



Dr. Gerhard Schwartz
RECHTSANWALT
BEI ARQIS RECHTSANWÄLTE, München

DR. GERHARD SCHWARTZ | ARQIS RECHTSANWÄLTE

„Sustainable Finance“ – Megatrend in der Kapitalanlage oder nur bürokratischer Aufwand?

Die zunehmende Dringlichkeit, auf den globalen Klimawandel zu reagieren, hat auf europäischer politischer Ebene zu einer starken Forcierung von Maßnahmen geführt, die aktuell mit Vehemenz durch das Gesetzgebungsverfahren gebracht werden. Durch den Wechsel in der Europäischen Kommission und das Ausrufen des „European Green Deal“ wird dieses wichtige Ziel mit noch höherer Priorität voran getrieben. – Spätestens ab dem Jahr 2021 müssen sich alle Finanzmarktteilnehmer und großen Unternehmen mit dem Thema Nachhaltigkeit ernsthaft auseinandersetzen. Anlass sind einige richtungsweisende Verordnungen der Europäischen Union.

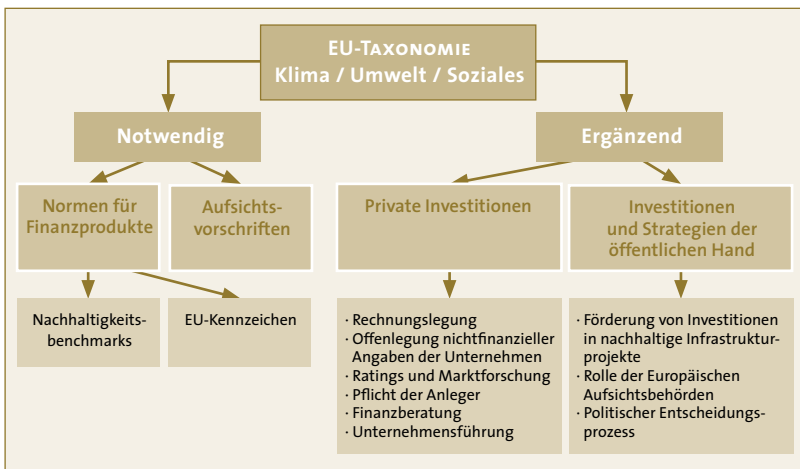
Grundlagen eines zumindest global angedachten Aktionsplanes zum Wandel hin zu einer nachhaltigen und klimaschützenden Ökonomie bilden das UN-Übereinkommen „2030 Agenda für nachhaltige Entwicklung“ sowie das Pariser Klimaschutzabkommen. Beide Dokumente wurden bereits 2015 verabschiedet. Auf europäischer Ebene tagte seit 2016 die „High-Level Expert Group on Sustainable Finance“, die für die EU-Kommission Vorschläge für ein Sustainable-Finance Regelwerk erarbeiten sollte. Dabei galt als Zielvorgabe das Kapital des Finanzsektors in nachhaltiges Wachstum zu lenken und zur Bewältigung des Klimawandels zu mobilisieren. Darüber hinaus sollten Nachhaltigkeitserwägungen gerade auch zur Stärkung der Finanzmarktstabilität beitragen, etwa durch die Berücksichtigung in Risikomanagement- und Kapitalanlage-Prozessen. Der Bericht der High-Level Expert Group mündete schließlich in einem Aktionsplan der EU-Kommission, der drei Ziele formuliert: Neuausrichtung der Kapitalflüsse hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, Einbettung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement, sowie Förderung von Transparenz und Langfristigkeit. Einem Masterplan gleich legt darin die EU-Kommission fest, wie über die nächsten Jahre nach und nach in nahezu alle Bereiche des Wirtschaftens Nachhaltigkeitserwägungen einbezogen werden sollen.

Die zu erwartenden Auswirkungen werden weitreichend sein: Änderungen für sämtliche Finanzmarktteilnehmer, angefangen bei Banken, Fonds- und Assetmanagern über Versicherungen und Pensionskassen bis hin zu Beratern und Vermittlern. Größere Unternehmen der Realwirtschaft werden sich mit dem Thema Nachhaltigkeit in der Unternehmensstrategie und der Rechnungslegung auseinandersetzen müssen. Ratingagenturen und Benchmark-Anbieter werden ebenfalls neue Nachhaltigkeitserwägungen in ihre Analysen mit einfließen lassen müssen. Kurzum: der gesamte Orientierungskompass kapitalmarktnaher Unternehmen wird sich neu ausrichten.

Der Gesamtplan der Europäischen Kommission stellt sich wie folgt dar:

Rolle der EU-Taxonomie im Aktionsplan

Abb. 1



Quelle: Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final

Um den Plan in die Tat umzusetzen, sind bereits richtungsweisende Gesetzgebungsakte erfolgt, weitere werden in schneller Folge verabschiedet werden.

Im Zuge eines grundlegenden Rechtsakts, auf dem viele weitere Akte aufbauen werden, wurde die Taxonomie-Verordnung verabschiedet, die einen klaren

Schwerpunkt in der ökologischen Nachhaltigkeit setzt. Auch die Offenlegungs-Verordnung als zweitem Grundpfeiler wurde bereits erlassen. Sie nimmt auch die anderen beiden Nachhaltigkeitsaspekte, das soziale Handeln und die gute Unternehmensführung in den Fokus.

Beide Grundpfeiler sollen im Folgenden dargestellt werden. Abschließend folgt ein Ausblick hinsichtlich sich noch im Entstehungsprozess befindlicher oder bereits in Kraft getretener Rechtsakte, die ebenfalls im Nachhaltigkeitskontext gesehen werden müssen.

Basis: Einheitliche Klassifikation durch Taxonomie-Verordnung

Um die Grundlagen eines einheitlichen Handelns zu schaffen, musste zunächst ein gemeinsames Verständnis des Begriffes „nachhaltig“ normiert werden. Diese Aufgabe übernimmt die Taxonomie-Verordnung (VO (EU) 2020/852), die am 18. Juni 2020 final verabschiedet worden ist. Sie beinhaltet ein einheitliches Klassifikationssystem zur Ermittlung, welche Tätigkeiten als ökologisch nachhaltig gelten sollen.

Ursprünglich sollte sich die *Taxonomie-Verordnung* an Finanzmarktteilnehmer richten, die Finanzprodukte als ökologisch nachhaltige Investitionen anbieten. Dieser Anwendungsbereich wurde bis zum Erlass der Verordnung deutlich erweitert: Sie ist nun auf sämtliche „Finanzmarktteilnehmer, die Finanzprodukte bereitstellen“, sowie zusätzlich auf „Unternehmen, für die die Verpflichtung gilt, eine nichtfinanzielle Erklärung abzugeben ...“ anzuwenden.

■ Ökologische Nachhaltigkeit

Nach der Taxonomie-Verordnung sind Wirtschaftstätigkeiten ökologisch nachhaltig, wenn sie

- einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines Umweltziels leisten
- nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung eines Umweltziels führen
- einen Mindestschutz in Bezug auf Arbeits- und Menschenrechte einhalten

- die technischen Bewertungskriterien, die die Kommission zur Erläuterung und Präzisierung der Umweltziele erlassen soll, einhalten

Die Taxonomie-Verordnung stellt damit klar die ökologische Nachhaltigkeit in den Mittelpunkt. Als *Umweltziele* gelten die sechs folgenden Kategorien:

- Klimaschutz
- Anpassung an den Klimawandel
- nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen
- Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft
- Vermeidung und Verminderung von Umweltverschmutzung, sowie
- der Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme

Die Regelungen werden durch technische Bewertungskriterien ergänzt, die die Kommission im Nachgang erarbeiten und implementieren soll. Die wesentlichen Pflichten der Taxonomie-Verordnung gelten für die ersten beiden Umweltziele ab dem 1. Januar 2022, für die restlichen ab dem 1. Januar 2023.

In der praktischen Umsetzung ist noch viel Detailarbeit notwendig. Die Übung, ein Investment zu klassifizieren, soll an folgendem Beispiel versucht werden: Die Investition in ein nachhaltiges Wirtschaftsgut par excellence, einer Photovoltaikanlage (PV-Anlage). Für dieses Beispiel hat die Technische Expertengruppe zur Konkretisierung der technischen Evaluierungskriterien in ihrem Abschlussbericht vom 9. März 2020 auf Seite 212 genaue Festlegungen über die Möglichkeit der Einordnung von PV-Projekten vorgenommen. Unproblematisch soll diese Investition einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines Umweltziels – dem Klimaschutz – leisten. Das weitere Tatbestandsmerkmal ist demgegenüber schwieriger zu begründen – denn eine erhebliche Beeinträchtigung eines Umweltziels soll bereits dann vorliegen, wenn die Tätigkeit zu erheblichen Treibhausgasemissionen führt (Art. 17 Abs. 1 a) VO (EU) 2020/852). Dabei soll insbesondere auch die Herstellung des jeweiligen Produktes betrachtet werden. Sinnhaft kann die Vorschrift nur angewendet werden, wenn eine Netto-Betrachtung möglich ist, wenn also der CO₂-Ausstoß während der Produktion in Relation zu dem nachträglich, während des Lebenszyklus des Produktes, eingesparten CO₂ gesetzt werden kann. Andernfalls wäre jede PV-Investition von vornherein ausgeschlossen.

Bei sämtlichen durch die Expertengruppe bisher erarbeiteten Konkretisierungen besteht ein Vorschlag, wie mit dem sog. Do Not Significant Harm Kriterium (DNSH-Kriterium) umgegangen werden soll. In der Praxis muss für die Technologie entweder eine ISO 14067 Zertifizierung oder ein sog. GHG Product Life Cycle Standard-compliant Product Carbon Footprint Assessment (das Greenhouse Gas Protocol (GHG) veröffentlicht einheitliche, internationale Standards, wie Treibhausgasemissionen quantifiziert werden) vorliegen, das bestimmte, abnehmende CO₂ Grenzwerte pro erzeugter kW/h Strom einhält. Für den Moment wird jedoch angenommen, dass PV-Anlagen Taxonomie-konform sind, weshalb die Pflicht zu entsprechenden Assessments einstweilen entfällt. Für das beispielhafte PV-Investment fordert die Expertengruppe in Bezug auf das DNSH-Kriterium darüber hinaus die Auswahl von Komponenten mit langer Lebensdauer, Reparaturfähigkeit und Recyclingmöglichkeiten. Außerdem wird wesentlicher Wert auf die Erforschung und Mitigation von Eingriffen in das lokale Ökosystem gelegt, etwa mittels der Durchführung von Umweltverträglichkeitsprüfungen.

Auch das nächste Tatbestandsmerkmal wirft Fragen auf: Nach der Taxonomie-Verordnung muss für das Investment auch ein Mindestschutz der Menschenrechte nach den OECD-Leitsätzen für multinationale Unternehmen und die Leitlinien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte erfüllt sein. Für die Handhabung verweist die Vorschrift auf die Offenlegungs-Verordnung, die in diesem Zusammenhang auf Verfahrensweisen guter Unternehmensführung, insbesondere in Bezug auf solide Management-Strukturen, die Beziehungen zu Arbeitnehmern, die Vergütung von Mitarbeitern, sowie die Einhaltung von Steuervorschriften, verweist. – Die Beurteilung dieser Aspekte könnte bei manchen Produkten schwerfallen.

Die technischen Bewertungskriterien sind gegenwärtig im Entstehungsprozess. Die von der Kommission eingesetzte Expertengruppe hat im März 2020 ihre Einschätzung hinsichtlich technischer Evaluierungskriterien, bezogen auf den Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel, gegeben – ein immerhin 593 Seiten starkes Dokument. Auf Grundlage dieses Berichtes soll im vierten Quartal 2020 der entsprechende delegierte Rechtsakt durch die Kommission erlassen werden. Für die weiteren Umweltziele folgen nachgelagert entsprechende Verfahren. Dabei hat die Kommission einen hohen Standard einzuhalten. *Art. 19 der*

Taxonomie-Verordnung gibt genaue Inhalte und Qualitätsmerkmale vor, die die Bewertungskriterien einhalten müssen. Sie sollen beispielsweise quantitativ sein und nur im Ausnahmefall rein qualitativ umschreibend. Die Bewertungskriterien sollen auf schlüssigen wissenschaftlichen Erkenntnissen gründen und den Lebenszyklus der Wirtschaftstätigkeit ganzheitlich betrachten. Das bedeutet, dass insbesondere auch Umwelteinwirkungen aus bereitgestellten Produkten, die bei der Wirtschaftstätigkeit verwandt werden, mit in die Betrachtung einbezogen werden sollen. Die damit einhergehende Prüftiefe ist sicherlich im Sinne einer ganzheitlichen Nachhaltigkeit wünschenswert.

Allerdings stellt sich in der Praxis die Frage, wie entsprechende Daten erhoben werden sollen und um welchen Preis bzw. mit welchem Aufwand. Auch im Hinblick auf wissenschaftliche Erkenntnisse ist sicher nicht in jedem Fall entsprechende Evidenz verfügbar, so dass viele Zweifelsfragen bleiben werden. Da tröstet die letzte Anforderung an die Bewertungskriterien: Diese sollen einfach anzuwenden und so festgelegt werden, dass die Überprüfung ihrer Einhaltung erleichtert wird.

Durch die Kriterien soll sichergestellt werden, dass auf angebotene Finanzprodukte und Unternehmensanleihen, die ökologisch nachhaltig sein sollen, europaweit die gleichen Kriterien zur Anwendung kommen.

■ **Überwachung durch Aufsichtsbehörde**

Die Überwachung der Kriterien obliegt schließlich den Aufsichtsbehörden, die auch für die Aufsicht der jeweiligen Finanzmarkt-Teilnehmer zuständig sind. Man darf gespannt sein, wie sich die deutsche BaFin auf die Überwachung dieser Nachhaltigkeitsangaben einstellen wird, erfordert sie doch andere Qualitäten als Überprüfungen in eher finanzkennzahlengetriebenen Prüfprozessen.

■ **Einbeziehung in nicht-finanzielle Berichterstattung sonstiger Unternehmen**

Als neuer, weitreichender Aspekt ist im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens aufgenommen worden, dass nicht nur Finanzmarktteilnehmer über entsprechende Nachhaltigkeitsabwägungen informieren müssen, sondern auch die Unterneh-

men, die einen nicht-finanziellen Teil in der jährlichen Berichterstattung einfließen lassen müssen. Damit bekommt die Regelung Bewandtnis für eine Vielzahl von Unternehmen, da sie für alle Unternehmen gilt, die unter § 289b HGB fallen. Kapitalgesellschaften, die börsennotiert sind und im Durchschnitt mehr als 500 Mitarbeiter beschäftigen, müssen sich daher zwingend mit dem Thema auseinandersetzen. Sie haben insbesondere Angaben darüber zu machen wie hoch der Anteil ihrer Umsatzerlöse ist, der aus ökologisch nachhaltigen Tätigkeiten herrührt, sowie Angaben zur Höhe des Anteils ihrer Capex und Opex, die mit ökologischen nachhaltigen Tätigkeiten zusammenhängen.

Förderung von Transparenz und Langfristigkeit

Neben der Taxonomie-Verordnung ist die sog. *Offenlegungs-Verordnung* wesentlicher Dreh- und Angelpunkt (Verordnung (EU) 2019/2088)). Diese Verordnung richtet sich an Finanzmarkt-Teilnehmer und Finanzberater. Ziel der Verordnung ist, einen europaweiten Standard nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen zu etablieren, damit für Endanleger durch ein europaweit einheitliches System Informationen zur Nachhaltigkeit von Finanzmarktteilnehmern und deren Produkten verfügbar sind und in Allokationsentscheidungen zu Grunde gelegt werden können. Der Begriff „Finanzmarkt-Teilnehmer“ ist sehr weit definiert und beinhaltet unter anderem Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen, Einrichtungen betrieblicher Altersversorgung, AIFMs, OGAW-Verwaltungsgesellschaften und Kreditinstitute, die Portfolioverwaltung erbringen. Damit sind sämtliche Anbieter und Verwalter von Finanzprodukten vom Anwendungsbereich erfasst. Aber auch Finanzberater sind in die Regelungen einbezogen, wenn sie Versicherungs- oder Anlageberatung oder Anlagevermittlungsdienstleistungen erbringen.

Sämtliche Pflichten aus der Verordnung sind direkt anwendbar, bedürfen also keines nationalen Umsetzungsaktes. Die Pflichten aus der Verordnung gelten ab dem 10. März 2021, es sei denn, die Verordnung enthält im Einzelfall abweichende Regelungen.

Die Verordnung unterscheidet – je nach Finanzmarkt-Teilnehmer und beworbenem Produkt – verschiedene Ebenen zur Schaffung von Transparenz.

■ Veröffentlichungspflicht auf der Homepage

Als Standardpflicht für alle Finanzmarkt-Teilnehmer sieht die Verordnung vor, dass Informationen veröffentlicht werden, auf welche Weise die Verpflichteten mit Nachhaltigkeitsrisiken bei ihren Investmententscheidungen und/oder Beratungstätigkeiten umgehen. Anders als in der Taxonomie-Verordnung sind Nachhaltigkeitsrisiken im Sinne der Offenlegungs-Verordnung nicht rein ökologisch definiert, sondern klassisch im Sinne der ESG-Ziele als „ein Ereignis oder eine Bedingung in den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, dessen beziehungsweise deren Eintreten tatsächlich oder potenziell wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnte“. Finanzmarktteilnehmer sind gefordert, Informationen zur Strategie für die Einbeziehung der Nachhaltigkeitsrisiken in den Investitionsprozess zu veröffentlichen. Damit geht die Regelung tief in die Unternehmensorganisation. Es reicht nicht, ein eigenes Leitbild zu veröffentlichen, das abstrakt darstellt, wie entsprechende Risiken gewürdigt werden. Vielmehr ist gefordert, dass der eigentliche Kernprozess eines entsprechenden Kapitalanlageproduktanbieters, der Investitionsprozess, konkrete Nachhaltigkeitsrisiken benennt und berücksichtigt. Damit müssen entsprechende Risiken auch in Finanzmodellen abgebildet werden.

Darüber hinaus sollen Unternehmen auf ihren Internetseiten darstellen, welche Strategien im Unternehmen angewendet werden, um die Sorgfaltspflichten in Bezug auf nachteilige Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren einzuhalten. An dieser Stelle geht es also um Due Diligence Pflichten. Falls Finanzmarktteilnehmer dem folgen, müssen sie in ihrer Internet-Veröffentlichung Informationen aufnehmen, wie sie die Nachhaltigkeitsauswirkungen feststellen und gewichten, welche Nachhaltigkeitsfaktoren zur Anwendung kommen, welche Nachhaltigkeitsauswirkungen erkannt wurden und wie damit umgegangen wird. Außerdem muss eine Bezugnahme auf den von ihnen angewendeten Kodex für verantwortungsvolle Unternehmensführung mitaufgenommen werden sowie der Grad ihrer Ausrichtung an den Zielen des Übereinkommens von Paris.

Die geforderte Prüftiefe von Nachhaltigkeitserwägungen im Rahmen von Due Diligences könnte eine vollständig neue Kompetenz erfordern neben den bisher

üblichen rechtlichen und kommerziellen Prüfungen. Die geforderte Publizität verlangt dabei unter Umständen zudem Einblick in firmeneigenes, schützenswertes Know-how.

Alternativ können sich Finanzmarkt-Teilnehmer zunächst auch dafür entscheiden, klare Gründe zu veröffentlichen, warum sie Nachhaltigkeitsfaktoren bislang *nicht* berücksichtigen. Zugleich müssen diese Unternehmen aber auch angeben, ab wann sie gedenken, Nachhaltigkeitsrisiken einzubeziehen. Dieses Negativ-Testat kann dann gegebenenfalls dazu führen, dass diese Unternehmen von entsprechend ESG-affinen Investoren vorerst ausgeschlossen werden. Großen Finanzmarktteilnehmern mit mehr als 500 Mitarbeitern bleibt zunächst keine andere Wahl, als entsprechende Nachhaltigkeitserwägungen ab dem 30. Juni 2021 zu veröffentlichen. Finanzberater müssen gleichermaßen auf ihren Websites darstellen, wie sie entsprechende Risiken in ihren Beratungsprozess einfließen lassen wollen.

■ Aufnahme in vorvertragliche Informationen

Die Offenlegungs-Verordnung fordert außerdem, dass entsprechende Informationen zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken nicht nur auf Internetseiten des Finanzmarkt-Teilnehmers, sondern auch in vorvertraglichen Informationen, also insbesondere in produktbezogenen Prospekten, zur Verfügung gestellt werden. Dabei ist auch darzustellen, wie sich die Nachhaltigkeitsrisiken auf die Rendite des Produktes auswirken können. Aus dieser Forderung folgt damit gleichzeitig, dass die Beschreibung von Nachhaltigkeitsrisiken nicht rein qualitativ erfolgen kann. Spätestens bei der Darstellung von Auswirkungen auf die Rendite wird eine Quantifizierung im Financial Model erforderlich.

Noch verschärft werden die Anforderungen an die zu veröffentlichenden Informationen verständlicherweise, wenn ein Produkt gerade mit den Merkmalen „ökologisch“ oder „sozial“ beworben wird. Darüber hinaus muss auch in regelmäßigen Berichten zu den so beworbenen Finanzprodukten dazu Stellung genommen werden, wie sich das Produkt bei der Zielerreichung schlägt, ob also die ökologischen und sozialen Merkmale erfüllt wurden und wie sich das Produkt im Vergleich zu einem Nachhaltigkeitsindex oder sonstigem Referenzwert entwickelt.

■ Einbeziehung in Vergütungspolitik

Eher beiläufig erwähnt die Verordnung, dass entsprechende Veröffentlichungen auch Aussagen enthalten müssen, wie die Nachhaltigkeitsrisiken auf die Vergütungspolitik des Unternehmens durchschlagen. Diese Rückkopplung kann gravierende Auswirkungen haben, da Änderungen an der vorherrschenden Vergütungspolitik immer große organisatorische Hürden mit sich bringen können.

■ Überwachung der Einhaltung der Vorschriften

Die Einhaltung der Vorschriften aus der Offenlegungs-Verordnung muss durch die zuständigen Behörden (in Deutschland die BaFin) überwacht werden.

Weitere Entwicklungen zu mehr Nachhaltigkeit

Im Rahmen ihres Maßnahmenkatalogs stößt die Kommission eine ganze Reihe weiterer Initiativen an, die bislang in unterschiedlich weit gediehen sind:

■ Änderung der Aufsichtsvorschriften für Banken und Versicherungsgesellschaften

Die Kommission kündigt an, Anpassungen an den bankenaufsichtsrechtlichen und versicherungsaufsichtsrechtlichen Vorschriften vorzunehmen, unter anderem an den Eigenkapitalunterlegungsvorschriften im Rahmen von Basel III und Solvency II, um das notwendige Kapital in nachhaltige Investitionen zu lenken – freilich nur in engem Zusammenwirken mit der Taxonomie und insofern entsprechende Eigenkapitalunterlegungen auch den abgebildeten Risiken entsprechen. Die Konsultationen zu entsprechenden Rechtsakten laufen aktuell.

■ Änderungen an der AIFM-Richtlinie

Oben dargelegte Nachhaltigkeitsgesichtspunkte in Bezug auf das Risikomanagement, die Einbeziehung in Due Diligence Aktivitäten, sowie in das Vergütungssystem werden durch eine Änderung der AIFM-Richtlinie auch für Verwalter

Alternativer Investmentfonds verbindlich geregelt. Das Gleiche gilt für Anbieter von UCITS. Die jeweiligen Änderungen der AIFM-Richtlinie und UCITS-Richtlinie wurden allerdings noch nicht umgesetzt. Die Ausgestaltung der Änderungen wurde jedoch im Final Report der European Securities and Markets Authority (ESMA) gefordert.

■ **Transparenz durch Rechnungslegung**

Darüber hinaus stößt die Kommission an, ob im Rechnungslegungsstandard IFRS 9 Anpassungen vorzunehmen sind, um bei der Bilanzierung langfristige, nachhaltige Investitionen sachgerechter abbilden zu können, damit die bisherigen Bilanzierungsvorschriften kein Hindernis darstellen.

■ **Abkehr von Shareholder-Value Steuerung**

Die Kommission sieht einen Konflikt zwischen den eher langfristig angelegten Unternehmenszielen, die im Sinne der Taxonomie zu einem nachhaltigen Wirtschaften führen sowie die Erreichung der Umweltziele fördern einerseits und andererseits dem eher kurzfristigen, quartalsgetriebenen Druck des Kapitalmarktes, entsprechende Renditen für Anteilseigner zu erwirtschaften. Der Maßnahmenkatalog bleibt an dieser Stelle allerdings noch recht vage. Im ersten Schritt sollen die europäischen Aufsichtsbehörden Nachweise zusammentragen, die belegen, dass durch den Druck der Kapitalmärkte eher kurzfristiges Handeln der Unternehmenslenker gefordert ist. Um dem entgegenzuwirken, wäre beispielsweise denkbar, dass Leitungsgremien in die Unternehmensstrategie eine Nachhaltigkeitsstrategie verbunden mit Nachhaltigkeitszielen aufnehmen und veröffentlichen müssen, an deren Erreichen das Management zu binden wäre.

■ **Aufnahme von Nachhaltigkeitserwägungen in Vertriebsvorschriften**

Die Taxonomie-Verordnung und Offenlegungs-Verordnung sorgen dafür, dass entsprechende Nachhaltigkeitsinformationen verfügbar sind. Durch eine Anpassung der MiFID II Richtlinie und entsprechender delegierter Verordnungen wird künftig bestimmt, dass im Rahmen der Anlageberatung und Portfolioverwaltung Finanzinstrumente entsprechende Zielparameter, etwa bei der Bestimmung des

Zielmarktes, abgefragt und der jeweiligen Beratung zu Grunde gelegt werden. Parallele Vorschriften werden für Versicherungsanlageprodukte in der Versicherungsvertriebs-Richtlinie erwartet.

■ Einheitliche Kennzeichnung und Benchmarking

Wesentliche Erleichterungen beim Kanalisieren von Kapitalströmen hin zu nachhaltigeren Investitionen soll ein einheitliches Kennzeichnungssystem bringen, das Anlegern ermöglichen soll, im Vertrauen auf entsprechende Kennzeichnungen nachhaltige Kapitalanlagen von nicht nachhaltigen unterscheiden zu können. Inhaltlich soll es vor allem klare Vorgaben an die Inhalte von Prospekten für nachhaltige Kapitalanlagen geben, die ein entsprechendes Label führen wollen. Ausfluss dessen sind die schon heute immer stärker emittierten „Green Bonds“.

Um die Performance nachhaltigen Handelns auch konsolidiert darstellen zu können, hat die EU bereits eine Änderung der Benchmark-Verordnung (VO (EU) 2019/2089) erlassen. Darin ist insbesondere beschrieben, wie der Dekarbonisierungszieldpfad in die Referenzwertbildung einfließen soll, um auf einheitlicher Grundlage die Bemühungen von Unternehmen zur Reduzierung ihres CO₂-Ausstoßes bewerten zu können.

■ Einbettung der Nachhaltigkeit in Ratingverfahren

Ist das Kapital in nachhaltige Anlageformen gelenkt worden, muss es auch entsprechend überwacht und im laufenden Risikomanagement aufgenommen werden. Folgerichtig wirft die Kommission ein besonderes Augenmerk auf die Analyse von Nachhaltigkeitsfaktoren durch Ratingagenturen. Für diese sollen einheitlich Vorgehensweisen zur Betrachtung entsprechender Faktoren bei der Bewertung von Unternehmen eingeführt werden, um die Analysen einem einheitlichen Standard zuzuführen, der für Finanzmarktteilnehmer in der Folge entsprechend aussagekräftig ist.

Dabei ist die große Herausforderung, das klassische Ratingziel, die Bonitätsstärke eines Unternehmens zu bewerten, unabhängig von dessen ESG-Verhalten ist. Diese beiden Ratingaspekte sollten auch künftig nicht vermischt werden.

Fazit

Die Gesetzesimpulse, die aus der Sustainable Finance Initiative der EU-Kommission ausgehen, sind mannigfaltig. Sie beginnen in der Finanzwirtschaft und umfassen dort nahezu sämtliche Bereiche des Wirtschaftens, angefangen bei Produktkonzeptionen, über deren Vertrieb, bis hin zum laufenden Management und nicht zuletzt der Vergütung involvierter Mitarbeiter. Auch erste Auswirkungen auf die Realwirtschaft – Stichwort: nichtfinanzielle Berichterstattung und Auswirkungen auf IFRS 9 – sind zu verzeichnen. Eingebettet in den auf Jahrzehnte angelegte Master-Plan des *European Green Deal* dürfte es keinen Zweifel daran geben, dass die jetzt angestoßenen Initiativen nur die ersten Schritte in Richtung eines ganz neuen, nachhaltigen Wirtschaftens sind, der kompletten Umstellung hin zu einer insgesamt nachhaltigen Wirtschaft, die bis 2050 CO₂-neutral sein soll.

Die vorgestellten Regelungen werden hierzu einen essentiellen Beitrag leisten. Zwei wesentliche Aspekte sollten dabei aber in Zukunft klärende Berücksichtigung finden:

Zum einen ist der jetzt eingeschlagene Weg, Normierungen durch technische Expertengruppen bis ins Detail vorbereiten zu lassen, problematisch. Die Trennschärfe zwischen förderfähigen, gewollten und nicht unter die Detailregelung subsumierbaren Sachverhalten, die damit außen vor bleiben, ist oftmals eher willkürlich. Dies kann gerade vor dem Hintergrund eines laufenden technischen Fortschritts bremsend wirken.

Ein zweiter Aspekt fällt demgegenüber volkswirtschaftlich ins Gewicht: Private Kapitalströme ausschließlich mit dem Ziel der Nachhaltigkeit zu lenken birgt die erhebliche Gefahr, dass eigentlich notwendige Erträge noch schwerer zu erzielen sind – vor dem Hintergrund des auf lange Zeit zementierten niedrigen Zinsniveaus die Hauptsorge unserer Altersversorger. Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage wird sich nur dann durchsetzen lassen, wenn entsprechende Produkte auch als Renditequelle taugen.

Über den Autor:

DR. GERHARD SCHWARTZ ist Counsel bei ARQIS Rechtsanwälte und fokussiert sich auf die Beratung rund um nachhaltige Investitionen, dabei sowohl auf aufsichtsrechtliche, wie auch allgemeine M&A Aspekte. Zuvor war er im Bereich Erneuerbare Energien unternehmerisch aktiv, war Mitgründer einer Assetmanagement-Boutique, die in On- und Offshore-Wind für institutionelle Investoren investierte. Er war sowohl für alle rechtlichen Angelegenheiten, wie auch für die Kundenakquise verantwortlich. Davor war er als Head of Corporate Development bei einem großen Fondsmanager aktiv und prägte insbesondere die aufsichtsrechtliche Neuaufstellung des Unternehmens.