



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Der Einfluss von Sustainable Finance auf die
Nachhaltigkeitsziele deutscher Aktiengesellschaften –
Eine Untersuchung vor dem Hintergrund der
Nachhaltigkeitsberichtspflichten für institutionelle Anleger und
Vermögensverwalter“**

Dissertation vorgelegt von Elias Kehrel

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Zweitgutachter: Prof. Dr. Marc-Philippe Weller

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Elias Kehrel: Der Einfluss von Sustainable Finance auf die Nachhaltigkeitsziele deutscher Aktiengesellschaften – Eine Untersuchung vor dem Hintergrund der Nachhaltigkeitsberichtspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter

Zusammenfassung

Die Dissertation behandelt die rechtlichen Auswirkungen von Sustainable Finance in seiner Ausformung als europäische Nachhaltigkeitsberichtserstattungspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter auf diese sowie deren Portfolioaktiengesellschaften.

I. Einführung in die Problematik

Mit den europäischen Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten – bestehend aus der sogenannten CSR-Richtlinie, der 2. Aktionärsrechterichtlinie (ARRL II) sowie der Offenlegungs-Verordnung – versucht der europäische Gesetzgeber institutionelle Anleger und Vermögensverwalter zu Sustainable Finance zu animieren und auf diese Weise die europäische Wirtschaft hin zu einer öko-sozialen Marktwirtschaft zu transformieren. Sustainable Finance bedeutet dabei die nachhaltige Investition von Finanzmitteln, insbesondere durch Großanleger wie Vermögensverwalter in Form von Investmentfonds oder Banken und institutioneller Anleger, welche der europäische Gesetzgeber als Lebensversicherungen, deren Rückversicherungen sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (EbAV) in Form von Pensionskassen und -fonds definiert.

Durch Art. 19a der am 22. Oktober 2014 erlassenen CSR-Richtlinie, umgesetzt durch §§ 289b bis 289e HGB, sollen Unternehmen zur Beachtung von Nachhaltigkeitsbelangen veranlasst werden, was für Finanzdienstleistungsunternehmen – wie die vorstehend genannten – ein Investitionsverhalten im Sinne von Sustainable Finance bedeutet. Die Art. 3g bis 3i der ARRL II vom 17. Mai 2017, umgesetzt durch §§ 134a bis 134d AktG, versuchen weiterhin institutionelle Anleger und Vermögensverwalter zur nachhaltigen Ausübung ihrer Aktionärsrechte innerhalb ihrer Portfolioaktiengesellschaften zu bewegen. Schließlich hat der europäische Gesetzgeber mit der Offenlegungs-Verordnung vom 27. November 2019 Berichtspflichten für Finanzdienstleistungsunternehmen geschaffen, welche diese speziell zu nachhaltigem Investieren anreizen sollen.

Ungeklärt ist dabei insbesondere der business case von Sustainable Finance, also ob sich die Beachtung von Nachhaltigkeitsaspekten positiv auf die finanzielle Rendite von Investitionen auswirkt oder für diese schädlich ist. Da dies regelmäßig einzelfallabhängig ist, ergibt sich die Forschungsfrage, ob institutionelle Anleger und Vermögensverwalter überhaupt dazu berechtigt sind, das vom europäischen Gesetzgeber intendierte Sustainable Finance zu betreiben.

Neben der Befugnis zu Sustainable Finance werfen die Berichterstattungspflichten einen weiteren Fragenkreis auf: Da die Publizitätspflichten verlangen, über nachhaltiges Engagement zu berichten, könnte mit ihnen die mittelbar vorgelagerte Pflicht geschaffen worden sein, auf nachhaltige Weise am Wirtschaftsverkehr teilzunehmen. In der Folge stellt sich die rechtsdogmatische Frage, ob die europäischen Regelungsregime die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter sogar zu Sustainable Finance verpflichten.

Schließlich ist als dritte Forschungsfrage darauf einzugehen, ob die Nachhaltigkeitsberichtspflichten die gewünschte Wirkung in rechtstatsächlicher Hinsicht erwarten lassen und die Finanzunternehmen zu Sustainable Finance sowie dem damit

verbundenen Nachhaltigkeitsengagement innerhalb der Portfoliounternehmen animieren können.

II. Zur Beantwortung der Forschungsfrage: Befugnis zu Sustainable Finance?

Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter stehen als Finanzintermediäre janusköpfig zwischen ihren kapitalgebenden Endanlegern auf der einen Seite und den kapitalnachfragenden Portfolioaktienunternehmen auf der anderen. Zur Beantwortung der Frage, ob institutionelle Anleger und Vermögensverwalter zu Sustainable Finance berechtigt sind, ist daher zunächst zwischen ihrer kapitalnachfragenden und ihrer kapitalgebenden Funktion zu unterscheiden. In kapitalnachfragender Funktion gegenüber ihren Endanlegern begrenzt das Kapitalmarktrecht die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter in ihrer Berechtigung zu Sustainable Finance, während das Gesellschaftsrecht ihnen als kapitalgebende Akteure gegenüber den Portfolioaktienunternehmen einen Rahmen für Sustainable Finance vorgibt.

In kapitalmarktrechtlicher Hinsicht ist dabei wiederum zwischen 3 Nachhaltigkeitsniveaus zu differenzieren. Bei Sustainable Finance 1.0 steht die sogenannte outside-in-Perspektive im Vordergrund. Der Investor berücksichtigt Nachhaltigkeitsbelange nur insoweit, wie sie der eigenen finanziellen Rendite dienlich sind. Bei Sustainable Finance 2.0 tritt die inside-out-Perspektive hinzu. Der Investor versucht mit seinem Investment gleichzeitig Nachhaltigkeitsbelange außerhalb seines Unternehmens zu fördern, eine finanziell starke Rendite steht allerdings weiterhin im Vordergrund. Bei Sustainable Finance 3.0 ist schließlich die Förderung von Nachhaltigkeitsbelangen in der inside-out-Perspektive das primäre Ziel. Der Investor versucht zwar auch hier eine positive Rendite zu erzielen, lässt Gewinnchancen allerdings verstreichen, wenn sie sich negativ auf Nachhaltigkeitsbelange auswirken.

Für Investmentfonds lässt das für sie maßgebliche Kapitalanlagegesetzbuch die Nachhaltigkeitsstufen Sustainable Finance 1.0 bis 3.0 uneingeschränkt zu, da diese der Integrität des Kapitalmarktes nicht entgegenstehen. Auch wird durch keine der Nachhaltigkeitsstufen das durch das KAGB geschützte Anlegerinteresse verletzt, da dieses nicht allein auf finanzielle Rendite gerichtet sein muss, sondern auch Nachhaltigkeitsbelange beinhalten kann. Da sich Sustainable Finance 2.0 und 3.0 jedoch potenziell renditemindern auswirken können und das Anlegerinteresse jedenfalls traditionell geprägt auf finanzielle Rendite ausgerichtet ist, muss aus Anlegerschutzgründen in den Anlagebedingungen der Investmentfonds auf eine Nachhaltigkeitsbelange berücksichtigende Anlagestrategie dieser Nachhaltigkeitsniveaus hingewiesen werden. Ebenso steht das insbesondere für Individualvermögensverwalter geltende Aufsichtsrecht des Kreditwesengesetzes sowie des Wertpapierhandelsgesetzes Sustainable Finance nicht entgegen, da der Anleger in diesem Fall individuelle Weisungen geben kann und somit hinreichend geschützt ist.

Auch institutionelle Anleger in Form von Lebensversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfond sind nach dem für sie geltenden Versicherungsaufsichtsgesetz grundsätzlich zur Beachtung von Nachhaltigkeitsbelangen im Zusammenhang mit ihren Investitionen berechtigt (234a VAG). Dies gilt jedoch nicht im Hinblick auf Sustainable Finance 3.0, da dieses Nachhaltigkeitsniveau die Beachtung von Nachhaltigkeitsbelangen bei der Investition in den Vordergrund stellt, was dem im VAG statuierten Primat der Sicherheit der Geldanlage entgegensteht (§ 124 VAG).

Weiterhin ist zu beachten, dass konventionelle Lebensversicherungen und Pensionskassen im Gegensatz zu fondsgebunden Lebensversicherungen und Pensionsfonds gegenüber den Versicherungsnehmern eine nachhaltigkeitsbasierende Anlagestrategie nicht in den allgemeinen Versicherungsbedingungen ansprechen müssen. Nur bei fondsbasierenden

Produkten trägt der Versicherungsnehmer einen Teil des Anlagerisikos und ist daher aus Anlegerschutzgründen über eine etwaige Nachhaltigkeitsstrategie und damit zusammenhängenden Verlustrisiken zu informieren. Da bei konventionellen Lebensversicherungsprodukten und Pensionskassen hingegen allein der Versicherer das Anlagerisiko der Gelder, welche in Form von Versicherungsprämien seiner wirtschaftlichen Berechtigung überlassen sind, trägt, ist eine Aufklärung der Versicherungsnehmer über die Nachhaltigkeitsstrategie aus Anlegerschutzgründen nicht erforderlich.

Aus gesellschaftsrechtlicher Warte, welche für die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter als Aktionäre ihrer Portfoliounternehmen eine Rolle spielt, setzt insbesondere die zwischen den Aktionären bestehende Treupflicht der Einflussnahme durch die Aktionäre Grenzen. Die Treupflicht orientiert sich dabei am Gesellschaftszweck. Dieser ist bei Aktiengesellschaften dahingehend umstritten, ob er im Sinne eines strengen Shareholder-value-Ansatzes allein die Verfolgung finanzieller Interessen zulässt oder nach der Lehre vom Unternehmensinteresse bzw. Stakeholder-value-Ansatzes Nachhaltigkeitsaspekten insofern Beachtung finden dürfen, wie sie die Bestandserhaltung und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens nicht gefährden. Nicht zuletzt durch die Nachhaltigkeitsberichtspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter stellt der europäische Gesetzgeber jedoch nunmehr klar, dass der Gesellschaftszweck nach letzterer Lesart zu interpretieren ist. Von den institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern kann nicht auf der einen Seite durch die Berichtspflichten verlangt werden, Nachhaltigkeitsbelange zu fördern, wenn dies auf der anderen Seite durch die aktienrechtliche Treupflicht in Interpretation eines strengen Shareholder-value-Ansatzes verboten wäre. Andernfalls würde gegen das in Art. 20 Abs. 3 GG normierte verfassungsrechtliche Widerspruchsverbot verstoßen. Mithin steht die Treupflicht als Ausformung des Gesellschaftszwecks einer Hinwirkung auf Nachhaltigkeit bis zur Grenze der Bestandserhaltung sowie des Fortbestehens der Wettbewerbsfähigkeit der Gesellschaft nicht entgegen. An dieser Grenze haben sich die Ausübung formeller Einflussnahmeinstrumente wie das Stimmrecht, Auskunfts-, Rede- und Antragsrechte, aber auch informeller Einflussnahmeinstrumente wie informelle Gespräche oder öffentlichkeitswirksames Auftreten zu orientieren, wenn sie dahingehend ausgeübt werden, Nachhaltigkeitsbelange in den Portfoliounternehmen zu stärken.

Die Beschaffung von Nachhaltigkeitsinformationen durch informelle Gespräche, welche der späteren Einflussnahme dienen können, findet ihre Grenzen darüber hinaus in der Verschwiegenheitspflicht des Vorstands aus § 93 Abs. 1 S. 3 AktG, dem Insiderrecht der Marktmissbrauchs-Verordnung und schließlich dem Gleichbehandlungsgebot gegenüber den Aktionären aus § 53a AktG.

Bezüglich des Insiderrechts ist dabei anzumerken, dass auch solche Informationen nach Art. 7 der Marktmissbrauchs-Verordnung als Insider-Informationen qualifiziert werden können, welche den Fundamentalwert des Unternehmens – namentlich dessen zu erwartende Erträge – unberührt lassen und allein in der inside-out-Perspektive – also allein in Bezug auf die Nachhaltigkeitsperformance – relevant sind. Dies ist dann der Fall, wenn ihnen Kursbeeinflussungspotenzial zukommt, also eine hinreichende Masse von nachhaltigkeitsorientierten Investoren die Information allein aufgrund ihres Nachhaltigkeitsbezugs ihrer Kaufentscheidung zugrunde legt. Insofern haben institutionelle Anleger und Vermögensverwalter auch bei den im Rahmen informeller Gespräche erlangten Nachhaltigkeitsinformationen zu prüfen, ob sie bei deren Verwendung gegen das Verbot zum Tätigen von Insidergeschäften nach Art. 14 lit. a, b MAR i.V.m. Art. 8 MAR verstoßen.

Das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG ist zwar allein durch die Aufnahme von Nachhaltigkeitsgesprächen mit Großinvestoren nicht verletzt. Würden solche

Gespräche untersagt, würde dies den Wirtschaftsstandort Deutschland ernstlich gefährden, da er weniger attraktiv für Investoren würde. Auf sämtliche Gesprächsanfragen auch von Kleinaktionären einzugehen, ist zudem aus Praktikabilitätsgründen nicht möglich. Allerdings verstoßen One-on-ones mit Großaktionären, welche unter Ausschluss der Aktionärsöffentlichkeit geführt werden, gegen die in § 53a AktG angelegte informationelle Gleichbehandlung. Moderne Übertragungsmedien lassen dabei die praxistaugliche Teilnahme der Aktionärsöffentlichkeit an solchen Investorengesprächen auch außerhalb der Hauptversammlung zu.

Zuletzt ist hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Investorengespräche auf die Gesprächsbefugnis des Aufsichtsrats einzugehen. Diesem ist eine den Vorstand ausschließende Gesprächsbefugnis hinsichtlich solcher Nachhaltigkeitsbelange einzuräumen, welche die originäre Aufsichtsratskompetenzen betreffen, beispielsweise nachhaltigkeitsbezogener Vorstandsbesetzung und Vergütung. Dem Vorstand ist die Kommunikation in Bezug auf solche Themen hingegen verwehrt, um die Aufsichtsratskompetenzen diesbezüglich nicht zu beschneiden und das System der Checks- und Balances zwischen Vorstand und Aufsichtsrat zu gewährleisten. Zum Führen solcher Gespräche kann dabei der Aufsichtsratsvorsitzende durch Beschluss des Aufsichtsratsplenums ermächtigt werden. Die Nachhaltigkeitsstrategie des Unternehmens fällt hingegen in die alleinige Leitungs- und Geschäftsführungskompetenz des Vorstands nach §§ 76 Abs. 1, 77 Abs. 1, 111 Abs. 4 S. 1 AktG. Gespräche zu solchen Themen sind dem Aufsichtsrat daher vonseiten des AktG nicht gestattet, da andernfalls in unzulässiger Weise in die Leitungs- und Geschäftsführungskompetenz des Vorstands übergegriffen würde.

III. Zur Beantwortung der Forschungsfrage: Pflicht zu Sustainable Finance?

Hinsichtlich der Frage, ob die Nachhaltigkeitsberichtspflichten die institutionellen Investoren und Vermögensverwalter sogar zu Sustainable Finance verpflichten, lässt sich zunächst feststellen, dass in der Tat eine Pflicht zu Sustainable Finance 1.0 besteht, da institutionelle Anleger und Vermögensverwalter nach Art. 3 und 6 Abs. 1 Offenlegungs-Verordnung offenzulegen haben, welche Strategien sie zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken verfolgen. Der europäische Gesetzgeber stellt dabei in den Erwägungsgründen der Verordnung klar, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken die Pflicht, im besten Interesse der Anleger zu handeln, ergänzt. Somit müssen die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter zur finanziellen Renditesteigerung den Markt auf Nachhaltigkeitsrisiken sondieren.

Eine darüberhinausgehende Pflicht zur Förderung von Nachhaltigkeitsbelangen um ihrer selbst willen statuieren die Offenlegungs-Verordnung hingegen nicht. Die in diesen angelegte Steuerungsfunktion hin zu nachhaltigerem Wirtschaften ist zu unkonkret ausgestaltet, um vor dem Hintergrund des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes eine rechtssicher durchsetzbare Pflicht zu Förderung von Nachhaltigkeitsbelangen zu begründen, wie es im Rahmen von Sustainable Finance 2.0 und 3.0 geschieht. Vielmehr wird nur verlangt, zu publizieren, ob und wie Nachhaltigkeit Beachtung findet.

Dies gilt unabhängig von einer etwaigen Anwendung des comply or explain-Mechanismus, welcher sämtlichen europarechtlichen Normen zur Beachtung von Nachhaltigkeitsbelangen innerhalb der CSR-Richtlinie, der ARRL II sowie der Offenlegungs-VO zugrunde liegt. Da dem „explain“ – also der Begründungspflicht bei Abweichen von der geforderten Nachhaltigkeitsförderung – auch dadurch genüge getan wird, dass der Investor die Nichtbeachtung von Nachhaltigkeitsbelangen mit ihrer fehlenden finanziellen Rentabilität erklärt. Eine pflichtenauslösende Sanktion für diesen Fall ist hingegen nicht vorgesehen.

Damit ist zwar zu konstatieren, dass die Berichterstattungspflichten in ihrer verhaltenssteuernden Wirkung hin zu mehr Nachhaltigkeit allein auf Marktmechanismen setzen, indem sich die berichtspflichtigen Unternehmen vor den Berichtsadressaten zu rechtfertigen haben. Gleichzeitig begründen sie jedoch zumindest eine Befassungspflicht, die nachteiligen Auswirkungen ihrer Investitionen zu erforschen.

IV. Zur Beantwortung der Forschungsfrage: Wirksamkeit der Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten?

Hinsichtlich der Frage, ob die Nachhaltigkeitsberichtspflichten die Finanzunternehmen zu Sustainable Finance sowie dem damit verbundenen Nachhaltigkeitsengagement innerhalb der Portfoliounternehmen animieren können, ist zunächst die Regulatorik in Bezug auf Stimmrechtsberater hervorzuheben. Diese haben nach Art. 3j ARRL II zwar Informationen über ihre Beratungstätigkeit gegenüber ihren Mandanten offenzulegen. Die Informationen haben dabei allerdings keinerlei Nachhaltigkeitsbezug aufzuweisen. Da sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter bei der Stimmabgabe innerhalb der Hauptversammlung häufig an den Empfehlungen der Branchenführer *ISS* und *Glass Lewis* orientieren und den Stimmrechtsberatern auf diese Weise ein immenses Einflusspotenzial hinsichtlich der Corporate Governance von Portfoliounternehmen zufließt, sollte der europäische Gesetzgeber auch hier den Hebel ansetzen, um Nachhaltigkeit in den Abstimmungsprozessen zu forcieren.

Hingegen ist zu erwarten, dass die steigenden Nachhaltigkeitsanforderungen der Generation Y einen zunehmenden Marktdruck für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter generieren, damit diese Nachhaltigkeitsbelangen im Zuge der Geldanlage mehr Beachtung schenken. Zudem wurde der Informationsfluss innerhalb der Investmentkette in Hinsicht auf Nachhaltigkeitsbelange durch die bisher bestehenden Publizitätspflichten für realwirtschaftliche Unternehmen zur CSR-Berichterstattung nicht hinreichend sichergestellt. Aus diesem Grund konnten die institutionellen Anleger und Vermögensverwalter Nachhaltigkeitsbelange bei ihren Investitionen teilweise nicht in gewünschtem Umfang berücksichtigen. Insofern sind die Ausweitung des persönlichen Anwendungsbereichs der CSR-Richtlinie durch die sogenannte CSR-Directive sowie die von der EFRAG nach Art. 29b f. Bilanz-RL i.d.F. der CSR-Directive zu erstellenden Berichtsstandards lobend zu erwähnen, da sie einen solchen Informationsfluss nunmehr erzeugen können. Gleiches gilt für die nach Art. 34 Abs. 1 UAbs. 2 lit. aa Bilanz-RL, Art. 1, 26a Abschlussprüfungs-RL jeweils i.d.F. der CSR-Directive implementierte Prüfung der CSR-Berichterstattung durch den Abschlussprüfer, um die Richtigkeit der Nachhaltigkeitsinformationen innerhalb der CSR-Berichterstattung zu gewährleisten. Um dabei eine entsprechende Qualität der Abschlussprüfung sicherzustellen, wird es erforderlich sein, Abschlussprüfer hinsichtlich der Behandlung von Nachhaltigkeitsinformationen entsprechend zu schulen, was nach Art. 6 Abs. 2 i.V.m. Art. 7 Abs. 2, Art. 8 Abs. 3, Art. 10 Abs. 1 UAbs 2 und Art. 14 Abs. 2 UAbs 4 Abschlussprüfungs-RL i.d.F. der CSR-Directive für die Zukunft auch vorgesehen ist.

Ein effektiver Marktdruck zum Anbieten tatsächlich nachhaltiger Finanzprodukte kann allerdings durch Greenwashing umgangen werden. Insofern ist die Taxonomie-VO des europäischen Gesetzgebers lobend hervorzuheben, durch welche für alle Marktteilnehmer klare Kriterien aufgestellt werden, wann ein Finanzprodukt als ökologisch nachhaltig angesehen werden kann. Doch auch diesbezüglich besteht weiterhin die Gefahr, dass durch die Angabe unwahrer oder unpräziser Nachhaltigkeitsinformationen Greenwashing betrieben wird. Insofern sind die Publizitätspflichten der Offenlegungs-VO in begrüßenswerter Weise Gegenstand der Prüfung des Abschlussprüfers. Da dieser auf dem Feld des Kapitalmarktrechts als Souffleur der BaFin tätig wird und ihr relevante Verstöße gegen Publizitätspflichten zu berichten hat, wird hierdurch ein hinreichender Informationsfluss hin zur BaFin als

Aufsichtsbehörde sichergestellt. Auch diesbezüglich ist für eine qualitativ hinreichende Nachhaltigkeitsberichtserstattung durch institutionelle Anleger und Vermögensverwalter eine entsprechende Schulung von Abschlussprüfern hinsichtlich der Behandlung von Nachhaltigkeitsinformationen zu fordern.

Hingegen sind die Enforcement-Maßnahmen in Bezug auf die in nationales Recht umgesetzten Berichtspflichten der ARRL II, namentlich der §§ 134b ff. AktG, durch den deutschen Gesetzgeber als unzureichend einzustufen, weshalb diesbezüglich mit einer geringen Qualität der offenzulegenden Informationen zu rechnen ist und keine effektive Bekämpfung von Greenwashing durch die Betonung der Beachtung von Nachhaltigkeitsbelangen im Zusammenhang mit der Stimmrechtsausübung eingerichtet ist. Insofern besteht für den deutschen Gesetzgeber Nachbesserungsbedarf.

Im Ergebnis kann jedoch grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass die Nachhaltigkeitsberichtspflichten zur Förderung des gesetzgeberischen Ziels der Stärkung von Umwelt- und Sozialbelangen innerhalb der Realwirtschaft durch entsprechend ausgerichtete Finanzströme i.S.v. Sustainable Finance beitragen können.