September 2015, 24, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/state_of_the_union_2015_de.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁵³ Europäische Kommission, Mitteilung Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, 8. März 2018, abrufbar unter <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/DE/COM-2018-97-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁵⁴ 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 2016/2341/EU, COM(2018) 354 final, 24. Mai 2018, 4, abrufbar unter <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1185/publication/238004/attachment/090166e5bb6d90d6> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁵⁵ Ebenda, 2.

verschmutzung, Ressourcenverknappung und Biodiversitätsverlust.⁵⁶

Der Aktionsplan nennt zehn sich gegenseitig ergänzende Massnahmen,⁵⁷ darunter auch die Klärung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter im vorliegenden Zusammenhang. In einer ersten Umsetzungsphase wird das Schwergewicht auf (i) die Entwicklung eines einheitlichen EU-Klassifizierungssystems zur Bestimmung, was als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit gilt («Taxonomie»), (ii) die Einführung spezifischer Offenlegungspflichten für Finanzmarktteilnehmer zur Erhöhung der Transparenz sowie (iii) die Einführung zweier neuer Kategorien von Referenzwerten (*Benchmarks*) zur Verbesserung der Vergleichbarkeit des CO₂-Fussabdrucks verschiedener Investitionen gelegt.⁵⁸ Zudem wird geprüft, ob eine Pflicht zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien in der Beratung von Privatkunden eingeführt werden soll (Anpassungen der Richtlinien MiFID II⁵⁹ und IDD⁶⁰).⁶¹ Betreffend Taxonomie zeigt sich aktuell, dass es schwierig sein dürfte, auf EU-Ebene rasch ein gemeinsames Verständnis betreffend Nachhaltigkeit zu finden. Beispielsweise bestehen unterschiedliche Auffassungen darüber, ob Nuklearenergie als «nachhaltig» im Sinne der Taxonomie gelten kann oder sie grundsätzlich ausgeschlossen werden soll.⁶² Bereits heute sieht das EU-Recht bestimmte Pflichten im Zusammenhang mit ESG vor. Beispielsweise sind grosse Unternehmen seit 2018 verpflichtet, Informationen u.a.

über ihre sozialen und umweltbezogenen Risiken offenzulegen und zu erläutern, wie diese adressiert werden sollen (sog. «nichtfinanzielle Erklärung»⁶³).

4. Schweiz

Die Schweiz hat sich mit der Ratifizierung des ParisÜ dazu verpflichtet, ihre Treibhausgasemissionen bis 2030 gegenüber dem Stand von 1990 um 50 % zu reduzieren.⁶⁴ Zudem hat sie sich dazu bekannt, ab 2050 netto keine Treibhausgase mehr zu emittieren (Klimastrategie 2050).⁶⁵ Die Schweiz anerkennt die Hauptziele des ParisÜ (vgl. vorne Ziff. III.2), somit auch jenes, die Finanzflüsse allgemein klimaverträglicher zu gestalten.⁶⁶ In Umsetzung dieser Zielsetzungen wird gegenwärtig die Totalrevision CO₂-Gesetzes im Parlament debattiert. Kernpunkte sind dabei insbesondere die schrittweise Erhöhung und Erweiterung der CO₂-Abgabe, die Einführung einer Flugticketabgabe, die konkrete Ausgestaltung von Emissionskompensationen sowie die Errichtung eines Klimafonds. Die klimafreundlichere Ausgestaltung der Finanzflüsse geht indes über den Geltungsbereich des CO₂-Gesetzes in seiner aktuellen Fassung hinaus.

Die Rolle des Finanzmarktes im Kontext des Klimawandels wird in zahlreichen *parlamentarischen Vorstössen* thematisiert.⁶⁷ Diskussionsgegenstand sind dabei die diesbezügliche Strategie der Schweiz sowie die Sorgfaltspflicht von Finanzmarktakteuren (vgl. Ziff. V.1 hernach), aber auch die Rollen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) und der Schweizer Nationalbank (SNB). Der Bundesrat setzt bei der Zielerreichung, die Finanzflüsse klimaverträglich auszugestalten, in einem ersten Schritt auf *freiwillige Massnahmen* der Finanzmarktakteure.⁶⁸ Dies erfolgt in der Erwägung, dass Finanzinstitute aus ökonomischen Überlegungen selbst daran interessiert sind, ihre klimabezogene Risi-

⁵⁶ Ebenda.

⁵⁷ (1) Einführung eines EU-Klassifikationssystems für nachhaltige Tätigkeiten, (2) Normen und Kennzeichen für umweltfreundliche Finanzprodukte, (3) Förderung von Investitionen in nachhaltige Projekte, (4) Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Finanzberatung, (5) Entwicklung von Nachhaltigkeitsbenchmarks, (6) Bessere Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in Ratings und Marktanalysen, (7) Klärung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter, (8) Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in Aufsichtsvorschriften, (9) Stärkung der Vorschriften zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen und zur Rechnungslegung, (10) Förderung einer nachhaltigen Unternehmensführung und Abbau von kurzfristigem Denken auf den Kapitalmärkten, siehe Europäische Kommission (FN 53), 5 ff.

⁵⁸ Europäische Kommission, «Sustainable Finance», abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁵⁹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173 vom 12. Juni 2014.

⁶⁰ Richtlinie 2016/97/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Januar 2016 über Versicherungsvertrieb, ABl. L 26/19 vom 2. Februar 2016.

⁶¹ Europäische Kommission (FN 58).

⁶² Reuters (online), «EU states delay 'green' finance guide, leave it open to nuclear power», 25. September 2019, <https://www.reuters.com/article/us-eu-finance-climate/eu-states-agree-to-delay-green-investment-guide-leave-it-open-to-nuclear-coal-idUSKBN1WAOV4>; s.a. EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, Taxonomy Technical Report, 18. Juni 2019, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en, 234 f. (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁶³ Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABl. L 330/1 vom 15. November 2014 (sog. «CSR-Richtlinie»); vgl. JOSEF BAUMÜLLER/DANIELA MÜHLENBERG-SCHMITZ/DANIEL ZÖBELI, Die Umsetzung der EU-CSR-Richtlinie und ihre Bedeutung für die Schweiz, ExpertFocus 2018, 981–986.

⁶⁴ BAFU, «Das Übereinkommen von Paris», abrufbar unter <https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/klima/fachinformationen/klima--internationales/das-uebereinkommen-von-paris.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁶⁵ Bundesrat, «Bundesrat will bis 2050 eine klimaneutrale Schweiz», abrufbar unter <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-76206.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁶⁶ BAFU, «Klima und Finanzmarkt», abrufbar unter <https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/klima/fachinformationen/klima-und-finanzmarkt.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁶⁷ U.a. Interpellation Jans (17.3915); Motion Masshardt (18.3918); Motion Badran (18.3921); Interpellation Thorens Goumaz (18.4324); Interpellation Vonlanthen (19.3230).

⁶⁸ Botschaft CO₂-Gesetz (FN 36), 269 f.

koexposition zu kennen und einzudämmen, wobei aufgrund der zunehmenden Sensibilisierung von Kunden und Versicherten auch das Reputationsrisiko steige.⁶⁹ Sollten freiwillige Massnahmen und gesteigerte Transparenz jedoch ungenügende Wirkung zeigen, wird der Bundesrat «weitere Massnahmen zur Zielerreichung» in Betracht ziehen.⁷⁰ Zudem beantragte der Bundesrat im September 2019 die Annahme eines Postulats, welches einen Bericht zuhanden des Parlaments zur klimaverträglichen Ausrichtung der Finanzflüsse fordert.⁷¹

In diesem Zusammenhang verweist der Bundesrat auf den freiwilligen *Klimaverträglichkeitstest*,⁷² den 2017 rund zwei Drittel der Schweizer Pensionskassen und Versicherungen hinsichtlich ihrer Portfolios in den geprüften Anlageklassen auf Klimaverträglichkeit erstmals durchführten. Dabei wurde festgestellt, dass das derzeitige Anlageverhalten mit den Pariser Klimazielen nicht konform ist (vgl. auch Ziff. IV.1 hernach). Das Bundesamt für Umwelt (BAFU) sowie das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) werden im Jahr 2020 wiederum freiwillige Klimaverträglichkeitstests anbieten, die im Gegensatz zur ersten Testreihe von 2017 nicht nur Pensionskassen und Versicherungen, sondern auch Banken und Vermögensverwaltern offenstehen werden.⁷³ Nach Durchführung der zweiten Testrunde lässt sich bestimmen, ob bereits Veränderungen eingetreten sind.⁷⁴ Zu bemerken ist hierzu, dass der Pilottest von 2017 nur einen Teil des Anlagespektrums abdeckte.⁷⁵

Voraussichtlich per 1. Januar 2020 schliesst sich die Schweiz zudem dem CO₂-Emissionshandelssystem der EU an.⁷⁶ Zudem bewegen sich zwei aktuelle *Volksinitiativen* im Dunstkreis der hier interessierenden Fragen, nämlich erstens die Gletscherinitiative, welche eine weitgehende Dekarbonisierung der Schweiz bis 2050

fordert,⁷⁷ sowie zweitens die Konzernverantwortungsinitiative, zumal die im Initiativtext angesprochenen internationalen Umweltstandards auch den Klimaschutz beinhalten.⁷⁸

Ende Juni 2019 verabschiedete der Bundesrat die Einsetzung einer Arbeitsgruppe unter Leitung des SIF, welche Vorschläge im Hinblick auf einen nachhaltigen Finanzplatz Schweiz erarbeiten soll. Sie hat unter anderem zu prüfen, welche Auswirkungen die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Aktionsplan der EU für den Schweizer Finanzplatz haben. Ein entsprechender Bericht soll bis spätestens im Frühling 2020 vorliegen.⁷⁹ Bis Ende 2020 ist die Schweiz gemäss ParisÜ zudem gehalten, eine langfristige Klimastrategie (*long-term low greenhouse gas emission development strategy*) zu erarbeiten, die sich auch auf den Bereich des nachhaltigen Finanzwesens beziehen muss.⁸⁰

Auch *Börsenregeln* beschäftigen sich heutzutage mit Nachhaltigkeits- bzw. Klimarisiken. Gemäss der Richtlinie Corporate Governance der Schweizer Börse (RLCG)⁸¹ können sich Emittenten mittels Opting-in dazu verpflichten, Nachhaltigkeitsberichte gemäss einem international anerkannten Standard zu erstellen und auf ihrer Website zu publizieren (Art. 9 RLCG). Hiervon haben zwei Jahre nach Inkrafttreten der Bestimmung rund ein Drittel der im Leitindex SMI kotierten Unternehmen Gebrauch gemacht (Stand 1. Juli 2019).⁸² Der Vergleich mit dem Ausland zeigt, dass andernorts konkretere Empfehlungen vorhanden sind. Beispielsweise empfehlen die australischen *Corporate Governance Principles and Recommendations* börsenkotierten Unternehmen ausdrücklich die Berücksichtigung von Klimarisiken und verweisen dabei auf die TCFD-Empfehlungen.⁸³

⁶⁹ Ebenda, 270.

⁷⁰ Stellungnahme des Bundesrates vom 29. Mai 2019 zur Interpellation Vonlanthen (19.3230).

⁷¹ Postulat Kommission für Umwelt, Raumplanung und Energie SR (19.3966).

⁷² JAKOB THOMÄ ET AL., Der Weg aus dem Nebel: Klimaverträglichkeitsanalyse von Schweizer Pensionskassen- und Versicherungsportfolios (Zusammenfassung), Oktober 2017, abrufbar unter <https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/klima/fachinformationen/klima-und-finanzmarkt.html#889980007> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁷³ SIF, Medienmitteilung vom 26. Juni 2019, abrufbar unter <https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-75599.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁷⁴ Stellungnahme des Bundesrates vom 29. Mai 2019 zur Interpellation Vonlanthen (19.3230).

⁷⁵ Im Wesentlichen börsenkotierte Aktien und Unternehmensanleihen, aufgrund lückenhafter Daten nicht aber etwa Anlagen in Immobilien und Infrastrukturen, vgl. THOMÄ ET AL. (FN 72), 3.

⁷⁶ Vgl. Botschaft vom 1. Dezember 2017 zur Genehmigung des Abkommens zwischen der Schweiz und der Europäischen Union zur Verknüpfung der Emissionshandelssysteme und über seine Umsetzung, BBl 2018 411 ff.

⁷⁷ Eidgenössische Volksinitiative «Für ein gesundes Klima (Gletscher-Initiative)», BBl 2019 3109.

⁷⁸ Vgl. Botschaft vom 15. September 2017 zur Volksinitiative «Für verantwortungsvolle Unternehmen – zum Schutz von Mensch und Umwelt», BBl 2017 6335 ff., 6344, 6357.

⁷⁹ SIF (FN 73).

⁸⁰ Stellungnahme des Bundesrates vom 29. Mai 2019 zur Interpellation Vonlanthen (19.3230).

⁸¹ SIX Exchange Regulation AG (SIX), Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 20. März 2018, abrufbar unter https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/regulation/admission-manual/directives/06_16-DCG_de.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸² SIX, Medienmitteilung vom 1. Juli 2019, abrufbar unter <https://www.six-exchange-regulation.com/dam/downloads/publication/news/media-releases/2019/20190701-d-sustainability-reporting-website.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸³ ASX Corporate Governance Principles and Recommendations, 4. Aufl., Februar 2019, Recommendation 7.4, 27 f., abrufbar unter <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

5. Entwicklungen in anderen Staaten

Die Gesetzgebungen mehrerer Staaten kennen bereits heute Vorschriften im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von Klimarisiken.⁸⁴ Beispielsweise verschärfte Frankreich mit Art. 173 des Ende 2015 verabschiedeten *Loi de la Transition Énergétique*⁸⁵ die Anforderungen an die Offenlegung von CO₂-Emissionen für börsennotierte Unternehmen und führte eine CO₂-Berichterstattungspflicht für institutionelle Investoren ein.⁸⁶

Auch sind Finanzmarktaufsichtsbehörden in verschiedenen Staaten aktiv geworden. So publizierte die britische *Prudential Regulation Authority* 2015 bzw. 2018 zwei Berichte über die Auswirkungen des Klimawandels auf den britischen Versicherungs-⁸⁷ bzw. Bankensektor.⁸⁸ Die *Australian Prudential Regulation Authority* ist der Ansicht, dass finanzielle Klimarisiken heute wesentlich, vorhersehbar und «prozessfähig» sind («*material, foreseeable and actionable now*») und deshalb ein entsprechendes Risikomanagement einzurichten ist.⁸⁹

IV. Institutionelle Investoren

1. Wichtige Marktakteure

Unter institutionellen Investoren bzw. Anlegern versteht man gemeinhin Unternehmen oder Unternehmensteile, die hauptsächlich Anlagegeschäfte betreiben, und zwar unabhängig davon, ob sie unter staatlicher Beaufsichti-

gung stehen oder nicht.⁹⁰ Gemeint sind somit insbesondere Pensionskassen, Anlagefonds und Versicherungen, aber ggf. auch Gemeinden und Finanzabteilungen von Tochtergesellschaften eines Industrie- oder Handelsbetriebs sowie Privatpersonen, die über eine professionelle Tresorerie verfügen.⁹¹

Das heutige Investitionsverhalten hat einen erheblichen Einfluss auf künftige Treibhausgasemissionen.⁹² Per Ende 2017 wurden in der Schweiz insgesamt Vermögen über 7'200 Mia CHF verwaltet.⁹³ Gemäss einer durch das BAFU in Auftrag gegebenen Studie von 2015 bindet allein der gesamte Schweizer Aktienfondsmarkt in seinen Kapitalanlagen gleich viel oder gar mehr Emissionen als die Schweiz als Land jährlich durch direkte Emissionen ausstösst.⁹⁴ Der Aktienfondsmarkt erfasst indes gemäss Studie lediglich rund fünf Prozent der am Finanzplatz Schweiz getätigten Investitionen bzw. der dadurch finanzierten Emissionen; die übrigen 95 Prozent bestehend aus «Treibhausgasemissionen, die in Verbindung mit Direktinvestitionen in Aktien, Mandaten sowie anderen Anlageklassen wie Obligationen stehen», sind in der Studie nicht berücksichtigt.⁹⁵ Eine entsprechende Hochrechnung ergibt, dass der Schweizer Finanzplatz insgesamt schätzungsweise rund 22 Mal mehr Emissionen finanziert als im Inland ausgestossen werden.⁹⁶ Beachtlich ist dabei, dass gemäss genannter Studie zwei Branchen (konventionelle Energieversorgungs- und Industrieunternehmen) durchschnittlich rund 50 % aller finanzierten CO₂-Emissionen verursachen, dabei aber nur einen durchschnittlichen Anteil von 8–15 % im gesamten Portfoliowert ausmachen.⁹⁷ Mit anderen Worten kann ein überproportional grosser Teil der Emissionen einem kleinen Teil der investierten Unternehmen direkt zugeordnet werden.

Aktuell beachten institutionelle Anleger in der Schweiz Klimarisiken in ihren Investitionsentscheiden noch wenig. Der Klimaverträglichkeitstest des BAFU von 2017 (vgl. vorne Ziff. III.4) kam zum Ergebnis, dass die den Portfolios der befragten Schweizer Pensionskassen und Versicherungen zugrundeliegenden Finanzflüsse einer globalen Erwärmung von 4–6 °C entsprechen und somit das Ziel des ParisÜ bei weitem verfehlen.⁹⁸ Zurückzuführen sein dürfte dies im Wesentlichen auf die verbreitete Orientierung an der Marktkapitalisierung, d.h. an

⁸⁴ Für einen Überblick vgl. SSF, Swiss Sustainable Investment Market Study 2019, 3. Juni 2019, 48–51, abrufbar unter https://www.sustain.ablefinance.ch/en/ssf-publications-_content---1--3037.html (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸⁵ LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

⁸⁶ AMY MASON ET AL., French Energy Transition Law – Global Investor Briefing, 22. April 2016, 7, abrufbar unter <https://www.unpri.org/download?ac=1421> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸⁷ Bank of England/Prudential Regulation Authority, The impact of climate change on the UK insurance sector, 29. September 2015, abrufbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2015/the-impact-of-climate-change-on-the-uk-insurance-sector> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸⁸ Bank of England/Prudential Regulation Authority, Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector, 26. September 2018, abrufbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2018/transition-in-thinking-the-impact-of-climate-change-on-the-uk-banking-sector> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁸⁹ Australian Prudential Regulation Authority (APRA), Information Paper – Climate Change: Awareness to action, 20. März 2019, 4, 7, abrufbar unter https://www.apra.gov.au/sites/default/files/climate_change_awareness_to_action_march_2019.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019): «Over recent years, APRA has highlighted the financial nature of climate change risks to its regulated entities. APRA has advised that these risks are material, foreseeable and actionable now. [...] APRA continues to encourage regulated entities to consider climate risks within their risk management frameworks, consistent with APRA's risk management prudential standards.»

⁹⁰ BSK BankG-BAHAR/STUPP, 2. Aufl. 2013, Art. 1 N 26.

⁹¹ Ebenda; FINMA RS 2008/3, N 25.

⁹² Botschaft CO₂-Gesetz (FN 36), 269.

⁹³ BAFU (FN 66).

⁹⁴ OEHRI ET AL. (FN 28), 8, 70.

⁹⁵ Ebenda, 8.

⁹⁶ Klima-Allianz Schweiz, Klima-Masterplan Schweiz: Umsetzung des Paris-Abkommen (Teilbericht zur Reduktion von Treibhausgasen und Auswirkungen des Klimawandels im Ausland), März 2016, 17, abrufbar unter <http://www.klima-allianz.ch/blog/klima-masterplan> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁹⁷ OEHRI ET AL. (FN 28), 4.

⁹⁸ THOMÄ ET AL. (FN 72), 5.

breiten Standardindizes, welche Klimarisiken nicht berücksichtigen.⁹⁹

Institutionelle Anleger sind wichtige Treiber der Entwicklung hin zu stärkerer Berücksichtigung von ESG-Kriterien einschliesslich Klimarisiken und -chancen, sowohl international als auch in der Schweiz.¹⁰⁰ Gemäss einer kürzlich vorgenommenen Umfrage zum europäischen Markt berücksichtigten bereits 55 % der befragten institutionellen Investoren ESG-Kriterien.¹⁰¹ Klimarisiken wurden spezifisch nur von 14 % der Investoren beachtet, wobei 28 % derjenigen Befragten, welche Klimarisiken aktuell nicht berücksichtigen, angaben, dies im Verlauf der folgenden zwölf Monate zu prüfen.¹⁰² Als Hauptgrund für die zunehmende Berücksichtigung von ESG-Kriterien (einschliesslich Klimarisiken) nannten die befragten Investoren das *regulatorische Umfeld*; als weitere Gründe wurden finanzielle Risiken, Reputationsrisiken, Corporate Responsibility-Überlegungen sowie das Engagement von Einzelpersonen im Leitungsorgan genannt.¹⁰³

Der Schweizer Markt für nachhaltige Anlagen verzeichnete 2018 ein rekordhohes, zweistelliges Wachstum.¹⁰⁴ Grosse Schweizer (Rück-)Versicherer schenken Klimarisiken erhebliche Beachtung und beobachten deren Entwicklung.¹⁰⁵ Ebenfalls interessieren sich Private und Versicherte zunehmend für eine stärkere Berücksichtigung von ESG-Kriterien, selbst wenn das Gros der als «nachhaltig» betrachteten Anlagen auf institutionelle Anleger fällt.¹⁰⁶ Ein möglicher Grund hierfür könnte der Wis-

sensvorsprung der institutionellen Anleger gegenüber privaten Investoren sein; gemäss einer kürzlich erschienenen Umfrage war gut der Hälfte der befragten privaten Anleger nicht bewusst, dass man überhaupt «nachhaltig» investieren kann.¹⁰⁷ Das Interesse von institutionellen (wie privaten) Investoren an nachhaltigen Anlagen ist somit gross, aus mehreren Gründen mangelt es jedoch an der Umsetzung. Als Hauptdefizite genannt werden insbesondere (i) noch mangelndes Know-How sowohl auf Anbieter- wie auf Kundenseite, (ii) die – durch zahlreiche Studien mittlerweile entkräftete¹⁰⁸ – Befürchtung, die Berücksichtigung von ESG-Faktoren gehe auf Kosten der Rendite sowie (iii) die terminologische Verwirrung aufgrund ungenügend klarer Definitionen wesentlicher Fachbegriffe.¹⁰⁹

Auch viele Schweizer Pensionskassen, sowohl öffentlich-rechtliche wie auch privatrechtliche, beschäftigen sich im Rahmen ihrer Anlagetätigkeit zunehmend mit Nachhaltigkeits- und vermehrt spezifisch Klimaschutzthemen. Jedoch steckt diese Entwicklung bei vielen Kassen noch in den Kinderschuhen.¹¹⁰

2. Initiativen

Dem Engagement von institutionellen Investoren ist – oftmals in Zusammenarbeit mit der UNO – eine inzwischen unübersichtlich gewordene Vielzahl von internationalen Initiativen im Bereich des Klimaschutzes im Finanzmarkt entsprossen.

Im Rahmen der *UN Principles for Responsible Investment (PRI)* bekennen sich institutionelle Investoren¹¹¹ zu sechs Prinzipien betreffend die Berücksichtigung von ESG-Kriterien: (1) Beachtung von ESG-Aspekten in Analyse- und Entscheidungsprozessen zu Investitionen,

Anlagen 2019 (Zusammenfassung), 7, abrufbar unter https://www.sustainablefinance.ch/en/ssf-publications_-_content---1--3037.html (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁰⁷ Bank Vontobel AG (FN 106), 9.

¹⁰⁸ Vgl. GUNNAR FRIEDE/TIMO BUSCH/ALEXANDER BASSEN, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 2015, 210–233; vgl. auch BAFU, «Performance von nachhaltigen Anlagen: die Performance stimmt», abrufbar unter <https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/wirtschaft-konsum/dossiers/magazin2017-2-dossier/die-rendite-stimmt.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019); Stellungnahme des Bundesrates vom 14. Februar 2018 zur Interpellation Comte (17.4315); ALEXANDER ZANKER, Die Performance nachhaltiger Anlagen, in: SSF, *Handbuch nachhaltige Anlagen* (FN 34), 16–19.

¹⁰⁹ Bank Vontobel AG (FN 106), 9; NZZ (online), Greenwashing blendet Fondsanleger, 14. September 2019, abrufbar unter <https://www.nzz.ch/finanzen/fonds-und-vorsorge-greenwashing-blendet-anleger-ld.1505985> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹⁰ Vgl. z.B. CLAUDE AMSTUTZ/REGINA SCHWEGLER, Schweizer Pensionskassen und verantwortungsvolles Investieren – WWF Pensionskassenrating 2018/2019, undatiert, 9 ff., abrufbar unter <https://www.wwf.ch/de/unsere-ziele/wwf-rating-der-pensionskassen> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹¹ Unterzeichner vgl. <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

⁹⁹ Vgl. Pensionskasse Stadt Zürich (PKZH), Klimastrategie für Aktien (Auszug aus dem Umsetzungskonzept) – Beschluss der Anlagekommission vom 27. September 2018, 18, abrufbar unter <https://www.pkzh.ch/pkzh/de/index/vermoegensanlagen/nachhaltigkeitspolitik/umsetzung-der-nachhaltigkeitsstrategie/klimastrategie.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019); Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und der Rates zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 in Bezug auf Referenzwerte für CO₂-arme Investitionen und Referenzwerte für Investitionen mit günstiger CO₂-Bilanz, 2018/0180 (COD), 24. Mai 2018, 3.

¹⁰⁰ Vgl. SHK BVG-MENTHA, Art. 71 N 112 ff.; STEPHAN HIRSCH/PATRICK MÄDER, Nachhaltige Entwicklung im Finanzsektor, in *Expert Fokus*, 8/2019, 570–575, 570 f.; JOHN FARRAR/PAMELA HANRAHAN, Corporate Governance, LexisNexis Butterworths Australia, 2017, N 25.19; XENIA KARAMEYAS, The Role of Pension Funds in the Low-carbon Transition, in: Trindade/Bahar/Neri-Castracane (Hrsg.), *Vers les sommets du droit: liber amicorum pour Henry Peter*, Genf/Zürich 2019, 365–377, 369.

¹⁰¹ Mercer, *European Asset Allocation Survey 2019*, 1. Juli 2019, 29, abrufbar unter <https://www.mercer.ie/our-thinking/wealth/european-asset-allocation-survey-2019.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁰² Ebenda, 32.

¹⁰³ Ebenda, 30; siehe auch KRÜGER/SAUTNER/STARKS (FN 32), 36, welche ebenfalls «finanzielle» und «nichtfinanzielle» Ursachen orten.

¹⁰⁴ SSF, *Swiss Sustainable Investment Market Study 2019* (FN 84), 8.

¹⁰⁵ Zurich Insurance Company Ltd. (FN 31); Stellungnahme des Bundesrates vom 22. November 2017 zur Interpellation Jans (17.3915).

¹⁰⁶ Bank Vontobel AG, *Mit ESG positive Veränderungen vorantreiben*, September 2019, 16, beziehbar unter <https://www.vontobel.com/de-ch/wealth-management/publikationen/mit-esg-positive-veraenderungen-avantreiben/>; SSF, *Schweizer Marktstudie Nachhaltige*

(2) Aktives Aktionariat, (3) Bemühen um angemessene Offenlegung von ESG-Risiken durch investierte Unternehmen, (4) Förderung der Akzeptanz der PRI-Prinzipien in der Investmentbranche, (5) Zusammenarbeit, um die Wirksamkeit der Prinzipien zu erhöhen, und (6) Berichterstattung betreffend erreichte Fortschritte bei der Umsetzung der PRI-Prinzipien.¹¹² Die PRI bezeichnen den Klimawandel als das ESG-Kriterium mit der höchsten Priorität für Investoren.¹¹³ Mittels Unterzeichnung des im Rahmen der PRI lancierten *Montréal Carbon Pledge* bekennen sich Investoren zur Messung und entsprechenden Publikation des CO₂-Fussabdrucks ihrer Investmentportfolios auf jährlicher Basis.¹¹⁴ Die Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), ein Netzwerk europäischer institutioneller Investoren (insb. Pensionskassen und Vermögensverwalter), engagiert sich mittels Dialog mit Unternehmen, Politik und anderen Investoren aktiv für eine kohlenstoffarme Zukunft.¹¹⁵ Das Ziel der Investoreninitiative *Climate Action 100+* ist es, sicherzustellen, dass die weltweit grössten Treibhausgasemittenten¹¹⁶ die notwendigen Massnahmen gegen den Klimawandel ergreifen.¹¹⁷

Die genannten (und weitere¹¹⁸) Initiativen erfahren breiten Zuspruch, was sich in der Anzahl der Unterzeichner bzw. dem von diesen insgesamt verwalteten Vermögen widerspiegelt. Auch zeitigt der Dialog mit exponierten Unternehmen erste Ergebnisse. So gelang es *Climate Action 100+*, Shell, eines der weltweit grössten Mineralöl- und Gasunternehmen, Ende 2018 im Rahmen einer gemeinsamen Erklärung zu bestimmten Zusagen zu bewegen, namentlich mit Bezug auf: (i) das Setzen von Emissionsreduktionszielen, (ii) die Verknüpfung der Erreichung der Reduktionsziele mit langfristigen Vergütungsmodellen, (iii) die Offenlegung der Fortschritte betreffend Emissionsverminderung, (iv) die Umsetzung und Unterstützung der TCFD-Empfehlungen sowie (v) die Unterlassung von Lobbying-Aktivitäten, die den an-

deren Zusagen zuwiderlaufen.¹¹⁹ Signalwirkung für andere Investoren hat möglicherweise auch der Beschluss des grössten Staatsfonds der Welt (Norwegischer Staatsfonds) vom Juni 2019, schrittweise (zumindest teilweise) aus Unternehmen auszusteigen, die im Bereich der Exploration und Produktion von Öl und Gas tätig sind; dies kann als Katalysator für die «Divestment»-Bewegung gesehen werden.¹²⁰

Im Rahmen des UNO Klimagipfels Ende September 2019 in New York wurde sodann die *Net-Zero Asset Owner Alliance*, ein von der UNEP Finance Initiative und den UN PRI einberufenes Bündnis grosser Pensionsfonds und Versicherer, welches ein Anlageportfolio von insgesamt USD 2,4 Mrd. repräsentiert, vorgestellt.¹²¹ Unterzeichner verpflichten sich insbesondere, ihre Anlageportfolios im Einklang mit dem 1.5°C-Ziel des ParisÜ bis 2050 klimaneutral zu gestalten und sich entsprechenden Zwischenziele zu setzen. Hierdurch soll ein starker Impuls an andere Investoren, Branchenverbände und die Weltwirtschaft gesendet werden.¹²² Inwiefern Initiativen von institutionellen Investoren spürbare Wirkungen zeitigen werden, bleibt abzuwarten.

3. Klimarisiken adressierende Anlage-richtlinien und -strategien am Beispiel der Pensionskasse der Stadt Zürich (PKZH)

Anleger haben vielfältige Möglichkeiten, Klimarisiken- und Chancen im Rahmen ihrer Anlagestrategie zu berücksichtigen und sich darüber hinaus für eine stärkere Berücksichtigung derselben in der Finanzbranche ein-

¹¹² UN PRI, «What are the Principles for Responsible Investment?», abrufbar unter <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹³ UN PRI Blog (FN 15).

¹¹⁴ Montréal Carbon Pledge, vgl. <https://montrealpledge.org/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹⁵ Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), «About Us», abrufbar unter <https://www.iigcc.org/about-us/>: «Members consider it a fiduciary duty to ensure stranded asset risk or other losses from climate change are minimised and that opportunities presented by the transition to a low carbon economy – such as renewable energy, new technologies and energy efficiency – are maximised.» (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹⁶ Gemeint sind 100 als systemisch wichtig identifizierte Emittenten, welche gemeinsam zwei Drittel der jährlichen globalen Industrieemissionen verursachen, sowie 61 weitere relevante Unternehmen.

¹¹⁷ *Climate Action 100+*, «Global Investors Driving Business Transition», abrufbar unter <http://www.climateaction100.org/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹¹⁸ Z.B. The Investor Agenda, Global Investor Coalition on Climate Change, Portfolio Decarbonisation Coalition.

¹¹⁹ Joint statement between institutional investors on behalf of Climate Action 100+ and Royal Dutch Shell plc (Shell), 3. Dezember 2018, 2 f., abrufbar unter <https://www.shell.com/media/news-and-media-releases/2018/joint-statement-between-institutional-investors-on-behalf-of-climate-action-and-shell.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹²⁰ Handelsblatt (online), Norwegens Staatsfonds verkauft klimaschädliche Investments, 12. Juni 2019, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/fonds-etf/oelfonds-norwegens-staatsfonds-verkauft-klimaschaedliche-investments/24449818.html?ticket=ST-9481450-mdXfMfpTrrlcHPO7KIT-ap6> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹²¹ Allianz, Medienmitteilung vom 23. September 2019, Investoren verpflichten sich zur Reduktion ihrer Portfolios zu Netto-null-Emissionen, abrufbar unter https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/press/document/AOA_Press_Release_DE.pdf; UNEP Finance Initiative, «United Nations-Convened Net-Zero Asset Owner Alliance – Join the Alliance», abrufbar unter <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/join-the-alliance/> (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹²² Allianz (FN 121), 3: «Die Mitglieder der Net-Zero Asset Owner Alliance werden regelmässig über ihre Fortschritte berichten und ihre Zwischenziele zur Erreichung des Pariser Klimaabkommens (Artikel 4.9) veröffentlichen. Indem sie sich verpflichten, ihre Anlageportfolios bis 2050 auf Netto-Null-Treibhausgasemissionen umzustellen, setzen die Asset Owner starke Impulse für andere Investoren, Branchenverbände und die Weltwirtschaft.»

zusetzen. Zu nennen sind insbesondere die folgenden, kombinierbaren Optionen:¹²³

- (i) Aktives Aktionariat (*Shareholder Engagement*): Einfluss auf Unternehmen geltend machen durch Dialog und Ausübung von Stimmrechten, um darauf hinzuwirken, dass Klimarisiken stärker berücksichtigt werden¹²⁴ (Bsp. Climate Action 100+/Shell, vgl. vorne Ziff. IV.2);
- (ii) *Divestment*: Veräusserung von besonders treibhausgas-intensiven Investments (Bsp. Norwegischer Staatsfonds, vgl. vorne Ziff. IV.2);
- (iii) Ausschlüsse/Untergewichtung von besonders treibhausgas-intensiven Unternehmen bzw. Sektoren;
- (iv) Orientierung an Low-Carbon Indizes und Klimaratings (vgl. vorne Ziff. II.2);
- (v) Cleantech-Investitionen;
- (vi) CO₂-Kompensationsmassnahmen;
- (vii) Einwirken auf Regulierung durch Partnerschaften mit anderen Investoren (vgl. vorne Ziff. IV.2).

Die vorerwähnte Vorgehensweise setzt voraus, sich in einem ersten Schritt ein Bild über die eigene Exponiertheit zu verschaffen, was insbesondere durch Erstellung einer CO₂-Bilanz betreffend aller Asset-Klassen des eigenen Anlageportfolios (*Investment Carbon Footprint*) erreicht werden kann.¹²⁵ Ein zweiter Schritt besteht darin, durch Offenlegung der festgestellten Exponiertheit Transparenz zu schaffen, z.B. mittels Umsetzung der TCFD-Empfehlungen (vgl. vorne Ziff. II.2).¹²⁶

Als soweit ersichtlich erste Vorsorgeeinrichtung der Schweiz hat die *Pensionskasse der Stadt Zürich (PKZH)* im Rahmen ihrer allgemeinen Nachhaltigkeitsstrategie¹²⁷ im September 2018 eine umfassende Klimastrategie für Aktien («Klimastrategie PKZH») verabschiedet.¹²⁸ Bei

der öffentlich-rechtlichen PKZH handelt es sich um eine der bedeutendsten Pensionskassen der Schweiz; sie verwaltet gegenwärtig ein Vermögen von rund CHF 18 Mrd.¹²⁹ Zur Diversifikation und Reduktion «spezifischer und signifikanter Klimarisiken» setzt die PKZH gestützt auf ihr Anlagereglement (AR)¹³⁰ für einen Teil des Anlagevermögens (für einen substanziellen Teil des Aktienvermögens) eine Low-Carbon-Strategie mittels aktiver Bewirtschaftung des Portfolios um.¹³¹ Mit dieser Strategie bezweckt die PKZH, die sich aus dem Klimawandel ergebenden Risiken (physische und Transitionsrisiken, vgl. vorne Ziff. II.1) zu reduzieren und dadurch eine bessere Rendite-Risiko-Eigenschaft ihrer Aktienanlagen zu erreichen.¹³² Die Klimastrategie PKZH schreibt das Ziel vor, den CO₂-Fussabdruck des PKZH-Aktienportfolios bis 2024 gegenüber dem *MSCI All Countries World Index IMI* auf dem Stand Ende 2016 um 50 % zu reduzieren.¹³³ Zur Erreichung dieses Ziels sind folgende Massnahmen vorgesehen, deren konkrete Ausgestaltung und Umsetzung der Anlagekommission der PKZH obliegt.¹³⁴

- (i) Aktives Aktionariat/Engagement: Aktive Ausübung von Aktienstimmrechten im In- und Ausland sowie aktiver Dialog mit Unternehmen mit Sitz im In- und Ausland zu ESG- und spezifisch zu Klimathemen.¹³⁵ Über spezialisierte Berater wird darauf hingewirkt, dass Unternehmen (v.a. solche in CO₂-intensiven Sektoren) die Transition in Richtung Dekarbonisierung insb. durch Anpassung ihres Geschäftsmodells rechtzeitig beginnen, ihren Treibhausgasausstoss reduzieren und transparent offenlegen, wie sie mit Transitionsrisiken umgehen.¹³⁶ In Übereinstimmung mit ihrem allgemeinen Nachhaltigkeitskonzept ist dieser zukunftsorientierte Ansatz für die PKZH prioritär.¹³⁷ Er setzt vo-

¹²³ Carbon Tracker Initiative, *Unburnable Carbon 2013: Wasted capital and stranded assets*, 19. April 2013, 35, abrufbar unter <https://www.carbontracker.org/reports/unburnable-carbon-wasted-capital-and-stranded-assets/>; NICK ROBINS/VONDA BRUNSTING/DAVID WOOD, *Climate Change and the just transition – A Guide for investor action*, 6. Dezember 2018, 15 ff., <http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/publication/climate-change-and-the-just-transition-a-guide-for-investor-action/>; SEBASTIEN GODINOT/JAN VANDERMOSTEN, *WWF-Klimaleitfaden für Asset-Owners: Ausrichtung des Anlageportfolios auf das Pariser Abkommen*, November 2017, 16 ff., abrufbar unter https://www.wwf.ch/sites/default/files/doc-2018-05/2018_05_WWF_Zusammenfassung_Klimaleitfaden.pdf; (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019); KARAMEYAS (FN 100), 369 ff.

¹²⁴ Vgl. z.B. VINCENT KAUFMANN, *Aktive Stimmrechtsausübung*, in: SSF, *Handbuch nachhaltige Anlagen* (FN 34), 48–51.

¹²⁵ MAXIMILIAN HORSTER, *Klimawandel und damit verbundene Risiken für Anleger*, in: SSF, *Handbuch nachhaltige Anlagen* (FN 34), 84–87, 85; GODINOT/VANDERMOSTEN (FN 123), 8.

¹²⁶ HORSTER (FN 125), 85 f.; GODINOT/VANDERMOSTEN (FN 123), 9.

¹²⁷ PKZH, «*Nachhaltigkeitsstrategie*», abrufbar unter <https://www.pkzh.ch/pkzh/de/index/vermoegensanlagen/nachhaltigkeitspolitik.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹²⁸ PKZH, *Klimastrategie für Aktien* (Auszug aus dem Umsetzungskonzept) – Beschluss der Anlagekommission vom 27. September 2018, abrufbar unter <https://www.pkzh.ch/pkzh/de/index/vermoe>

[gensanlagen/nachhaltigkeitspolitik/umsetzung-der-nachhaltigkeitsstrategie/klimastrategie.html](https://www.pkzh.ch/pkzh/de/index/vermoegensanlagen/nachhaltigkeitsstrategie/klimastrategie.html) (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹²⁹ Stand 31. Oktober 2019, abrufbar unter <https://www.pkzh.ch/pkzh/de/index/vermoegensanlagen/anlagerendite/aktuell.html> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹³⁰ Anlagereglement der PKZH (Ausgabe 2019), Beschluss des Stiftungsrates vom 17. September 2019, abrufbar unter https://www.pkzh.ch/content/dam/stzh/pkzh/de/06_Publikationen/05_Rechtsgrundlagen/01_Reglemente/Anlagereglement.pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹³¹ Art. 11 Abs. 7, 13 lit. b AR; betreffend die übrigen Anlageklassen (nicht Aktien) gilt die allgemeine Nachhaltigkeitsstrategie der PKZH, vgl. PKZH (FN 128), 5.

¹³² PKZH (FN 128), 5, vgl. Art. 13 lit. b AR.

¹³³ Ebenda, 11, 23.

¹³⁴ Vgl. ebenda, 5, 12 ff., 23 ff.

¹³⁵ Vgl. Art. 11 Abs. 4 AR: «Die PKZH lässt über externe Spezialisten einen Dialog mit Unternehmensleitungen zu den Themen Corporate Governance sowie Sozial- und Umweltstandards führen. Sie schliesst sich dafür mit anderen Investoren zusammen, um einen möglichst grossen Einfluss ausüben zu können.»

¹³⁶ PKZH (FN 128), 23.

¹³⁷ Ebenda, 11; SSF, *Handbuch nachhaltige Anlagen* (FN 34), 52.

raus, dass die PKZH weiterhin in stark emittierende Unternehmen investiert ist.¹³⁸

- (ii) Ausschluss von «Kohle-Firmen»: Von allen fossilen Energieträgern ist die Stromproduktion aus Kohle bezüglich Treibhausgasemissionen deutlich am ineffizientesten. Dieses Geschäftsmodell ist daher längerfristig nicht aufrecht zu erhalten und birgt entsprechend für das Vermögen der PKZH die grössten Risiken. «Reine» Kohleproduzenten sowie Stromversorger mit einem Anteil von Kohle von über 2/3 in der Stromproduktion werden daher vom Anlageuniversum ausgeschlossen. Stand September 2018 bedeutete dies den Ausschluss von 62 Unternehmen.
- (iii) Untergewichtung von Unternehmen mit hoher CO₂-Intensität: Schrittweise und proportionale Untergewichtung von Unternehmen, welche eine CO₂-Umsatz-Intensität über dem von der PKZH festgelegten Schwellenwert aufweisen.
- (iv) Untergewichtung von Sektoren: Von der Dekarbonisierung besonders stark betroffene Sektoren (v.a. Öl, Erdgas, Stromproduzenten, Grundstoffe, Transport) werden als Ganze im Portfolio untergewichtet, um Transitionsrisiken (u.a. dem Risiko von «Stranded Assets», vgl. vorne Ziff. II.1) Rechnung zu tragen.
- (v) Aktive Mandate: Ein Teil des Aktienvermögens wird über aktive Mandate betreut, welche neben anderen relevanten Kriterien der Unternehmensanalyse Nachhaltigkeitsaspekte und insb. Klimarisiken und -chancen berücksichtigen.

Mit der Klimastrategie weicht die PKZH ausdrücklich von ihrem Anlagegrundsatz, wonach die Anlagestrategie möglichst an der Marktkapitalisierung (d.h. an breiten Standardindizes) auszurichten ist, ab.¹³⁹ Dabei anerkennt sie Unsicherheiten, welche gerade für sie als Investorin mit langfristigem Anlagehorizont mit der Dekarbonisierung der Wirtschaft verbunden sind, so etwa die Sensitivität gegenüber möglichen Fehlern in CO₂-Emissions-Daten oder die Unsicherheit, wie und wann sich Klimaänderungen auf Renditen auswirken werden.¹⁴⁰ Die Klimastrategie PKZH adressiert diese Unsicherheiten durch spezifische, risikobeschränkende Vorkehrungen,¹⁴¹ wozu die schrittweise Einführung und regelmässige Überprüfung der zuvor genannten, sich ergänzenden Massnahmen gehört. Ferner durch den Ansatz, viele Unternehmen leicht, aber nur wenige stark unter zu gewichten und – mit Ausnahme von «Kohle-Firmen» – keine Unternehmen vollständig auszuschliessen.¹⁴²

Ausschlüsse und Untergewichtungen (vgl. Massnahmen (ii)–(iv)) bezwecken, den CO₂-Fussabdruck des Portfolios spürbar zu reduzieren. Zu beachten ist indes, dass solche *emissions-basierten Ansätze* grundsätzlich vergangenheitsorientiert sind und daher massgebliche zukunftsgerichtete Aspekte wie insb. die Klimastrategie eines Unternehmens (z.B. Reduktionsziele) unberücksichtigt lassen.¹⁴³ Ferner ist die Messung von CO₂-Emissionen mit beträchtlichen methodologischen Schwierigkeiten und entsprechenden Unsicherheiten behaftet (vgl. vorne Ziff. II.2), sodass das Portfolio entsprechend sensitiv gegenüber allfälligen Datenkorrekturen ist.¹⁴⁴ Zudem werden sich Klimarisiken voraussichtlich zum Grossteil erst in der Zukunft materialisieren. Entsprechend empfiehlt die TCFD, zusätzlich zu rückwärtsgerichteten Betrachtungen anhand von historischen CO₂-Daten zunehmend zu *vorausschauenden Szenarioanalysen* überzugehen, welche z.B. die Klimastrategie eines Unternehmens berücksichtigen.¹⁴⁵

Eine umfassende Bewertung der Anlagestrategie der PKZH würde den Umfang dieses Beitrags sprengen. Die Wirksamkeit der beschlossenen Massnahmen lässt sich heute, rund ein Jahr nach Verabschiedung der Klimastrategie, noch nicht beurteilen. Ein Blick über die Landesgrenzen zeigt auf, dass im Ausland die Notwendigkeit für Pensionskassen, Klimarisiken zu berücksichtigen, ebenfalls erkannt wurde.¹⁴⁶ Bisher schaffte es noch keine Schweizer Pensionskasse auf die PRI «Leaders' Group» Liste, welche die mit Bezug auf verantwortliches Investitionsverhalten führenden institutionellen Investoren kürzt.¹⁴⁷

Im Sinne eines Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass die Sensibilität im Finanzmarkt (akzentuiert bei institutionellen Investoren) gegenüber den finanziellen Risiken des Klimawandels sowohl international als auch in der Schweiz deutlich gestiegen ist. Die konkrete Umsetzung dieser Erkenntnis in die Investitionstätigkeit steht jedoch insgesamt betrachtet noch ganz am Beginn einer angesichts düsterer Klimaszenarien dringlichen Entwicklung. Die Tendenz hin zu stärkerer Berücksichtigung von Klimarisiken widerspiegelt sich in der zunehmenden Auf-

¹³⁸ PKZH (FN 128), 23.

¹³⁹ Vgl. Art. 13a AR; PKZH (FN 129), 22, 25.

¹⁴⁰ PKZH (FN 128), 5, 12,

¹⁴¹ Ebenda, 5.

¹⁴² Ebenda, 11 f., 21 f.

¹⁴³ Ebenda, 15 f.

¹⁴⁴ Ebenda.

¹⁴⁵ TCFD (FN 5), 9, 25 ff.; vgl. auch Stellungnahme des Bundesrates vom 28. August 2019 zur Motion Flach (19.3819).

¹⁴⁶ Vgl. Z.B. International Organisation of Pension Supervisors (IOPS), Supervisory guidelines on the integration of ESG factors in the investment and risk management of pension funds (for public consultation), 28. Januar 2019, 10, abrufbar unter <http://www.iopsweb.org/resources/2019-Public-Consultation-Supervisory-Guidelines-ESG-factors.pdf>; Financial Times (online), ESG-wake-up call for pension laggards, 15. Oktober 2018, abrufbar unter <https://www.ft.com/content/a681b422-91a3-11e8-9609-3d3b945e78ef> (Websites jeweils zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁴⁷ UN PRI, The PRI Leader's Group 2019, undatiert, 4 ff., abrufbar unter <https://www.unpri.org/download?ac=7038> (zuletzt besucht am 28. November 2019); zu beachten ist, dass nur PRI-Unterzeichner bewertet wurden.

merksamkeit staatlicher Regulatoren, in der Schweiz u.a. beeinflusst durch das ParisÜ und den Aktionsplan der EU. Während griffige Regulierungen und Branchenempfehlungen noch fehlen, zeigt das Beispiel der PKZH auf, wie eine konkrete Klimastrategie für eine Pensionskasse aussehen kann, die anderen Marktteilnehmern als Orientierungspunkt dienen mag. Bei dieser Ausgangslage stellt sich die Frage, welche rechtlichen Pflichten institutionelle Anleger in der Schweiz, insbesondere Vorsorgeeinrichtungen, heute im Zusammenhang mit Klimarisiken beachten müssen (Ziff. V hernach).

V. Rechtliche Fragestellungen

Der Umgang mit Klimarisiken und -chancen durch institutionelle Investoren wirft vielfältige rechtliche Fragestellungen auf. Im Folgenden wird insbesondere diskutiert, inwiefern die treuhänderische Sorgfaltspflicht von Vorsorgeeinrichtungen die Berücksichtigung der angesprochenen Risiken und Chancen beinhaltet (Ziff. V.1 hernach). Anschliessend werfen die Autoren einige weitere Fragestellungen auf (Ziff. V.2 hernach), die aber künftig noch vertiefter zu beurteilen wären.

1. Berücksichtigung von Klimarisiken im Rahmen der treuhänderischen Sorgfaltspflicht von Vorsorgeeinrichtungen

Im vorliegenden Zusammenhang stellt sich zunächst die Frage, inwiefern Vorsorgeeinrichtungen bzw. deren Leitungsorgane¹⁴⁸ in Nachachtung ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht Klimarisiken und -chancen bei der Anlagetätigkeit zu berücksichtigen haben.¹⁴⁹ Soweit ersichtlich musste sich bisher kein Schweizer Gericht zu dieser Frage äussern.

Die Vermögensverwaltung durch Vorsorgeeinrichtungen untersteht bestimmten bundesrechtlichen Rahmenvorgaben. Gemäss Art. 71 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) ist das Vermögen so zu verwalten, dass «Sicherheit und genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfes an flüssigen Mitteln gewährleistet sind». Die massgeblichen Grundsätze der Vermögensanlage sind somit (i) Sicherheit, (ii) genügender Anlagertrag, (iii) angemessene Risikoverteilung (Diversifikation) und (iv) Liquidität (vgl. Art. 50 ff. Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, BVV II).¹⁵⁰ Die bundesrechtlichen

Vorschriften zielen darauf ab, unter Beachtung des Risiko-Ertrag-Profiles der einzelnen Anlageklassen eine optimale Vermögenssicherheit zu gewähren.¹⁵¹ Die mit der Geschäftsführung oder Verwaltung der Vorsorgeeinrichtung oder mit der Vermögensverwaltung betrauten Personen müssen einen guten Ruf geniessen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten (Art. 51b Abs. 1 BVG). Sie unterstehen der *treuhänderischen Sorgfaltspflicht* und haben die Interessen der Versicherten zu wahren; zu diesem Zweck haben sie Interessenkonflikte zu vermeiden (Art. 51b Abs. 2 BVG).

Die bundesrechtlichen Anlagevorschriften geben Leitplanken vor, enthalten jedoch keine konkreten Weisungen oder Handlungsanordnungen, wie das vorhandene Vermögen im Einzelnen anzulegen ist; es ist vielmehr Aufgabe des Leitungsorgans, sich aktiv mit der Vermögensverwaltung zu befassen.¹⁵² Hierbei besteht die Hauptaufgabe im Rahmen der Sorgfaltspflicht in der Festlegung einer auf die kassenspezifische Risikofähigkeit abgestimmten Anlagestrategie sowie deren Umsetzung und Überwachung.¹⁵³ Die gewählte Anlagestrategie ist im Rahmen eines Reglements festzulegen (Art. 49a Abs. 2 lit. a BVV II). Der Grundsatz der angemessenen Risikoverteilung verlangt, die vorhandenen Mittel insbesondere auf verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige zu verteilen (Art. 50 Abs. 3 BVV II).

De lege lata kennt das Schweizer Recht keine Vorschrift, welche Vorsorgeeinrichtungen die Beachtung von Umwelt bzw. Klimarisiken bei der Anlagetätigkeit ausdrücklich vorschreiben würde.¹⁵⁴ MENTHA vertritt indes die Auffassung, dass der Einbezug von Umwelt- und Sozialkriterien für einen Teil oder mehrere Anlageklassen nicht zu kritisieren, sondern im Gegenteil wünschenswert sei, solange die Prinzipien einer guten Diversifikation beachtet werden.¹⁵⁵ Ebenso schlägt er in diesem Zusammenhang eine regelmässige Befragung der Begünstigten durch die Vorsorgeeinrichtung vor.¹⁵⁶ In der Annahme, es handle sich bei den Klimarisiken und -chancen um relevante Anlagerisiken bzw. -chancen, kommt ABEGGLEN zum Schluss, dass die Sorgfaltspflicht der verantwortlichen Organe bzw. des Vermögensverwalters einer Pensionskasse es (unter Beachtung der Grundsätze der Vermögensverwaltung nach Art. 71 Abs. 1 BVG) gebiete, diese genau wie alle anderen massgeblichen Anlagerisiken und -chancen zu berücksichtigen.¹⁵⁷ Ferner ist

¹⁴⁸ S. HANS-ULRICH STAUFFER, *Berufliche Vorsorge*, 2. Aufl. 2012, N 1595.

¹⁴⁹ Vgl. SHK BVG-MENTHA, Art. 71 N 117.

¹⁵⁰ STAUFFER (FN 148), N 1725.

¹⁵¹ UELI KIESER/KASPAR SANER, *Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen*, AJP 2017, 327–333, 329, m.w.H.

¹⁵² OFK BVG-VETTER-SCHREIBER, 3. Aufl. 2013, Art. 71 N 2.

¹⁵³ SHK BVG-MENTHA, Art. 71 N 45; STAUFFER (FN 148), N 1728.

¹⁵⁴ SHK BVG-MENTHA, Art. 71 N 115.

¹⁵⁵ Ebenda, Art. 71 N 118.

¹⁵⁶ Ebenda, Art. 71 N 119.

¹⁵⁷ SANDRO ABEGGLEN, *Rechtsgutachten Klimarisiken in der Vermögensverwaltung bei Pensionskassen*, 12. Oktober 2018, 12, abrufbar unter <https://www.cssp-ag.com/wp-content/uploads/2019/03/>

gemäss ABEGGLEN die Unterlassung der Allokation auf fossile Brennstoffe zulässig, sofern dies nicht eine fehlerhafte Diversifikation zur Folge hat und ein angemessener, risikoadjustierter Ertrag resultiert.¹⁵⁸

In der Erwägung, dass Vorsorgeeinrichtungen im Kern auf Nachhaltigkeit und Generationengerechtigkeit ausgerichtet sind, spricht sich der Schweizer Branchenverband der Pensionskassen (ASIP) ausdrücklich dafür aus, dass Nachhaltigkeitsaspekte von der treuhänderischen Sorgfaltspflicht erfasst sind.¹⁵⁹ Der Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen der ASIP sieht dementsprechend seit der Fassung Juli 2018 vor: «ESG-Risiken und Klimarisiken sind [...] Teil der ökonomischen Risiken und müssen im Rahmen der Definition der Anlagestrategie entsprechend analysiert werden.»¹⁶⁰ Dies liege zweifellos im langfristigen Interesse der Versicherten, «ohne dass dabei Renditeeinbussen in Kauf genommen werden müssten.»¹⁶¹ Der ASIP setzt indes auf Freiwilligkeit und lehnt regulatorische Vorgaben ab, da diese das Anlageuniversum und die Entscheidungsfreiheit der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen einschränken würden.¹⁶²

Die Frage, inwiefern Pensionskassen (und auch andere Finanzmarktakteure) Klimarisiken im Rahmen ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht zu berücksichtigen haben, war in jüngster Vergangenheit Gegenstand mehrerer parlamentarischer Vorstösse auf Bundesebene.¹⁶³ So fordert beispielsweise die Motion Thorens Goumaz den Bundesrat auf, die massgeblichen Gesetze und Verordnungen dergestalt anzupassen, dass die Berücksichtigung von Klimarisiken *explizit* zur treuhänderischen Pflicht der Schweizer Finanzakteure (Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Vermögensverwalter) – gezählt werde.¹⁶⁴ Die Motion Flach ersucht den Bundesrat, Massnahmen zu treffen, um Schweizer Pensionskassen ausdrücklich zu verpflichten, (i) Klimarisiken in ihre Investitionsentscheide einzubeziehen, (ii) die Höhe der durch den Klimawandel verursachten finanziellen Risiken für ihr Portfolio gegenüber den Versicherten offen-

zulegen und (iii) die Versicherten über die Klimaverträglichkeit der verschiedenen Anlagen zu informieren.¹⁶⁵ Auch auf kantonaler Ebene wird das Thema intensiv diskutiert.¹⁶⁶

Der Bundesrat anerkennt die Schwierigkeit für Finanzmarktakteure, die sich aus dem Klimawandel ergebenden Risiken und Chancen auf längere Sicht zuverlässig einschätzen zu können.¹⁶⁷ Er vertritt die Ansicht, es obliege primär den Finanzinstituten selbst, potenzielle Klimarisiken zu minimieren; weiter könne davon ausgegangen werden, dass institutionelle Investoren die Klimarisiken als möglicherweise relevante Anlagerisiken i.S.v. Art. 71 Abs. 1 BVG ohnehin angemessen berücksichtigten.¹⁶⁸ Der Bundesrat ortet daher aktuell keinen zusätzlichen Regulierungsbedarf und setzt vorderhand auf Freiwilligkeit.¹⁶⁹ Indes hat er in Ergänzung zur Tätigkeit der Arbeitsgruppe betreffend nachhaltiges Finanzwesen in der Schweiz (vgl. vorne Ziff. IV.3(iv)) ein Rechtsgutachten in Auftrag gegeben, welches die Rechtslage in der Schweiz für Vermögensverwalter dahingehend klären soll, ob diese «Klima- und Nachhaltigkeitsrisiken aber auch -wirkungen» im Rahmen ihrer treuhänderischen Pflichten berücksichtigen dürfen bzw. müssen.¹⁷⁰

Klimarisiken sind aus heutiger Warte als *finanziell relevante, wesentliche Anlagerisiken* einzustufen. Hierfür sprechen einerseits die zunehmenden Stimmen in der ökonomischen Literatur, wonach Klimarisiken in den Finanzmärkten nicht eingepreist sind, mit entsprechenden, möglicherweise weitreichenden Konsequenzen sowohl auf makroökonomischer Ebene als auch direkt für einzelne Unternehmen (vgl. auch vorne, II.1).¹⁷¹ Stellungnahmen von Regulatoren stützen die Einschätzung der finanziellen Relevanz von Klimarisiken.¹⁷² Auch

181012-Rechtsgutachten-an-Klima-Allianz-Schweiz-betr.-Klimarisiken-in-de....pdf (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁵⁸ Ebenda, 14.

¹⁵⁹ ASIP, Fachmitteilung Nr. 112, Juli 2018, 1, beziehbar unter <http://www.asip.ch/wissen/fachmitteilungen/> (zuletzt besucht am 28. November 2019): «[Vorsorgeeinrichtungen] sind im Kern auf Nachhaltigkeit und Generationengerechtigkeit ausgerichtet. Die Verantwortlichen haben sich an der treuhänderischen Sorgfaltspflicht zu orientieren, welche letztlich auch Nachhaltigkeitsaspekte umfasst.»

¹⁶⁰ ASIP, Leitfaden für die Vermögensanlage von Vorsorgeeinrichtungen, Juli 2018, 1, beziehbar unter <http://www.asip.ch/wissen/fachmitteilungen/> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁶¹ ASIP-Verbandsmitteilung 9/2018, Schweizer Personalvorsorge 9/2018, 98.

¹⁶² Ebenda.

¹⁶³ U.a. Motion Flach (19.3819); Motion Thorens Goumaz (19.3766); Interpellation Flach (18.4343); Anfrage Chevalley (18.1051); Interpellation Thorens Goumaz (18.3561); Interpellation Comte (17.4315); Interpellation Mazzone (17.3904).

¹⁶⁴ Motion Thorens Goumaz (19.3766).

¹⁶⁵ Motion Flach (19.3819).

¹⁶⁶ Vgl. z.B. für den Kanton Zürich: Anfrage Gehrig, Erni und Neukom, Auszug aus dem Protokoll des Regierungsrates des Kantons Zürich KR-Nr. 74/2019, Sitzung vom 24. April 2019, abrufbar unter <https://www.kantonsrat.zh.ch/Dokumente/Da9e2a807-6016-4ee8-ae3-e8291509add7/R19074.pdf> (zuletzt besucht am 28. November 2019).

¹⁶⁷ Stellungnahme des Bundesrates vom 28. August 2019 zur Motion Flach (19.3819).

¹⁶⁸ Stellungnahme des Bundesrates vom 20. Februar 2019 zur Interpellation Flach (18.4343); Stellungnahme des Bundesrates vom 22. November 2017 zur Interpellation Jans (17.3915); Stellungnahme des Bundesrates vom 14. Februar 2018 zur Interpellation Comte (17.4315).

¹⁶⁹ Stellungnahme des Bundesrates vom 28. August 2019 zur Motion Flach (19.3819); Stellungnahme des Bundesrates vom 22. November 2017 zur Interpellation Jans (17.3915).

¹⁷⁰ Stellungnahme des Bundesrates vom 28. August 2019 zur Motion Thorens Goumaz (19.3766).

¹⁷¹ Z.B. JEAN-FRANÇOIS MERCURE ET AL., Macroeconomic impact of stranded fossil-fuel assets, *Nature Climate Change* 2018, 588–593, 588: «Our conclusions support the existence of a carbon bubble that, if not deflated early, could lead to a discounted global wealth loss of US\$ 1–4 trillion, a loss comparable to the 2008 financial crisis.»; siehe auch KRÜGER/SAUTNER/STARKS (FN 32), 1 f., mit zahlreichen Hinweisen.

¹⁷² Vgl. vorne, Ziff. III.5; ferner etwa Bank of England/Prudential Regulation Authority (FN 88), 44: «These financial risks [from cli-

das NGFS sieht ein grosses Risiko, dass klimabedingte finanzielle Risiken heute nicht voll in den Bewertungen von Anlagen reflektiert sind.¹⁷³ Ferner anerkennen Mitglieder des NGFS (vgl. vorne, Ziff. III.2), somit u.a. die FINMA und die SNB, dass Klimarisiken eine Quelle finanzieller Risiken sind.¹⁷⁴ Die Branche selbst hat die Risiken ebenfalls erkannt. Gemäss einer Umfrage ist ein Grossteil der institutionellen Investoren der Auffassung, dass Klimarisiken wichtige finanzielle Implikationen für ihre Anlagetätigkeit haben (vgl. auch die zahlreichen Initiativen von Gruppierungen institutioneller Investoren, vorne Ziff. IV.2).¹⁷⁵ Wie gesehen (vorne, Ziff. V.1) teilt der Branchenverband ASIP die Ansicht, dass Klimarisiken als Teil der ökonomischen Risiken zu berücksichtigen sind.

Dementsprechend liegt der Schluss nahe, dass Klimarisiken (bzw. auch -chancen) heutzutage bei der Vermögensanlage zwingend von Vorsorgeeinrichtungen angemessen zu berücksichtigen sind.¹⁷⁶ Insofern sind Klimarisiken graduell zu unterscheiden von werterebezogenen «sozialen», «moralischen», «ideellen» oder «ethischen» Kriterien: beispielsweise könnte eine Pensionskasse nach SPILLMANN und KIESER/SANER aus vorrangig ethischen Überlegungen zulässigerweise zum Schluss kommen, nicht in Rüstungsunternehmen zu investieren, solange dabei die Anlagegrundsätze beachtet werden.¹⁷⁷ Demgegenüber handelt es sich bei Klimarisiken u.E. aus Sicht von institutionellen Investoren akzentuiert um finanzielle Risikofaktoren, wengleich soziale und ethische Kriterien im grösseren Zusammenhang des Klimawandels selbstredend ebenfalls eine Rolle spielen. Umso mehr ist die Berücksichtigung von Klimarisiken einer Vorsorgeeinrichtung nicht freigestellt, sondern von ihr zu erwarten. Dass dies gegenwärtig zumindest nicht flächendeckend umgesetzt wird, ergibt sich aus dem Klimaverträglichkeitstest des Bundes von 2017 (vgl. vorne Ziff. IV.1).

Auch im Ausland beschäftigt die Frage, inwiefern Pensionskassen (und andere institutionelle Investoren) Klimarisiken zu berücksichtigen haben, sowohl Regulatoren als auch Gesetzgeber. So prüft die EU im Rahmen ihres

Aktionsplans u.a., welche Pflichten die institutionellen Anleger und die Vermögensverwalter in diesem Zusammenhang treffen (vgl. vorne Ziff. III.3). Auch die *International Organisation of Pension Supervisors (IOPS)* prüft die Verabschiedung von Richtlinien zur Integration von ESG-Faktoren (einschliesslich Klimarisiken) in die Investment- und Risikomanagementtätigkeit von Pensionskassen.¹⁷⁸

2. Weitere Fragestellungen

Im vorliegenden Zusammenhang stellen sich mannigfache weitere rechtliche Fragestellungen, von denen hier nur einige aufgeworfen, nicht aber umfassend beleuchtet werden können.

So stellt sich für Vorsorgeeinrichtungen die Frage, (i) inwiefern diese gegenüber den Versicherten betreffend ihre Anlagepolitik sowie -risiken (einschliesslich Klimarisiken) informationspflichtig sind (vgl. Art. 65a, 86b BVG, Art. 47 Abs. 3 BVV II) und (ii) inwiefern Klimarisiken bei der Stimmrechtsausübung zu berücksichtigen sind (Art. 49a Abs. 2 lit. b BVV II).¹⁷⁹ In der EU sind Pensionskassen bereits heute zu einer gewissen Transparenz verpflichtet. Die EbAV II-Richtlinie verpflichtet Vorsorgeeinrichtungen, offenzulegen, inwiefern sie ESG- und Klimarisiken in ihre Risikobewertungen haben einfließen lassen.¹⁸⁰ Die EU-Mitgliedsstaaten hatten bis zum 1. Januar 2019 Zeit, die Richtlinie in nationales Recht umzusetzen. In Australien wurde – soweit ersichtlich das erste Mal weltweit – im Juli 2018 eine Klage gegen eine Pensionskasse im Zusammenhang mit Klimarisiken erhoben.¹⁸¹ Der Kläger, ein Versicherter der betreffenden Pensionskasse, macht geltend, die Beklagte habe rechtswidrig gehandelt, indem sie keine Informationen über ihre geschäftsbezogenen Klimarisiken sowie keine Strategien zur Bewältigung derselben offengelegt habe.¹⁸²

Auch im Anwendungsbereich des Obligationenrechts (OR) und des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), stellt sich die Frage, inwiefern die Treue- und Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters (Art. 398 Abs. 2 OR bzw. Art. 20 KAG) die Berücksichtigung von Klimarisiken und -chancen beinhaltet.¹⁸³ Ganz grundsätzlich kann gesagt werden, dass auch ausserhalb

mate change] are relevant to the UK banking sector today, primarily through the impact of the low-carbon transition creating credit risk.»

¹⁷³ NGFS (FN 14), 4: «The NGFS recognises that there is a strong risk that climate-related financial risks are not fully reflected in asset valuations.»

¹⁷⁴ Ebenda, 3: «NGFS Members acknowledge that climate-related risks are a source of financial risk. It is therefore within the mandates of Central Banks and Supervisors to ensure the financial system is resilient to these risks. As set out in the academic literature, climate change will affect the global economy and so the financial system that supports it. The financial risks it presents are in consequence system-wide and potentially irreversible if not addressed.»

¹⁷⁵ KRÜGER/SAUTNER/STARKS (FN 32), 36.

¹⁷⁶ S. auch KARAMETAXAS (FN 100), 366 ff., m.w.H.

¹⁷⁷ TILL SPILLMANN, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaft, Diss. Zürich 2004, 1 ff. (= SSW 232), 93 ff.

¹⁷⁸ IOPS (FN 146).

¹⁷⁹ Vgl. hierzu etwa ABEGGLEN (FN 157), 15 ff., m.w.H.; Motion Flach (19.3819); Interpellation Flach (18.4343); SHK BVG-MENTHA, Art. 71 N 114.

¹⁸⁰ Richtlinie 2016/2341/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2016 über die Tätigkeiten und die Aufsichtung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV), ABl. 354/37 vom 23. Dezember 2016; s. insb. Art. 28 Abs. 2 lit. h, 41 Abs. 1 lit. c.

¹⁸¹ *McVeigh v. Retail Employees Superannuation Trust*, NSD1333/2018, Federal Court of Australia.

¹⁸² Der erstinstanzliche Entscheid war bei Drucklegung noch ausstehend.

¹⁸³ Vgl. hierzu ABEGGLEN (FN 157), 10 f., m.w.H.

des BVG Sicherheit, Rentabilität und Liquidität zentrale Anlagegrundsätze der Vermögensverwaltung sind, was ein angemessenes Risikomanagement erfordert.¹⁸⁴ Insofern wären Klimarisiken – soweit man diese als relevante Anlagerisiken identifiziert (vgl. vorne, Ziff. V.1) – adäquat zu berücksichtigen.¹⁸⁵ In der Schweiz sind *Swiss Sustainable Finance* (SSF) und die *Swiss Fund and Asset Management Association* (SFAMA) daran, gemeinsam Branchenrichtlinien für eine nachhaltige Vermögensverwaltung zu entwickeln. Dabei sollen Empfehlungen verabschiedet werden, welche Definitionen, Mindestanforderungen und *Best-Practices* im Bereich der nachhaltigen Vermögensverwaltung aufzeigen,¹⁸⁶ was auch den Umgang mit den Klimarisiken und -chancen einschliessen dürfte. Auch die Schweizerische Bankiervereinigung entwickelt derzeit Branchenempfehlungen zur Integrierung von ESG-Kriterien in Produkte, Dienstleistungen und den Beratungsprozess.¹⁸⁷

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht stellt sich insbesondere die Frage, inwiefern sich die FINMA mit der Klimathematik auseinandersetzen sollte. Der Bundesrat äusserte in Antworten zu parlamentarischen Vorstössen die Ansicht, es obliege primär den Finanzinstituten selbst, potenzielle Klimarisiken zu minimieren; die FINMA greife erst dann ein, wenn bedeutende Mängel im Risikomanagement identifiziert wurden.¹⁸⁸ Entsprechend gehe der Bundesrat davon aus, dass erhöhte Klimarisiken von der Aufsicht und den ordentlichen Stresstests erfasst würden und daher kein unmittelbarer Bedarf für spezifische Klimastresstests bestehe.¹⁸⁹ Ob jüngste Entwicklungen wie der Beitritt der FINMA (sowie der SNB) zum NGFS (vgl. vorne, Ziff. III.2) im April 2019 an dieser Auffassung etwas zu ändern vermögen, bleibt abzuwarten. Generell kann gesagt werden, dass sich die FINMA im Vergleich zu ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden (vgl. vorne, Ziff. III.5) nach aussen bisher auffällig zurückhält.

VI. Fazit und Ausblick

Die vorerwähnten Ausführungen haben gezeigt, dass die hier diskutierte Thematik sowohl in der Schweiz als auch international von höchster Relevanz ist. Es setzt sich allmählich die Erkenntnis durch, dass der Klimawandel für

Unternehmen und Investoren signifikante Risiken birgt, aber auch Chancen bietet. Gleichzeitig handelt es sich um ein relativ neues (rechtliches und wirtschaftliches) Gebiet. Wenngleich das Problembewusstsein aufgrund der hohen Publizität der Klimafrage in den letzten Jahren vielerorts markant gestiegen ist, bestehen doch Fragezeichen z.B. mit Bezug darauf, welche rechtlichen Konsequenzen der Klimawandel – gerade aus Investorensicht – mit sich bringt bzw. in Zukunft bringen wird. Regulierungsbemühungen sind eindeutig erkennbar, befinden sich auf internationaler Ebene indes noch in einem frühen Stadium (z.B. Aktionsplan der EU). Neben zunehmendem regulatorischem Druck sehen sich Unternehmen und Investoren je nach Exponiertheit auch beträchtlichen Reputations- und Haftungsrisiken ausgesetzt.

Nach Ansicht der Autoren stehen institutionelle Investoren bereits nach heutigem Recht in der Pflicht, Klimarisiken und -chancen im Rahmen ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht angemessen zu berücksichtigen. Da vielerorts noch Fragezeichen bestehen dürften, wie diese Erkenntnis konkret in die Anlagetätigkeit umzusetzen ist, wären verstärkte Selbstregulierungsbemühungen in Form von detaillierten Branchenempfehlungen betreffend Klimarisiken zu begrüssen. Ob darüber hinaus in der Schweiz Regulierungsbedarf besteht, wird sich im Verlaufe des Jahres 2020 weiter klären, nachdem der zweite freiwillige Klimaverträglichkeitstest des Bundes sowie weitere Abklärungen des Bundesrates (vgl. vorne Ziff. III.4) abgeschlossen sein werden. Überdies sind die Bestrebungen auf internationaler Ebene, insbesondere diejenigen der TCFD und der EU, genau zu beobachten. Dabei ist im Auge zu behalten, dass bei der Transition in Richtung dekarbonisierte Gesellschaft einschliesslich Klimaverträglichkeit der Finanzflüsse, zu welcher sich die Schweiz gemäss ParisÜ verpflichtet hat, eine gewisse zeitliche Dringlichkeit besteht und gegenwärtig noch keine spürbaren Fortschritte festzustellen sind.¹⁹⁰

¹⁸⁴ ABEGGLEN (FN 157), 10, m.H.a. Urs BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, 164.

¹⁸⁵ Vgl. auch ABEGGLEN (FN 157), 11 *in fine*.

¹⁸⁶ Auskunft SSF.

¹⁸⁷ Schweizerische Bankiervereinigung (FN 2), 2.

¹⁸⁸ Stellungnahme des Bundesrates vom 22. November 2017 zur Interpellation Jans (17.3915); Stellungnahme des Bundesrates vom 5. September 2018 zur Interpellation Thorens Goumaz (18.3561).

¹⁸⁹ Stellungnahme des Bundesrates vom 5. September 2018 zur Interpellation Thorens Goumaz (18.3561).

¹⁹⁰ Vgl. Zurich Insurance Group, Pressemitteilung vom 24. September 2019, Zurich sees world failing to meet climate goals, takes further steps to accelerate climate change transition, abrufbar unter <https://www.zurich.com/en/media/news-releases/2019/2019-0924-01> (zuletzt besucht am 28. November 2019).