

CLIMATE CHANGE

13/2019

Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich

Abschlussbericht

CLIMATE CHANGE 13/2019

Umweltforschungsplan des
Bundesministeriums für Umwelt,
Naturschutz und nukleare Sicherheit

Forschungskennzahl 3717 41 106 0
FB000032

Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich

Abschlussbericht

von

Prof. Dr. Rüdiger Veil
Ludwig-Maximilians-Universität, München

gemeinsam mit

Dr. Katrin Deckert
Université Paris Nanterre, Paris/Frankreich

Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer
Bucerius Law School, Hamburg

Christian Voigt
Ludwig-Maximilians-Universität, München

Im Auftrag des Umweltbundesamtes

Impressum

Herausgeber:

Umweltbundesamt
Wörlitzer Platz 1
06844 Dessau-Roßlau
Tel: +49 340-2103-0
Fax: +49 340-2103-2285
buergerservice@uba.de
Internet: www.umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt.de

 /umweltbundesamt

Durchführung der Studie:

Ludwig-Maximilians-Universität München
Geschwister-Scholl-Platz 1
80539 München

Abschlussdatum:

Februar 2019

Redaktion:

Fachgebiet I 1.3 Rechtswissenschaftliche Umweltfragen
Herwig Unnerstall

Publikationen als pdf:

<http://www.umweltbundesamt.de/publikationen>

ISSN 1862-4359

Dessau-Roßlau, April 2019

Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autorinnen und Autoren.

Kurzbeschreibung

Ein Ziel des deutschen Klimaschutzplans 2050 sind „effiziente Finanzmärkte für klimabewusste Investitionsentscheidungen“. Als Lenkungsinstrumente können die Schaffung und Ausweitung von Transparenz im Kapitalmarktrecht und die Einführung eines Labels zur Kennzeichnung bestimmter Finanzprodukte dienen. Das im Auftrag des Umweltbundesamts durchgeführte Forschungsprojekt „Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich“ setzt sich mit beiden Lenkungsinstrumenten auseinander.

Die Studie analysiert zunächst, ob und inwieweit institutionelle Anleger bereits nach geltendem deutschen Recht zur Berichterstattung über Umwelt- und Sozialbelange sowie Belange der Unternehmensführung verpflichtet sind. Sie betrachtet im Anschluss die Regime in Frankreich und untersucht, ob der deutsche Gesetzgeber berechtigt wäre, vergleichbare Transparenzregeln im Unternehmens- und Finanzmarktrecht vorzusehen und wie sich diese möglichst fraktionslos in das bestehende Regime einfügen ließen. Auf der Grundlage dieser Erkenntnisse werden Reformvorschläge für das deutsche Recht entwickelt.

Die Studie betrachtet ferner die Zertifizierung nachhaltiger Fonds im französischen und deutschen Recht. Sie setzt sich mit den Reformvorschlägen der Europäischen Kommission für eine „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ auseinander und geht der Frage nach, ob der deutsche Gesetzgeber befugt wäre, auf der Grundlage der europäischen Verordnung ein „grünes Label“ zu schaffen. Die Studie entwickelt ferner einen Regelungsvorschlag für die Kennzeichnung ökologisch nachhaltiger Fonds in Deutschland.

Short description

“Efficient financial markets for climate-conscious investment decisions” are a central goal of the German Climate Protection Plan 2050. Broadening the scope of transparency in capital markets law as well as the introduction of a label to identify green financial products can be considered essential regulatory strategies. The research project “Sustainable Investments through Financial Market Regulation – Reform Concepts from a Comparative German and French Perspective”, commissioned by the German Federal Environment Agency, examines both strategies.

The study starts by analysing whether and to what extent institutional investors are already obliged to report on environmental, social and corporate governance (ESG) issues under current German law. It then examines the regimes in France and analyses whether the German legislator would be entitled to provide for comparable transparency rules in German financial markets law and how they could best be introduced in uniform with the existing transparency rules. On the basis of these findings, reform proposals for German law are developed.

The study also looks at the certification of sustainable funds under French and German law. It examines the European Commission's reform proposals for a “Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment” and whether the German legislator would be allowed to create a “green label” on the basis of the European Regulation. The study also develops a proposal for a regulation on labelling ecologically sustainable funds in Germany.

Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis	15
Abkürzungsverzeichnis	16
Zusammenfassung.....	19
Executive Summary	24
1 Einführung	29
2 Transparenzpflichten institutioneller Anleger	32
2.1 Transparenzpflichten in Deutschland	32
2.1.1 Gesellschaftsrechtliche Transparenzpflichten	32
2.1.2 Bilanzrechtliche Transparenzpflichten.....	33
2.1.2.1 Lageberichterstattung	33
2.1.2.1.1 Inhalt.....	33
2.1.2.1.2 Kontrolle und Sanktionen	35
2.1.2.1.3 Ergebnisse	36
2.1.2.2 Nicht-finanzielle Erklärung.....	37
2.1.2.2.1 Inhalt.....	38
2.1.2.2.2 Kontrolle und Sanktionen	39
2.1.2.2.3 Ergebnisse.....	40
2.1.2.3 Erklärung zur Unternehmensführung (Corporate Governance).....	41
2.1.3 Finanzmarktrechtliche Transparenzpflichten	41
2.1.3.1 Investmentrecht	41
2.1.3.2 Ad-hoc-Publizitätspflicht.....	42
2.1.3.3 Versicherungsaufsichtliche Transparenzpflichten (Altersvorsorgerecht).....	42
2.1.4 Auskunftsansprüche aus dem Umweltinformationsgesetz und den Informationsfreiheitsgesetzen des Bundes und der Länder	43
2.1.5 Ergebnisse	45
2.2 Transparenzpflichten in Frankreich.....	46
2.2.1 Energiewende und Umweltschutzgesetz.....	46
2.2.2 Allgemeine unternehmensrechtliche Berichterstattung	47
2.2.2.1 Rechtspolitische Ziele	47
2.2.2.2 Rechtsquellen	47
2.2.2.3 Anwendungsbereich	48
2.2.2.4 Inhalt	49
2.2.2.5 Externe Prüfung	49
2.2.2.6 Instrumente der Rechtsdurchsetzung/Sanktionen.....	50

2.2.2.6.1	Zivilrechtliche Rechtsbehelfe.....	51
2.2.2.6.2	Aufsichtsrechtliche Maßnahmen und (Verwaltungs-)Sanktionen	51
2.2.2.6.3	Strafrecht	52
2.2.2.7	Rechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht.....	53
2.2.2.8	Sonstige Rechtsentwicklungen	53
2.2.2.8.1	Neufassung von Artikel 1833/1835 franz. ZivilG (Definition des Gesellschaftszwecks)	53
2.2.2.8.2	Unternehmen der Sozial- und Solidarwirtschaft	54
2.2.2.8.3	Pflicht zur Wachsamkeit der Muttergesellschaften und der bestellenden Unternehmen	55
2.2.3	Finanzmarktrechtliche Berichterstattung	56
2.2.3.1	Rechtspolitische Ziele	56
2.2.3.2	Rechtsquellen	59
2.2.3.2.1	Regulierungsansätze für sozial verantwortliche Investitionen (2001)	59
2.2.3.2.2	Grenelle II-Gesetz	60
2.2.3.2.3	Energiewendegesetz.....	61
2.2.3.2.4	<i>Best practices</i> und indikative Richtwerte	62
2.2.3.3	Anwendungsbereich	63
2.2.3.3.1	Artikel L. 533-22-1 Abs. 3 franz. Währungs- und FinanzG.....	63
2.2.3.3.2	Artikel L. 533-22-1 Abs. 1 franz. Währungs- und FinanzG.....	64
2.2.3.3.3	Ausnahmen (Artikel D. 533-16-1 IV 1° franz. Währungs- und FinanzG).....	64
2.2.3.3.4	Rechtspolitische Diskussion über die Reichweite des Anwendungsbereichs	64
2.2.3.4	Inhalt der Berichterstattungspflicht.....	65
2.2.3.4.1	Investorenbezogene Informationen (Artikel D. 533-16-1 II 1° franz. Währungs- und FinanzG).....	66
2.2.3.4.2	Portfoliobezogene Informationen	67
2.2.3.4.2.1	Kriterien für Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik	68
2.2.3.4.2.2	Informationen, die für die Analyse anhand der Kriterien verwendet wurden	69
2.2.3.4.2.3	Methodik und Ergebnisse der Analyse anhand der ESG-Kriterien.....	69
2.2.3.4.2.4	Integration der Ergebnisse der Analyse in die Anlagepolitik	70
2.2.3.5	<i>Report-or-explain</i> -Mechanismus	72
2.2.3.6	Informationszugang der Investoren	73
2.2.3.7	Regelmäßigkeit und Form der Berichterstattung	73
2.2.3.8	Diskussion und Kritik in den Rechtswissenschaften	75
2.2.3.9	Kontrolle/Aufsicht.....	76
2.2.3.10	Sanktionen	76

2.2.3.10.1	Befugnisse der AMF	76
2.2.3.10.2	Strafrechtliche Sanktionen	77
2.2.3.10.3	Zivilrechtliche Rechtsbehelfe	77
2.2.3.11	Verfassungs- und europarechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht	78
2.2.4	Praxis der finanzmarktrechtlichen Berichterstattung	80
2.2.4.1	Strukturelle Vergleichbarkeit der Berichte	80
2.2.4.2	Einbeziehung externer Dokumente (<i>incorporation by reference</i>)	81
2.2.4.3	Vollständigkeit der Angaben	82
2.2.4.3.1	Maßstab der Auswertung	82
2.2.4.3.2	Auswertung	83
2.2.4.3.2.1	Zentrale Erkenntnisse	83
2.2.4.3.2.2	Weitere Erkenntnisse zu den portfoliobezogenen Erklärungstatbeständen	84
2.2.4.4	Aussagegehalt	86
2.2.4.4.1	Maßstab	86
2.2.4.4.2	Auswertung	87
2.2.4.4.2.1	Art. D. 533-16-1 II 2° a): Analysekriterien	87
2.2.4.4.2.2	Art. D. 533-16-1 II 2° c), Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr.: Beschreibung der Methodologie	87
2.2.4.4.2.3	Art. D. 533-16-1 III 1° b) i.: Klimawandelbezogene Risiken (physische Risiken und Transitionsrisiken)	88
2.2.4.4.2.4	Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr.: Konsequenzen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse	88
2.2.4.4.2.5	Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr.: Messung von Emissionen	88
2.2.4.4.2.6	Art. D. 533-16-1 II 4° d) ii.: Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik	89
2.2.4.4.2.7	Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii, Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. und Art. D. 533-16-1 III 4° a): Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende	89
2.2.4.4.2.8	Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii, Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr.: „Grüne“ Investitionen	90
2.2.4.5	Fazit	93
2.3	Unionsrechtlicher Gestaltungsspielraum	94
2.3.1	Vollharmonisierende Wirkung von EU-Richtlinien als Barriere für die Begründung von Umweltberichtspflichten	95
2.3.1.1	OGAW-Richtlinie	96
2.3.1.2	AIFM-Richtlinie	97
2.3.1.2.1	Reichweite der Harmonisierung	97
2.3.1.2.2	Begrenzung der Harmonisierung auf AIFM	98
2.3.1.2.3	Vollharmonisierung nur in Bezug auf finanzielle Informationen?	98

2.3.1.2.4	Ausnahmen für „kleine“ AIFM	99
2.3.1.2.5	Verhältnis von AIFM zu Emittenten.....	100
2.3.1.3	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II (MiFID II).....	100
2.3.1.4	Solvency II-Richtlinie	101
2.3.1.5	EbAV-Richtlinie.....	102
2.3.1.6	CSR-Richtlinie	103
2.3.1.7	PRIP-Verordnung	103
2.3.1.8	Zwischenergebnisse	104
2.3.2	Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern/Emittenten	104
2.3.2.1	Eröffnung des Anwendungsbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit.....	105
2.3.2.1.1	Begriff des Kapitalverkehrs.....	105
2.3.2.1.2	„Grenzüberschreitendes Element“	106
2.3.2.1.3	Persönlicher Anwendungsbereich	107
2.3.2.2	Vorliegen einer Beschränkung.....	107
2.3.2.2.1	Vorgaben gegenüber Emittenten	107
2.3.2.2.2	Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern	108
2.3.2.2.3	Dem Befund einer Beschränkung möglicherweise entgegenstehende Erwägungen	109
2.3.2.2.3.1	Keck-Formel	109
2.3.2.2.3.2	Inländerdiskriminierung.....	110
2.3.2.3	Rechtfertigung von Beschränkungen.....	110
2.3.2.3.1	Zwingende Gründe des Gemeinwohls: Umweltschutz und Verbraucherschutz.....	110
2.3.2.3.2	Verhältnismäßigkeit der Beschränkungen.....	111
2.3.2.3.2.1	Zielsetzung und Geeignetheit	111
2.3.2.3.2.2	Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit.....	112
2.3.2.3.2.2.1	Umfang der Pflicht	112
2.3.2.3.2.2.2	(Un-)Bedingtheit der Pflicht und Folgen mangelnder Auskunft	113
2.3.2.3.2.2.2.1	Unbedingte Berichtspflicht mit Sanktionsdrohung	113
2.3.2.3.2.2.2.2	Administrative Verbote	114
2.3.2.3.2.2.2.3	Eingeschränkte Berichtspflicht („report or explain“) mit Sanktionsdrohung.....	114
2.3.2.4	Exkurs: Junktim zwischen Auskunftspflicht und Umweltlabel.....	115
2.3.2.5	Zwischenergebnis	115
2.3.3	Völkerrechtlicher Rahmen	115
2.3.3.1	Allgemeine Anforderungen für einen völkerrechtskonformen Regelungszugriff auf ausländische Emittenten	116

2.3.3.1.1	Emittent ist auf dem deutschen Kapitalmarkt aktiv	117
2.3.3.1.2	Emittent ist nicht auf deutschen Kapitalmärkten aktiv	117
2.3.3.1.3	Emittent ist Tochtergesellschaft des Investors	118
2.3.3.2	Zwischenergebnisse	118
2.3.4	Ergebnisse	119
2.4	Regelungsvorschläge	119
2.4.1	Überblick zum Investmentrecht	119
2.4.1.1	Investmentfonds und Verwaltungsgesellschaften (KAGB)	119
2.4.1.1.1	Rechtliche Grundlagen	119
2.4.1.1.2	Rechtstatsachen	121
2.4.1.2	Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (VAG)	121
2.4.2	Grundsatzfragen einer Reform des deutschen Investmentrechts	122
2.4.2.1	Personeller Anwendungsbereich umweltspezifischer Berichterstattung	122
2.4.2.1.1	Privatrechtssubjekte als Normadressaten	122
2.4.2.1.2	Öffentlich-rechtliche Subjekte als Normadressaten	123
2.4.2.2	Regelungsbereich	124
2.4.2.3	Regelungsmechanismus	125
2.4.2.4	Aufsicht und Sanktionen	127
2.4.3	Inhalt einer erweiterten Berichterstattung durch institutionelle Investoren	128
2.4.3.1	Informationspflichten	129
2.4.3.1.1	Generalklauseln	129
2.4.3.1.1.1	Berichterstattungspflicht für Verwaltungsgesellschaften	129
2.4.3.1.1.2	Berichterstattungspflicht für Investmentgesellschaften	130
2.4.3.1.1.3	Verordnungsermächtigung	131
2.4.3.1.2	Investorenbezogene Berichterstattung	132
2.4.3.1.3	Portfoliobezogene Berichterstattung	133
2.4.3.1.3.1	Kriterien für Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. a), III 1° lit. a) und b) Währungs- und FinanzG)	133
2.4.3.1.3.2	Informationen, die für die Analyse anhand der Kriterien verwendet wurden (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. b), III 2° Währungs- und FinanzG)	134
2.4.3.1.3.3	Methodik und Ergebnisse der Analyse (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. c), III 3° Währungs- und FinanzG)	134
2.4.3.1.3.4	Integration der Ergebnisse in die Anlagepolitik (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d), III 4° Währungs- und FinanzG)	134
2.4.4	Art und Ort der Offenlegung	135
2.5	Kommissionsvorschläge vom 24. Mai 2018	135

2.5.1	Regelungskonzept und Normadressaten	136
2.5.2	Inhalt der Berichterstattungspflicht.....	136
2.5.2.1	Investorenbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken	137
2.5.2.2	Produktbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsinvestments	137
2.5.3	Rechtsnatur	138
2.5.4	Harmonisierungsgrad.....	138
2.5.5	Fazit	139
2.6	Ergebnisse	140
2.6.1	Grundlagen.....	140
2.6.2	Inhalt der Berichterstattungspflicht.....	140
2.6.3	Konkretisierung der investoren- und portfoliobezogenen Berichterstattung.....	143
3	Label für Investmentfonds	145
3.1	Einführung.....	145
3.2	Rechtslage in Frankreich	145
3.2.1	Label TEEC (Dekret Nr. 2015-1615 vom 10. Dezember 2015)	145
3.2.1.1	Rechtsrahmen	146
3.2.1.1.1	Rechtsquellen	146
3.2.1.1.2	Inhalt und Aufbau des <i>référentiel</i>	147
3.2.1.2	„Komitee für das Label zur Energie- und Umweltwende“	148
3.2.1.2.1	Aufgaben.....	148
3.2.1.2.2	Zusammensetzung.....	149
3.2.1.3	Persönlicher Anwendungsbereich (berechtigte Fonds).....	149
3.2.1.4	Regelungskonzeption.....	150
3.2.1.5	Fondsvermögen	150
3.2.1.5.1	Grundlagen	150
3.2.1.5.2	Sonderfälle.....	151
3.2.1.6	Leitlinien und Kriterien für eine TEEC-Zertifizierung	151
3.2.1.6.1	Ziele und Methoden	151
3.2.1.6.1.1	Allgemeine finanzielle und umweltbezogene Ziele als Teil der Investitionspolitik (<i>critère 1.1 référentiel</i>)	151
3.2.1.6.1.2	Methodische Vorgehensweise bei der Auswertung der „grünen Anteile“ im Portfolio (<i>critère 1.2 référentiel</i>)	152
3.2.1.6.1.3	Ausschluss bestimmter Investitionen (<i>critère 1.3, Annex 2 référentiel</i>)	153
3.2.1.6.2	Berücksichtigung von ESG-Belangen	154
3.2.1.6.2.1	Mechanismen für den Umgang mit Widersprüchen zu ESG-Belangen (<i>critère 2.1 référentiel</i>)	154

3.2.1.6.2.2	Transparenz bestimmter Praktiken der Fondsverwaltung (critère 2.2 référentiel)	154
3.2.1.6.3	Auswirkungen auf die Energie- und Umweltwende	155
3.2.1.6.3.1	Mechanismus zur Beurteilung des Beitrags der Investitionen zur Energie- und Umweltwende (critère 3.1 référentiel)	155
3.2.1.6.3.2	Wirkungsindikatoren zugunsten der Energie- und Umweltwende (critère 3.2 référentiel)	155
3.2.1.7	Zertifizierungsstellen	156
3.2.1.7.1	Taugliche Zertifizierungsstellen (Art. 128-13 II franz. UmweltG, I.1.1.1 pcs)	156
3.2.1.7.2	Besetzung der Zertifizierungsstellen (I.1.1.2 pcs)	156
3.2.1.8	Kontroll- und Überwachungssystem	156
3.2.1.8.1	Zertifizierungsverfahren	156
3.2.1.8.1.1	Antragstellung für ein Erst-Label (Art. D. 128-12 franz. UmweltG, 2.1 pcs)	156
3.2.1.8.1.2	Vertragsschluss (I.2.2 pcs)	157
3.2.1.8.1.3	Prüfungsverfahren	158
3.2.1.8.1.4	Jährliche Erneuerung des Labels (Art. D. 128-17 I und Art. D. 128-19 Abs. 2 franz. UmweltG, II.3.1 pcs)	159
3.2.1.8.1.5	Prüfung im Falle eines Wechsels der Ausrichtung der Investitionspolitik oder einer Änderung der Anlagebedingungen (II.3.2 pcs)	159
3.2.1.8.2	Überwachung der zertifizierten Fonds	159
3.2.1.8.2.1	Investoreninformation seitens der Verwaltungsgesellschaften (II.1.1 pcs)	159
3.2.1.8.2.2	Interne Kontrollen von Seiten der Verwaltungsgesellschaften (II.1.2 pcs)	160
3.2.1.8.3	Mechanismus zur Überwachung der Gefahren einer „Kontroverse“ (II.1.3 pcs)	160
3.2.1.8.4	Benutzungsbedingungen der mit dem Label TEEC verbundenen Marke (II.1.4 pcs)	160
3.2.1.8.5	Folgeprüfungen durch die Zertifizierungsstelle (II.2. pcs)	160
3.2.1.8.5.1	Umfang der Prüfung (II.2.1 pcs)	160
3.2.1.8.5.2	Prüfungsbericht und Maßnahmenplan (Art. D. 128-16 Abs. 1 und 2, II.2.3 pcs)	161
3.2.1.8.5.3	Zusätzliche Prüfungen (II.3.3 pcs)	161
3.2.1.8.6	Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsstelle	161
3.2.2	Label ISR (Dekret Nr. 2016-10 vom 8. Januar 2016)	162
3.2.2.1	Regelungsrahmen	162
3.2.2.2	Anwendungsbereich des Labels	163
3.2.2.3	Inhaltlicher Gegenstand des Labels	164
3.2.2.4	Leitlinien für die Kriterien einer Zertifizierung	164
3.2.2.4.1	Strukturelle Voraussetzungen	164
3.2.2.4.2	Asset-bezogene Voraussetzungen	165

3.2.2.4.2.1	Themenbereich 1: Allgemeine, finanzielle und umweltbezogene Ziele	165
3.2.2.4.2.2	Themenbereich 2: Implementierte ESG-Kriterienanalyse und ESG-Ratingmethode	165
3.2.2.4.2.3	Themenbereich 3: Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Aufbau des Portfolios	165
3.2.2.4.2.4	Themenbereich 4: Richtlinien der Abstimmungspolitik.....	166
3.2.2.4.2.5	Themenbereich 5: Transparenz der Fondsverwaltung	166
3.2.2.4.2.6	Themenbereich 6: Einfluss der Fondsverwaltung auf die im Portfolio aufgenommenen Emittenten.....	167
3.2.2.5	Zertifizierungsstellen	167
3.2.2.6	Kontroll- und Überwachungssystem.....	167
3.2.2.6.1	Zertifizierungsverfahren	167
3.2.2.6.1.1	Schriftlicher Antrag für ein Erst-Label.....	168
3.2.2.6.1.2	Vertragsschluss	168
3.2.2.6.1.3	Prüfungsverfahren	168
3.2.2.6.1.4	Erneuerung des Labels	169
3.2.2.6.2	Überwachung der zertifizierten Fonds durch die Zertifizierungsstelle	170
3.2.2.6.2.1	Regelmäßigkeit.....	170
3.2.2.6.2.2	Umfang der Prüfung.....	170
3.2.2.6.2.3	Prüfungsbericht und Maßnahmenplan.....	170
3.2.2.6.3	Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsbehörde	170
3.2.3	Fazit	170
3.3	Ecolabel der Finanzindustrie und halbstaatliche Label.....	172
3.3.1	LuxFlag.....	172
3.3.1.1	Überblick zu den Labels	172
3.3.1.2	Climate Finance Label	172
3.3.1.2.1	Überblick.....	172
3.3.1.2.2	Kriterien	173
3.3.1.2.3	Fazit.....	174
3.3.2	Forum Nachhaltige Geldanlagen.....	174
3.3.2.1	Transparenzlogo	175
3.3.2.2	FNG-Siegel.....	175
3.3.2.2.1	Mindestanforderungen	175
3.3.2.2.2	Besondere Leistungen	176
3.3.2.3	Fazit.....	176
3.3.3	Halbstaatliches Label: Nordic Swan Ecolabel.....	177

3.3.3.1 Überblick	177
3.3.3.2 Nordic Ecolabel for Fonds	177
3.3.3.3 Fazit	178
3.3.4 Ergebnisse	178
3.4 Der „Blaue Engel“ im deutschen Umweltrecht	179
3.4.1 Überblick	179
3.4.2 Rechtsrahmen	179
3.4.2.1 Vergabegrundsätze	179
3.4.2.2 Geschäftsordnung	180
3.4.2.3 Vergabegrundlagen und Zeichenbenutzungsvertrag	180
3.4.2.4 Vereinbarung über die Zusammenarbeit	181
3.4.3 Vergabeverfahren	181
3.4.4 Ergebnisse und Fazit	181
3.5 Reform in Deutschland	182
3.5.1 Kommissionsentwurf vom 24. Mai 2018 als Rechtsrahmen einer nationalen Fonds-Regulierung	182
3.5.1.1 Mitgliedstaatliche Regelungsautonomie bezüglich eines Eco-Labels	183
3.5.1.2 Konzeption des Kommissionsentwurfs	185
3.5.1.2.1 Umweltziele	185
3.5.1.2.2 Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten	186
3.5.1.3 Zwischenergebnisse	187
3.5.2 Unionsrechtliche Anforderungen	188
3.5.2.1 Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit	188
3.5.2.1.1 Grundfreiheitsverpflichtung und Wirkungsweise der Grundfreiheiten	188
3.5.2.1.2 Grenzüberschreitende Wirkungen	189
3.5.2.1.3 Betroffene Grundfreiheiten	189
3.5.2.1.4 Art der Beschränkung	190
3.5.2.1.5 Rechtfertigung der Beschränkung	191
3.5.2.1.5.1 Umwelt- und Verbraucherschutz	191
3.5.2.1.5.2 Geeignetheit	191
3.5.2.1.5.3 Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit	192
3.5.2.1.6 Zwischenergebnis	192
3.5.2.2 Maßgeblichkeit des geplanten unionsrechtlichen Sekundärrechtsrahmens	193
3.5.2.3 Ergebnisse	193
3.5.3 Verfassungsrechtliche Anforderungen	194
3.5.3.1 Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung	194

3.5.3.1.1	Verfassungsrechtliche Grundlagen.....	194
3.5.3.1.2	„Faktischer Grundrechtseingriff“?.....	194
3.5.3.1.2.1	Anbieter von Finanzprodukten/Unternehmen	194
3.5.3.1.2.2	Zertifizierungsstellen.....	196
3.5.3.1.2.3	Anbieter alternativer Zertifikate	196
3.5.3.1.3	Zwischenergebnis	197
3.5.3.2	Zertifizierungsstellen und demokratische Legitimation	197
3.5.3.2.1	Anforderungen aus dem Demokratieprinzip an die Legitimation der staatlichen Gewalt.....	197
3.5.3.2.2	Das Demokratieprinzip als Übertragungshindernis.....	198
3.5.3.2.3	Anforderungen an die Struktur und die Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstellen	199
3.5.3.2.3.1	Beleihungsmodell.....	199
3.5.3.2.3.2	Kooperationsmodell.....	200
3.5.3.2.3.3	Konzessionsmodell.....	201
3.5.3.2.3.4	Zur Binnenpluralität der Zertifizierungsstelle	202
3.5.3.3	Ergebnisse	202
3.5.4	Schutz durch das UWG bei unzulässiger Nutzung des Labels.....	202
3.5.4.1	Anwendbarkeit des UWG	203
3.5.4.2	Schutzmöglichkeiten durch das UWG.....	203
3.5.4.3	Unzulässige geschäftliche Handlungen.....	203
3.5.4.3.1	Finanzprodukte als Gegenstand geschäftlicher Handlungen i.S.d. UWG.....	203
3.5.4.3.2	In Betracht kommende unzulässige geschäftliche Handlungen	203
3.5.4.4	Fazit.....	204
3.5.5	Grundsatzfragen einer Reform	204
3.5.5.1	Regulierungsstrategien	204
3.5.5.2	Regelungskonzeption.....	205
3.5.5.3	Ergebnisse	206
3.5.6	Regelungsvorschlag.....	206
3.5.7	Begründung des Regelungsvorschlags	208
3.5.7.1	Anwendungsbereich des Zertifikats (§ 2 BGrüBG).....	208
3.5.7.2	Ökologische Nachhaltigkeit (§ 3 BGrüBG)	210
3.5.7.2.1	Umweltschutzziele.....	210
3.5.7.2.2	Zusammensetzung des Fondsvermögens.....	210
3.5.7.2.3	Governance-Anforderungen.....	211
3.5.7.3	Zertifizierungsstellen und -verfahren sowie Akkreditierungsstelle (§ 4 BGrüBG).....	211

3.5.8 Ergebnisse	212
4 Quellenverzeichnis	215

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Strukturelle Vergleichbarkeit der Berichte	81
Tabelle 2:	Quantitative Auswertung französischer Portfolioberichte.....	85
Tabelle 3:	Qualitative Auswertung französischer Portfolioberichte	90

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFG	Association Francaise de la Gestion Financière („französische Vereinigung für Fondsverwaltung“)
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager („Verwalter alternativer Investmentfonds“)
AktG	Aktiengesetz
AMF	Autorité des marchés financiers (französische Finanzmarktaufsichtsbehörde)
Anh.	Anhang
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BilReg	Bilanzrechtsreformgesetz
BMU	Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CBI	Climate Bond Initiative
COFRAC	Comité francais d'accréditation („französisches Akkreditierungskomitee“)
CSR	Corporate Social Responsibility
DAC	Ausschuss der OECD für Entwicklungshilfe
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DIN	Deutsches Institut für Normung
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
DRS	Deutsche Rechnungslegungs Standards
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
EbAV	Einrichtung(en) der betrieblichen Altersversorgung
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EnergieG	Energiegesetz, Code de l'énergie
EnergiewendeG	Gesetz Nr. 2015-992 vom 17. August 2015 über die Energiewende für grünes Wachstum, Loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte
ESG	Environmental, Social and Governance
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EzU	Erklärung zur Unternehmensführung
FFA	Fédération Francaise de l'Assurance („französischer Versicherungsverband“)
FIA	Fonds d'investissement alternatif (siehe AIF)
FIR	Forum pour l'investissement responsable

FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
FS	Festschrift
GBP	Green Bond Principles
GG	Grundgesetz
Grenelle II-Gesetz	Gesetz Nr. 2010-788 vom 12. Juli 2010 über das nationale Engagement für die Umwelt, Loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement
HGB	Handelsgesetzbuch
HLEG	High Level Expert Group (on Sustainable Finance)
ICMA	International Capital Market Association
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IEA	International Energy Agency
IFG	Informationsfreiheitsgesetz
IGH	Internationaler Gerichtshof
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
ISO	Internationale Organisation für Normung
ISR	Investissement socialement responsable (siehe SRI)
JORF	Journal officiel de la République française (französisches Bundesgesetzblatt)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KOM	Europäische Kommission
KOM-E	Kommissionsvorschlag
LuxFlag	Luxembourg Finance Labelling Agency
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Million(en)
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OIT	Organisme tiers indépendant („dritte unparteiische Einrichtung“)
OVG	Oberverwaltungsgericht
PACTE	Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises („Aktionsplan für Wachstum und Transformation von Unternehmen“)
pcs	Plan de contrôle et de surveillance cadre
PRI	Principles for Responsible Investment
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products („Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte“)
QPC	Question prioritaire de constitutionnalité (Verfassungsfrage im Rahmen einer konkreten Normenkontrolle)
RAL	RAL („Reichsausschuss für Lieferbedingungen“) Deutsches Institut für Gütesicherung und Kennzeichnung e.V.

REIT	Real Estate Investment Trust
RG AMF	Règlement général de l'autorité des marchés financiers
RL	Richtlinie
SA	Société anonyme („Aktiengesellschaft“)
SARL	Société à la responsabilité limitée („Gesellschaft mit beschränkter Haftung“)
SAS	Société par actions simplifiée („vereinfachte Aktiengesellschaft“)
SE	Europäische (Aktien-)Gesellschaft
SICAV	Société d'investissement à capital variable („Investmentgesellschaft mit variablem Kapital“)
SRI	Socially Responsible Investment
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures
TEEC	Transition énergétique et écologique pour le climat („Energie- und ökologischer Wandel für das Klima“)
TEHG	Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz
UBA	Umweltbundesamt
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (siehe OGAW)
UIG	Umweltinformationsgesetz
UNCCD	United Nations Convention to Combat Desertification
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VO	Verordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Ziff.	Ziffer(n)

Zusammenfassung

1. Untersuchungsgegenstand und -ziel des Forschungsprojekts

Ein zentrales Ziel des deutschen Klimaschutzplans 2050 sind „effiziente Finanzmärkte für klimabewusste Investitionsentscheidungen“. Es sollen klimafreundliche Investitionen erleichtert werden. Dazu bedarf es „auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Investoren und für diese geeignete Finanzierungsinstrumente und Finanzprodukte.“ Als Lenkungsinstrumente kommen die Schaffung und Ausweitung von Transparenz im Kapitalmarktrecht und die Einführung eines Labels zur Kennzeichnung „grüner“ Finanzprodukte in Betracht. Das Forschungsprojekt hat im Auftrag des Umweltbundesamts rechtsvergleichend mit Blick auf das französische Umwelt- und Finanzmarktrecht Reformansätze für Deutschland untersucht und Regelungsvorschläge entwickelt.

2. Transparenzpflichten

2.1 Rechtslage in Frankreich

Die Reform des französischen Finanzmarktrechts durch das Energiewende-Gesetz für grünes Wachstum aus dem Jahr 2015 verfolgte das Ziel, institutionelle Investoren durch Transparenzpflichten zu veranlassen, stärker Umwelt-, Sozial- und Governance-Belange (ESG-Belange) in ihrer Anlagepolitik zu berücksichtigen. Institutionelle Investoren sollten ermutigt werden, sich im Rahmen ihrer Aktivitäten speziell mit Klimafragen zu befassen und Akteure des „grünen“ Wachstums zu werden.

Der Kreis der institutionellen Investoren, die in Frankreich Transparenzpflichten unterworfen wurden, ist groß. Dazu gehören Versicherungsunternehmen, Investmentgesellschaften und Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Investmentvermögen verwalten. Ferner erstreckten sich die Reformen auf bestimmte öffentlich-rechtliche Institutionen, namentlich Einrichtungen der zusätzlichen Altersversorgung und die Pensionskasse der Angestellten im öffentlichen Dienst.

Die in Frankreich 2015 eingeführten Transparenzpflichten für diese institutionellen Investoren können in investoren- und portfoliobezogene Pflichten unterschieden werden. Die investorenbezogenen Pflichten gelten für alle dieser institutionellen Investoren. Es wird von ihnen gefordert, ihr Konzept der Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik zu beschreiben. Die portfoliobezogenen Transparenzpflichten betreffen dagegen nur Kapitalverwaltungs- und Investmentgesellschaften sowie Versicherungsunternehmen. Von ihnen werden Angaben über klimawandelbezogene Risiken verlangt. Außerdem müssen sie offenlegen, wie sie ihr Portfolio bezüglich ESG-Belange bewerten. Eine Methodik für die Bewertung ist gesetzlich nicht vorgeschrieben. Die Investoren müssen allerdings die gewählte Bewertungsmethodik beschreiben und begründen. Ferner haben sie darzulegen, ob und wie sie die Ergebnisse ihrer Analyse in ihrer Anlagepolitik berücksichtigen. Es wird von ihnen auch verlangt, selbst Richtwerte festzulegen, anhand derer sie die Übereinstimmung ihrer Anlagepolitik mit den internationalen Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung) und der nationalen Dekarbonisierungsstrategie überprüfen.

Das französische Recht sieht bezüglich dieser Transparenzpflichten einen *Report-or-Explain*-Mechanismus vor. Die institutionellen Investoren haben das Recht, keine Angaben zu den investoren- und portfoliobezogenen Aspekten zu machen. Doch müssen sie dann erklären, warum sie nicht berichten.

Eine qualitative Analyse von zehn für das Geschäftsjahr 2016 veröffentlichten Berichten französischer institutioneller Investoren hat ergeben, dass ein Großteil der Investoren die detailliert ausgestalteten Berichterstattungspflichten größtenteils erfüllt hat. Die Investoren haben die investorenbezogenen Erklärungstatbestände nahezu vollständig erfüllt. Die Erklärungsquote zu den das Portfolio betreffenden Informationspflichten ist ebenfalls hoch. Sie nimmt allerdings mit zunehmender Detailtiefe der geforderten Angaben ab. Ferner hat sich gezeigt, dass der Aussagegehalt insbesondere der Angaben zu portfoliobezogenen Erklärungstatbeständen disparat ist. Es ist aber als positiv zu bewerten, dass die Investoren sich zu wichtigen ESG-Aspekten des Portfolios mitunter auch detailliert geäußert haben.

2.2 Rechtslage und Reformmöglichkeiten in Deutschland

Die Berichterstattung über ESG-Belange erfolgt in Deutschland hauptsächlich nach handelsgesetzlichen Vorschriften. Die Pflicht zur Abgabe einer nicht-finanziellen Erklärung (§ 298c HGB) ist nur bedingt geeignet, nachhaltige Investments zu fördern und Klimawandelrisiken transparent zu machen. Das deutsche Finanzmarktrecht sieht keine mit dem französischen Recht vergleichbaren Transparenzpflichten vor.

Der deutsche Gesetzgeber ist grundsätzlich befugt, das Finanzmarktrecht nach dem Vorbild des französischen Rechts stärker an ESG-Belangen auszurichten. Er darf insbesondere Transparenzpflichten für institutionelle Anleger über deren Umweltstrategie und die Umweltbelange ihrer Portfolios vorsehen. Er darf auch entsprechende Transparenzpflichten für Kapitalverwaltungsgesellschaft einführen. Ihm ist es aber verwehrt, für Wertpapierfirmen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, umweltbezogene Transparenzpflichten einzuführen.

Gesetzliche Umweltauskunftspflichten beschränken die Kapitalverkehrsfreiheit, doch lassen sich diese Beschränkungen mit dem – wenn auch nur indirekt verfolgten – Ziel Umweltschutz rechtfertigen. Nicht zu rechtfertigen wäre die Auferlegung einer sanktionsbewehrten Pflicht für inländische Investoren, die ausländische Papiere im Portfolio halten, auch über diese unbedingte und unbeschränkte Auskunft zu erstatten, da Investoren gesetzlich nicht die Möglichkeit eingeräumt werden kann, Informationen von den Emittenten einzufordern. Es wäre völkerrechtlich unzulässig, Emittenten Umweltberichtspflichten gegenüber Behörden oder Fonds aufzuerlegen, wenn diese Emittenten auf dem deutschen Markt nicht aktiv bzw. wenn ihre Emissionen in Deutschland nicht zum Handel zugelassen sind.

2.3 Reformvorschläge

Eine am französischen Regelungsvorbild orientierte Reform des Finanzmarktrechts in Deutschland würde das Ziel verfolgen, darauf hinzuwirken, dass institutionelle Investoren verstärkt in ökologisch nachhaltige Tätigkeiten investieren. Ferner sollten Transparenzregeln dazu beitragen, dass Anleger besser über Klimawandelrisiken von Kapitalanlagen informiert werden.

Berichterstattungspflichten sollten für Verwaltungsgesellschaften (§§ 17 ff. KAGB) und institutionelle Investoren, namentlich Investment-AGs (§§ 108 ff. KAGB), Investment-KGs (§§ 124 ff. KAGB), Versicherungsunternehmen (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 VAG) und Pensionsfonds (§ 1 Abs. 1 Nr. 5 VAG), gelten. Sie sollten in die Sondergesetze des Kapitalanlage- und Versicherungsrechts (KAGB und VAG) und nicht in das allgemein für Kapitalgesellschaften geltende Rechnungslegungsrecht (HGB) eingeführt werden. Darüber hinaus erscheint es rechtspolitisch sinnvoll, auch öffentlich-rechtliche Rechtspersonen (Bund, Länder, etc.) zur Berichterstattung zu verpflichten, sowie sie am Kapitalmarkt aktiv sind. Von der Berichterstattung sollten Kapitalverwaltungsgesellschaften ausgenommen werden, deren Anlagevermögen geringer als 500 Mio. Euro ist, ferner Investoren (Investment-KGs und Investment-AGs, Versicherungsunternehmen), deren Bilanzsumme geringer als 500 Mio. Euro ist.

Eine Berichterstattung institutioneller Investoren über Umweltbelange im deutschen Recht würde sich auf investoren- und portfoliobezogene Informationen erstrecken. Es empfiehlt sich, gesetzliche Offenlegungspflichten zu begründen. Hinsichtlich der portfoliobezogenen Informationen sollte allerdings ein *Report-or-explain*-Mechanismus vorgesehen werden. Ein institutioneller Investor könnte folglich von der Berichterstattung über portfoliobezogene Umweltinformationen absehen, hätte im Bericht dann aber zu erklären, in welchem Umfang und aus welchen Gründen keine Angaben gemacht werden.

Der wesentliche Inhalt der Offenlegungspflichten müsste in einem Parlamentsgesetz geregelt werden. Kapitalverwaltungsgesellschaften von OGAW und AIF sollten verpflichtet sein, den Anlegern Informationen über die Art und Weise bereitzustellen, wie sie Umweltbelange, Sozialbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen. Sie sollten darzulegen haben, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien

anwenden. Sie sollten ferner anzugeben haben, wie sie die Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die Umweltbelange, Sozialbelange und Unternehmensführungsbelange ausüben.

Eine ministerielle Verordnung sollte detaillierte Regelungen zu den Informationspflichten vorsehen. Mit Rücksicht auf die Vorgaben der durch Parlamentsgesetz geschaffenen Generalklausel sollte die Verordnung zwischen investoren- und portfoliobezogenen Pflichten unterscheiden.

Die investorenbezogenen Informationspflichten sollten insbesondere eine Beschreibung des grundlegenden Konzepts über die Berücksichtigung von Umweltbelangen, Sozialbelangen und Belangen der Unternehmensführung in der Anlagepolitik und -strategie beinhalten. Anleger sollten ferner darüber unterrichtet werden, wie diese Belange in die Anlagepolitik und -strategie integriert werden. Darüber hinaus sollten Verwaltungsgesellschaften verpflichtet sein, eine Liste der verwalteten OGAW publik zu machen, die auch Umweltbelange, Sozialbelange und Belange der Unternehmensführung berücksichtigen.

Die portfoliobezogene Berichterstattung kann sich ebenfalls am französischen Regelungsvorbild orientieren. Es sollten Informationen über Klimarisiken offengelegt werden, denen das Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag des Portfolios zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung.

3. Nachhaltigkeitslabel für Fonds

3.1 Rechtslage in Frankreich

Der französische Gesetzgeber hat das Label „Energie- und ökologischer Wandel für das Klima“ (sog. TEEC-Label) eingeführt, um sicherzustellen, dass Investmentfonds zur Finanzierung des Energie- und ökologischen Wandels beitragen. Er hat sich für eine gesetzliche Fondsregulierung entschieden und nicht darauf vertraut, dass die Finanzindustrie Standards für grüne Fonds selbst entwickelt. Die französische Regulierung überantwortet wichtige Entscheidungen privaten Akteuren bzw. bindet diese in die Rechtsentwicklung ein. So erfolgt die Zertifizierung des Labels TEEC durch (akkreditierte) Privatrechtssubjekte.

Die Fondsregulierung in Frankreich hat sich dreier Themen angenommen. Erstens ist geregelt, für welche Fonds eine Zertifizierung in Betracht kommt. Das zweite Thema betrifft die Beurteilung der „grünen“ Anlage. Es sind bestimmte Mindestanforderungen an das Fondsvermögen und dessen Beitrag zu bestimmten Umweltzielen festgelegt. Drittens ist das Verfahren der Zertifizierung geregelt; es sind Vorschriften über die Zuständigkeiten, Prüfungsanforderungen, die Zertifizierung und Folgeaudits nach Ablauf des Zertifikats vorgesehen.

Das französische Recht verlangt, dass eine Verwaltungsgesellschaft, die das TEEC-Label beantragt, Ziele einer Umweltbelange berücksichtigenden Investition definiert sowie eine Methodik festlegt, die die Berücksichtigung von ESG-Belangen bei der Zusammensetzung des Portfolios beschreibt und die Auswirkungen des Fondsvermögens auf die Umwelt- und Energiewende darlegt. Die Informationspflichten werden flankiert durch organisatorische Anforderungen, die sicherstellen sollen, dass die selbst gesteckten Ziele eingehalten werden.

Der Rechtsrahmen für grüne Finanzprodukte ist in Frankreich flexibel, weil Verwaltungsgesellschaften nicht verpflichtet sind, eine Investition in einem bestimmten Wirtschaftszweig oder in eine bestimmte Gesellschaft oder Anlageklasse vorzunehmen. Andererseits bestehen abstrakte Vorgaben an das Portfolio und es ist eine ausdifferenzierte Taxonomie vorgesehen, die das Ziel verfolgt, ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten zu bestimmen.

3.2 Rechtslage und Reformmöglichkeiten in Deutschland

In Deutschland gibt es keine gesetzliche Regelung über grüne Fonds. Das Forum für nachhaltige Geldanlagen – der Fachverband für nachhaltige Geldanlagen in Deutschland, Österreich, Liechtenstein und der Schweiz – vergibt allerdings aufgrund selbst entwickelter Qualitätsstandards ein Siegel für nachhaltige Investmentfonds.

Eine Reform ökologisch nachhaltiger kollektiver Kapitalanlagen ist in Deutschland auf vielfältige Art und Weise möglich. In Betracht kommt erstens, die Fondsregulierung weiterhin der Finanzindustrie zu überlassen (freiwillige Produktregulierung). Zweitens könnte das BMU das Regime des „Blauen Engels“ nutzen und auf Finanzprodukte erweitern. Es bedürfte dann eines Vorschlags aus der Fondsinindustrie, ein neues Umweltzeichen für kollektive Kapitalanlagen zu entwickeln. Eine Reform kann drittens, wie in Frankreich, auf gesetzlichem Wege erfolgen. Dies würde in Form eines Parlamentsgesetzes geschehen, das die wesentlichen Aspekte der Produktregulierung enthält. Die technischen Aspekte würden in einer Verordnung eines Bundesministers oder der Bundesregierung geregelt werden.

Das französische Regelungsvorbild lehrt, welche Aspekte eine gesetzliche Regelung über einen „grünen Fonds“ berücksichtigen sollte. Es müsste zunächst bestimmt werden, für welche Fonds eine Zertifizierung in Betracht kommt. Ein weiteres zentrales Thema ist die ökologische Nachhaltigkeit eines Fonds. Es sind Mindestanforderungen an das Fondsvermögen und dessen Beitrag zu bestimmten Umweltzielen festzulegen. Drittens ist das Verfahren der Zertifizierung zu regeln.

Die ökologische Nachhaltigkeit des Fondsvermögens ist das Herzstück einer Fondsregulierung. Der deutsche Gesetzgeber ist nicht völlig frei darin, dies zu regeln, sondern müsste den europäischen Rechtsrahmen berücksichtigen. Die Europäische Kommission will die ökologische Nachhaltigkeit von Wirtschaftstätigkeiten einheitlich definieren. Wenn der deutsche Gesetzgeber ein grünes Label für Fonds schaffen würde, müsste er daher auf die „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ rekurren. Ein nationales Label wäre folglich teilweise unionsrechtlich determiniert.

Die Art des Labels wäre nicht unionsrechtlich vorgezeichnet. Deutschland könnte ein übergreifendes, alle sechs in dem Kommissionsentwurf benannten Umweltziele berücksichtigendes Label schaffen. Es könnten aber auch für jedes Umweltziel ein eigenes Label (Label Klimaschutz; Label Anpassung an den Klimawandel; etc.). entwickelt werden. Es besteht weiterhin Gestaltungsspielraum bezüglich der Vorgaben über die Zusammensetzung des Fonds als Qualifikationsvoraussetzung für das Label. Der deutsche Gesetzgeber müsste allein berücksichtigen, dass die Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten in der Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen bestimmt sind. Schließlich bliebe das Zertifizierungsverfahren jedenfalls solange ganz in den Händen des deutschen Gesetzgebers, wie die Union kein eigenes Label entwickelt hat. Dies schließt auch die Überwachung und Kontrolle ein.

3.3 Reformvorschläge

Vorzugswürdig ist es, eine gesetzliche Regelung über ein „grünes Label“ in Deutschland einzuführen. Dafür sprechen rechtspolitische und verfassungsrechtliche Gründe. Aus rechtspolitischer Perspektive ist zunächst anzuführen, dass eine gesetzliche Regelung besser als eine Produktregulierung durch die Industrie in der Lage ist, durch konkrete Anforderungen an eine Zertifizierung Verbraucher vor einer Irreführung zu schützen. Die rechtsverbindliche Ausgestaltung des Portfolios stärkt das Vertrauen der Anleger, dass die Kapitalanlage ökologisch nachhaltig ist. Das französische Vorbild zeigt, dass eine gesetzliche Regelung die Sichtbarkeit des ökologischen Labels fördert. Das finale Ziel eines derartigen Zertifikats besteht im Schutz der Umwelt. Dieses Ziel dürfte eher durch ein Umweltlabel erreicht werden, dessen Qualitätsstandards im Wesentlichen gesetzlich festgelegt wurden.

Eine gesetzliche Regelung ist ferner verfassungsrechtlich geboten, weil sich die Zertifizierung von Finanzanlagen wesentlich auf die grundrechtlich geschützte Tätigkeit anderer Zertifizierer auswirkt. Des

Weiteren ist nicht auszuschließen, dass sich die Einführung eines Umweltlabels für Fonds nachteilig auf die Marktpositionen von Anbietern von Fonds, die nicht die Voraussetzungen für die Zertifizierung erfüllen, und die Anbieter alternativer Zertifikate auswirkt, und damit auch deren Grundrechte berührt.

Eine nationale Regelung, die einen Rechtsrahmen für die freiwillige Zertifizierung von Finanzprodukten als „ökologisch nachhaltig“ schafft, wäre mit europäischen Grundfreiheiten grundsätzlich vereinbar. Sie würde mit Beschränkungen der Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit einhergehen, die jedoch von geringem Gewicht und im Lichte des umwelt- und verbraucherpolitischen Regelungsziels verhältnismäßig sind.

Schwieriger zu beantworten sind Fragen nach der hinreichenden demokratischen Legitimation der Zertifizierungsstelle. Über die Maßstäbe, die auf den „Graubereich“ zwischen Staat und Gesellschaft Anwendung finden, und die Zuordnung von Phänomenen innerhalb dieser Zwischensphäre besteht weder Gewissheit noch Einigkeit. Dies gilt insbesondere für das relativ neue Rechtsinstrument der Zertifizierung, die Züge aufweist, die dem Verwaltungsverfahren verwandt bzw. ihm entlehnt sind. In Betracht kommen drei Modelle. Geht die Akkreditierung der Zertifizierungsstelle mit Beleihung einher, muss der Gesetzgeber, soweit die Beleihung reicht, für die Rechts-, wenn nicht gar die Fachaufsicht der zuständigen Behörden über den Beliehenen Sorge tragen. Entscheidet sich der Gesetzgeber hingegen für ein kooperatives Modell, bei dem die Zertifizierungsstelle und eine staatliche Behörde bei der Vergabe eines Labels zusammenwirken, kann die demokratische Legitimation der Entscheidungen durch die Beteiligung der Behörde in der Regel sichergestellt werden. Das dritte Modell besteht in einer „Konzessionslösung“; hier ist der Staat nach Vergabe der Konzession auf die Marktaufsicht über die Zertifizierungsstelle beschränkt.

Der Gesetzgeber kann sich gegen drohende Verfassungswidrigkeit wegen Verletzung von Grundrechten, aber auch des Demokratieprinzips insoweit absichern, als er qualitative Standards, soweit möglich, selbst festlegt und nicht den Zertifizierungsstellen überlässt und im zu erarbeitenden Gesetz möglichst detaillierte Vorschriften über die innere Organisation und das Verfahren der Entscheidungsfindung vorsieht.

Die ökologische Nachhaltigkeit eines Fonds sollte sich an den Umweltschutzzielen der europäischen „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ orientieren. Regelungsbedürftig ist ferner die Zusammensetzung des Fondsvermögens. Es wird vorgeschlagen, dass ein Fonds frei darin ist, festzulegen, zu welchen Umweltschutzzielen der europäischen Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen sein Portfolio einen wesentlichen Beitrag leistet. Das französische Regelungsvorbild des TEEC-Labels kennzeichnet sich durch die Vorgabe eines hohen Anteils an Gesellschaften mit grünen Aktivitäten im Fondsvermögen aus. Der Regelungsvorschlag für das deutsche Recht greift dies auf. Es wird nicht verlangt, dass das Portfolio des Fonds ausschließlich aus Vermögenswerten besteht, die einen wesentlichen Beitrag zu den Umweltschutzzielen leisten. Es wird aber, wie in Frankreich, vorausgesetzt, dass dies weit überwiegend der Fall ist. Wie hoch der Prozentsatz ist, ist eine rechtspolitische Entscheidung. Eine Risikodiversifizierung sollte für den Fonds möglich sein. Deshalb wird vorgeschlagen, dass es sich um mindestens 75 % grüne Investments handeln muss. Dies beurteilt sich für jeden Emittenten nach dem Umsatz, den er aus ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten erzielt.

Das französische Regelungsvorbild verlangt, dass der Fonds Methoden festlegt, mit denen er beurteilt, ob Wirtschaftsaktivitäten, in die der Fonds investiert, einen Beitrag zur Umwelt- und Ökologiewende leisten. Daran knüpft der Regelungsvorschlag für das deutsche Recht an und verlangt, dass der Fonds geeignete Methoden anwendet, um den eigenen Beitrag zur Erreichung von Umweltzielen einzuschätzen und zu gewährleisten.

Executive Summary

1. Objective of the research project

"Efficient financial markets for climate-conscious investment decisions" are a central goal of the German Climate Action Plan 2050. According to the Plan, climate friendly investments should be facilitated. This requires "investors who are interested in sustainability and it needs appropriate financing instruments and products". Broadening the scope of transparency in capital markets law and the introduction of a label to identify "green" financial products can be considered essential regulatory instruments. The research project has examined possible reform approaches with a view to French environmental and financial markets law and developed proposals for German law.

2. Transparency obligations

2.1 Legal situation in France

The reform of the French Law on Energy Transition and Green Growth in 2015 aimed at encouraging institutional investors to take greater account of environmental, social and governance (ESG) aspects in their investment policy through disclosure obligations. Institutional investors should be encouraged to focus their activities on climate-related issues and to become actors of "green" growth.

The number of institutional investors subject to the additional disclosure obligations in France is large. These include insurance companies, investment companies, asset management companies and certain entities of the public sector, namely pension funds for public services employees.

The transparency obligations introduced in France in 2015 for these institutional investors distinguish between investor- and portfolio-related obligations. The investor-related obligations apply to all of the above listed institutional investors. Investors are required to describe their approach to integrating ESG issues into their investment policy. The portfolio-related transparency obligations, on the other hand, only concern asset management and investment companies besides insurance undertakings. They are required to provide information on climate change-related risks concerning their portfolio. They must also disclose how they assess their portfolio in terms of ESG issues. A methodology for the valuation is not prescribed by law. However, the investors must describe and justify the chosen valuation methodology. They must also explain whether and how they take the results of their analysis into account in their investment policy. They are also required to set their own benchmarks against which they can check the consistency of their investment policy with the international climate protection targets (limiting global warming) and the national decarbonisation strategy.

The French law provides for a report-or-explain mechanism with regard to these transparency obligations. Institutional investors have the right to refrain from disclosing investor- and portfolio-related information. In this case, however, they must explain why they do not report.

A qualitative analysis of ten reports published by French institutional investors for the 2016 financial year has shown that the majority of investors have largely fulfilled the detailed reporting requirements. Investors have almost completely fulfilled the investor-related aspects of the disclosure regime. The explanation rate for the information obligations relating to the portfolio is also moderately high. However, it decreases with increasing depth of detail of the information required. In addition, it has been shown that the information content, in particular the information on portfolio-related explanatory facts, is disparate. However, it is a positive development that investors have also commented in detail on important ESG aspects of the portfolio.

2.2 Legal situation and possibilities for reform in Germany

In Germany, reporting on ESG issues is mainly carried out in accordance with commercial law regulation. The obligation to make a non-financial statement (§ 298c HGB/Commercial Code) is only to a lim-

ited extent suitable for promoting sustainable investments and making climate change risks transparent. German financial market law does not provide for any specific transparency obligations similar to the French non-financial disclosure regime.

In principle, it lies within the competence of the German legislature to align its financial markets regimes to ESG issues, following the model of the French legislation. In particular, transparency obligations may be imposed on institutional investors as regards their strategy in environmental matters and the environmental bias of their portfolios. The legislator is also empowered to provide for transparency duties of investment management companies. However, it must refrain from imposing environment-related disclosure obligations upon investment firms that provide securities-related services under MiFiD II.

Whilst statutory duties to provide information on environmental matters interfere with the free movement of capital, they can be justified by environmental protection as their goal, even though that goal is pursued rather indirectly. What could not be justified, in turn, is the imposition of a sanctionable obligation on domestic investors to unconditionally and unlimitedly report on foreign assets they may hold in their portfolio. Likewise, it is prohibited by public international law to impose reporting obligations on foreign issuers vis-à-vis German authorities or funds if the former are not active on the German market and if their securities are not admitted to trading in Germany.

2.3 Proposals for a reform

A reform of financial markets law in Germany based on the French model would aim to encourage institutional investors to invest more in ecologically sustainable activities. Transparency rules should also help to better inform investors about the climate change risks of investments.

Reporting obligations should apply to asset management companies (sections 17 et seq. KAGB/Capital Investment Code) and institutional investors, namely investment companies (sections 108 et seq., 124 et seq. KAGB), insurance companies (section 1 (1) no. 1 VAG/Act on the Supervision of Insurance Undertakings) and pension funds (section 1 (1) no. 5 VAG). They ought to be introduced into the special laws of capital investment and insurance laws (KAGB and VAG) and not into the accounting law generally applicable to corporations (HGB). In addition, from a legal policy point of view it makes sense also to oblige public legal entities (federal government, federal states, etc.) to report once they are active on the capital market. Asset management companies with assets of less than EUR 500 million and investors (investment corporations and investment corporations, insurance companies) with a balance sheet total of less than EUR 500 million should be excluded from the disclosure obligations.

The reporting obligation of institutional investors on environmental issues under German law would comprise investor- and portfolio-related information. It is advisable to establish legal disclosure obligations. However, a report-or-explain mechanism should be envisaged for portfolio-related information. An institutional investor could therefore refrain from reporting on portfolio-related environmental information, but would then have to explain in the report to what extent and for what reasons no information is provided.

The essential content of the disclosure obligations would have to be regulated in a parliamentary law. Asset management companies should be required to provide investors with information on how they integrate environmental, social and governance (ESG) issues into their investment policies and strategies. They should be required to set out the criteria they use to take account of these issues and how they apply them. They should also be required to indicate how they exercise the voting rights attached to the shares belonging to a fund in respect of environmental, social and corporate governance matters.

The detailed rules on information obligations should be laid down in a ministerial regulation. It should distinguish between investor and portfolio-related obligations, taking into account the provisions of

the general clause created by the Parliamentary Act. In particular, investor-related information requirements should include a description of the basic concept of integrating ESG issues into investment policy and strategy. Investors should also be informed of how ESG issues are in practice taken into account in the investment policy and strategy. In addition, asset management companies should be required to publish a list of managed UCITS which also take into account ESG issues.

Portfolio-related reporting requirements can base on the French regulatory model as well. Information should be disclosed on climate risks to which the investment fund is exposed, in particular greenhouse gas emissions associated with the investment fund's assets, and on the contribution of the portfolio to meeting international objectives of limiting global warming.

3. Label for green funds

3.1 Legal situation in France

The French legislator has introduced the label "Energy and Ecological Change for the Climate" (TEEC label) to ensure that investment funds contribute to the financing of energy and environmental change. It opted for a legally binding regulation and did not trust the financial industry to develop standards for green funds itself. French regulation entrusts important decisions to private actors or involves them in the development of the law. The TEEC label is awarded by (accredited) private legal entities.

Fund regulation in France has addressed three issues. Firstly, it regulates which funds are eligible for certification. The second issue concerns the assessment of green investments. Minimum requirements have been set for the fund assets and their contribution to certain environmental objectives. Thirdly, the certification procedure is regulated; there are provisions on responsibilities, testing requirements, certification and follow-up audits after the expiry of the certificate.

French law requires an asset management company applying for the TEEC label to define the objectives of an environmental investment and a methodology describing how ESG concerns are taken into account in the composition of the portfolio and the impact of the fund's assets on environmental and energy performance. The information duties are supplemented by organisational requirements to ensure that the self-imposed objectives are met.

The legal framework for green financial products in France is flexible because management companies are not obliged to make an investment in a particular sector or in a particular company or asset class. On the other hand, there are abstract specifications for the portfolio.

3.2 Legal situation and reform possibilities in Germany

In Germany, there is no legal regulation on "green" funds. However, the Forum for Sustainable Investments – the professional association for sustainable investments in Germany, Austria, Liechtenstein and Switzerland – awards a seal for sustainable investment funds based on quality standards it has developed itself.

A reform of ecologically sustainable collective investment schemes in Germany is possible in many ways. The first option is to leave fund regulation to the financial industry (voluntary product regulation). Secondly, the BMU could use the regime of the "blue angel" and extend it to financial products. This approach requires a proposal from the fund industry to develop a new eco-label for collective investment schemes. Thirdly, as in France, a reform can be carried out by law. This would take the form of a parliamentary law containing the essential aspects of product regulation. The technical aspects would be regulated in an ordinance issued by a Federal Minister or the Federal Government.

The French regulatory model demonstrates which aspects a legal regulation on a "green fund" should take into account. First of all, it would have to be determined which funds should be in the scope of a

label. Another key issue is the ecological sustainability of a fund. Minimum requirements must be defined for the fund assets and their contribution to certain environmental objectives. Thirdly, the certification procedure should be regulated.

The ecological sustainability of the fund assets is at the heart of the labelling regulation. The German legislator is not completely free to regulate this, and has to take account of the European legal framework. The European Commission wants to harmonise the definition of environmental sustainable economic activities. If the German legislator were to create a green label for funds, it would therefore have to refer to the 'Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment'. A national label would therefore be partly determined by Union Law.

The type of label would not be prescribed by Union law. Germany could create an overarching label that simultaneously takes into account all of the six environmental goals defined by the European law. Nevertheless, the German legislator could also adopt separate labels for each environmental objective (label climate protection; label adaptation to climate change; etc.).

There remains discretion to the German legislator with regard to the specifications on the composition of the fund as a requirement for obtaining the label. The German legislator would only have to take into account the fact that the criteria for ecologically sustainable economic activities are laid down in the "EU Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment". After all, the certification procedure would in any case remain entirely in the hands of the German legislator as long as the Union has not developed its own label. This also includes monitoring and control of the assets of a green fund.

3.3 Proposals for a reform

It is preferable to introduce a parliamentary law regulating a "green label" in Germany. There are several political and constitutional reasons for this approach. From a legal policy perspective, it should first be stated that a statutory regulation is better suited to protect consumers from misleading information than industrial product standards by establishing specific consumer-oriented labelling requirements. The legally binding structure of the portfolio strengthens investors' confidence that the investment is ecologically sustainable. The French model shows that a legal regulation promotes the visibility of the ecological label. The final objective of such a certificate is to protect the environment. This goal is more likely to be achieved by an environmental label whose quality standards are essentially laid down by law.

Furthermore, statutory regulation is mandatory under constitutional law because the certification of financial assets has important implications for the activities of other certifiers, protected by fundamental rights. Moreover, one cannot rule out that the introduction of a "green" label has a negative impact on the market position of funds that do not comply with the certification requirements and also on the providers of alternative certificates, thus impacting their respective fundamental rights.

National legislation on a framework for the voluntary certification of financial products as "ecologically sustainable" would usually be compatible with the freedoms of EU law. Its interference with the freedom to provide services and the free movement of capital would be minor, and it would also be proportional in the light of its goals, namely environmental and consumer protection.

The question as to whether, and when, the democratic legitimization of the certifier is sufficient is a trickier one. There is a lack of unanimity on the benchmarks applying to the "grey area" between State and society and the categorization of its phenomena. This is particularly true of certification as a relatively recent legal instrument, whose features are in part related to, or have been borrowed from, administrative procedure. Three models can be imagined. If the accreditation of the certifier involves public empowerment, the legislator must provide for supervision of the certifier that encompasses not only the lawfulness but also the practicability of its acting. If the legislator chooses a cooperative model, where the certifier and the public authority interact in conferring the label, the participation of

the authority would usually satisfy the democratic requirements. Ultimately, a concession model, in which the State is confined to supervision of the certifier after concessioning, would also be possible.

The legislature can protect itself against the threat of unconstitutionality due to violation of fundamental rights, but also of the principle of democracy, to the extent that it sets qualitative standards itself, as far as possible, and does not leave them to the certification bodies, and provides in the law to be drafted as detailed provisions as possible on the internal organisation and the decision-making process.

The environmental sustainability of a fund should be guided by the environmental objectives of the European "Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment". The composition of the fund assets is also subject to regulation. It is proposed that a fund be free to define the environmental objectives of the European "Regulation on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment" to which its portfolio makes a substantial contribution. The French regulatory model of the TEEC label is characterised by the specification of a high proportion of companies with green activities in the fund assets. The proposed regulation for Germany adopts this point. It is not required that the fund's portfolio consists solely of assets that make a significant contribution to environmental objectives. However, it is assumed, as in France, that this is the case for the most part. It is a political decision to determine how high the percentage of green assets should be. Risk diversification should be possible for the fund. It is therefore proposed that at least 75% of the investments should be green. This is assessed for each issuer on the basis of the turnover it generates from ecologically sustainable economic activities.

The French regulatory model requires funds to establish methods for assessing whether economic activities in which the fund invests contribute to environmental and ecological change. The proposed regulation for German law follows on from this and requires a fund to use appropriate methods to assess and guarantee its own contribution to the achievement of environmental objectives.

1 Einführung

Die Europäische Kommission reklamierte im Jahr 2011, das Investitionspotential des Privatsektors und des einzelnen Verbrauchers zu erschließen sei eine „wesentliche Herausforderung“ des Übergangs zu einer wettbewerbsfähigen CO₂-armen Wirtschaft.¹ Das vier Jahre später zustande gekommene Pariser Übereinkommen nahm sich ihr an. Das Übereinkommen zielt darauf ab, die weltweite Reaktion auf die Bedrohung durch Klimaänderungen im Zusammenhang mit nachhaltiger Entwicklung und den Bemühungen zur Beseitigung der Armut zu verstärken. Dazu sollen u.a. „die Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung“ (Art. 2 Abs. 1 lit. c des Übereinkommens).

Diesen Ansatz hat die deutsche Politik bereits aufgegriffen. Der Klimaschutzplan 2050 entfaltet eine Reihe an übergreifenden Maßnahmen und Ziele. Dazu gehören auch „effiziente Finanzmärkte für klimabewusste Investitionsentscheidungen“ und „Förderung und Anreize für klimafreundliche Investitionen“. Dies erfordert laut Klimaschutzplan zweierlei: „auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Investoren und für diese geeignete Finanzierungsinstrumente und Finanzprodukte.“² Dazu kommen zwei Lenkungsinstrumente in Betracht: die Schaffung und Ausweitung von Transparenz im Kapitalmarktrecht und die Einführung eines sog. Labels zur Kennzeichnung bestimmter Finanzprodukte.

Diese regulatorischen Maßnahmen sind bereits erprobt: Der französische Gesetzgeber hat mit dem Energiewendegesetz 2015 Transparenzpflichten für bestimmte Investoren geschaffen und durch Dekrete Zertifikate für „grüne Investitionen“ eingeführt.³ Damit ist Frankreich Vorreiter in der EU; eine solche Produktregulierung war bis dato in keinem Mitgliedstaat vorgesehen.⁴

Die in Frankreich ergriffenen Maßnahmen sind zudem ein zentrales Thema der noch jungen rechtspolitischen Debatte über den Beitrag des Finanzmarktrechts zur Erreichung von Klimaschutzziele. Erst vor wenigen Jahren begann eine ernsthafte Diskussion darüber, wie Transparenzregeln im Kapitalmarktrecht dazu beitragen können, dass Klimaschutzziele erreicht werden.⁵ Im Blick hatte man vor allem eine emittenten- und anlegerbezogene Transparenz. Diese Entwicklungen haben zu einem eigenständigen Markt für nachhaltige Investitionen geführt. Ökologische, soziale und *Corporate Governance*-Kriterien spielen bei Anlageentscheidungen eine immer größere Rolle (*Socially Responsible Investment* – SRI).⁶ Bemerkenswert ist zum einen, dass institutionelle Investoren wie beispielsweise Vermögensverwalter, Versicherungen und Staatsfonds zunehmend ESG-Kriterien (*Environmental, Social and Governance*) bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen.⁷ Zum anderen analysieren spezielle

¹ Vgl. Mitteilung der Kommission v. 8.3.2011, KOM(2011) 112 endgültig, S. 12.

² Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB), Klimaschutzplan 2050, November 2016, S. 73.

³ In Frankreich sind zusätzliche (über unionsrechtliche Vorgaben hinausgehende) Berichterstattungspflichten nicht ungewöhnlich. In Bezug auf umweltpolitische Belange ist auf zwei Reformen hinzuweisen. So führte Frankreich bereits 2001 eine Pflicht für börsennotierte Gesellschaften ein, über soziale Aspekte und Umweltaspekte Bericht zu erstatten. Diese Pflichten wurden sodann 2010 durch ein Reformgesetz (sog. Grenelle II-Gesetz) erweitert.

⁴ In den Niederlanden gibt es inzwischen eine (allerdings nur generalklauselartig konzipierte) Transparenzpflicht für Pensionsfonds. In Schweden trat zum 1.1.2018 eine bilanzrechtlich konzipierte Offenlegungspflicht für Investmentfonds in Kraft.

⁵ Vgl. etwa die beim Sabin Center for Climate Change Law, Columbia Law School, abrufbaren Publikationen zu „Securities and Climate Disclosures“ und „Climate Finance“, abrufbar unter <http://columbiaclimatelaw.com/program-areas/securities-and-climate-finance/>.

⁶ Vgl. für einen Überblick zur Marktentwicklung in Deutschland, Österreich und der Schweiz Forum Nachhaltige Geldanlagen, Marktbericht 2016, S. 13 und zu weiteren Märkten in Europa Eurosif, European SRI Study 2016, S. 57, abrufbar unter <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>.

⁷ Laut einer im März 2017 veröffentlichten Studie von State Street Global Advisers berücksichtigten 80 % der institutionellen Investoren ESG-Belange. Allerdings haben 44 % der befragten Investoren maximal 25 % ihres Portfolios nachhaltig anlegt, 39 % setzen ESG-Belange bei 25 bis 50 % der Vermögensanlagen um. Nur 17 % haben ihre Strategie auf mehr als 50 % des Portfolios ausgeweitet. Vgl. <http://newsroom.statestreet.com/press-release/corporate/asset-owners-say-integration-esg-has-significantly-improved-returns-state-st>.

Informationsdienstleister publizierte Informationen mit Nachhaltigkeitsbezug und bewerten Emittenten nach den ESG-Kriterien. Diese Nachhaltigkeitsratings stellen sie Anlegern zur Verfügung.⁸

Angesichts der gestiegenen praktischen Bedeutung dieses Markts für „grüne Finanzprodukte“ muss es nicht verwundern, dass die Industrie für bestimmte Produkte Marktstandards etabliert hat. Die von ICMA entwickelten „Green Bond Principles“ anerkennen, dass Transparenz die Nachvollziehbarkeit der Mittelflüsse in umweltfreundliche Projekte gewährleistet und den Einblick in die geschätzten positiven Auswirkungen der Projekte ermöglicht.⁹ Es handelt sich allerdings nur um „freiwillige Prozessleitlinien, die Emittenten zu Transparenz und Offenlegung anhalten, um die Integrität bei der Weiterentwicklung des Green Bond Marktes sicherzustellen.“¹⁰ Zudem gehen sie nicht darauf ein, ob institutionelle Investoren sich zu ESG-Kriterien äußern sollten.

Ferner haben sich Sachverständigengruppen zu dem Thema geäußert. Eine für die Europäische Kommission durchgeführte Studie betrachtete Marktpraktiken und zeigte 2016 auf, welche Maßnahmen auf europäischer und nationaler Ebene in Betracht kommen.¹¹ Von besonderem Interesse sind ferner die Empfehlungen der von der Europäischen Kommission eingesetzten *High Level Group* (HLEG)¹² und der *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD)¹³. Die HLEG unterbreitete zunächst in ihrem Zwischenbericht und sodann in ihrem Abschlussbericht zahlreiche Empfehlungen zum Generalthema *Sustainable Finance*. Dazu gehören auch Reformen der anlegerbezogenen Transparenz und Vorschläge einer Produktregulierung.¹⁴ Die Europäische Kommission ist mit ihren Regelungsvorschlägen vom 24. Mai auf diese Empfehlungen und Vorschläge zurückgekommen.¹⁵

Das Forschungsprojekt soll vor diesem Hintergrund Möglichkeiten einer Reform im deutschen Recht entfalten. Dies soll durch einen Rechtsvergleich mit dem französischen Recht geschehen. Es gibt bislang keine spezifischen unionsrechtlichen Vorgaben, die vom deutschen Gesetzgeber berücksichtigt werden müssten. Das Kapitalmarktrecht ist allerdings größtenteils durch europäische Richtlinien und Verordnungen harmonisiert und vereinheitlicht. Es ist daher erforderlich, konkrete Regelungsvorschläge daraufhin zu überprüfen, ob sie mit den mindest- und vollharmonisierenden Ansätzen des Unionsrechts vereinbar sind. Die aus dem Rechtsvergleich entwickelten Regelungsvorschläge sollen schließlich mit den Regelungsvorschlägen der Europäischen Kommission vom 24. Mai 2018 verglichen werden. Eine Detailanalyse ist im Rahmen dieses Forschungsprojekts nicht möglich. Es soll aber darauf eingegangen werden, ob und inwieweit sich die Vorschläge der Kommission konzeptionell vom französischen Recht unterscheiden.

Regelungsvorschläge zu Berichterstattungspflichten und zur Produktregulierung (Zertifizierung) sollten sich friktionslos in das deutsche Unternehmens- und Kapitalmarktrecht einfügen. Dabei wird zu berücksichtigen sein, dass sich das System trotz unionsrechtlicher Vorgaben eigenständig entwickelt

⁸ Bönning/Haßler, Nachhaltigkeitsrating, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Handbuch Rating, 2. Aufl. 2007, S. 363, 365.

⁹ Vgl. ICMA, The Green Bond Principles, 2. Juni 2017, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>.

¹⁰ Vgl. ICMA, The Green Bond Principles, 2. Juni 2017, abrufbar unter <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>.

¹¹ Eine für die Europäische Kommission durchgeführte Studie zeigt auf, welche Maßnahmen auf europäischer und nationaler Ebene in Betracht kommen. Dazu gehört auch ein Label für grüne Investments. Vgl. Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments, November 2016, S. 44, S. 77.

¹² High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Financing a Sustainable European Economy, Interim Report, July 2017, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf.

¹³ Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure, June 2017, abrufbar unter <https://www.fsb-tcfd.org/>.

¹⁴ Der Bericht unterbreitet S. 50 ff. insgesamt acht „early recommendations“ und entfaltet S. 60 ff. insgesamt 12 „policy areas for further discussions“. Die Empfehlungen betreffen u.a. auch die Thematik der Produktregulierung und Berichterstattungspflichten.

¹⁵ Commission proposals on financing sustainable growth, 24. Mai 2018.

hat. Dies wird vor allem bei der Unternehmenspublizität deutlich. Offenlegungspflichten sind im Bilanz-, Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht vorgesehen. Für kapitalmarktorientierte Unternehmen hat sich zudem mit dem Kapitalmarkt-Bilanzrecht eine eigene Teildisziplin herausgebildet. Die Instrumente der Rechtsdurchsetzung sind eng verknüpft mit den Spezifika der Teilrechtsgebiete und reichen von bloßen Reputationsmechanismen über öffentliche Aufsicht bis hin zur persönlichen Haftung und Bußgeldern.

2 Transparenzpflichten institutioneller Anleger

2.1 Transparenzpflichten in Deutschland

Das Unternehmens- und Finanzmarktrecht in Deutschland sieht eine Vielzahl an Offenlegungspflichten vor. Diese Pflichten wurden im Laufe der letzten drei Jahrzehnte eingeführt, meist aufgrund Vorgaben des europäischen Gesetzgebers in Richtlinien, die aber den Mitgliedstaaten zahlreiche Regelungsoptionen und Gestaltungsmöglichkeiten einräumen. Sie sollen daraufhin untersucht werden, ob sie von Unternehmen und Anlegern die Offenlegung von Informationen zu Umweltbelangen verlangen. Sofern dies der Fall ist, werden der Inhalt und die Tiefe der Berichterstattung, insbesondere hinsichtlich Klimaauswirkungen und Klimawandelrisiken, betrachtet. Es ist außerdem auf die Art und Weise der Offenlegung und die Instrumente der Rechtsdurchsetzung einzugehen. Dabei ist zwischen interner und externer Kontrolle, privatrechtlicher Haftung und öffentlich-rechtlichen Sanktionen zu unterscheiden. Etwaige Ergänzungen der Regime aufgrund momentaner Gesetzgebungsvorhaben oder aus dem Europarecht resultierender Umsetzungspflichten werden in die Untersuchung einbezogen.

2.1.1 Gesellschaftsrechtliche Transparenzpflichten

Die Diskussion der deutschen Gesellschaftsrechtswissenschaft über Zielvorgaben für die Geschäftsleitung kreist darum, ob das Aktienrecht von einer *shareholder-value*- oder *stakeholder-value*-Orientierung geprägt ist.¹⁶ Umweltbelange spielen dabei keine Rolle. Dies änderte sich auch nicht durch den Einzug des unionsrechtlichen *Corporate-Social-Responsability*-Konzepts Anfang der 2000er Jahre, weil das vor allem von der Kommission verfolgte Konzept zunächst darauf abzielte, die Kommunikationsprozesse zwischen den Beteiligten zu verbessern. Die Anfang der 2010er Jahre erfolgten gesetzgeberischen Aktivitäten auf europäischer Ebene beschränkten sich auf bilanzrechtliche Maßnahmen.¹⁷ Deshalb sieht das deutsche AktG bislang keine umweltbezogenen Transparenzpflichten vor.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)¹⁸ äußert sich ebenfalls nicht zu Umweltbelangen. Die Präambel legt zwar dar, dass Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet sind, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen.¹⁹ Der Kodex sieht aber keine Empfehlungen vor, die Öffentlichkeit über Umweltbelange zu informieren.

Eine Offenlegung von Umweltbelangen kann sich aus zwei allgemeinen Transparenzempfehlungen des Kodex ergeben. Nach Ziff. 6.1. soll die Gesellschaft den Aktionären wesentliche neue Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung stellen. Mit dem Begriff der Tatsache werden konkrete Geschehnisse und Zustände der Vergangenheit und Gegenwart erfasst.²⁰ Informationen werden an Analysten aber nur deshalb weitergegeben, damit diese Anlageempfehlungen abgeben können. Die Informationen betreffen daher typischerweise die Märkte, auf denen ein Unternehmen aktiv ist.²¹ Über Umweltrisiken dürfte die Geschäftsleitung mit Analysten in der Regel nicht sprechen.

Die Gesellschaft soll ferner nach Ziff. 7.1.1 die Aktionäre unterjährig neben dem Halbjahresfinanzbericht in geeigneter Form über die Geschäftsentwicklung, insbesondere über wesentliche Veränderungen der Geschäftsaussichten sowie der Risikosituation, informieren. Der konkrete Inhalt der empfohlenen unterjährigen Finanzinformation wird durch den DCGK nicht bestimmt, so dass ein weitgehender

¹⁶ Instrukтив *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 76 Rn. 21 ff.

¹⁷ Vgl. *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 76 Rn. 42.

¹⁸ Der DCGK ist kein verbindliches Recht, sondern ein Regulierungsinstrument *sui generis*. Vgl. *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 13 Rn. 39.

¹⁹ In Ziff. 4.1. ist zudem vorgesehen, dass der Vorstand das Unternehmen „mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung“ leitet.

²⁰ Vgl. *von Werder*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1608.

²¹ Vgl. *von Werder*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1611.

Interpretationsspielraum besteht.²² Es ist denkbar, dass sich eine „wesentliche Veränderung der Risikosituation“ aus Umweltgründen ergibt. Dies dürfte aber nicht der typische Inhalt der unterjährigen Finanzinformation sein.

2.1.2 Bilanzrechtliche Transparenzpflichten

Die bilanzrechtliche Transparenz erfolgt traditionell durch den Jahresabschluss und Lagebericht. Für das Forschungsprojekt ist vor allem die Lageberichterstattung von Bedeutung, die durch die Pflicht zur Veröffentlichung der nichtfinanziellen Erklärung und die Pflicht zur Veröffentlichung der Erklärung zur Unternehmensführung ergänzt wird.

2.1.2.1 Lageberichterstattung

Der Lagebericht hielt mit der Umsetzung der Bilanzrichtlinie im Jahr 1985 Einzug in das deutsche Recht. Er löste zusammen mit dem Anhang den früheren Geschäftsbericht ab.²³ Im Unterschied zum Anhang ist der Lagebericht nicht Bestandteil des Jahresabschlusses. Er wird als ein eigenständiges, den Jahresabschluss ergänzendes Berichtsinstrument verstanden, das eine Informations-, Rechenschafts-, Warn- und Überwachungsfunktion erfüllt.²⁴ Seit 1985 hat die Lageberichterstattung zahlreiche Änderungen erfahren. Der Gesetzgeber misst dem Lagebericht heute eine Grundlagenfunktion im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht bei.²⁵ Dies zeigt sich vor allem daran, dass der Lagebericht die Grundlage für Informationsrechte der Aktionäre und Anleger ist.

2.1.2.1.1 Inhalt

Der Inhalt des Lageberichts wird in § 289 Abs. 1 HGB generalklauselartig bestimmt: Es sind der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Kapitalgesellschaft so darzustellen, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird. Der Lagebericht hat eine ausgewogene und umfassende, dem Umfang und der Komplexität der Geschäftstätigkeit entsprechende Analyse des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft zu enthalten. In die Analyse sind die für die Geschäftstätigkeit bedeutsamsten finanziellen Leistungsindikatoren einzubeziehen und unter Bezugnahme auf die im Jahresabschluss ausgewiesenen Beträge und Angaben zu erläutern. Bei einer großen Kapitalgesellschaft i.S.d. § 267 Abs. 3 HGB sind in die Analyse außerdem „nichtfinanzielle Leistungsindikatoren, wie Informationen über Umwelt- und Arbeitnehmerbelange, soweit sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage von Bedeutung sind“, einzubeziehen und zu erläutern (§ 289 Abs. 3 HGB).²⁶

Als große Kapitalgesellschaften sind solche anzusehen, die mindestens zwei der folgenden Merkmale überschreiten: (i) 20 Mio. Euro Bilanzsumme; (ii) 40 Mio. Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag; (iii) im Jahresdurchschnitt 250 Arbeitnehmer (§ 264 Abs. 3 Satz 1 HGB). Eine kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft (§ 264d HGB) gilt stets als große Kapitalgesellschaft (§ 264 Abs. 3 Satz 2 HGB). Dabei handelt es sich um eine Gesellschaft, die einen organisierten Markt i.S.d. § 2 Abs. 11 WpHG durch von ihr ausgegebene Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG in Anspruch nimmt oder die Zulassung solcher Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt beantragt hat.

Die Vorschrift über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren wurde im Jahr 2004 aufgrund unionsrechtlicher Vorgaben durch das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReg) eingeführt. Damit wurde die traditionelle

²² Vgl. *Bachmann*, in: *Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder* (Hrsg.), *Deutscher Corporate Governance Kodex*, Rn. 11714.

²³ Vgl. *Palmes*, *Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung*, S. 29.

²⁴ Vgl. *Lange*, in: *Münchener Kommentar HGB*, § 289 Rn. 4 ff.; *Palmes*, *Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung*, S. 79 ff.

²⁵ Vgl. *Palmes*, *Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung*, S. 205.

²⁶ Entsprechende Regelung für den Konzernlagebericht (§ 315 Abs. 3 HGB).

Finanzberichterstattung um zukunftsorientierte, nicht-monetäre und wert-/risikoorientierte Informationen erweitert.²⁷

Der deutsche Gesetzgeber verwies hinsichtlich der Angaben zu Umweltbelangen auf die „Empfehlung der Kommission vom 30. Mai 2001 zur Berücksichtigung von Umweltaspekten in Jahresabschluss und Lagebericht von Unternehmen: Ausweis, Bewertung und Offenlegung“.²⁸ Auch wenn die Empfehlung rechtlich nicht verbindlich ist,²⁹ spielt sie in der Praxis eine herausragende Rolle, wie ein Blick in die Kommentarliteratur zeigt, die hinsichtlich der Angaben zu Umweltbelangen unisono auf die Empfehlung der Kommission verweist.

Die Empfehlung der Kommission³⁰ „umfasst die Anforderungen an Ausweis, Bewertung und Offenlegung umweltschutzbedingter Aufwendungen, Verbindlichkeiten und Risiken sowie damit verbundener Vermögenswerte, soweit diese sich aus Geschäftsvorgängen und Ereignissen ergeben, die den finanziellen Status oder das finanzielle Ergebnis des betreffenden Unternehmens beeinflussen oder beeinflussen können“ (Anhang Nr. 1 Ziff. 2).

Die Empfehlung fordert die Offenlegung der „mit dem Umweltschutz zusammenhängenden Aspekte, sofern sie einen wesentlichen Einfluss auf das finanzielle Ergebnis oder den finanziellen Status des betreffenden Unternehmens haben“ (Anhang 4 Nr. 1). Die Aspekte sollen im Lagebericht und konsolidierten Lagebericht beschrieben und die sich darauf beziehenden Reaktionen des Unternehmens dargestellt werden (Anhang 4 Nr. 1 Satz 1). Es wird empfohlen, folgende Informationen offenzulegen:

- a) die allgemeine Umweltstrategie des Unternehmens und die von ihm beschlossenen Umweltschutzprogramme;
- b) die auf wesentlichen Gebieten des Umweltschutzes erzielten Fortschritte;
- c) inwieweit im Rahmen der geltenden Rechtsvorschriften die erforderlichen Umweltschutzmaßnahmen durchgeführt wurden;
- d) gegebenenfalls und je nach Art und Umfang des Geschäftsbetriebs des Unternehmens Informationen über umweltbezogene Unternehmensdaten (Energie-, Material- und Wasserverbrauch, Emissionen, Abfallentsorgung, etc.)
- e) wenn das Unternehmen einen separaten Umweltbericht herausgibt, einen Hinweis auf diesen Bericht.

Mit Blick auf die Thematik des Forschungsprojekts sind die nach lit. a), b) und d) verlangten Informationen von besonderem Interesse. Die Kommission spezifiziert in der Empfehlung, welche Angaben insoweit jeweils gemacht werden sollten. So führt sie zu lit. a) ferner aus, dass es „für die Adressaten des Lageberichts [...] wichtig ist, sich vergewissern zu können, in welchem Maße der Umweltschutz ein Bestandteil der Politik und der Aktivitäten des Unternehmens ist. Gegebenenfalls könnte hier auch auf die Einführung eines Umweltschutzsystems und die sich daraus ergebende Übereinstimmung mit einschlägigen Normen und Zertifizierungen verwiesen werden“.

Bezüglich der nach lit. b) mitzuteilenden Fortschritte auf wesentlichen Gebieten hält die Kommission fest, dass die Information besonders nützlich sei, „wenn die Leistungen des Unternehmens in Bezug

²⁷ Vgl. Wolf, DStR 2005, 438, 439; Lange, ZIP 2004, 981, 982.

²⁸ Vgl. Begr. RegE Bilanzrechtsreformgesetz - BilReG, BT-Drucks. 15/3419, S. 31.

²⁹ Die Kommission hatte die Empfehlung bereits 2001 verabschiedet und die Mitgliedstaaten aufgerufen, dafür zu sorgen, dass die Unternehmen die Empfehlung anwenden. Der deutsche Gesetzgeber hatte dies gesetzlich nicht angeordnet, weil er eine Überfrachtung des Lageberichts befürchtete. Das IDW empfahl den Unternehmen aber die Anwendung der Empfehlung. Vgl. Palmes, Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung, S. 51 mit Fn. 245.

³⁰ ABl. EG Nr. L 156 v. 13.6.2001, S. 33.

auf bestimmte, quantifizierte Ziele (z.B. Emissionen in den letzten fünf Jahren) objektiv und transparent dargestellt sind und auch erkennbar ist, aus welchen Gründen möglicherweise erhebliche Abweichungen aufgetreten sind“.

Schließlich soll herausgestellt werden, dass die Kommission auch die Informationen über umweltbezogene Unternehmensdaten nach lit. d) konkretisiert hat. Diese können „nützlicherweise in Form quantitativer öko-Effizienz-Indikatoren gegeben werden, die gegebenenfalls nach Geschäftsbereichen aufgeschlüsselt werden sollten. Besonders relevant sind in absoluten Zahlen ausgedrückte quantitative Angaben über Emissionen und Energie-, Material- und Wasserverbrauch in der Berichtsperiode, jeweils mit Vergleichswerten für die vorausgegangene Periode. Die Daten sind vorzugsweise in physikalischen Einheiten und nicht in Geld auszudrücken; zum besseren Verständnis ihrer relativen Bedeutung und Entwicklung könnten wertmäßige Angaben in Beziehung gesetzt werden zu Größen, die in der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung erscheinen.“

Die Kommission geht von einem weiten Adressatenkreis der Informationen aus. Diese seien für Regulatorischen Behörden, Anleger, Finanzanalysen und die Öffentlichkeit von Interesse.³¹ Die Empfehlung mit detaillierten Vorgaben über offenzulegende Informationen macht deutlich, dass die Europäische Kommission den Lagebericht und Konzernlagebericht als eine wirksame und nützliche Informationsquelle über Umweltschutzaspekte versteht.³²

Eine detailliertere Auffächerung der Berichterstattung über Umweltbelange findet sich in der Kommentarliteratur nicht. Das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC) hat zwar zur Berichterstattung im Konzernlagebericht Stellung genommen und einen Standard (DRS 20) publik gemacht, der für den Lagebericht entsprechend herangezogen werden kann.³³ Die Vorgaben zu den Umweltbelangen sind aber wenig aufschlussreich. Es handelt sich nach Nr. 107 dabei um „Emissionswerte, Energieverbrauch etc.“. Damit hat es sein Bewenden. Der DRS 20 sieht noch vor, dass zu den nichtfinanziellen Leistungsindikatoren quantitative Angaben zu machen sind, sofern quantitative Angaben zu diesen Leistungsindikatoren auch zur internen Steuerung herangezogen werden und sie für den verständigen Adressaten wesentlich sind (Nr. 108). Schließlich wird verlangt, dass wesentliche Veränderungen der finanziellen und nichtfinanziellen Leistungsindikatoren gegenüber dem Vorjahr darzustellen und zu erläutern sind (Nr. 113).

Es ist abschließend festzuhalten, dass die Berichterstattung über Umweltbelange theoretisch umfassend sein kann. Die Empfehlung der Kommission fächert die Informationen in mehrerlei Hinsicht auf, so dass sich aus dem Lagebericht bei großen Kapitalgesellschaften ein aussagekräftiges Bild ergeben kann. Allerdings sind Angaben gesetzlich nur gefordert, soweit sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage von Bedeutung sind. Der Bezug auf die wirtschaftliche Situation der Gesellschaft schränkt die Pflicht zur Umweltberichterstattung großer Kapitalgesellschaften erheblich ein.³⁴ Es muss daher nicht verwundern, dass die Umweltberichte in der Praxis einen vergleichsweise bescheidenen Umfang haben und der Informationsgehalt eher gering ist.³⁵

2.1.2.1.2 Kontrolle und Sanktionen

Die Kontrolle der im Lagebericht offengelegten Informationen über Umweltbelange erfolgt gesellschaftsintern durch den Aufsichtsrat (§ 171 AktG) und gesellschaftsextern durch den Abschlussprüfer (§ 316 HGB). Eine Prüfung durch den Abschlussprüfer findet allerdings nur bei Kapitalgesellschaften statt, die nicht kleine i.S.d. § 267 Abs. 1 HGB sind. Der Lagebericht ist darauf zu prüfen, ob er mit dem

³¹ Vgl. Erwägungsgrund 4 Satz 1 der Empfehlung; ferner *Lange*, in: Münchener Kommentar HGB, § 289 Rn. 130.

³² Vgl. *Lange/Daldrup*, WPg 2002, 657, 658 f.; *Lange*, in: Münchener Kommentar HGB, § 289 Rn. 130.

³³ Vgl. *Grottel*, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 11. Aufl. 2018, § 289 HGB Rn. 30.

³⁴ Vgl. *Lange*, ZIP 2004, 981, 985.

³⁵ Vgl. hierzu empirisch *Schaefer/Schröder*, KoR 2015, 95, 98 ff. (Untersuchung der Lageberichte von 2011 bis 2013 mit Rücksicht auf den geänderten DRS 20).

Jahresabschluss sowie mit den bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen des Abschlussprüfers in Einklang steht und ob er insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage des Unternehmens vermittelt. Dabei ist auch zu prüfen, ob die Chancen und Risiken der künftigen Entwicklung zutreffend dargestellt sind (§ 317 Abs. 2 Satz 1 und 2 HGB). Der IDW Prüfungsstandard konkretisiert die Anforderungen an die Prüfung.³⁶

Bestimmte Emittenten unterliegen ferner der Prüfung durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) und die BaFin (§ 342b Abs. 2 HGB). Die Prüfung durch die DPR erfolgt aufgrund konkreter Anhaltspunkte, auf Verlangen der BaFin oder stichprobenartig. Die DPR prüft u.a., ob der Lagebericht mit den geltenden gesetzlichen Vorschriften einschließlich der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) bzw. der sonstigen durch Gesetz zugelassenen Rechnungslegungsstandards in Einklang steht. Sie ist aber nur für Unternehmen zuständig, die als Emittenten von zugelassenen Wertpapieren i.S.d § 2 Abs. 1 WpHG die BRD als Herkunftsstaat haben (§ 342b Abs. 2 Satz 2 HGB)

Rechtsverstöße können straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlich geahndet werden. Wenn im Lagebericht die Verhältnisse der Kapitalgesellschaft unrichtig wiedergegeben oder verschleiert werden, werden die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans oder des Aufsichtsrats gem. § 331 Nr. 1 HGB mit Freiheitsstrafe oder mit Geldstrafe bestraft. Wer als Mitglied des Geschäftsführungsorgans oder Aufsichtsrats bei der Aufstellung des Lageberichts einer Vorschrift des § 289 HGB über den Inhalt des Lageberichts zuwiderhandelt, handelt gem. § 334 Abs. 1 Nr. 3 HGB ordnungswidrig. Die Ordnungswidrigkeit kann mit einer Geldbuße geahndet werden (§ 334 Abs. 3 HGB), die bei einer gem. § 30 OWiG verantwortlichen kapitalmarktorientierten Gesellschaft höchstens den höchsten der folgenden Beträge beträgt: 10 Mio. Euro, 5 % des jährlichen Gesamtumsatzes der Kapitalgesellschaft oder das Zweifache des aus der Ordnungswidrigkeit gezogenen wirtschaftlichen Vorteils (§ 334 Abs. 3a HGB).

Die zivilrechtlichen Rechtsfolgen einer fehlerhaften Berichterstattung im Lagebericht sind bislang höchstrichterlich nicht geklärt. Die wissenschaftliche Diskussion kreist um die Frage, ob § 289 HGB als ein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren ist. Die h.M. verneint die Schutzgesetzeigenschaft, weil die Lageberichterstattung in erster Linie den Interessen der Allgemeinheit dienen würde.³⁷ Außerdem spreche die Unbestimmtheit des Tatbestandes gegen die Schutzgesetzeigenschaft.³⁸ In der Literatur wird allerdings auch eine andere Auffassung vertreten. Für einen privatrechtlichen Schutz von Aktionären, Anlegern und aktuellen sowie zukünftigen Gläubigern durch eine auf § 823 Abs. 2 BGB gestützte Schadensersatzhaftung (der Organmitglieder und der Gesellschaft) wird vor allem der Informationszweck des Lageberichts ins Feld geführt.³⁹

2.1.2.1.3 Ergebnisse

Die Lageberichterstattung über Umweltbelange gilt nur für große Kapitalgesellschaften. Die von der Europäischen Kommission empfohlenen Informationen zu Umweltbelangen sind umfangreich und detailliert. Allerdings sind Angaben darüber gesetzlich nur gefordert, soweit sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs oder der Lage von Bedeutung sind. Dies schränkt die Pflicht zur Umweltberichterstattung großer Kapitalgesellschaften erheblich ein.

³⁶ IDW, Prüfung des Lageberichts im Rahmen der Abschlussprüfung, IDW PS 350, Stand: 12.12.2017.

³⁷ Hommelhoff, in: Canaris/Habersack/Schäfer (Hrsg.), Staub, Großkommentar HGB, § 289 Rn. 98; K. Schmidt, Handelsrecht, § 15 Rn. 34; LG Bonn, AG 2001, 484, 486.

³⁸ Hommelhoff, in: Canaris/Habersack/Schäfer (Hrsg.), Staub, Großkommentar HGB, § 289 Rn. 98.

³⁹ Palmes, Der Lagebericht – Grundlagen und Haftung, S. 289 ff. (für eine Haftung der Organmitglieder).

2.1.2.2 Nicht-finanzielle Erklärung

Die CSR-Richtlinie vom 22. Oktober 2014⁴⁰ reklamiert, dass „der Offenlegung von Informationen zur Nachhaltigkeit, wie sozialen und umweltbezogenen Faktoren, durch die Unternehmen eine große Bedeutung zukommt, um Gefahren für die Nachhaltigkeit aufzuzeigen und das Vertrauen von Investoren und Verbrauchern zu stärken. Die Angabe nichtfinanzieller Informationen ist nämlich ein wesentliches Element der Bewältigung des Übergangs zu einer nachhaltigen globalen Wirtschaft, indem langfristige Rentabilität mit sozialer Gerechtigkeit und Umweltschutz verbunden wird. In diesem Zusammenhang hilft die Angabe nichtfinanzieller Informationen dabei, das Geschäftsergebnis von Unternehmen und ihre Auswirkungen auf die Gesellschaft zu messen, zu überwachen und zu handhaben.“⁴¹ Der deutsche Gesetzgeber hat bei der Umsetzung der Richtlinie diese Regelungsziele unterstrichen und im Einklang mit den unionsrechtlichen Vorgaben herausgestellt, die Regelungen sollten dazu dienen, das Vertrauen von Investoren sowie Verbrauchern in Unternehmen zu stärken.⁴²

Die Transparenz erfolgt durch die sog. nicht-finanzielle Erklärung,⁴³ die nach der gesetzlichen Konzeption grundsätzlich Bestandteil des Lageberichts ist.⁴⁴ Es ist aber auch zulässig, einen gesonderten nichtfinanziellen Bericht außerhalb des Lageberichts zu erstellen.⁴⁵ Entscheidet sich die Kapitalgesellschaft dafür, den Lagebericht um die nichtfinanzielle Erklärung zu erweitern, kann es sich dabei um einen besonderen Abschnitt innerhalb des Lageberichts handeln. In Betracht kommt eine Integration der nichtfinanziellen Angaben an verschiedenen Stellen innerhalb des Lageberichts (sog. integrative Berichtsform).⁴⁶ Problematisch ist daran, dass sich Abgrenzungsprobleme zu den Pflichtangaben nach § 289 HGB ergeben können, mit der Folge, dass die Vergleichbarkeit der nichtfinanziellen Berichterstattung eingeschränkt sein kann.⁴⁷

Der personelle Anwendungsbereich der Offenlegungspflicht entspricht eins-zu-eins den unionsrechtlichen Vorgaben.⁴⁸ Die Pflicht trifft nur große Kapitalgesellschaften, kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften und Kapitalgesellschaften, die im Jahresdurchschnitt mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigen (§ 289b Abs. 1 Satz 1 Nr. 1-3 HGB). Den Normadressaten wird die Befugnis eingeräumt, nicht zu allen Aspekten substantielle Angaben zu machen. Wenn ein Normadressat zu den Aspekten (u.a. der Umweltbelange) kein Konzept verfolgt, hat er dies gem. § 289c Abs. 4 HGB anstelle der auf den jeweiligen Aspekt bezogenen Angaben in der Erklärung klar und begründet zu erläutern (*Report-or-explain-Mechanismus*).

⁴⁰ 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. EU Nr. L 330, 15.11.2014, S. 1.

⁴¹ Erwägungsgrund 3 CSR-Richtlinie.

⁴² Vgl. Begr. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 62.

⁴³ Eine entsprechende Erklärungspflicht besteht für eine Kapitalgesellschaft, die Mutterunternehmen ist (sog. nichtfinanzielle Konzernklärung), vgl. § 315 b und 315c HGB.

⁴⁴ Vgl. § 289b Abs. 1 HGB: „[...] hat ihren Lagebericht um eine nichtfinanzielle Erklärung zu erweitern [...]“. Vgl. *Winkeljohann/Schäfer*, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 11. Aufl. 2018, § 289b HGB Rn. 26 („besonderer Abschnitt des Lageberichts“).

⁴⁵ Vgl. § 289b Abs. 3 HGB.

⁴⁶ Vgl. *Winkeljohann/Schäfer*, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 11. Aufl. 2018, § 289b HGB Rn. 27.

⁴⁷ Vgl. *Winkeljohann/Schäfer*, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 11. Aufl. 2018, § 289b HGB Rn. 27 mit der Empfehlung, eine Übersicht darüber aufzunehmen, wo die nichtfinanziellen Angaben innerhalb des Lageberichts gemacht werden.

⁴⁸ Vgl. Begr. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 44.

2.1.2.2.1 Inhalt

Der Inhalt der Erklärung wird in § 289c Abs. 2 HGB „prinzipienorientiert“ bestimmt; gegenüber dem Richtlinienentwurf sind aber „konkretisierende Regelungen“ vorgesehen.⁴⁹ Eine „abschließende Check-Liste“ wollte der deutsche Gesetzgeber nicht einführen.⁵⁰

Die nichtfinanzielle Erklärung muss sich u.a. auf folgende Aspekte beziehen: „Umweltbelange, wobei sich die Angaben beispielsweise auf Treibhausgasemissionen, den Wasserverbrauch, die Luftverschmutzung, die Nutzung von erneuerbaren und nicht erneuerbaren Energien oder den Schutz der biologischen Vielfalt beziehen können“ (Nr. 1). Der deutsche Gesetzgeber hat die einzelnen Umweltaspekte aus Erwägungsgrund 7 der Richtlinie 2014/95/EU entnommen. Da die einzelnen Aspekte nicht abschließend genannt sind, sind weitere Angaben möglich, „etwa zu Auswirkungen der Geschäftstätigkeit der Kapitalgesellschaft auf die Gesundheit und die Umweltsicherheit oder auf Bodenbelastungen [...]“. Zudem können im Ermessen des berichtenden Unternehmens auch globale Umwelt- und Klimaziele berücksichtigt werden.“⁵¹

Auf den ersten Blick scheint eine umfassende Berichterstattung gefordert zu sein. Allerdings wird sie gem. § 289c Abs. 3 HGB eingeschränkt: Es sind zu den Aspekten der Umweltbelange „diejenigen Angaben zu machen, die für das Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses, der Lage der Kapitalgesellschaft sowie der Auswirkungen ihrer Tätigkeit auf die in Absatz 2 genannten Aspekte erforderlich sind, einschließlich

1. einer Beschreibung der von der Kapitalgesellschaft verfolgten Konzepte [...],
2. der Ergebnisse der Konzepte nach Nummer 1,
3. der wesentlichen Risiken, die mit der eigenen Geschäftstätigkeit der Kapitalgesellschaft verknüpft sind und die sehr wahrscheinlich schwerwiegende negative Auswirkungen auf die in Absatz 2 genannten Aspekte haben oder haben werden, soweit die Angaben von Bedeutung sind und die Berichterstattung über diese Risiken verhältnismäßig ist, sowie die Handhabung dieser Risiken durch die Kapitalgesellschaft [...]“.

Diese Vorschrift ist schwer verständlich formuliert. Sie schränkt die Berichterstattung (teilweise) in zweifacher Hinsicht ein (sog. doppelter Wesentlichkeitsvorbehalt).⁵²

- Erstens wird der Wesentlichkeitsbegriff des § 289 Abs. 3 HGB dahingehend erweitert, dass die nichtfinanziellen Informationen über Umweltbelange nicht nur für das Verständnis von Lage und Entwicklung der Kapitalgesellschaft, sondern auch für das *Verständnis der Auswirkungen seiner Geschäftstätigkeit* erforderlich sind.⁵³ Die Gesetzesmaterialien stellen klar, dass es nicht ausreicht, „dass die nichtfinanzielle Information nur für das Verständnis von Lage und Entwicklung der Kapitalgesellschaft, nicht aber auch für die Auswirkungen seiner Geschäftstätigkeit erforderlich ist.“⁵⁴
- Zweitens steht die Berichterstattung über Risiken nach § 289b Abs. 3 Nr. 3 HGB unter dem Vorbehalt, dass es sich um ein wesentliches Risiko handeln muss, welches sehr wahrscheinlich schwerwiegende negative Auswirkungen auf die in Abs. 2 genannten Aspekte hat oder haben wird.

⁴⁹ Vgl. Begr. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 47.

⁵⁰ Vgl. Begr. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 47.

⁵¹ Vgl. Begr. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 47.

⁵² Vgl. *Lerchenmüller*, in: Beck'scher Online-Kommentar HGB, 19. Ed., Stand: 15.1.2018, § 289c HGB Rn. 11.

⁵³ Vgl. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 48.

⁵⁴ Vgl. RegE CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 18/9982, S. 49; Hervorh. Verf.

Es bleibt somit festzuhalten, dass die nichtfinanzielle Erklärung gem. § 289b und 289c HGB in noch stärkerer Weise eingeschränkt wird als die Berichterstattung über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren gem. § 289 Abs. 3 HGB.

Für eine Bewertung der Transparenzpflicht gem. §§ 289b, 289c HGB ist zunächst festzuhalten, dass der Regelungsansatz „Transparenz über nichtfinanzielle Leistungsindikationen“ mittelbar eine Verhaltenssteuerung bewirkt. Es werden zwar keine materiell-rechtlichen Pflichten begründet. Allerdings haben die Unternehmen (gesetzlich vorgeformte) Konzepte zur CSR zu entwickeln und sich darüber zu erklären. Diese Transparenz erlaubt es Investoren und Verbrauchern, ihr Anlage- und Kaufverhalten anzupassen.⁵⁵ Dies setzt die Unternehmen faktisch unter Zugzwang. Der Regelungsansatz wird daher als ein raffinierter Wirkmechanismus beschrieben.⁵⁶ Er wird freilich dadurch verwässert, dass die Kapitalgesellschaft auf Angaben zu Umweltbelangen verzichten kann, vorausgesetzt, dass sie dies begründet. Problematisch ist ferner, dass das Regime über die nichtfinanzielle Erklärung mit zahlreichen unbestimmten Rechtsbegriffen operiert (wesentlich, erforderlich, sehr wahrscheinlich, schwerwiegend, verhältnismäßig). Dies räumt den betroffenen Unternehmen einen großen Interpretationsspielraum ein und erschwert die Vergleichbarkeit von Erklärungen.⁵⁷ Positiv ist, dass in der nichtfinanziellen Erklärung wichtige Aspekte herauszustellen sind, die auch für Investoren von Bedeutung sind, wie etwa die Klimarisiken, denen die Gesellschaft ausgesetzt ist.

Vergleicht man die gesetzlichen Anforderungen an die nichtfinanzielle Erklärung mit derjenigen zur Berichterstattung über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren gem. § 289 Abs. 3 HGB, so zeigt sich, dass beide Regime größtenteils übereinstimmen.⁵⁸ Die nichtfinanzielle Erklärung ist zwar konkreter ausgestaltet. Sie geht aber inhaltlich nicht über die Berichterstattung gem. § 289 Abs. 3 HGB hinaus. Deshalb muss es nicht verwundern, dass Großunternehmen einstweilen nicht davon ausgehen, dass sie ihre Berichtspraxis nennenswert ändern müssten (auch weil sie größtenteils ohnehin freiwillig einen Nachhaltigkeitsbericht verfassen).⁵⁹

2.1.2.2.2 Kontrolle und Sanktionen

Die CSR-Berichterstattung wird in der Literatur als bloß eingeschränkt prüfbar und justiziabel angesehen, weil die Informationspflichten durch zahlreiche unbestimmte Rechtsbegriffe geprägt seien.⁶⁰ Dies erschwert zum einen die gesellschaftsinterne Kontrolle der Erklärung durch den Aufsichtsrat (vgl. § 171 Abs. 1 Satz 1 und 4 AktG)⁶¹ und zum anderen die gesellschaftsexterne Kontrolle durch den Abschlussprüfer. Dieser ist nach dem Gesetz aber ohnehin nur zu einer formellen Prüfung verpflichtet. Er hat im Hinblick auf die Vorgaben nach den §§ 289b-289e, 315b-315c HGB gem. § 317 Abs. 2 Satz 4 HGB nur zu prüfen, ob die nichtfinanzielle (Konzern-)Erklärung oder der gesonderte nichtfinanzielle (Konzern-)Bericht vorgelegt wurde. Eine Prüfung, ob die Erklärung inhaltlich richtig oder vollständig ist, hat er, anders als in Dänemark und Frankreich,⁶² nicht durchzuführen.⁶³ Anders verhält es sich nur,

⁵⁵ Vgl. Klene, WM 2018, 308, 311.

⁵⁶ Vgl. Hommelhoff, FS Hoyningen-Huene, 2014, S. 137 ff.; Schön, ZHR 180 (2016), 279, 283.

⁵⁷ Vgl. Hennrichs, ZGR 2018, 206, 227.

⁵⁸ Ebenso bezüglich der Angaben zu Umweltbelangen Klene, WM 2018, 208, 309.

⁵⁹ Vgl. Hennrichs, ZGR 2018, 206, 216.

⁶⁰ Vgl. Hennrichs, ZGR 2018, 206, 219 f.

⁶¹ Nach einem Teil der Literatur soll der Aufsichtsrat zu einer Rechtmäßigkeitskontrolle verpflichtet sein. Vgl. etwa Kirsch/Huter, WPg 2017, 1017, 1021 ff.; Naumann/Siegel, WPg 2017, 1170; Grundel, WPg 2018, 108, 110 ff.; Hommelhoff, NZG 2017, 1361, 1465; Klene, WM 2018, 308, 313. Andere Stimmen lehnen eine vollständige Rechtmäßigkeitskontrolle ab und plädieren für eine Plausibilitätskontrolle. Vgl. Hecker/Bröcker, AG 2017, 761, 766; Hennrichs/Pöschke, NZG 2017, 121, 123 ff.; Hennrichs, NZG 2017, 841, 845 ff.; ders., ZGR 2018, 206, 222 ff.

⁶² Vgl. Böcking/Althoff, DK 2017, 246, 257.

⁶³ Vgl. Hennrichs, ZGR 2018, 206, 220 f.

wenn die Informationen der finanziellen Erklärung im Rahmen der Pflichtinhalte des prüfungspflichtigen Lageberichts gem. § 289 Abs. 3 HGB gemacht werden.⁶⁴ Eine freiwillige Prüfung ist freilich zulässig.⁶⁵ Sie kann auch durch den Aufsichtsrat veranlasst werden (§ 111 Abs. 2 Satz 4 AktG).

Erstellt die Gesellschaft einen gesonderten nichtfinanziellen (Konzern-)Bericht und macht diesen durch Veröffentlichung auf der Internetseite öffentlich zugänglich (§§ 289b Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. b, 315b Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. b HGB), hat der Abschlussprüfer (i) festzustellen, ob der Lagebericht auf diese Veröffentlichung unter Angabe der Internetseite Bezug nimmt und (ii) vier Monate nach dem Abschlussstichtag eine ergänzende Prüfung durchzuführen, ob der gesonderte nichtfinanzielle (Konzern-)Bericht vorgelegt wurde (§ 317 Abs. 2 Satz 5 Halbsatz 1 HGB).

Eine Kontrolle durch die DPR kommt nur in Betracht, wenn die nichtfinanzielle Erklärung als Teil des Lageberichts abgegeben wurde. Dann sind die DPR gem. § 342b Abs. 2 WpHG und subsidiär die BaFin gem. § 106 WpHG zuständig. In der Literatur wird aber geltend gemacht, dass für DPR und BaFin der eingeschränkte Prüfungsmaßstab des § 317 Abs. 2 Satz 4 HGB gelten würde.⁶⁶ Ein gesonderter nichtfinanzieller Bericht (vgl. § 289b Abs. 3 und § 315b Abs. 3 HGB) ist dagegen nicht Gegenstand der Bilanzkontrolle.

Die Sanktionen können gravierend sein. Der deutsche Gesetzgeber hat die Ordnungswidrigkeiten- und Straftatbestände in den §§ 331 Nr. 1, 334 Abs. 1 Nr. 3 HGB auf die nicht-finanzielle Erklärung ausgeweitet. Diese Strenge des Gesetzes wird rechtspolitisch kritisiert, weil sie schwerlich mit dem „weichen“ *Report-or-explain*-Ansatz, der auf Reputationseffekte vertraut, vereinbar erscheint.⁶⁷

Eine privatrechtliche Haftung der Unternehmen gegenüber Investoren und Verbrauchern ist gesetzlich nicht explizit vorgesehen. Sie kann gem. § 823 Abs. 2 BGB begründet sein, wenn die Vorschriften über die Offenlegung der nicht-finanziellen Erklärung als Schutzgesetze zu qualifizieren sind. In Betracht kommt sicherlich auch eine Schadensersatzhaftung gem. § 826 BGB. Schließlich ist es vorstellbar, dass bei einer fehlerhaften Erklärung der Beschluss der Hauptversammlung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat anfechtbar ist.⁶⁸

2.1.2.2.3 Ergebnisse

Die nicht-finanzielle Erklärung über CSR-Belange soll – wie die hier später betrachtete Offenlegungspflicht für institutionelle Investoren über Umweltbelange – einen Beitrag leisten für den Übergang zu einer nachhaltigen globalen Wirtschaft. Sie dient nach der Vorstellung des europäischen Gesetzgebers den „Interessen der Unternehmen, Aktionäre und anderen Interessenträger“,⁶⁹ insbesondere „Investoren und Verbraucher“.⁷⁰ Daran zeigt sich, dass der europäische Gesetzgeber ein weites Verständnis der *Corporate Social Responsibility* hat. Obwohl der Gesetzgeber ausdrücklich auch das Vertrauen von Anlegern schützen will, vermag die nicht-finanzielle Erklärung keinen signifikanten Beitrag zu den hier interessierenden Zielen – Gewährleistung nachhaltiger Investments und Transparenz von Klimarisiken für Finanzprodukte – zu leisten. Dies liegt zunächst daran, dass die Pflicht zur Abgabe der nicht-finanziellen Erklärung nur für bestimmte große Kapitalgesellschaften gilt. Problematisch ist ferner, dass sie konzeptionelle Schwächen hat. So sieht das Gesetz zahlreiche generalklauselartige Begriffe vor. Dies gibt den Unternehmen einen großen Freiraum bei der Erfüllung der Offenlegungspflicht. Au-

⁶⁴ Vgl. Hennrichs, ZGR 2018, 206, 221.

⁶⁵ Vgl. Hennrichs, NZG 2017, 841, 844 (mit Hinweis auf freiwillige Prüfungspraktiken).

⁶⁶ Vgl. Mock, ZIP 2017, 1195, 1201; Seibt, DP 2016, 2707, 2715.

⁶⁷ Vgl. Klene, WM 2018, 308, 312.

⁶⁸ Vgl. Roth-Mingram, NZG 2015, 1341, 1344; Mock, ZIP 2017, 1195, 1202; eher ablehnend Hecker/Bröcker, AG 2017, 761, 769.

⁶⁹ Vgl. Erwägungsgrund 4 CSR-Richtlinie.

⁷⁰ Vgl. Erwägungsgrund 3 CSR-Richtlinie.

ßerdem sind Angaben nur gefordert, soweit sie für das Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses, der Lage der Gesellschaft und der Auswirkungen ihrer Tätigkeit erforderlich sind. Dieser für die Lageberichterstattung traditionelle Vorbehalt⁷¹ schränkt die Pflicht zur Umweltberichterstattung erheblich ein. Schließlich steht es den Kapitalgesellschaften frei, keine Angaben zu Umweltbelangen zu machen. Es bleibt daher abschließend festzuhalten, dass das neue Regime der nichtfinanziellen Erklärung die Umwelt-Berichterstattung nur unmerklich vorangebracht hat.

2.1.2.3 Erklärung zur Unternehmensführung (Corporate Governance)

Börsennotierte Aktiengesellschaften sowie Aktiengesellschaften, die ausschließlich andere Wertpapiere als Aktien zum Handel an einem organisierten Markt ausgegeben haben und deren ausgegebene Aktien auf eigene Veranlassung über ein multilaterales Handelssystem gehandelt werden, haben eine Erklärung zur Unternehmensführung (EzU) in ihren Lagebericht aufzunehmen, die dort einen gesonderten Abschnitt bildet (§ 289f Abs. 1 Satz 1 AktG). Alternativ kommt in Betracht, dass die Erklärung auf der Internetseite der Gesellschaft öffentlich zugänglich gemacht wird. In diesem Fall ist in den Lagebericht eine Bezugnahme aufzunehmen, welche die Angabe der Internetseite enthält (§ 289f Abs. 1 Satz 1 AktG).

In die EzU sind mehrere Erklärungen und Angaben aufzunehmen, u.a. „relevante Angaben zu Unternehmensführungspraktiken, die über die gesetzlichen Anforderungen hinaus angewandt werden, nebst Hinweis, wo sie öffentlich zugänglich sind“ (§ 289f Abs. 2 Nr. 2 HGB). Weder der europäische noch der deutsche Gesetzgeber haben diese Vorgabe konkretisiert. Es muss daher nicht verwundern, dass die Unternehmen sehr unterschiedliche Vorstellungen darüber haben, welche Angaben zu dieser Kategorie des Berichts gemacht werden sollten. Eine empirische Untersuchung hat gezeigt, dass 11 von 30 DAX-Unternehmen in ihren Berichten im Zusammenhang mit den Unternehmensführungspraktiken u.a. Angaben zu Menschenrechten, zum Verbot der Zwangsarbeit, zu ökologischen Standards und zur sozialen Verantwortung gegenüber Mitarbeitern gemacht haben. Dabei nahmen sie teilweise Bezug auf internationale Abkommen und Erklärungen.⁷² Dabei dürfte es sich um freiwillige Angaben gehandelt haben. Die EzU ist jedenfalls kein gesetzliches Berichtsformat, das von Unternehmen Angaben zu Umweltbelangen verlangt.

2.1.3 Finanzmarktrechtliche Transparenzpflichten

2.1.3.1 Investmentrecht

Das KAGB unterwirft Investmentvermögen der Aufsicht durch die BaFin. Es statuiert Verhaltens- und Organisationsanforderungen, deren Einhaltung durch die BaFin überwacht wird. Ein zentraler Grundsatz ist die Verwaltung des Kapitals im Interesse der Anleger (vgl. etwa § 26 Abs. 1 KAGB). Auf ethische, soziale oder ökologische Interessen stellt das KAGB insoweit aber nicht ab.⁷³ Ein weiterer Regelungsansatz besteht in einer dauerhaften Risikocontrollingfunktion (vgl. etwa § 29 Abs. 1 KAGB). Diese organisatorische Anforderung trägt der Art, dem Umfang und der Komplexität der Geschäfte und des verwalteten Investmentvermögens Rechnung. Eine Kapitalverwaltungsgesellschaft muss über angemessene Risikomanagementsysteme verfügen, die insbesondere gewährleisten, dass die für die jeweiligen Anlagestrategien wesentlichen Risiken der Investmentvermögen jederzeit erfasst, gemessen, gesteuert und überwacht werden können (vgl. § 29 Abs. 2 KAGB). Die mit dem Klimawandel verbundenen Risiken werden dabei jedoch nicht erwähnt. Schließlich ist festzuhalten, dass die Vorschriften über den Verkaufsprospekt, der für den Vertrieb von Investmentvermögen zu erstellen ist, nicht auf

⁷¹ Vgl. bereits *Scharlau*, Socially Responsible Investment, S. 134.

⁷² Vgl. *Veil/Niemeier*, in: *Veil* (Hrsg.), Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, S. 19, 28 f.

⁷³ Näher zur rechtlichen Relevanz vereinbarter ethisch-sozial-ökologischer Anlageziele *Scharlau*, Socially Responsible Investment, S. 66 ff.

ESG-Belange Bezug nimmt. Es ist zwar im Einzelfall nicht ausgeschlossen, dass eine Kapitalverwaltungsgesellschaft darüber informieren muss. Dies dürfte aber nur bei Investmentfonds mit ethisch-sozial-ökologischer Ausrichtung relevant werden.⁷⁴

Das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) sieht Anforderungen an den Vertrieb von Vermögensanlagen vor. Dabei handelt es sich um nicht in Wertpapiere i.S.d. WpPG verbriefte und nicht als Anteile an Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB ausgestaltete Anteile, die eine Beteiligung an dem Ergebnis eines Unternehmens gewähren, etc. Eine zentrale Anforderung an das öffentliche Angebot einer Vermögensanlage besteht in der Veröffentlichung eines Prospekts (§ 6 VermAnlG). Auf ethische, soziale oder ökologische Belange einer Vermögensanlage ist in dem Prospekt nicht einzugehen.

2.1.3.2 Ad-hoc-Publizitätspflicht

Die Ad-hoc-Publizität gem. Art. 17 Marktmissbrauchs-VO ist ein zentrales Instrument des europäischen Kapitalmarktrechts zum Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Sie erfüllt im Kern zwei Funktionen. Einerseits soll sie verbotene Insidergeschäfte verhindern. Andererseits soll sie die Informationseffizienz und die Allokationseffizienz der Kapitalmärkte stärken.

Die Offenlegungspflicht gilt für Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Dabei handelt es sich – verkürzt formuliert – um präzise und kursrelevante Informationen, die noch nicht öffentlich bekannt sind (vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 und 4 Marktmissbrauchs-VO). Die Einzelheiten dieses sehr komplexen Begriffs brauchen hier nicht entfaltet zu werden. Es genügt festzuhalten, dass außergewöhnliche Umstände, die eine erhebliche Auswirkung auf den Umsatz oder die Ertragskraft des Emittenten haben können, als eine Insiderinformation zu qualifizieren sein können. Umweltkatastrophen können daher beispielsweise eine Ad-hoc-Publizitätspflicht für einen Emittenten begründen. In der Regel haben aber die einschlägigen Fälle keinen Umweltbezug.⁷⁵

2.1.3.3 Versicherungsaufsichtliche Transparenzpflichten (Altersvorsorgerecht)

Das versicherungsaufsichtsrechtliche Regime sieht an einigen wenigen Stellen Regelungen über die Offenlegung von Umweltbelangen vor. Es soll zunächst auf die Transparenz nach dem VAG eingegangen werden. Dieses Gesetz stellt Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds unter die Aufsicht der BaFin. Es statuiert ferner diverse Offenlegungspflichten. Soweit Lebensversicherungsunternehmen Leistungen der betrieblichen Altersversorgung erbringen, stellen sie den Versorgungsanwärtern und Versorgungsempfängern, die nicht zugleich Versicherungsnehmer sind, mindestens folgende Informationen zur Verfügung: bei Beginn des Versorgungsverhältnisses Angaben darüber, ob und wie der Anbieter ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt (§ 144 Abs. 1 Nr. 1 lit. f) VAG).⁷⁶ Diese Verpflichtung besteht aber nur für den Fall, dass der Vertragsschluss mit dem versorgungsberechtigten Arbeitnehmer und nicht mit dem Arbeitgeber erfolgt.⁷⁷ Weitere Regelungen über die Transparenz ökologischer Belange sieht das VAG nicht vor.

Die Richtlinie (EU) Nr. 2016/2341 vom 14.12.2016 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV)⁷⁸ legt Vorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung fest. Die Mitgliedstaaten müssen u.a. die EbAV verpflichten, in einer ihrer Größe, internen Organisation sowie der Größenordnung, der Art, des Umfangs und der Komplexität ihrer Tätigkeiten angemessenen Weise ihre eigene Risikobeurteilung vorzunehmen und zu dokumentieren (Art. 28 Abs. 1). Die Richtlinie schreibt ferner vor, dass zur Risikobeurteilung mehrere Bereiche gehören, wie etwa eine Beschreibung der eigenen Risikobeurteilung, aber auch „eine Beurteilung von neu entstandenen oder zu erwartenden Risiken,

⁷⁴ Vgl. Scharlau, Socially Responsible Investment, S. 50, 93 ff.

⁷⁵ Näher Krause, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 95 und 169.

⁷⁶ Näher zur Entstehungsgeschichte (des früheren § 115 Abs. 4 VAG) Scharlau, Socially Responsible Investment, S. 115 ff.

⁷⁷ Vgl. Laars/Both, VAG, 4. Online-Aufl. 2017, § 144 Rn. 2.

⁷⁸ ABl. EU Nr. L 354 v. 23.12.2016, S. 37.

unter anderem Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel, der Verwendung von Ressourcen und der Umwelt sowie soziale Risiken und Risiken im Zusammenhang mit der durch eine geänderte Regulierung bedingten Wertminderung von Vermögenswerten“, falls „ökologische, soziale und die Unternehmensführung betreffende Faktoren bei Anlageentscheidungen berücksichtigt werden“ (Art. 28 Abs. 2 lit. h) EbAV-II-RL).⁷⁹

Schließlich verpflichtet das Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz den Anbieter eines Altersvorsorge- oder Basisrentenvertrags, den Vertragspartner rechtzeitig durch ein individuelles Produktinformationsblatt zu informieren. Dazu gehört auch eine jährliche Information. Im Rahmen der jährlichen Informationspflicht muss der Anbieter eines Altersvorsorge- oder Basisrentenvertrags auch darüber schriftlich informieren, ob und wie ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt werden (§ 7a Abs. 2). Diese Informationspflicht betrifft die Verwaltung des eingezahlten Kapitals.⁸⁰

Damit hat es sein Bewenden. Es kann resümierend festgehalten werden, dass das Versicherungsrecht nur an wenigen Stellen die Offenlegung von Umweltbelangen fordert. Der Normzweck dieser Regelungen besteht zum einen darin, Kunden über die sozialen und ökologischen Belange des Versicherungsprodukts zu informieren, um ihnen eine nachhaltigere Investition zu ermöglichen. Zum anderen sollen Kunden in die Lage versetzt werden, die aus dem Klimawandel resultierenden Risiken für das Versicherungsprodukt besser zu beurteilen.

2.1.4 Auskunftsansprüche aus dem Umweltinformationsgesetz und den Informationsfreiheitsgesetzen des Bundes und der Länder

Der Bedarf für eine neue gesetzliche Regelung könnte begrenzt sein, wenn das damit verfolgte Ziel bereits durch bestehende Gesetze erreicht werden kann. In den Blick zu nehmen sind insoweit zum Schluss noch Regelungen aus dem Umweltverwaltungsrecht.

Bereits heute statuieren das Umweltinformationsgesetz (UIG)⁸¹, das Informationsfreiheitsgesetz des Bundes (IFG Bund)⁸² sowie die Informationsfreiheitsgesetze der Länder⁸³ Zugang zu Informationen der staatlichen Verwaltung. Es handelt sich jeweils um „voraussetzungslose Ansprüche“, die unabhängig von einem konkreten Anlass bestehen.⁸⁴ Die Antragsteller brauchen deshalb kein besonderes individuelles Interesse an der begehrten Information darzulegen. Insoweit stellt sich die Frage, ob Informationen über die Klimaauswirkungen des jeweiligen Portfolios heute schon über die im UIG oder IFG statuierten Auskunftsansprüche eingeholt werden können.

Das UIG und das IFG des Bundes eröffnen ein Informationszugangsrecht, dies aber ausschließlich gegenüber öffentlichen Stellen, m.a.W. Behörden und juristischen Personen des Privatrechts, die Verwaltungsaufgaben wahrnehmen.⁸⁵ Zudem sind die Ansprüche nur auf die bei den Behörden bereits vorhandenen Informationen bezogen; ein Anspruch gegenüber Behörden, bei diesen nicht vorhandene Informationen – von Privaten – zu beschaffen, kann aus den Gesetzen nicht abgeleitet werden. Mit dem

⁷⁹ Richtlinie (EU) Nr. 2016/2341 vom 14.12.2016 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV), Abl. EU Nr. L 354 v. 23.12.2016, S. 37.

⁸⁰ Vgl. Scharlau, Socially Responsible Investment, S. 119.

⁸¹ BGBl. I 2014, S. 1643, zuletzt geändert durch Artikel 2 Absatz 17 des Gesetzes vom 20. Juli 2017 (BGBl. I, S. 2808).

⁸² BGBl. I 2005, S. 2722, zuletzt geändert durch Artikel 2 Absatz 6 des Gesetzes vom 7. August 2013 (BGBl. I, S. 3154).

⁸³ Etwa das Berliner Informationsfreiheitsgesetz, GVBl. 1999, 561, zuletzt geändert durch Artikel 21 des Gesetzes vom 02.02.2018 (GVBl. S. 160).

⁸⁴ Siehe etwa Schoch, in: ders. (Hrsg.), IFG, 2. Aufl. (2016), § 1 Rn. 18; zum UIG siehe etwa Karg, in: BeckOK Informations- und Medienrecht, 19. Edition (Stand: 01.02.2017), § 3 UIG Rn. 16.

⁸⁵ Eingehend Schoch, in: ders. (Hrsg.), IFG, 2. Aufl. (2016), § 1 Rn. 89 ff.; siehe auch Reidt/Schiller, in: Beckmann/Durner/Mann/Röckinghausen (Hrsg.): Landmann/Rohmer, Umweltrecht, 84. EL (Juli 2017), § 2 UIG Rn. 4 ff.

in der Literatur dafür verwendeten Terminus „Amtlichkeit der Information“⁸⁶ wird zum Ausdruck gebracht, dass die Information beim Anspruchsverpflichteten bereits vorhanden sein muss.

Eine dritte Hürde stellen Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse Privater dar, welche Behörden unter Umständen nicht nur berechtigen, sondern auch verpflichten können, Informationen ausnahmsweise nicht herauszugeben.⁸⁷ Dass Informationen über die Zusammensetzung von Portfolios oder das Umweltgebaren von Emittenten u.U. Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse darstellen können – die von Art. 12 Abs. 1 GG geschützt sind –, ist nicht von vornherein auszuschließen.⁸⁸ Schließlich fallen unter Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse nach (bislang)⁸⁹ allgemein anerkannter Ansicht „alle auf ein Unternehmen bezogenen Tatsachen, Umstände und Vorgänge [verstanden], die nicht offenkundig, sondern nur einem begrenzten Personenkreis zugänglich sind und an deren Nichtverbreitung der Rechtsträger ein berechtigtes Interesse hat.“⁹⁰ Betriebsgeheimnisse umfassen dabei „technisches Wissen im weitesten Sinne“,⁹¹ also mitunter auch Herstellungsverfahren und die Ausgestaltung von Produktionsstätten. Auch wenn die begehrte Information nur die Umweltauswirkungen der Produktion erfassen würde, wäre ein Eingriff in Betriebsgeheimnisse nicht von vornherein ausgeschlossen, da die Zusammensetzung der Umweltemissionen auch Rückschlüsse auf die Produktion erlaubt. Zwar stellt von Verfassung wegen nicht jeder Eingriff in Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse – etwa durch deren Veröffentlichung – einen Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 GG dar.⁹² Ob diese Schwelle überschritten wird, hängt von Umfang und Gegenstand der konkret auferlegten Pflichten, von der Bedeutung einer Information und ihrer Geheimhaltung für die erfolgreiche Umsetzung des Geschäftsmodells und sodann von der Abwägung zwischen den kollidierenden Rechtsgütern ab.⁹³ So wird an der Geheimhaltung der CO₂-Bilanz eines institutionellen Anlegers in der Regel kein schutzbedürftiges Interesse bestehen; wird aber über alle Vorgänge, auf denen diese Bilanz gründet, en détail informiert, kann sich dieses Bild ändern. Jedenfalls ist nicht ausgeschlossen, dass mit Rücksicht auf den Schutz von Betriebs- oder Geschäftsgeheimnissen ein gegen die Behörde gerichtetes Auskunftsbegehren u.U. also selbst dann scheitert, wenn die Behörde selbst über derlei Informationen verfügt. Den verfassungsrechtlichen Wertungen entsprechend geben das IFG des Bundes und das UIG vor, dass der Anspruch auf Informationszugang ausgeschlossen ist, soweit Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse betroffen sind (vgl. § 6 Satz 2 IFG Bund und § 9 Abs. 1 Nr. 3 UIG). Beide Vorschriften lassen im Falle einer Zustimmung des Betroffenen zur Veröffentlichung den Schutz entfallen. Anders als § 6 Satz IFG Bund erlaubt § 9 Abs. 1 Nr. 3 UIG eine Abwägung zwischen dem Informationsinteresse auf der einen sowie dem Geheimnisschutzinteresse auf der anderen Seite, da bei einem überwiegendem „öffentliche[n] Interesse an der Bekanntgabe“ Geschäfts- oder Betriebsgeheimnisse durch die Behörde veröffentlicht werden müssen. Gleichwohl ist zu konstatieren, dass der gesetzlich anerkannte Schutz von Betriebs- oder Geschäftsgeheimnissen den Auskunftsanspruch strukturell verkürzt und die Prüfung, ob Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse durch die Veröffentlichung betroffen sein könnten, dem Bedürfnis einer „zeitnahen“ Information der institutionellen Anleger über die Klimabilanz der Emittenten nicht gerecht wird.

Da der Schutz von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen verfassungsrechtlich verankert ist, könnte er auch einem künftigen Auskunftsanspruch von Anlegern gegenüber Investoren oder Emittenten entgegengehalten werden. Dennoch wäre ein solcher Anspruch zur Verwirklichung des verfolgten Ziels –

⁸⁶ Schoch, in: ders. (Hrsg.), IFG, 2. Aufl. (2016), § 1 Rn. 32.

⁸⁷ Vgl. Kämmerer, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Art. 12 Rn. 27.

⁸⁸ Vgl. BVerwG, Beschl. v. 25.07.2013 - 7 B 45.12 (BeckRS 2013, 54393).

⁸⁹ Das deutsche Verständnis wird durch die Richtlinie (EU) 2016/943 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über den Schutz vertraulichen Know-hows und vertraulicher Geschäftsinformationen (Geschäftsgeheimnisse) vor rechtswidrigem Erwerb sowie rechtswidriger Nutzung und Offenlegung, ABl. EU Nr. L 157, S. 1 die zum 8. Juni 2018 umzusetzen ist, modifiziert werden. Siehe dazu Goldhammer, NVwZ 2017, 1809.

⁹⁰ Vgl. BVerfGE 115, 205, 230; BVerwG, NVwZ 2009, 1113.

⁹¹ So BVerfGE 115, 205, 230.

⁹² Vgl. BVerfGE 115, 205, 232 ff.

⁹³ Vgl. BVerfGE 115, 205, 247 f.

ein Bild von der Umweltfreundlichkeit potenzieller Investitionen zu zeichnen – dem Grunde nach praktikabler als ein „behördengerichteter Auskunftsanspruch“, schon weil die Marktakteure über deutlich mehr und deutlich bessere Informationen verfügen werden als die Behörden. Deren Kenntnisstand wird schon deswegen rudimentär sein, weil sie an der umfassenden Bewertung der Tätigkeit eines Unternehmens in Bezug auf dessen Umweltauswirkungen weniger interessiert sein werden als an Ahndung bzw. Abwehr von Verstößen gegen verwaltungsrechtliche Normen des Umweltrechts. Diese Beschränkung auf den Vollzug bestehender umweltrechtlicher Normen bringt mit sich, dass sich der Behördenblick nicht auf die allgemeinen Auswirkungen des Gebarens eines Emittenten auf die Umwelt, sondern die Einhaltung der jeweiligen Bestimmungen bei Errichtung und Betrieb der jeweiligen Anlage richtet. Dies ändert sich aber, soweit (bestimmte) Unternehmen verpflichtet sind, ihren „CO₂-Fußabdruck“ oder gar ihren „*Environmental Footprint*“⁹⁴ an eine Behörde zu melden. Im deutschen Recht besteht für die Betreiber von Anlagen nach § 5 Abs. 1 Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz (TEHG)⁹⁵ eine Pflicht zur Erstellung eines Emissionsberichts, der die Emissionen eines Betreibers in einem Kalenderjahr umfasst. Dieser ist der zuständigen Behörde bis zum 31. März des Folgejahres zu übermitteln. Allerdings erfasst das TEHG nicht alle Schadstoffemissionen, sondern nur die in Anhang I Teil 2 genannten Tätigkeiten (vgl. § 1 TEHG), ist also insoweit rudimentär. Hinzu kommt auch, dass die Informationen erst zeitlich verzögert bei den zuständigen Behörden eintreffen werden, sie also immer nur einen retrospektiven Einblick ermöglichen.

Vor allem aber wird der Vorbildcharakter von UIG und IFG für die in den Blick genommene Berichterstattungspflicht dadurch beschränkt, dass ihre Bestimmungen, wiewohl von der klassischen Schutznormtheorie gelöst,⁹⁶ ausschließlich subjektive öffentliche Rechte eröffnen, die im Verwaltungsverfahren im Einzelfall geltend gemacht werden müssen. Der mit den in Betracht gezogenen Regeln verbundene Zweck – Anlegern, die, und das womöglich sehr kurzfristig, Auskunft über umweltrelevante Tätigkeiten von Publikumsgesellschaften zu geben, in die sie zu investieren erwägen – kann ein solches Verfahren nicht genügen. Dies gilt umso mehr, als die Leistungsfähigkeit des Verwaltungsverfahrens durch die Territorialhoheit (auf die später in anderem Zusammenhang noch zurückzukommen sein wird)⁹⁷ begrenzt ist: Auf ausländische Unternehmen haben deutsche Behörden in der Regel keinen Zugriff, schon gar nicht im Wege der Verwaltungsvollstreckung. Diese territoriale Begrenztheit konfliktiert mit der Globalität der Kapitalmärkte und der Tatsache, dass Portfolios allein schon zur Diversifizierung der Anlagen und Risikostreuung längst nicht mehr nur rein „nationale Basiswerte“ umfassen. (Hinzu kommt, dass auch deutsche Emittenten vielfach im Ausland investieren, was sich auch auf die „Gesamtklimabilanz“ des Emittenten auswirkt.) Damit ist nicht impliziert, dass diese Globalisierung der Anlagestrategien nicht auch die Begründung unternehmensbezogener Umweltinformationspflichten oder -ansprüche erschweren könnte; aber staatsbezogene Ansprüche stellt sie vor besonders hohe Hürden.

2.1.5 Ergebnisse

Das deutsche Unternehmens- und Finanzmarktrecht sieht nur an wenigen Stellen Informationspflichten über Umweltbelange vor. Die größte Bedeutung haben die Offenlegungsregime im HGB. Sowohl die Lageberichterstattung als auch die nicht-finanzielle Erklärung stehen aber unter dem Vorbehalt, dass Angaben über Umweltbelange nur zu machen sind, soweit dies zur Beurteilung der Vermögenslage der Gesellschaft erforderlich ist. Diese Voraussetzung ist Ausdruck der traditionellen Funktion des Rechnungslegungsrechts, Transparenz der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einer Gesellschaft sicherzustellen. Es handelt sich um kein investorenspezifisches Offenlegungsregime. Anders verhält es sich bei den im Altersvorsorgerecht vorgesehenen Offenlegungspflichten. Diese Pflichten haben aber einen

⁹⁴ Zu den unterschiedlichen Aussagegehalten derartiger „Label“ oder Angaben siehe *Roller*, ZUR 2014, 211.

⁹⁵ BGBl. I 2011, S. 1475.

⁹⁶ Siehe *Hong*, NVwZ 2016, 953, 954 f.

⁹⁷ Siehe unten Abschnitt 2.3.3.

begrenzten Anwendungsbereich und sind (einstweilen) Einzelfälle einer nicht-finanziellen Offenlegungspflicht.

Was das Verwaltungsrecht betrifft, enthalten weder das UIG noch das IFG des Bundes oder die IFGe der Länder Regelungen, die im Ansatz und in ihren Wirkungen den hier zur Erörterung stehenden Transparenzpflichten gleichkommen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die „voraussetzungslosen Ansprüche“, die von den Gesetzen ins Leben gerufen wurden, sich allein auf „behördenbekannte“ Informationen beziehen.

2.2 Transparenzpflichten in Frankreich

2.2.1 Energiewende und Umweltschutzgesetz

Das Gesetz Nr. 2010-788 vom 12. Juli 2010 über das nationale Engagement für die Umwelt (*portant engagement national pour l'environnement*), bekannt als das Grenelle II-Gesetz,⁹⁸ verankert zum ersten Mal eine neue Form des Regierens, die stark vom Anliegen des Umweltschutzes geprägt ist.⁹⁹ Unter dem „Zwang des ökologischen Notstands“,¹⁰⁰ aus dem politischen Bewusstsein einer Handlungsverpflichtung, aus der Notwendigkeit, über den Menschen und seine Welt nachzudenken,¹⁰¹ entwickelte sich in Frankreich der Gedanke des „nachhaltigen Unternehmens“ (*entreprise durable*).¹⁰²

Fünf Jahre später, und nur fünf Monate vor der UN-Klimakonferenz in Paris 2015, wurde das Gesetz Nr. 2015-992 vom 17. August 2015 über die Energiewende für grünes Wachstum (*relative à la transition énergétique pour la croissance verte*) (EnergiewendeG für grünes Wachstum) unter dem sozialistischen Präsidenten *François Hollande* von der Nationalversammlung verabschiedet.¹⁰³ Dieses Gesetz sollte Frankreich in die Lage versetzen, einen wirksameren Beitrag zur Bekämpfung des Klimawandels und zum Schutz der Umwelt zu leisten sowie seine Energieunabhängigkeit zu stärken, und gleichzeitig seinen Unternehmen und Bürgern den Zugang zu Energie zu wettbewerbsfähigen Kosten zu ermöglichen. Im Zentrum des Gesetzes standen die Beschleunigung der Energiewende und das grüne Wachstum für eine verstärkte Wirtschaftstätigkeit und mehr Beschäftigung. Für die damalige Umweltministerin („für Ökologie, nachhaltige Entwicklung und Energie“) *Ségolène Royal*, die dieses Gesetz als das fortschrittlichste in der industrialisierten Welt beschrieb, beruht die nachhaltige Entwicklung auf drei Grundpfeilern: dem wirtschaftlichen, dem sozialen und dem ökologischen Fortschritt. Das Gesetz sieht vor, dass der gesamte Energieverbrauch im Vergleich zu 2012 um 30 Prozent reduziert und bis 2050 halbiert werden soll, wobei der Anteil der fossilen Energieträger innerhalb von 15 Jahren um 30 Prozent verringert werden soll; zugleich wurde eine Reduktion des Anteils der Kernenergie von 75 auf 50 Prozent der Stromerzeugung bis 2025 festgelegt.

Der vom EnergiewendeG für grünes Wachstum neu eingefügte Art. L. 100-4 I franz. EnergieG (*Code de l'énergie*) legt folgende Klimaschutzziele fest:

- ▶ Verringerung der Treibhausgasemissionen um 40% zwischen 1990 und 2030 und um das Vierfache zwischen 1990 und 2050;
- ▶ Reduzierung des endgültigen Energieverbrauchs um 50% im Jahr 2050, im Vergleich mit der Referenz 2012, mit einem Zwischenziel von 20% bis 2030;

⁹⁸ Näher zu diesem Gesetz *Martin*, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75 ff.; *Mercier*, Bull. Joly Sociétés, Jan. 2011, § 14, 69 ff.; *Le Cannu/Dondero*, RTDF, 3/2010, 115, 120; *Malecki*, Journ. des sociétés, Nr. 79, Sept. 2010, 59 ff.; *dies.*, Bull. Joly Sociétés, Sept. 2010, 704 ff.

⁹⁹ *Malecki*, Responsabilité sociale des entreprises, S. 95.

¹⁰⁰ *Damien*, in: Zarka (Hrsg.), Le monde émergent, Les nouveaux défis environnementaux, S. 33 f.

¹⁰¹ *Zarka*, in: Zarka (Hrsg.), Le monde émergent, Les nouveaux défis environnementaux, S. 5 f.

¹⁰² *Malecki*, Responsabilité sociale des entreprises, S. 95.

¹⁰³ Zu diesem Gesetz und insbesondere zu Art. 173 VI, *Malecki*, Bull. Joly Sociétés, Dez. 2015, 616 ff.

- ▶ Verringerung des Primärenergieverbrauchs fossiler Brennstoffe bis 2030 um 30% gegenüber dem Referenzjahr 2012;
- ▶ Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energien auf 23% des Bruttoendenergieverbrauchs im Jahr 2020, und auf 32% dieses Verbrauchs im Jahr 2030; zu diesem Zeitpunkt müssen die erneuerbaren Energien 40% der Stromerzeugung, 38% des Endwärmeverbrauchs, 15% des Endkraftstoffverbrauchs und 10% des Gasverbrauchs ausmachen, um dieses Ziel auch erreichen zu können;
- ▶ Verringerung des Anteils der Kernenergie an der Stromerzeugung bis 2025 auf 50%;
- ▶ Beitrag zur Erreichung der im nationalen Plan zur Verringerung der Luftschadstoffemissionen gemäß Art. L. 222-9 des franz. UmweltG vorgesehenen Ziele der Verringerung der Luftverschmutzung;
- ▶ Wohnungsbestand, dessen gesamte Gebäude bis 2050 nach den Normen des „Niedrigenergiehauses“ (*bâtiment basse consommation*) oder ähnlichen Standards saniert sind.

Die Umsetzung dieser Ziele wird von Experten praktisch, finanziell und wirtschaftlich eher als unrealistisch betrachtet. Trotzdem bekannte sich der im Jahre 2017 gewählte Präsident *Emmanuel Macron* sowohl im Wahlkampf als auch nach seiner Amtseinführung zum Energiewendegesetz. Insbesondere für den Bereich der Nachhaltigkeit hat *Emmanuel Macron* große Ziele. Neben einem Konsolidierungs- und Reformkurs, der die französische Wirtschaft wieder wettbewerbsfähig machen soll, plant *Macron* hohe Investitionen. Bis 2022 will er den Anteil der erneuerbaren Energien auf 30 Prozent verdoppeln; deshalb sollen die vier noch bestehenden Kohlekraftwerke in den nächsten fünf Jahren geschlossen, Schiefergas generell nicht gefördert sowie die CO₂-Steuer angehoben werden.

Der französische Gesetzgeber hat das Finanzmarktrecht an dem reformierten Umweltschutzrecht ausgerichtet. Die Transparenzpflichten für institutionelle Investoren sind (wie später zu zeigen sein wird) sogar explizit mit den französischen Klimaschutzzielen verknüpft.

2.2.2 Allgemeine unternehmensrechtliche Berichterstattung

2.2.2.1 Rechtspolitische Ziele

Das freiwillige Engagement der Gesellschaften für *Corporate Social Responsibility* (CSR) reichte dem französischen Gesetzgeber nicht aus. Er führte im Jahr 2010 Transparenzregeln ein, damit Aktionäre und Anleger ihre Entscheidungen (auch) auf der Grundlage von CSR-Kriterien treffen können.¹⁰⁴

Frankreich, ein Vorreiter auf diesem Gebiet, hat den Weg der „Normierung“ (*normalisation*) bzw. Gesetzgebung eingeschlagen, um Unternehmen für CSR, und insbesondere für Umweltschutz, zu sensibilisieren und sie zu ermutigen, Prozesse auf diesem Gebiet zu integrieren.¹⁰⁵ Das Regulierungsinstrument ist Transparenz: Der Gesetzgeber fordert Unternehmen auf, ihre CSR verschiedenen Interessengruppen (*stakeholder – partie prenante*) gegenüber transparenter zu machen.¹⁰⁶

2.2.2.2 Rechtsquellen

In Frankreich wurden die Transparenz- und Berichtspflichten der Gesellschaften zu den sozialen, ökologischen und gesellschaftlichen Herausforderungen ihres Geschäfts im Vergleich zu anderen europäischen Ländern frühzeitig gesetzlich festgelegt. Bereits im Jahr 2001 sah das Gesetz Nr. 2001-420 vom 15. Mai 2001 über neue Wirtschaftsvorschriften (*sur les nouvelles régulations économiques*, sog. NRE-Gesetz) in seinem Art. 116 I Abs. IV vor, dass im Lagebericht (*rapport de gestion*) Informationen „über die Art und Weise, in der die Gesellschaft die sozialen und ökologischen Folgen ihrer Tätigkeit berücksichtigt“ zur Verfügung gestellt werden müssen. Diese Verpflichtung war zunächst auf börsennotierte

¹⁰⁴ Malecki, Responsabilité sociale des entreprises, S. 95.

¹⁰⁵ Siehe auch Forget, Rev. sociétés, Okt. 2015, 559 ff.

¹⁰⁶ Mercier, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 264.

Gesellschaften beschränkt. Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG, der diese Informationspflicht vorsah, wurde durch das Dekret Nr. 2002-221 vom 20. Februar 2002 präzisiert (Art. R. 225-104 franz. HandelsG).

Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG wurde grundlegend durch Art. 225 I des Gesetzes vom 12. Juli 2010, das Grenelle II-Gesetz, reformiert, indem den bereits verlangten Informationen über soziale und ökologische Verantwortung eine gesellschaftliche Säule hinzugefügt und der persönliche Anwendungsbe- reich erweitert wurde. Der Gesetzgeber führte zudem eine Prüfung der Informationen durch eine un- abhängige dritte Stelle ein. Das Grenelle II-Gesetz verweist auf ein Dekret, das die Methoden zur Dar- stellung nicht-finanzieller Daten definiert, „um einen Vergleich der Daten zu ermöglichen“: das Dekret Nr. 2012-557 vom 24. April 2012 über die Transparenzpflichten von Unternehmen in Bezug auf sozi- ale und ökologische Fragen (*relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale*). Darüber hinaus wurde diese Berichtspflicht durch Art. 225 II des Grenelle II-Geset- zes in vier weitere Gesetzesbücher eingeführt, so dass sie auch für Versicherungsvereine auf Gegensei- tigkeit (*société d'assurance mutuelle*), Kreditinstitute (*établissement de crédit*), Wertpapierfirmen (*ent- reprise d'investissement*) und Finanzierungsgesellschaften (*compagnie financière*) gilt.¹⁰⁷

Der französische Gesetzgeber hat die Bestimmungen schließlich an die Vorgaben angepasst, die die Richtlinie 2014/95/EU vom 22. Oktober 2014 über die Veröffentlichung von nicht-finanziellen Infor- mationen durch Unternehmen (sog. CSR-Richtlinie)¹⁰⁸ vorsieht. Dies geschah durch die Verordnung Nr. 2017-1180 vom 19. Juli 2017 über die Veröffentlichung nicht-finanzieller Informationen durch be- stimmte große Unternehmen und Unternehmensgruppen (Art. 1) und das Dekret Nr. 2017-1265 vom 9. August 2017.¹⁰⁹ Mit dieser Reform entsprach der Gesetzgeber auch dem Wunsch nach einem verein- fachten, prägnanteren und nützlichen Bericht.

Kürzlich wurde Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG noch durch die Gesetze Nr. 2018-771 vom 5. Sep- tember 2018 (Art. 84), Nr. 2018-898 vom 23. Oktober 2018 (Art. 20) und Nr. 2018-938 vom 30. Okto- ber 2018 (Art. 55) leicht geändert.

2.2.2.3 Anwendungsbereich

Grundsätzlich müssen alle Gesellschaften, die die durch das Dekret festgelegten Schwellenwerte über- schreiten¹¹⁰, eine „nicht-finanzielle Leistungserklärung“ („*déclaration de performance extra-financière*“) in ihren Lagebericht (*rapport de gestion*) aufnehmen und veröffentlichen (Art. L. 225-102-1 I und III Abs. 4 franz. HandelsG).

Für Gesellschaften, deren Finanztitel (*titre*) zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, sind folgende Schwellenwerte vorgesehen: 500 Arbeitnehmer und 20 Mio. Euro Bilanzsumme oder 40 Mio. Euro Umsatz (Art. R. 225-104 franz. HandelsG). Aufgrund ihrer Tätigkeit unterliegen auch be- stimmte nicht börsennotierte Gesellschaften, die den börsennotierten aber gleichgestellt sind bzw. „as- similiiert“ (*assimilé*) werden, dieser Verpflichtung, wenn sie dieselben Schwellenwerte überschreiten. Für nicht börsennotierte Gesellschaften sind folgende Schwellenwerte vorgesehen: 500 Mitarbeiter und 100 Mio. Euro Bilanzsumme oder Umsatz.

Die Schwellenwerte für börsennotierte Gesellschaften sind, abgesehen von der Anzahl der Beschäftig- ten, deutlich niedriger als die für nicht börsennotierte Gesellschaften. Sie sind zudem anspruchsvoller als die von der CSR-Richtlinie vorgesehenen, generalklauselartig formulierten Schwellenwerte („große Unternehmen, die Unternehmen von öffentlichem Interesse sind und am Bilanzstichtag das Kriterium erfüllen, im Durchschnitt des Geschäftsjahres mehr als 500 Mitarbeiter zu beschäftigen“, Art. 1 Abs. 1

¹⁰⁷ Ausführlicher Martin, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 77.

¹⁰⁸ Näher Cuzacq, Rev. sociétés, Dez. 2015, 707 ff.

¹⁰⁹ Vertiefend Malecki, Bull. Joly Sociétés, Okt. 2017, 632 ff.; Parance, JCP G, Nr. 44-45, 30. Okt. 2017, 1976 ff.

¹¹⁰ Kritisch Martin, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 76 f.

(1) der Richtlinie 2014/95/EU vom 22. Oktober 2014¹¹¹). Allerdings bleiben die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée, SARL*) und die „vereinfachten Aktiengesellschaften“ (*société par actions simplifiée, SAS*) in Frankreich von der Berichterstattungspflicht ausgenommen.

Art. L. 225-102-1 II franz. HandelsG regelt die Pflichten im Konzern. Gesellschaften, die konsolidierte Abschlüsse erstellen, müssen „eine konsolidierte Erklärung über die nicht-finanzielle Leistung veröffentlichen, wenn die Bilanz- oder Umsatzsumme und die Anzahl der Mitarbeiter aller in den Konsolidierungskreis einbezogener Gesellschaften die genannten Schwellenwerte übersteigen“. Die Tochtergesellschaften sind dann von der Berichterstattung befreit. Diese Freistellung gilt auch, wenn die konsolidierende Gesellschaft (*société consolidante*) in einem anderen Staat der Europäischen Union ihren Sitz hat und eine Erklärung nach ihren eigenen, nationalen Rechtsvorschriften veröffentlicht (Art. L. 225-102-1 IV franz. HandelsG).

2.2.2.4 Inhalt

Der Inhalt der „nicht-finanziellen Leistungserklärung“ wird in Art. L. 225-102-1 III franz. HandelsG folgendermaßen definiert:

„In dem Maße, wie dies zum Verständnis der Situation der Gesellschaft, der Entwicklung ihrer unternehmerischen Aktivitäten (*affaires*), ihrer wirtschaftlichen und finanziellen Ergebnisse und Auswirkungen ihrer Tätigkeit notwendig ist“, enthält die Erklärung:

- ▶ für alle Gesellschaften, Informationen darüber, wie die Gesellschaft die sozialen und ökologischen Folgen ihrer Tätigkeit berücksichtigt;
- ▶ für börsennotierte und „assimilierte“ Gesellschaften: die Auswirkungen ihrer Tätigkeit auf den Respekt der Menschenrechte und die Bekämpfung der Korruption und der Steuerhinterziehung.

Die nicht-finanziellen Risiken, denen die Gesellschaft ausgesetzt ist, die Maßnahmen zur Begrenzung dieser Risiken und die Ergebnisse dieser Maßnahmen müssen für jede dieser Kategorien von Informationen dargelegt werden.

Der französische Gesetzgeber hat nicht von der Option der EU-Richtlinie Gebrauch gemacht, Gesellschaften „das Weglassen von Informationen über bevorstehende Entwicklungen oder Geschäftsverhandlungen in Ausnahmefällen“ zu gestatten. Das französische Recht sieht in Einklang mit der Richtlinie den *Report-or-explain*-Mechanismus vor. Wenn die Gesellschaft „keine Maßnahmen bezüglich einer oder mehrerer [Risiken, die mit ihrer Aktivität verbunden sind,] trifft, enthält die Erklärung eine klare und begründete Erläuterung, die dies rechtfertigt“ (Art. R. 225-105 I franz. HandelsG). Die Vorschrift stellt klar, dass es für Unternehmen möglich ist, nicht über die vollständige Liste der erforderlichen Informationen Auskünfte zu geben, wenn diese hinsichtlich der wichtigsten Risiken und identifizierten Maßnahmen nicht relevant sind.

2.2.2.5 Externe Prüfung

Die „nicht-finanzielle Leistungserklärung“ wird extern überprüft (Art. L. 225-102-2 V und Art. R. 225-105-2 franz. HandelsG). Dem Gesetzgeber war es wichtig, die Glaubwürdigkeit nicht-finanzieller Informationen durch ein Kontrollsystem sicherzustellen. Es soll die Vergleichbarkeit und Zuverlässigkeit der verbreiteten Informationen gewährleisten.¹¹²

Die externe Prüfung erfolgt nur für bestimmte Gesellschaften. Nach Art. R. 225-105-2 II franz. HandelsG haben Gesellschaften, die bestimmte Schwellenwerte überschreiten (100 Mio. Euro Bilanz-

¹¹¹ Vgl. *Cuzacq*, Rev. sociétés, Dez. 2015, 707, 709.

¹¹² *Mercier*, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), *La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale*, S. 274.

summe oder 100 Mio. Euro Umsatz sowie 500 Arbeitnehmer), ihre Erklärung durch eine dritte unparteiische Einrichtung (*organisme tiers indépendant*, OIT) bestätigen zu lassen.¹¹³ Die Einrichtung muss vom französischen Akkreditierungskomitee (*Comité français d'accréditation*, COFRAC) oder von einer anderen Akkreditierungsstelle, die die multilaterale Anerkennungsvereinbarung der Europäischen Koordinierung der Akkreditierungsstellen unterzeichnet hat, im Rahmen eines Akkreditierungsverfahrens zu diesem Zweck akkreditiert werden. Die unabhängige dritte Stelle erstellt gemäß Art. R. 225-105-2 II franz. HandelsG einen Bericht, der eine „Stellungnahme“ (*avis*)¹¹⁴ über die Konformität der Erklärung mit den gesetzlichen Bestimmungen und die Richtigkeit bzw. „Ehrlichkeit“ (*sincérité*) der in der Erklärung enthaltenen Informationen enthält. Der Bericht muss auch über das Vorgehen und Prüfungshandlungen (*diligence*) Auskunft geben.¹¹⁵

Der Abschlussprüfer (*commissaire aux comptes*) kann die in Art. L. 225-102-1 V franz. HandelsG vorgesehenen Aufgaben der dritten unparteiischen Einrichtung wahrnehmen. Er kann aber auch andere Aufgaben im Zusammenhang mit CSR-Informationen wahrnehmen.¹¹⁶

Was die Publizität der „nicht-finanziellen Leistungserklärung“ betrifft, so muss „unbeschadet der Bekanntmachungspflichten für den in Art. L. 225-100 vorgesehenen Bericht“ (Art. R. 225-105-1 III franz. HandelsG) jede Gesellschaft ihre Erklärung der Öffentlichkeit auf ihrer Website frei zur Verfügung stellen (Art. L. 225-105-1 III Abs. 4 franz. HandelsG), und zwar innerhalb von acht Monaten nach dem Ende des Geschäftsjahres für die Dauer von fünf Jahren (Art. R. 225-105-1 III franz. HandelsG).

2.2.2.6 Instrumente der Rechtsdurchsetzung/Sanktionen

Spezifische Sanktionen sieht das französische Recht nicht vor.¹¹⁷ Es gelten folglich die allgemeinen Bestimmungen insbesondere für den Lagebericht (*rapport de gestion*). Allerdings ermöglicht Art. L. 225-102-1 VI Abs. 2 franz. HandelsG die Verhängung eines Zwangsgelds (*astreinte*). Wenn der Lagebericht nicht die obligatorischen Angaben zu ESG enthält, „kann jede interessierte Person den Präsidenten des Gerichts, der eine einstweilige Verfügung erlässt, ersuchen, den Verwaltungsrat oder den Vorstand, gegebenenfalls unter Androhung eines Zwangsgelds, anzuweisen, diese Informationen zu übermitteln (...)“; das Zwangsgeld und die Verfahrenskosten werden von den Mitgliedern des Verwaltungsrats oder den Mitgliedern des Vorstands einzeln oder gesamtschuldnerisch getragen.¹¹⁸

Es ist sicherlich nicht überraschend, dass in der Praxis weniger festzustellen ist, dass die „nicht-finanzielle Leistungserklärung“ fehlt, sondern eher, dass diese unvollständig (beispielsweise hinsichtlich der spezifischen Risiken, die mit der Aktivität der Gesellschaft verbunden sind)¹¹⁹ oder unrichtig ist. Folgende Sanktionen sind in diesen Fällen denkbar¹²⁰:

¹¹³ Arrêté du 13 mai 2013 consacrant les contours de la mission de l'OIT ; rapport AMF sur le reporting non financier du 5 novembre 2013 ; Arrêté du 27 décembre 2013 portant homologation de la norme d'exercice professionnel relative aux prestations relatives aux informations sociales et environnementales entrant dans le cadre des diligences directement liées à la mission de commissaires aux comptes (verkündet im Art. A. 823-36-2 du Code de commerce), siehe auch *Malecki*, Bull. Joly Sociétés, Apr. 2014, 210.

¹¹⁴ Es handelt sich um eine reine Stellungnahme bzw. Meinung und keine Zertifikation (*Martin*, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 80).

¹¹⁵ Vertiefend, insb. *Mercier*, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 275 f.

¹¹⁶ Siehe CNCC, Avis technique - Prestations relatives aux informations sociales et environnementales entrant dans le cadre des services autres que la certification des comptes, 28. März 2017.

¹¹⁷ Vgl. *Martin*, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 81.

¹¹⁸ *Martin*, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 81.

¹¹⁹ *Malecki*, Bull. Joly Sociétés, Okt. 2017, 632 ff., spez. Nr. 25.

¹²⁰ Vgl. auch *Trébulle*, in: Mélanges en l'honneur de Yves Guyon, S. 1035 ff.

2.2.2.6.1 Zivilrechtliche Rechtsbehelfe

Die Unternehmensverantwortlichen, insbesondere die „Geschäftsführer“ (*dirigeant*), die ungenaue oder unvollständige Informationen in den Lagebericht aufgenommen haben, können nach allgemeinen Grundsätzen zivilrechtlich haftbar gemacht werden. Der Abschlussprüfer ist auch zivilrechtlich verantwortlich, wenn er seine Pflichten bei der Überprüfung der im Lagebericht enthaltenen Informationen nicht erfüllt. Es ist freilich anzumerken, dass trotz der offenkundigen Unzulänglichkeit einiger Berichte, die in der Vergangenheit veröffentlicht wurden, keine dieser Sanktionen jemals angewendet wurde.¹²¹ Vom Fehlen von Rechtsstreitigkeiten kann man folglich nicht unbedingt auch auf die Richtigkeit des Verhaltens der Gesellschaften, die zur allgemeinen Unternehmensberichterstattung verpflichtet sind, schließen.¹²²

Nach Art. L. 225-121 franz. HandelsG führt das Fehlen des Lageberichts zu einer Nichtigkeit der Beschlüsse der Hauptversammlung. Wenn die Angaben über ESG lediglich unrichtig sind oder nur teilweise fehlen, kommt diese Sanktion aber nicht in Betracht.

Das Verbraucherrecht (*droit de la consommation*) erlaubt es ebenfalls, Verhaltensweisen zu sanktionieren, die ESG-Verpflichtungen nicht respektieren, insbesondere wenn von Gesellschaften bereitgestellte nicht-finanzielle Informationen falsch oder irreführend sind.¹²³ So verbietet das französische Recht Geschäftspraktiken (*pratique commerciale trompeuse*), die falsch oder irreführend sind. Art. L. 121-1 franz. VerbraucherG (*Code de la consommation*) ermöglicht es, sowohl zivilrechtlich (insbesondere aufgrund einer Täuschung (*dol*) oder eines Irrtums in Bezug auf die materiellen Eigenschaften) als auch strafrechtlich (Art. L. 213-1 franz. VerbraucherG) gegen eine irreführende und unlautere Werbung, die in einer „nicht-finanziellen Leistungserklärung“ enthalten ist, vorzugehen.¹²⁴

Nach Ansicht einiger Autoren kann das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (*droit de la concurrence déloyale*) die Grundlage für eine Klage wegen Nichteinhaltung der in der „nicht-finanziellen Leistungserklärung“ vorgesehenen Verpflichtungen sein.¹²⁵ Dies wird damit begründet, dass die Erklärung ein wichtiges und nützliches Kommunikationsmedium zur Förderung der CSR/ESG-Strategie einer Gesellschaft ist, die der Gesellschaft einen Wettbewerbsvorteil durch Verbesserung ihrer Reputation verschaffen kann.

2.2.2.6.2 Aufsichtsrechtliche Maßnahmen und (Verwaltungs-)Sanktionen

Eine Verwaltungssanktion (*sanction administrative*) ist im französischen Recht eine Verwaltungsentscheidung, die von einer Verwaltungsbehörde erlassen wurde, um Fehlverhalten zu bestrafen. Sie zielt darauf ab, eine Person zu bestrafen, die eine Vorschrift verletzt hat. Der Conseil d'État führte im Jahre 1995 in seinem Bericht über die Befugnisse der Verwaltung im Bereich der Sanktionen aus, dass „die Sanktionen im Wesentlichen repressiv sind. Sie gehen von der Absicht aus, einen Verstoß gegen eine Verpflichtung zu bestrafen. Sie beruhen auf einem persönlichen Verhalten, das als fehlerhaft angesehen wird.“¹²⁶ Die Verwaltungssanktionen unterliegen der Kontrolle des Verwaltungsrichters (*juge administratif*), der insbesondere prüft, ob die verfassungsmäßigen und konventionellen Anforderungen an diese Form der Bestrafung eingehalten wurden. Wann die Verletzung einer Vorschrift mit einer

¹²¹ Martin, Rev. sociétés, Febr. 2011, S. 81.

¹²² Ähnlich Trébulle, Dr. sociétés, 2009, étude 1, 7 ff.

¹²³ Mercier, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 278.

¹²⁴ Mercier, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 278. Siehe auch Brunengo-Basso, Journ. des sociétés, Nr. 87, Mai 2011, 55 ff.; Tricot/Martin-Chenut/Leroux, in: projet IdEx, Responsabilité Sociétale des Entreprises et Organisations, Teil 3, II, Kapitel 4.

¹²⁵ Mercier, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 278.

¹²⁶ Les dossiers thématiques du Conseil d'État, abrufbar unter http://www.conseil-etat.fr/content/download/82259/773806/version/1/file/dossier%20thematique%20sanctions_09012017.pdf (Übersetzung durch K. Deckert).

Verwaltungssanktion geahndet wird, ist in den einzelnen Gesetzen bestimmt. Im Folgenden wird darauf eingegangen, welche verwaltungsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen in Betracht kommen, wenn eine Gesellschaft die Bestimmungen zur allgemeinen unternehmensrechtlichen Berichterstattung nicht einhält.

Gesellschaften, die von der französischen Marktaufsichtsbehörde AMF (*Autorité de Marchés Financiers*) beaufsichtigt werden, ihre Unternehmensverantwortlichen und insb. die Geschäftsführer (*dirigeant*) sowie ihre Wirtschaftsprüfer können von der AMF im Falle unrichtiger, ungenauer oder irreführender Informationen (*information inexacte, imprécise ou trompeuse*) sanktioniert werden. Der zuständige Sanktionsausschuss der AMF (*commission des sanctions de l'AMF*) kann gem. Art. L. 621-15 franz. Währungs- und FinanzG unter anderem eine Geldstrafe gegen jede Person verhängen, die eine unrichtige, ungenaue oder irreführende Informationen übermittelt hat, obwohl sie wusste oder hätte wissen müssen, dass diese Information unrichtig, ungenau oder irreführend war.

In diesem Zusammenhang kann die allgemeine Verordnung der AMF (*Règlement général de l'Autorité des marchés financiers*, RGAMF) relevant werden, denn sie verlangt, dass die vom Emittenten verbreiteten Informationen genau, präzise und ehrlich (*exacte, précise et sincère*) sein müssen (Art. 223-1 RGAMF).

Die Rechtsprechung des Sanktionsausschusses bietet kaum Anschauungsmaterial für fehlerhafte ESG-Berichterstattung. Erwähnenswert ist das Sanktionsverfahren der AMF gegen die chilenische Firma Rhodia, die wegen Fehlinformationen über die Risikoabsicherung im Zusammenhang mit ihren Umweltverpflichtungen beschuldigt wurde.¹²⁷ Der Sanktionsausschuss stellte in seiner Entscheidung vom 24. Mai 2007 fest, dass im Hinblick auf die Vorschriften über die Abdeckung von Umweltrisiken keine fehlerhafte Information erfolgt sei. Interessant ist, dass die AMF nicht Rückstellungen in den Bilanzen der Gesellschaft kritisierte, sondern sich mit den „qualitativen“ Informationen in den Halbjahres- und Jahresberichten der Gesellschaft auseinandersetzte.¹²⁸ Eine fehlerhafte Kapitalmarktinformation kann also auch in den narrativen Elementen der Rechnungslegungspublizität erfolgen.

Art. L. 621-18 Abs. 3 franz. Währungs- und FinanzG ermächtigt die AMF ferner, Gesellschaften, deren Finanztitel auf geregelten Märkten (oder in einem organisierten multilateralen Handelssystem) gehandelt werden, aufzufordern, berichtigende oder ergänzende Veröffentlichungen vorzunehmen (Berichtigungsbefugnis). Sollten die Emittenten dieser Aufforderung nicht nachkommen, kann die AMF nach Anhörung des Emittenten selbst tätig werden.

2.2.2.6.3 Strafrecht

Die Nichterstellung eines Lageberichts wird mit einer Geldstrafe von 9.000 Euro geahndet, und zwar in der Aktiengesellschaft (*société anonyme*, SA) (Art. L. 242-8 franz. HandelsG), in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (SARL) (Art. L. 241-4 1° franz. HandelsG) und in der Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) (Art. L. 243-1 franz. HandelsG). Die Tatsache, dass kein Bericht zur Genehmigung durch die ordentliche jährliche Hauptversammlung vorgelegt wird, wird mit einer Freiheitsstrafe von sechs Monaten und einer Geldstrafe von 9.000 Euro bestraft, sowohl in der Aktiengesellschaft (Art. L. 242-10 franz. HandelsG) als auch in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Art. L. 241-5 franz. HandelsG) und der Kommanditgesellschaft auf Aktien (Art. L. 243-1 franz. HandelsG).

Wird ein solcher Bericht erstellt und der Hauptversammlung auch vorgelegt, der aber falsche Angaben enthält, so ist Art. L. 242-6 2° franz. HandelsG nicht anwendbar, da er sich nur auf die Jahresabschlüsse

¹²⁷ Vertiefend Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), *Responsabilité sociale des entreprises*, Regards croisés Droit et Gestion, S. 291.

¹²⁸ Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), *Responsabilité sociale des entreprises*, Regards croisés Droit et Gestion, S. 291.

(*compte annuel*) bezieht und nicht auf den Lagebericht. Es könnte aber auf Art. L. 465-3-2 franz. Währungs- und FinanzG, der die Verbreitung (kapitalmarktbezogener) Falschinformationen (*diffusion de fausse information*) sanktioniert, zurückgegriffen werden. Diese strafrechtliche Haftung kann sowohl Unternehmensverantwortliche als auch die Gesellschaft selbst treffen. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass bestimmte Informationen über ESG-Belange unrichtig sind.¹²⁹ Die Voraussetzungen sind allerdings höher als jene für die aufsichtsrechtlichen Sanktionen der AMF. Die betreffenden Falschinformationen müssen eine gewisse „Empfindsamkeit“ (*sensibilité*), d.h. Auswirkungen auf den Börsenkurs (*de nature à agir sur les cours*), haben, wobei es ausreicht, dass die Information geeignet ist, den Kurs zu beeinflussen.¹³⁰ Ein geringfügiger Fehler in der „nicht-finanziellen Leistungserklärung“ würde daher den strafrechtlichen Tatbestand nicht erfüllen.¹³¹ Vor allem aber muss derjenige, der die falschen Informationen verbreitet hat, wissentlich gehandelt haben; ein Fehler in gutem Glauben (*bonne foi*) oder auch nur durch fehlerhafte Fahrlässigkeit (*négligence fautive*) kann nicht strafrechtlich geahndet werden.

Schließlich könnten Sanktionen in Bezug auf die für die Buchführungspflichten der Gesellschaft geltenden Bestimmungen verhängt werden, wenn die ökologischen oder sozialen Informationen „Auswirkungen in den Unternehmensabschlüssen“ haben („*implications dans les comptes sociaux*“)¹³². Insbesondere der Tatbestand der Vorlage fehlerhafter Konten (Art. L. 242-6 franz. HandelsG in Bezug auf Aktiengesellschaften) könnte erfüllt sein.¹³³

Es kann zusammenfassend festgehalten werden, dass die Nichteinhaltung der allgemeinen Unternehmensberichterstattungspflicht über ESG-Belange erhebliche Sanktionen zur Folge haben kann.¹³⁴ Bisher ist das Sanktionsregime aber in der Aufsichts- und Gerichtspraxis noch nicht relevant geworden.¹³⁵

2.2.2.7 Rechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht

Die gesetzlichen Bestimmungen auf dem Gebiet der CSR/ESG sind komplex und werden verschiedentlich sogar als verwirrend angesehen. Lehre und Praxis betonen regelmäßig, dass Schwierigkeiten bei der Bewertung, der Messung und der Vergleichbarkeit der Informationen bestehen, was mit dem gesetzgeberischen Ziel der (erhöhten) Transparenz wenig vereinbar sei.¹³⁶ Es besteht die Gefahr, dass der Mechanismus *Report or Explain* zu dem des *No Report, No Explain* werden könnte, wenn die Erklärungen elliptisch oder irrelevant sind.¹³⁷

2.2.2.8 Sonstige Rechtsentwicklungen

2.2.2.8.1 Neufassung von Artikel 1833/1835 franz. ZivilG (Definition des Gesellschaftszwecks)

Der Aktionsplan für Wachstum und Transformation von Unternehmen (*Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises*, PACTE¹³⁸), der dem Kabinett (*Conseil des ministres*) am 18. Juni 2018 als Gesetzesvorschlag vorgelegt wurde, kann zu weiteren Reformen auf dem Gebiet der

¹²⁹ Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), Responsabilité sociale des entreprises, Regards croisés Droit et Gestion, S. 292.

¹³⁰ Siehe z.B. Cass. com., 15. März 1993, D. 1993, S. 610, Anm. C. Ducouloux-Favard, Rev. sociétés 1993, S. 847; Anm. B. Bouloc, RJDA 1993, Nr. 406; T. corr. Paris, 17. Dezember 1997, Bull. Joly 1998, S. 485, § 165, Anm. N. Rontchevsky; T. corr. Paris, 27. Februar 1998, R.T.D.Com. 1998, S. 640, Anm. N. Rontchevsky.

¹³¹ Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), Responsabilité sociale des entreprises, Regards croisés Droit et Gestion, S. 292.

¹³² Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), Responsabilité sociale des entreprises, Regards croisés Droit et Gestion, S. 292.

¹³³ Dezeuze, in: Trébulle/Uzan (Hrsg.), Responsabilité sociale des entreprises, Regards croisés Droit et Gestion, S. 292.

¹³⁴ Mercier, in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, S. 274.

¹³⁵ So auch Martin, Rev. sociétés, Febr. 2011, 75, 81.

¹³⁶ Malecki, Responsabilité sociale des entreprises, S. 95.

¹³⁷ Malecki, Responsabilité sociale des entreprises, S. 95.

¹³⁸ Verfügbar über: <https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte#presentation>.

CSR in Frankreich führen.¹³⁹ Das Gesetz wurde am 9. Oktober 2018 in erster Lesung in der Nationalversammlung verabschiedet; seine Verabschiedung im Senat ist für den Januar 2019 vorgesehen.¹⁴⁰

Es wird in Art. 61 vorgeschlagen, den Art. 1833 franz. ZivilG um einen neuen Absatz zu ergänzen: „Die Gesellschaft wird in ihrem Gesellschaftsinteresse und unter Berücksichtigung der sozialen und ökologischen Aspekte ihrer Geschäftstätigkeit geleitet“ („*La société est gérée dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*“). Und Art. 1835 franz. ZivilG soll durch einen Satz vervollständigt werden, der wie folgt lautet: „Die Satzung kann den Grund angeben, den die Gesellschaft bei der Ausübung ihrer Tätigkeit zu erwerben beabsichtigt.“ („*Les statuts peuvent préciser la raison d'être dont la société entend se doter dans la réalisation de son activité*“).

Der am 6. Dezember 2017 in der Nationalversammlung von den Sozialisten eingebrachte Gesetzesvorschlag *Neues Unternehmen und neue Unternehmensführungen* („*entreprise nouvelle et nouvelles gouvernances*“)¹⁴¹ schlägt parallel dazu vor, den Wortlaut des Art. 1833 franz. ZivilG (*code civil*) folgendermaßen zu ergänzen: „Die Gesellschaft wird in Übereinstimmung mit dem Interesse des Unternehmens unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen, sozialen und ökologischen Folgen verwaltet“ („*la société est gérée conformément à l'intérêt de l'entreprise, en tenant compte des conséquences économiques, sociales et environnementales*“). Der Gesetzesvorschlag sieht zudem die Schaffung eines besonderen Status vor, die „Gesellschaft mit Mission“ (*société à mission*), welche die Besonderheit aufweist, einen „erweiterten Unternehmenszweck“ (*objet social étendu*) (d.h. keinen finanziellen, sondern einen sozialen, ökologischen, wissenschaftlichen oder gemeinwohlorientiert) zu verfolgen.¹⁴² Die Gesellschaft mit Mission hätte einen speziellen Ausschuss (*comité de l'objet social étendu*), der mindestens 40% Arbeitnehmer-Vertreter hat und dessen Zweck es wäre, die Vereinbarkeit von Managementmaßnahmen und -entscheidungen mit dem „erweiterten Unternehmenszweck“ zu überprüfen.

2.2.2.8.2 Unternehmen der Sozial- und Solidarwirtschaft

Das Gesetz Nr. 2014-856 vom 31. Juli 2014 über die Sozial- und Solidarwirtschaft (*relative à l'économie sociale et solidaire*, loi ESS) definiert in seinem Art. 1 die Sozial- und Solidarwirtschaft als „eine Art von Unternehmertum und wirtschaftlicher Entwicklung“ („*un mode d'entreprendre et de développement économique*“), die demokratische Unternehmensführungsmethoden und Verwaltungsregeln anwenden, die die Entwicklung der Tätigkeit des Unternehmens und die Langfristigkeit (*long terme*) begünstigen.

Im Einzelnen lauten die Hauptprinzipien der Sozial- und Solidarwirtschaft (Art. 1):

- ▶ Verfolgung eines anderen Zwecks als nur die Gewinnteilung („*Un but poursuivi autre que le seul partage des bénéfices*“);
- ▶ „beaufsichtigte Rentabilität“ (*lucrativité encadrée*) (insbesondere Gewinne, die hauptsächlich der Aufrechterhaltung oder Entwicklung der wirtschaftlichen Tätigkeit des Unternehmens dienen);
- ▶ demokratische und partizipative Unternehmensführung.

¹³⁹ Vertiefend insbes. *Lecourt/Conac/Germain/Heinich*, Rev. Sociétés, Okt. 2018, 551 ff. (1. Teil); *Urbain-Parleani/Deckert/Masset/Couret/Berlioz/Mestre*, Rev. sociétés, Nov. 2018, 623 ff. (2. Teil).

¹⁴⁰ Das Gesetzgebungsverfahren ist abrufbar unter http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/dossiers/Croissance_transformation_des_entreprises.

¹⁴¹ Verfügbar über: [http://www2.assemblee-nationale.fr/documents/notice/15/propositions/pion0476/\(index\)/propositions-loi](http://www2.assemblee-nationale.fr/documents/notice/15/propositions/pion0476/(index)/propositions-loi).

¹⁴² „Art. 1833-1. – Est une société à mission la société dont les statuts comportent la mention d'un objet social étendu, autre que le partage des bénéfices ou la réalisation d'une économie, et consistant à assigner à l'activité de la société un objectif social, environnemental, scientifique ou humain d'intérêt collectif“.

Die Sozial- und Solidarwirtschaft richtet sich an die traditionellen Akteure auf diesem Gebiet, aber auch an eine neue Kategorie, nämlich Unternehmen (*entreprises de l'ESS*). Die Sozial- und Solidarwirtschaft trifft also nicht nur Genossenschaften, Gegenseitigkeitsgesellschaften, Stiftungen und Verbände, sondern auch Handelsunternehmen, wie beispielsweise Aktiengesellschaften und GmbHs.

2.2.2.8.3 Pflicht zur Wachsamkeit der Muttergesellschaften und der bestellenden Unternehmen

Am 21. Februar 2017 hat die französische Nationalversammlung nach langem Ringen mit dem Senat das Gesetz über unternehmerische Sorgfaltspflichten (*loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*) verabschiedet.¹⁴³ Die neuen Pflichten wurden in die Vorschriften des französischen Handelsgesetzbuchs über die Berichterstattung des Verwaltungsrates bzw. Vorstandes an die Aktionärsversammlung eingefügt (Art. L. 225-102-4 f. franz. HandelsG).

Dieses Gesetz soll Unfälle wie in Bangladesch im Jahre 2014 vermeiden. Beim Einsturz des Rana-Plaza-Gebäudes kamen mehr als 1.100 Menschen ums Leben, hauptsächlich Arbeiterinnen aus Textilfabriken, die für europäische Modekonzerne produzierten, darunter auch französischen Einzelhandelsketten.

Das Gesetz ist in seiner Tragweite für den Bereich Wirtschaft und Menschenrechte bislang einzigartig. Entsprechend den weltweiten Bestrebungen für eine gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen im Sinne eines nachhaltigen Wirtschaftens sieht das Gesetz im Wesentlichen Folgendes vor:

Große französische Gesellschaften (mind. 5.000 Beschäftigte in Frankreich oder 10.000 Beschäftigte weltweit) werden verpflichtet, mit angemessenen Maßnahmen Menschenrechts- und Umweltrisiken zu identifizieren und diesen vorzubeugen sowie öffentlich Rechenschaft darüber abzulegen. Sie müssen insb. einen sog. Sorgfaltsplan (*plan de vigilance*) erstellen und anwenden. Der Plan soll Maßnahmen enthalten, die geeignet sind, die Gefahr des Eintritts von Menschenrechts- und Grundrechtsverletzungen, von schweren körperlichen Schäden und Umweltschäden oder von Gesundheitsgefahren (*„droits humains et les libertés fondamentales, la santé et la sécurité des personnes ainsi que l'environnement“*) zu identifizieren, die aufgrund von Aktivitäten der Gesellschaft selbst oder von Gesellschaften entstehen, welche sie kontrollieren, bzw. aufgrund von Tätigkeiten ihrer Subunternehmer und Zulieferer, mit denen das Unternehmen eine etablierte Geschäftsbeziehung unterhält, und ihnen vorbeugen.

Der Plan und die Darstellung seiner effektiven Umsetzung ist zu veröffentlichen und in den vom Verwaltungsrat bzw. Vorstand zu erstellenden und an die Hauptversammlung zu richtenden Jahresbericht (*rapport annuel*) aufzunehmen.

Der vom Parlament verabschiedete Gesetzesentwurf sah ursprünglich vor, dass die Nichteinhaltung dieser Verpflichtungen mit „zivilem Bußgeld“ (*amende civile*¹⁴⁴) bis zu 10 Mio. Euro zu sanktionieren ist; diese Geldbuße konnte auf bis zu 30 Mio. Euro erhöht werden, falls die Pflichtverletzung tatsächlich Menschenrechtsverletzungen nach sich gezogen hätte, die die effektive Umsetzung des Sorgfaltsplans hätte verhindern können. Nach den allgemeinen Bestimmungen des Deliktsrechts (Art. 1240 franz. ZivilG) soll außerdem jede Person, die ein Rechtsschutzinteresse hat, eine Klage beim Gericht einreichen können. Der französische Verfassungsrat (*Conseil constitutionnel*) erklärte in seiner Entscheidung vom 23. März 2017 (Nr. 2017-750 DC) die Bestimmungen über das „zivile Bußgeld“ im Lichte des allgemeinen Grundsatzes der Gesetzmäßigkeit von Strafen (*légalité des peines*, Art. 8 der Erklärung der Menschen- und Bürgerrechte) wegen ihrer mangelnden Bestimmtheit für verfassungswid-

¹⁴³ Vertiefend *Abadie*, Gaz. Pal., 6. Juni 2016, n° Hors-série, Actes du colloque de Deauville, S. 55 ff; *Schiller*, Gaz. Pal., Nr. 15, 18. Apr. 2017, 16 ff; *Parance*, Gaz. Pal., Nr. 15, 18. Apr. 2017, 16 ff; *Danis-Fâtome*, in: Revel/Bourassin (Hrsg.), *Réforme du droit civil et vie des affaires*, S. 253 ff.; *Hannoun*, Rev. int. compliance éthique aff., Nr. 51-52, Dez. 2014, S. 32 ff.; *Quein-nec/Brabant*, Rev. Lamy Dr. aff., Nr. 88, 2014, 48 ff.; *Cuzacq*, RDT, 2014, S. 265 ff.; *ders.* in: Martin-Chenut/de Quenaudon (Hrsg.), *La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale*, S. 453 ff.

¹⁴⁴ Eine „amende civile“ ist eine Sanktion zugunsten der Staatskasse (*trésor public*) während eines Zivilprozesses.

rig. Die Einführung verbindlicher menschen- und umweltrechtlicher Sorgfaltspflichten sowie die Möglichkeit einer Deliktshaftung bei einer Verletzung dieser Pflichten hat der Verfassungsrat dagegen nicht beanstandet. Das Gesetz ist am 28. März 2017 im französischen Gesetzblatt veröffentlicht worden.

2.2.3 Finanzmarktrechtliche Berichterstattung

2.2.3.1 Rechtspolitische Ziele

Das Grenelle II-Gesetz aus dem Jahr 2010 und das Energiewende-Gesetz für grünes Wachstum aus dem Jahr 2015¹⁴⁵ zielen darauf ab, wirtschaftliche Akteure zu ermutigen, ESG-Belange und speziell Klimafragen zu berücksichtigen, neue Werkzeuge zu entwickeln und *best practices* zu fördern.¹⁴⁶ Die regulatorischen Maßnahmen sollen die Eigenverantwortung des Finanzsektors auf diesem Gebiet fördern.¹⁴⁷ Die professionellen Finanzmarktteilnehmer sollen ermutigt werden, sich im Rahmen ihrer Aktivitäten speziell mit Klimafragen zu befassen und Akteure des „grünen“ Wachstums werden.¹⁴⁸ Die Transparenzanforderungen sollen insbesondere die institutionellen Anleger für das Thema sensibilisieren und sie dazu anregen, sich für die Möglichkeiten zur Finanzierung der Nachhaltigkeitswende (*transition énergétique et écologique*) zu interessieren und die mit dieser Wende verbundenen Risiken zu berücksichtigen.

Denis Baupin, der Berichterstatter des Energiewendegesetzes für grünes Wachstum, drückte dies in einem Interview im April 2016 folgendermaßen aus:¹⁴⁹

„Geben Sie dem ökologisch Notwendigen wirtschaftliches Interesse. Der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft ist nur möglich, wenn wir diesen tiefgreifenden Wandel finanzieren können. Dies setzt voraus, dass sich der Finanzsektor massiv von der CO₂-Wirtschaft zur weniger CO₂-intensiven bewegt und in Projekte investiert, die diese Dekarbonisierung erleichtern. Der erste Schritt dieses Wandels besteht darin, Transparenz über die durch die Aktivitäten der Unternehmen verursachten Treibhausgasemissionen zu schaffen. Dies schafft ein erstes Bewusstsein, das Investoren dazu bringt, die Risiken der Verwundbarkeit ihrer Portfolios im Falle eines Engagements in kohlenstoffintensiven Unternehmen zu messen.“

Ein weiteres Ziel ist die Stärkung und Verbesserung der Unternehmensführung institutioneller Anleger.¹⁵⁰ Der französische Gesetzgeber hat die Vorstellung, dass ESG-Praktiken einen positiven Einfluss auf die Leistung institutioneller Investoren haben.¹⁵¹ Er hat auch aus diesem Grund Informationspflichten für Investoren vorgesehen.

¹⁴⁵ Zu diesem Gesetz und insbesondere zu Art. 173 VI, *Malecki*, Bull. Joly Sociétés, Dez. 2015, 616 ff.

¹⁴⁶ Trésor, Direction générale, *Présentation générale du décret n° 2015-1850*, 25. März 2016, S. 4, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422804>.

¹⁴⁷ Trésor, Direction générale, *Notice explicative du décret n° 2015-1850*, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

¹⁴⁸ *Bussière*, Banque & Droit, Nr. 166, März-Apr. 2016, 82, 85.

¹⁴⁹ Denis Baupin, Berichterstatter des Energiewendegesetzes für grünes Wachstum, Interview April 2016, verfügbar auf: http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Essentiel-art-173-Novethic-2016.pdf.

¹⁵⁰ Ähnlich, Investmentfonds betreffend: *Tchotourian*, RD bancaire et fin., Nr. 3, Mai 2011, étude 21, Rn. 5.

¹⁵¹ *Kerhuel/Lanois*, Banque & Droit, Nr. 144, Juli-Aug. 2012, 3, 3.

In Frankreich mag *social investment* (*socially responsible investing*, SRI) als wichtig angesehen werden. Dennoch bleibt das Thema der breiten französischen Öffentlichkeit größtenteils unbekannt. Mangelnde Information und fehlendes Verständnis sind typische Hindernisse für SRI-Investitionen.¹⁵² Dieses Informationsproblem soll durch die Berichtspflichten überwunden werden¹⁵³, was auch sozial verantwortliche Investmentfonds fördern würde.¹⁵⁴

In der Vergangenheit hatten französische Unternehmen das Bekenntnis zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien als ein Verkaufsargument entwickelt. Es gab aber große Unterschiede zwischen den Praktiken und eine Kluft zwischen der eigenen Darstellung der Unternehmen und den Realitäten.¹⁵⁵ Der französische Gesetzgeber leitete daraus ein Regulierungsbedürfnis ab und harmonisierte die Praktiken, indem er die Darstellungen bzw. Präsentationen bestimmter Anleger über die Integration von ESG-Belangen standardisierte.

Es geht aber auch und vor allem darum, die französische Wirtschaft und Gesellschaft in ihrer Gesamtheit zu schützen¹⁵⁶ und zu stärken. Frankreich betrachtet sich als Vorreiter auf dem Gebiet der *Corporate Social Responsibility*.¹⁵⁷ Es war eines der ersten Länder, das gesetzliche Berichtspflichten einführte. Die französischen Reformen entfalteten eine internationale Dynamik und führten zu neuen Praktiken und Instrumenten. Frankreich möchte insbesondere auch die Rolle des Pariser Finanzplatzes auf dem globalen Finanzmarkt der „grünen Finanzen“ stärken.¹⁵⁸

Die französische Regulierung ist, trotz (oder gerade wegen?) der genannten staatlichen Ziele, nicht streng. Der Gesetzgeber hat lediglich ein Rahmenwerk geschaffen, in dessen Grenzen die Industrie sich selbst regulieren kann und soll. Dies äußert sich auch darin, dass die gesetzlichen Vorgaben für die Normadressaten größtenteils nicht verpflichtend sind. So trifft bestimmte Investoren zwar eine Berichtspflicht über ESG-Belange. Sie haben also nicht nur die Möglichkeit, (standardisierte) Informationen offenzulegen, sondern sind dazu gesetzlich verpflichtet. Eine materielle Verhaltenspflicht hat man in Frankreich aber nicht geschaffen. Die Normadressaten trifft daher, mit anderen Worten, eine „Verpflichtung zu sagen“ (*obligation de dire*) und nicht einer „Verpflichtung zu tun“ (*obligation de faire*).¹⁵⁹

Dies bedeutet zum einen, dass ein Investor von einer Offenlegung auch Abstand nehmen kann. Der französische Gesetzgeber hat den *Report-or-explain*-Mechanismus etabliert, weil er eine bestimmte Methode oder spezifische Metrik nicht vorsehen wollte.¹⁶⁰ Die Normadressaten müssen jedoch ihre Entscheidung, keine Angaben zu machen, erläutern bzw. rechtfertigen. Dieser Regulierungsansatz zielt auch darauf ab, Innovationen zu fördern und die Entwicklung von guten Praktiken in diesem Bereich zu beschleunigen.¹⁶¹

¹⁵² Siehe Kerhuel/Lanois, Banque & Droit, Nr. 144, Juli-Aug. 2012, 3, 3.

¹⁵³ So insb. auf dem Gebiet der Green Finance, siehe Lemmet/Ducret, Pour une stratégie française de la finance verte, Rapport à Nicolas Hulot et Bruno Le Maire, Dez. 2017, S. 5.

¹⁵⁴ Riassetto, RD bancaire et fin., Nr. 5, Sept. 2010, 74, 75.

¹⁵⁵ Kerhuel/Lanois, Banque & Droit, Nr. 144, Juli-Aug. 2012, 3, 4.

¹⁵⁶ Alamowitch, Bull. Joly Bourse, Nr. 6, Juni 2012, 273, 274.

¹⁵⁷ Insb. auf dem Gebiet der Green Finance, siehe Lemmet/Ducret, Pour une stratégie française de la finance verte, Rapport à Nicolas Hulot et Bruno Le Maire, Dez. 2017, S. 13.

¹⁵⁸ Ähnlich Lemmet/Ducret, Pour une stratégie française de la finance verte, Rapport à Nicolas Hulot et Bruno Le Maire, Dez. 2017, S. 13, 98 ff.

¹⁵⁹ Mercier, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 414.

¹⁶⁰ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>. Vgl. auch FCA, Climate Change and Green Finance, Discussion Paper 18/8, October 2018, Rn. 5.21.

¹⁶¹ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

Zum anderen werden die Normadressaten mit der Berichtspflicht angehalten, die Öffentlichkeit zu informieren. Sie sind nicht verpflichtet, ESG-Kriterien bei Investitionen tatsächlich zu berücksichtigen.¹⁶² Die betreffenden Unternehmen sind also weiterhin frei, ob sie nicht-finanzielle Kriterien bei ihren Investitionen berücksichtigen oder nicht. Das französische Recht verlangt insbesondere (noch?) nicht, ESG-Belange bei der Anlagepolitik zu beachten.¹⁶³ Im Gesetzgebungsverfahren hatte man dies diskutiert.¹⁶⁴ Dieser Ansatz wurde aber vom Gesetzgeber nicht aufgegriffen.

Trotz des prozeduralen Ansatzes der Berichterstattungspflichten wird in Frankreich teilweise in der Literatur eine materielle Wirkung des Offenlegungsregimes bejaht.¹⁶⁵ So wird von einigen Autoren die Ansicht vertreten, dass die Normadressaten die ESG-Belange notwendigerweise in ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen und die Investoren bzw. die Öffentlichkeit über die Modalitäten dieser Einbeziehung informieren müssen. Allerdings sollen sie Ermessen darin haben, welche Bedeutung sie den ESG-Kriterien geben.¹⁶⁶ Die Vertreter dieser Ansicht favorisieren eine weite Gesetzesauslegung, indem sie Verwaltungsgesellschaften für verpflichtet halten, ESG-Kriterien bei der Anlagepolitik zu berücksichtigen. Verwaltungsgesellschaften seien nicht bloß verpflichtet zu erwähnen, ob sie die ESG-Kriterien berücksichtigt haben, sondern hätten auch zur Art und Weise der Einbeziehung von ESG-Kriterien Stellung zu nehmen.¹⁶⁷ Rechtsdogmatisch wird diese Auslegung auf Art. L. 214-12 franz. Währungs- und FinanzG gestützt.¹⁶⁸ Ferner berufen sich die vorgenannten Autoren darauf, dass der zwingende Charakter in einem Bericht hervorgehoben wurde, der die Arbeit des Ausschusses für nachhaltige Entwicklung in der Nationalversammlung vom 9. April 2010 zusammenfasst.¹⁶⁹ Schließlich bemüht man das (aus der europäischen Methodenlehre bekannte) *effet utile*-Argument: Die Normadressaten „zu zwingen, einfach nur zu kommunizieren, [bringt] letztlich nicht viel, weshalb es zwingend notwendig ist, von ihnen ein Nachdenken über Strategien zur nachhaltigen Entwicklung zu verlangen und sie zu zwingen, Investitionsentscheidungen in diesem Sinn zu treffen“.¹⁷⁰ Es ist erklärtes Ziel einiger Autoren, die Berichtspflicht effektiver zu gestalten.¹⁷¹

Diese Auslegung hat sich in der französischen Diskussion (noch) nicht durchgesetzt. Das französische Recht schreibt die Integration von ESG-Belangen in der Anlagepolitik der Investoren nicht zwingend vor. Die Absicht des Gesetzgebers, die Berücksichtigung solcher Kriterien zu fördern, ist allerdings unbestritten.¹⁷² Dies wird auf zweierlei Art und Weise erreicht. Zum einen soll die den Investoren auferlegte Pflicht, einen einheitlichen Bericht anzufertigen, einen Wettbewerb schaffen, der diesen erlaubt, sich von anderen Investoren zu unterscheiden. Zum anderen operiert das französische Recht mit dem *shaming*-Gedanken. Investoren, die ESG-Kriterien nicht berücksichtigen, müssen dies erklären und werden damit rechenschaftspflichtig gegenüber demjenigen Teil ihrer Kundschaft, der für dieses Thema besonders sensibel ist. Die Sorge vor negativen Auswirkungen auf den Ruf soll sie veranlassen, tatsächlich ESG-Belange zu berücksichtigen.¹⁷³ Für den Gesetzgeber scheint die einzige Sanktion das

¹⁶² *Riassetto*, in: *Mélanges D. Schmidt*, S. 407; *Bussière*, *Banque & Droit*, Nr. 142, März-Apr. 2012, 34, 34; *Mercier*, *Bull. Joly Bourse*, Sept. 2014, 410, 413 f.; *Kerhnel/Lanois*, *Banque & Droit*, Nr. 144, Juli-Aug. 2012, 3, 4.

¹⁶³ *Mercier*, *Bull. Joly Bourse*, Sept. 2014, S. 410, 413.

¹⁶⁴ AN, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement, adopté par le Sénat, après déclaration d'urgence, Nr. 2449, 9 Apr. 2010, S. 526.

¹⁶⁵ *Muka Tshibende/Queinnec/Tchotourian*, *Rev. dr. int. et comp.*, 1/2012, 97, 124 f.; *Alamowitch*, *Bull. Joly Bourse*, Nr. 6, Juni 2012, 273, 274.

¹⁶⁶ *Tchotourian*, *RD bancaire et fin.*, Nr. 3, Mai 2011, étude 21, Rn. 10.

¹⁶⁷ *Tchotourian*, *RD bancaire et fin.*, Nr. 3, Mai 2011, étude 21, Rn. 10.

¹⁶⁸ Siehe Sénat, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement (urgence déclarée) (...), Nr. 552, Band 1, 9. Juli 2009, insb. S. 449.

¹⁶⁹ AN, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement, adopté par le Sénat, après déclaration d'urgence, Nr. 2449, 9 Apr. 2010, insb. S. 526.

¹⁷⁰ *Mercier*, *Bull. Joly Bourse*, Sept. 2014, 410, 414; siehe auch *Mercier*, in: Granier (Hrsg.), *Les fonds d'investissement*, S. 227.

¹⁷¹ Ähnlich *Mercier*, *Bull. Joly Bourse*, Sept. 2014, 410, 414.

¹⁷² *Kerhnel/Lanois*, *Banque et droit*, 2012, Nr. 144, 4.

¹⁷³ *Kerhnel/Lanois*, *Banque et droit*, 2012, Nr. 144, 4.

„name and shame“ zu sein, und nicht „das Urteil einer dazu ermächtigten Behörde, gegebenenfalls mit durchsetzbaren Sanktionen“.¹⁷⁴

2.2.3.2 Rechtsquellen

Die Rechtsentwicklung über Transparenzpflichten für institutionelle Anleger über ESG-Belange erfolgte in Frankreich zunächst punktuell und verstreut in einzelnen Gesetzen. Den vorläufigen Schlusspunkt der Rechtsentwicklung bildet das Gesetz über die Energiewende für grünes Wachstum von 2015, mit dem das französische Währungs- und Finanzgesetz geändert wurde. Um diese Reform einordnen zu können, soll zunächst dargelegt werden, welchen Inhalt dieses Gesetz hat.

Das Währungs- und Finanzgesetz enthält gesetzliche bzw. legislative Bestimmungen (*disposition législative*) sowie Durchführungsvorschriften (*disposition réglementaire*) über die Tätigkeit von professionellen Finanzmarktteilnehmern und Banken. Es besteht aus mehreren „Büchern“ (*livre*), die sich auf folgende Themen beziehen: Währung (*monnaie*) (Buch I); Produkte (Buch II); Dienstleistungen (Buch III); Märkte (Buch IV); Dienstleister (Buch V); Institutionen im Banken- und Finanzbereich (Buch VI) und schließlich die spezifischen Bestimmungen die Übersee betreffend (Buch VII).

Durch das Gesetz Nr. 99-1071 vom 16. Dezember 1999 (*portant habilitation du Gouvernement à procéder, par ordonnances, à l'adoption de la partie Législative de certains codes*) wurde die Regierung ermächtigt, durch Verordnung den Gesetzesteil des Währungs- und Finanzgesetzes zu verabschieden. Dies geschah durch die Verordnung Nr. 2000-1223 vom 14. Dezember 2000 (gesetzlicher bzw. legislativer Teil, *partie législative*) und das Dekret (*décret*) Nr. 2005-1007 vom 2. August 2005 (Teil mit Durchführungsvorschriften, *partie réglementaire*).

2.2.3.2.1 Regulierungsansätze für sozial verantwortliche Investitionen (2001)

Im Jahr 2001 verabschiedete der Gesetzgeber zwei Gesetze, welche die Berücksichtigung von sozialen und ökologischen Kriterien in Anlagestrategien des Rentenreservefonds (*fonds de réserve pour les retraites*, FRR) und bei der betrieblichen Vermögensbildung (*épargne salariale*) vorsahen.¹⁷⁵ Es handelt sich zum einen um das Gesetz Nr. 2001-624 vom 17. Juli 2001, das den Rentenreservefonds errichtet: Der Vorstand dieses Fonds berichtet dem Aufsichtsrat regelmäßig über „die Art und Weise, in der die allgemeinen Richtlinien der Anlagepolitik des Fonds soziale, ökologische und ethische Erwägungen berücksichtigt haben“ („la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques“).¹⁷⁶ Zum anderen bestimmte Art. L. 214-39 XI franz. Währungs- und FinanzG, durch das Gesetz Nr. 2001-152 vom 19. Februar 2001 über betriebliche Vermögensbildung eingeführt (heute Art. L. 214-164 V franz. Währungs- und FinanzG) in Bezug auf Unternehmensinvestmentfonds (*fonds commun de placement d'entreprise*, FCPE): „Die Bestimmungen der Investmentfonds präzisieren gegebenenfalls die sozialen, ethischen oder ökologischen Aspekte, die der Verwalter des Fonds beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und bei der Ausübung der mit ihnen verbundenen Rechte respektieren soll.“ Regelungsort ist die Satzung des Fonds. Die Verwaltungsgesellschaft kann aufgrund einer Bestimmung in der Satzung des Unternehmensinvestmentfonds verpflichtet werden, die sozialen, ökologischen oder ethischen Gesichtspunkte festzulegen, die der Verwalter des Fonds beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie bei der Ausübung der mit ihnen verbundenen Rechten beachten muss. Der Jahresbericht des Fonds berichtet über ihre Anwendung unter den von der Finanzmarktaufsichtsbehörde definierten Bedingungen.

Das Gesetz vom 19. Februar 2001 über betriebliche Vermögensbildung begründet keine gesetzlichen Pflichten. Es räumt lediglich die Möglichkeit ein, durch statutarische Regelungen Vorgaben zu machen.

¹⁷⁴ Alamowitch, Bull. Joly Bourse, Nr. 6, Juni 2012, 273, 274.

¹⁷⁵ Siehe Delahousse, Rev. Eco. fin., Nr. 85, Sept. 2006, 295 ff.

¹⁷⁶ Art. L. 135-8 Abs. 6 franz. SozialversicherungsG (*Code de sécurité sociale*), immer noch in Kraft.

Dem Gesetzgeber ging es darum, Anreize für eine Satzungsbestimmung zu geben.¹⁷⁷ Es kann daher resümierend festgehalten werden, dass „sozial verantwortliche Investitionen“ bereits seit dem Jahre 2001 ein Begriff des französischen Rechts sind.¹⁷⁸

2.2.3.2.2 Grenelle II-Gesetz

Der französische Gesetzgeber hatte bereits im Jahr 2007 Verwaltungsgesellschaften (*société de gestion*) in die Pflicht genommen und von ihnen verlangt, die Stimmrechte auszuüben, die mit den Wertpapieren der von ihnen verwalteten Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAWs) verbunden sind.¹⁷⁹ ESG-Belange wollte er mit den Regelungen aber noch nicht fördern. Dies änderte sich im Jahr 2010. Das Grenelle II-Gesetz führte eine Pflicht zur nicht-finanziellen Information ein. Es betraf Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (*société d'investissement à capital variable*, SICAV¹⁸⁰, vergleichbar mit InvAG mit veränderlichem Kapital nach deutschem Recht), und Verwaltungsgesellschaften.¹⁸¹

Rechtstechnisch erfolgte die Reform durch Art. 224 des Grenelle II-Gesetzes, mit dem in Art. L. 214-12 franz. Währungs- und FinanzG folgender neuer Absatz (Abs. 3) vorgesehen wurde: „Investmentgesellschaften mit variablem Kapital und Verwaltungsgesellschaften erwähnen in ihrem Jahresbericht und in den Dokumenten, die zur Information ihrer Zeichner bestimmt sind, wie sie in ihrer Anlagepolitik Kriterien in Bezug auf die Einhaltung von Zielen in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung berücksichtigen. Sie legen die Natur dieser Kriterien und die Art und Weise, in der sie diese nach einer von der Durchführungsverordnung vorgeschriebenen Standardpräsentation anwenden dar. Sie geben an, wie sie die mit den Finanzinstrumenten verbundenen Stimmrechte ausüben, die sich aus diesen Wahlmöglichkeiten ergeben.“

Die Neuregelung sieht eine *a priori*- und *a posteriori*-Informationspflicht vor.¹⁸² Zeichnern bzw. Investoren sollte es ermöglicht werden, OGAW mit einem sozialen und ökologischen Ansatz von anderen OGAW zu unterscheiden. Art. 224 des Grenelle II-Gesetzes stellte einen beträchtlichen Fortschritt dar.¹⁸³ Der französische Gesetzgeber nahm sich erstmals Portfolioverwalter an, nachdem er im Jahr 2001 bereits Regelungen für Rentenreservefonds und die betriebliche Vermögensbildung eingeführt hatte. Diesen Schritt war bis dato kein anderer Gesetzgeber gegangen.

Die Verordnung (*ordonnance*) Nr. 2001-915 vom 1. August 2011 über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und die Modernisierung des Rechtsrahmens für die Vermögensverwaltung (*relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs*) (Art. 13) überführte die Berichtspflicht in Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG, also inmitten der für alle Verwaltungsgesellschaften geltenden Verhaltensregeln (*règle*

¹⁷⁷ Trébulle, in: Répertoire de droit des sociétés, Nr. 33.

¹⁷⁸ Trébulle, in: Répertoire de droit des sociétés, Nr. 33.

¹⁷⁹ Vgl. Art. L. 533-22 franz. Währungs- und FinanzG und Art. 314-100 ff. *Règlement général de l'AMF*, der Verwaltungsgesellschaften verpflichtete, ein Dokument mit dem Titel „Abstimmungspolitik“ zu erstellen, welches die Bedingungen für die Ausübung der Stimmrechte, die mit den von den von ihnen verwalteten OGAW gehaltenen Wertpapieren verbundenen sind, festlegt, sowie einen Bericht über die Bedingungen, unter denen sie diese Stimmrechte ausgeübt haben. Vertiefend Forget, Rev. sociétés, Okt. 2015, 559, 566 f.

¹⁸⁰ Die SICAV ist kein Sondervermögen, sondern eine eigenständige Rechtseinheit, die über eine eigene Verwaltung verfügt.

¹⁸¹ Näher Riassetto, RD bancaire et fin., Nr. 5, Sept. 2010, 74 ff.; Tchotourian, RD bancaire et fin., März-Apr. 2011, étude 21, 15 ff.; Alamovitch, Bull. Joly Bourse, Nr. 6, Juni 2012, 273 ff.

¹⁸² Vertiefend Buissière, Banque & Droit, Nr. 132, Juli/Aug. 2010, 37 ff.

¹⁸³ Tchotourian, RD bancaire et fin., März-Apr. 2011, étude 21, 15, Rn. 13.

de bonne conduite) und erweiterte sie somit auf alle OGAW¹⁸⁴, was wiederum zu einer größeren Standardisierung der von Vermögensverwaltern bereitzustellenden Informationen über ESG-Belange führte.¹⁸⁵

Nach dieser – im nächsten Abschnitt über das Energiewendegesetz näher dargestellten – Vorschrift¹⁸⁶ stellen die Verwaltungsgesellschaften den Zeichnern von jedem OGAW und bestimmten AIF, die sie verwalten, eine Information über die Art und Weise bereit, wie sie die Kriterien in Bezug auf die Einhaltung von Zielen in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung in ihrer Investitionspolitik berücksichtigen.

Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG sieht folglich eine zusätzliche Informationspflicht nicht-finanzieller Natur vor. Die Verwaltungsgesellschaften müssen den Zeichnern von jedem OGAW und von bestimmten AIF, die sie verwalten, eine Information darüber, wie in ihrer Anlagepolitik ESG-Belange einbezogen werden, zur Verfügung stellen. Sie müssen außerdem die Natur dieser Kriterien und die Art und Weise ihrer Anwendung in einer durch Durchführungsverordnung standardisierten Erklärung angeben. Schließlich müssen sie berichten, wie sie die resultierenden Stimmrechte aus denen von ihnen gehaltenen Finanzinstrumenten entsprechend diesen Wahlmöglichkeiten ausüben.

Das Ministerium für Umwelt, nachhaltige Entwicklung, Verkehr und Wohnungswesen und das Ministerium für Wirtschaft, Finanzen und Industrie verabschiedeten gemeinsam das Dekret Nr. 2012-132 vom 30. Januar 2012 bezüglich der von Verwaltungsgesellschaften zu berichtenden Information über die in ihrer Anlagepolitik berücksichtigten ESG-Belange (*relatif à l'information par les sociétés de gestion de portefeuille des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance pris en compte dans leur politique d'investissement*)¹⁸⁷. Dieses Dekret führte in den Teil mit den Durchführungsvorschriften des franz. Währungs- und FinanzG einen neuen Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG ein, der die Informationen nach einer standardisierten Darstellung spezifizierte, um ihre Lesbarkeit und Vergleichbarkeit sicherzustellen.¹⁸⁸ Das Dekret definierte außerdem den Inhalt, die Verbreitungsmedien sowie den Kodex, der als Referenz für die Präsentation der Information betreffend die Transparenz von ESG-Kriterien dienen konnte.

Es bleibt resümierend festzuhalten, dass bereits im Jahr 2010 umweltbezogene Berichterstattungspflichten in das französische Finanzmarktrecht Einzug hielten. Diese Offenlegungspflichten waren noch auf Verwaltungsgesellschaften und Investmentgesellschaften mit variablem Kapital beschränkt. Das Energiewendegesetz vom 17. August 2015 erweiterte den Anwendungsbereich und den Inhalt der Transparenzpflichten.

2.2.3.2.3 Energiewendegesetz

Die Bestimmungen des französischen Währungs- und Finanzgesetzes wurden durch Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum und das Dekret Nr. 2015-1850 vom 29. Dezember 2015 grundlegend geändert. Die Reform betraf zum einen den persönlichen Anwendungsbereich von Artikel L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG. Zum anderen weitete der Gesetzgeber den Inhalt der Berichtspflicht für Investoren erheblich aus.¹⁸⁹

¹⁸⁴ Tchotourian, RD bancaire et fin., März-Apr. 2011, étude 21, 15, Rn. 13. Siehe auch Riassetto, RD bancaire et fin., Nr. 5, Sept. 2010, 74, 75.

¹⁸⁵ Sénat, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement, Nr. 552, Band 1, Art. 82, 9. Juli 2009.

¹⁸⁶ Siehe unten Abschnitte 2.2.3.2.3 und 2.2.3.4.

¹⁸⁷ D. n° 2012-132, 30 janv. 2012 relatif à l'information par les sociétés de gestion de portefeuille des critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance pris en compte dans leur politique d'investissement, JO 31. Jan. 2012, S. 1776.

¹⁸⁸ Dazu näher unter Abschnitt 2.2.3.4.

¹⁸⁹ Bussière, Banque & Droit, Nr. 166, März-Apr. 2016, 82, 82.

Die Rechtsquellen bzw. Rechtsgrundlagen der Berichtspflichten für Investoren bleiben Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG (gesetzlicher Teil) und Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG (Teil mit Durchführungsvorschriften). Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG wurde bislang ein weiteres Mal durch Art. 5 des Dekrets Nr. 2017-1324 vom 6. September geringfügig geändert.

Nach Art. D. 533-16-1 III 5° franz. Währungs- und FinanzG i.V.m. Art. 4 des Dekrets soll von Seiten der Regierung Ende 2018 eine Evaluation des Gesetzes veröffentlicht werden. Auf Grundlage dieser Evaluation können Wirtschafts- und Umweltministerium eine Verordnung erlassen, die die *best-practice*-Grundsätze sowie indikative Richtwerte festlegt.¹⁹⁰

2.2.3.2.4 *Best practices* und indikative Richtwerte

Die französische Vereinigung für Fondsverwaltung (AFG) und das Forum für verantwortungsvolles Investieren (*Forum pour l'investissement responsable*, FIR) verabschiedeten im Jahre 2005 den Transparenzkodex für öffentlich zugängliche ISR-Fonds (*L'investissement socialement responsable*)¹⁹¹ und erstreckten ihn im Dezember 2009 auf alle öffentlich zugänglichen Fonds. Der Kodex wird durch ein Handbuch (*Manuel à l'attention des fonds ISR ouverts au public, signataires du Code de transparence AFG-FIR*) ergänzt. Er ist die französische Fassung des Europäischen Transparenzkodex SRI, der wiederum von Eurosif erstellt wurde.

Der Kodex wurde im Februar 2013 erneut überarbeitet, um ihn lesbarer zu machen und ihn in Einklang mit dem Grenelle II-Gesetz zu bringen.¹⁹² Er soll dem Anleger ermöglichen, sich mit den Eigenschaften der Produkte vertraut zu machen und somit über objektive Kriterien zu entscheiden; der Transparenz-Kodex AFG-FIR soll es namentlich jedem Kunden erlauben, die ISR-Anlagephilosophie der Fonds, den ESG-Analyseprozess, die Anlagepolitik und sowie die Abstimmungspolitiken der Verwaltungsgesellschaft besser zu verstehen.¹⁹³ Das Dokument ist für Privatanleger aber schwer verständlich.¹⁹⁴ Es betrifft zudem nur AFG-Mitglieder, die einen ISR-Fonds vermarkten, hat folglich eine begrenzte Reichweite bzw. Bedeutung

Darüber hinaus verabschiedeten die AFG und das FIR im Dezember 2009 den Europäischen Transparenzkodex für öffentlich zugängliche ISR-Fonds.¹⁹⁵ Dieser Kodex ist obligatorisch für öffentlich zugängliche ISR-Fonds, die von Verwaltungsgesellschaften, die Mitglieder der AFG oder des FIR sind, verwaltet werden. Er soll die Lesbarkeit und Transparenz der Strategie von ISR-Fonds gegenüber Anlegern verbessern. Um dies zu erreichen, müssen die Verwaltungsgesellschaften sechs Grundsätze einhalten. Von diesen sind drei besonders interessant. Der Grundsatz 2 (ESG-Investitionskriterien) verpflichtet sie, über das vom Fonds verfolgte Ziel und ihre Investitionskriterien betreffend ESG klar und deutlich zu sein. Der Grundsatz 3 (ESG-Analyseprozess) empfiehlt den Verwaltungsgesellschaften, klare Informationen über den ESG-Analyseprozess ihrer Investitionen bereitstellen. Prinzip 6 (Abstimmungspolitik) verlangt von Verwaltungsgesellschaften Transparenz hinsichtlich ihrer Abstimmungspolitik.

Bemerkenswert ist auf internationaler Ebene auch die Existenz der *Principles for Responsible Investment* (PRI) (Juni 2010), die auf Initiative der Vereinten Nationen am 27. April 2006 ins Leben gerufen wurden. Auf europäischer Ebene hat die EFAMA die Leitlinien (*Guidance on RI information in the KIID & Post Investment disclosure*) veröffentlicht. Es gibt auch Labels, die an ISR-Fonds vergeben werden. Für andere wirtschaftliche Aktivitäten gibt es ebenfalls solche Kodizes, beispielsweise existiert für Versicherungen die Charta für nachhaltige Entwicklung (*Charte développement durable*), welche vom

¹⁹⁰ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

¹⁹¹ *Cuzacq*, Gaz. Pal., Nr. 216, 4./5. Aug. 2006, 3 ff.; *Bollon/Léonard*, Rev. économie financière, Nr. 85, Sept. 2006, 251 ff.

¹⁹² Verfügbar auf: http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/02/2013_02_11_CodeTransparence_-1.pdf

¹⁹³ *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 411.

¹⁹⁴ *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 414.

¹⁹⁵ Verfügbar auf: http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/02/2013_02_11_CodeTransparence_-1.pdf

französischen Versicherungsverband (*Fédération Française de l'Assurance*, FFA) im Jahr 2009 angenommen wurde.¹⁹⁶

Nicht nur die zahlreichen Reformen, wie zuletzt das Gesetz über die Energiewende für grünes Wachstum, sondern ganz allgemein das zunehmende Interesse von Anlegern an Information über Umweltbelange der Investitionsobjekte¹⁹⁷ haben dazu geführt, dass Banken, Versicherungen, Fonds und Asset-Manager eigene Expertise für Umweltbelange aufgebaut haben.¹⁹⁸ Eigene Researchteams bewerten Unternehmen unter ökologischen, sozialen und *Corporate Governance*-Aspekten.¹⁹⁹ Bei vielen Investoren ist die ESG-Berichterstattung mittlerweile eine Angelegenheit des „top management“. ²⁰⁰ In einigen Bereichen, wie etwa des Risikomanagements, mögen Investoren noch am Anfang stehen.²⁰¹ Doch lernen sie von anderen Branchen, wie etwa der Versicherungsindustrie.²⁰² Diese Entwicklungen gehen Hand in Hand einher mit der Entwicklung einer auf nachhaltige Anlagen spezialisierten Beratungsindustrie.²⁰³

2.2.3.3 Anwendungsbereich

Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG sieht Regelungen für zwei Kategorien von Anlegern (im Folgenden auch „Normadressaten“, „Investoren“ oder „Unternehmen“ (*entité*) genannt) vor: Vermittler (Vermögensverwalter bzw. (Vermögens-)Verwaltungsgesellschaften) und, seit 2015, auch institutionelle Anleger. Der Anwendungsbereich der Berichtspflicht ist folglich weit gefasst.²⁰⁴ Die Berichterstattungspflicht nach Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG²⁰⁵ ist für folgende Investoren vorgesehen (für alle anderen Einrichtungen und Personen als die in dieser Bestimmung genannten gilt die Berichterstattungspflicht folglich nicht, die Liste ist abschließend).

2.2.3.3.1 Artikel L. 533-22-1 Abs. 3 franz. Währungs- und FinanzG

Normadressaten sind die folgenden Gesellschaften, Unternehmen und Einrichtungen des Privatrechts und öffentlichen Rechts (in Abgrenzung zu den Verwaltungsgesellschaften, für die teilweise andere Berichterstattungspflichten gelten, im Folgenden auch vereinfachend „institutionelle Investoren“ genannt).

- ▶ Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, Fonds für zusätzliche betriebliche Altersversorgung (*fond de retraite professionnelle supplémentaire*), die dem *code des assurances* (VersicherungsG) unterliegen;
- ▶ Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit (*mutuelle*) oder Vereinigungen (*union*), und Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit oder Vereinigungen für zusätzliche betriebliche Altersversorgung, die dem *code de la mutualité* (Gesetz für Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit) unterliegen;

¹⁹⁶ Verfügbar auf: <https://www.ffa-assurance.fr/content/la-charte-developpement-durable>.

¹⁹⁷ Vgl. TCFD, Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure, June 2017, 1.

¹⁹⁸ Vgl. *Delérable/Gazzo/Perez (Ernst&Young)*, How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017, S. 4.

¹⁹⁹ Vgl. etwa *Yves Perrier*, Vorstandschef von Amundi, Interview, Handelsblatt vom 4./5./6. Mai 2018, S. 33.

²⁰⁰ Vgl. *Delérable/Gazzo/Perez (Ernst&Young)*, How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017, S. 5.

²⁰¹ Vgl. etwa *Ramirez/Thomä/Braschi/Dupré*, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies, S. 17 mit der Feststellung, es gebe bislang nur ein „cross-asset transition and physical risk model“.

²⁰² Vgl. *Delérable/Gazzo/Perez (Ernst&Young)*, How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017, S. 8.

²⁰³ Vgl. HLEG, Financing A Sustainable European Economy, Final Report 2018, S. 80 ff.

²⁰⁴ *Bussière*, Banque & Droit, Nr. 166, März-Apr. 2016, 82, 85.

²⁰⁵ Siehe zu dem Inhalt der Berichterstattungspflichten unten Abschnitt 2.2.3.4.

- ▶ Versorgungseinrichtungen und die von ihnen verwalteten Verbände sowie Einrichtungen der zusätzlichen betrieblichen Altersversorgung, die dem *code de la sécurité sociale* (SozialversicherungsG) unterliegen;
- ▶ Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (*société d'investissement à capital variable*)
- ▶ die Hinterlegungs- und Konsignationszentalkasse (*Caisse des dépôts et consignations*) (staatliches Finanzinstitut, u. a. Verwaltungsgesellschaft für Spareinlagen, Pensionsfonds und private Investmentfonds);
- ▶ Einrichtungen der zusätzlichen Altersversorgung, die dem franz. SozialversicherungsG unterliegen;
- ▶ die Einrichtung der zusätzlichen Altersversorgung der nichtverbeamteten Angestellten im öffentlichen Dienst (Staat und öffentliche Körperschaften) (*institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'Etat et des collectivités publiques*, IRCANTEC);
- ▶ die öffentliche Einrichtung, welche die staatliche zusätzliche Pflichtaltersversorgung verwaltet (*Établissement de Retraite additionnelle de la Fonction publique*, ERAFP) (Zusatzversorgung für den öffentlichen Dienst);
- ▶ die nationale Pensionskasse der Angestellten im öffentlichen Dienst (*Caisse nationale de retraites des agents des collectivités locales* (CNRACL).

2.2.3.3.2 Artikel L. 533-22-1 Abs. 1 franz. Währungs- und FinanzG

Art. L. 533-22-1 Abs. 1 franz. Währungs- und FinanzG betrifft Vermögensverwaltungsgesellschaften (*société de gestion de portefeuille*) von OGAW (OPCVM) und bestimmten AIF (FIA). Der Inhalt ihrer Berichterstattungspflichten stimmt zu einem großen Teil mit dem Inhalt der Berichterstattungspflichten überein, die Art. L. 533-22-1 Abs. 3 franz. Währungs- und FinanzG für institutionelle Anleger vorsieht. Der Begriff der Vermögensverwaltungsgesellschaft ist in Art. L. 532-9 franz. Währungs- und FinanzG bestimmt (auf diese Vorschrift nimmt auch Art. D. 533-16-1 I 1° franz. Währungs- und FinanzG Bezug).

2.2.3.3.3 Ausnahmen (Artikel D. 533-16-1 IV 1° franz. Währungs- und FinanzG)

Nach Art. D. 533-16-1 IV 1° franz. Währungs- und FinanzG müssen die ausgenommenen Unternehmen (mindestens) allgemeine Erläuterungen zur Berücksichtigung von ESG-Belangen i.S.d. Art. D. 533-16-1 II 1° Währungs- und FinanzG (sog. investorenbezogene Informationen) machen, sie können aber auch über mehr berichten (*„peuvent présenter uniquement les informations mentionnées au 1° du II“*).

Folgende Unternehmen können sich auf diese Regelung berufen:

- ▶ Konzernzugehörige Unternehmen, die konsolidierte oder kombinierte Abschlüsse erstellen, wenn die Bilanzsumme des konsolidierten oder kombinierten Jahresabschlusses geringer als 500 Mio. € ist;
- ▶ Verwaltungsgesellschaften, für jeden verwalteten OGA, dessen Anlagevermögen geringer als 500 Mio. € ist;
- ▶ Verwaltungsgesellschaften für jeden Fonds, dessen Anlagevermögen geringer als 500 Mio. € ist;
- ▶ o.g. Unternehmen, deren Bilanzsumme geringer als 500 Mio. € ist.

2.2.3.3.4 Rechtspolitische Diskussion über die Reichweite des Anwendungsbereichs

Die Berichtspflicht ist zwar weit gefasst, aber trotzdem begrenzt, da nicht alle Investmentfonds und Finanzinstitute von dieser Pflicht betroffen sind. Nach Ansicht einiger Autoren²⁰⁶ wäre es angemessen,

²⁰⁶ Mercier, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 413.

die Informationspflicht zu verallgemeinern: alle Investmentfonds und Finanzinstitute sollten ihre gesamte „Kundschaft“ (Bürger, Unternehmen, Behörden, usw.) über alle Kriterien, die sie in Bezug auf ethische oder verantwortungsvolle Investitionen anwenden, sowie über Standards und Kodizes, an die sie sich halten, informieren.²⁰⁷

Kreditinstitute und Finanzunternehmen sind nach Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum verpflichtet, auch über die Methodologie der Bewertung der Risiken durch Klimawandel (*méthodologie d'évaluation des risques liés au changement climatique*) zu berichten²⁰⁸. Der erste Absatz dieser Vorschrift erweitert die explizite Aufzählung der der aufsichtsrechtlichen Überprüfung unterliegenden Risiken, die „im Zusammenhang mit regelmäßig durchgeführten Stresstests hervorgehoben werden“ („*mis en évidence dans le cadre de tests de résistance régulièrement mis en œuvre*“) (Art. L. 511-41-1 B Abs. 2 franz. Währungs- und FinanzG). Art. 173 V EnergiewendeG für grünes Wachstum weist die Regierung außerdem an, dem Parlament vor dem 31. Dezember 2016 einen „Bericht über die Durchführung eines Szenarios regelmäßiger Stresstests, die repräsentativ für die mit dem Klimawandel verbundenen Risiken sind“ vorzulegen²⁰⁹. Ziel von Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum ist es, den Bankensektor zu „ermutigen“, mehr über die Herausforderungen im Zusammenhang mit dem Klimawandel für ihre Aktivitäten nachzudenken und Wege zu finden, diese Herausforderungen auch zu bewältigen.

2.2.3.4 Inhalt der Berichterstattungspflicht

Der französische Gesetzgeber hat die Berichterstattungspflichten in Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG generalklauselartig geregelt.

Die Absätze 1 und 2 dieser Vorschrift betreffen Verwaltungsgesellschaften. Diese müssen gemäß Absatz 1 den Zeichnern von jedem OGAW und von bestimmten AIF, die sie verwalten,

„eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie die Kriterien in Bezug auf die Einhaltung von Zielen in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung in ihrer Investitionspolitik berücksichtigen. Sie legen die Natur dieser Kriterien und die Art und Weise, in der sie sie nach einer durch Dekret vorgeschriebenen Standardpräsentation anwenden, dar. Sie geben an, wie sie die Kriterien berücksichtigen, wenn sie die mit den Finanzinstrumenten verbundenen Stimmrechte ausüben“.

Nach Absatz 2 bestimmt das im Absatz 1 vorgesehene Dekret auch die „Medien, auf denen diese Information erscheinen muss und die im Prospekt [des OGAW oder der AIF] aufgeführt sind.“ („*les supports sur lesquels cette information doit figurer et qui sont mentionnés dans le prospectus [de l'OPCVM ou du FIA]*“).

Die Absätze 3 und 4 des Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG beziehen sich auf institutionelle Investoren. Nach Absatz 3 müssen sie in ihrem Jahresbericht

„eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie die Kriterien in Bezug auf die Einhaltung von Zielen in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung in ihrer Investitionspolitik berücksichtigen und welchen Beitrag sie leisten, um zur Energie- und Ökologiewende beizutragen. Sie legen die Natur dieser Kriterien und

²⁰⁷ Siehe auch Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions intitulé « Responsabilité sociale des entreprises: une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 », 25 oct. 2011, COM(2011)681 final, p. 13.

²⁰⁸ Siehe auch Lemmet/Ducret, Pour une stratégie française de la finance verte, Rapport à Nicolas Hulot et Bruno Le Maire, Dez. 2017, S. 34.

²⁰⁹ Siehe DG Trésor, « L'évaluation des risques liés au changement climatique dans le secteur bancaire »(2017) : https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/15823_le-secteur-bancaire-face-au-changement-climatique.

die Art und Weise, wie sie diese anwenden, in einer durch Dekret standardisierten Erklärung dar. Sie geben an, wie sie die Kriterien berücksichtigen, wenn sie die mit den Finanzinstrumenten verbundenen Stimmrechte ausüben.“

Gemäß Absatz 4 legt das in Absatz 3 vorgesehene Dekret die Informationen fest,

„die für jedes der Ziele zu liefern sind, je nachdem, ob die im selben Absatz genannten Unternehmen die im Dekret festgelegten Schwellen überschreiten oder nicht. Zu den Informationen, die sich auf die Berücksichtigung von Umweltzielen beziehen, gehören die mit dem Klimawandel verbundenen Risiken, denen das Anlagevermögen ausgesetzt ist, insbesondere die Messung von Treibhausgasemissionen, die mit dem Anlagevermögen verbunden sind, sowie der Beitrag zur Einhaltung des internationalen Ziels der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung von Zielen der Energie- und Ökologiewende. Dieser Beitrag wird insbesondere in Bezug auf die von den institutionellen Investoren selbst definierten indikativen Ziele, gemessen an der Art ihrer Aktivitäten und der Art ihrer Investitionen, im Einklang mit der in Art. L. 221-1 B franz. UmweltG genannten nationalen Dekarbonisierungsstrategie, bewertet. Gegebenenfalls erläutern die im dritten Absatz dieses Artikels genannten Unternehmen die Gründe, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter diesen indikativen Zielen liegt.“

Diese Pflichten werden in einer Durchführungsvorschrift konkretisiert: Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG beschreibt detailliert, welche Informationen zu ESG-Belangen die Normadressaten (Verwaltungsgesellschaften und Investmentfonds) offenlegen müssen. Diese Bestimmung unterscheidet zwischen investorenbezogenen Informationen und portfoliobezogenen Informationen. Insbesondere regelt sie auch, welche indikativen Richtwerte ein institutioneller Investor selbst setzen soll, anhand derer er die Übereinstimmung seiner Anlagepolitik mit den internationalen Klimaschutzzielen, den Zielvorgaben der Europäischen Union sowie der nationalen Dekarbonisierungsstrategie und Emissionsobergrenzen überprüft.

2.2.3.4.1 Investorenbezogene Informationen (Artikel D. 533-16-1 II 1° franz. Währungs- und FinanzG)

Nach Artikel D. 533-16-1 II 1° franz. Währungs- und FinanzG müssen alle institutionelle Investoren, ungeachtet ihrer Größe, ihren allgemeinen Ansatz bei der Berücksichtigung von Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung beschreiben:²¹⁰

- ▶ Darstellung des grundlegenden Konzepts der Berücksichtigung von Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung in ihrer Investitionspolitik sowie gegebenenfalls im Rahmen des Risikomanagements;²¹¹
- ▶ Inhalt, Regelmäßigkeit und Art und Weise in der Zeichner, Mitglieder, Beitragsleistende, Leistungsberechtigte oder Kunden über die Berücksichtigung von Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung in der Investitionspolitik sowie gegebenenfalls im Rahmen des Risikomanagements informiert werden;²¹²
- ▶ beschränkt auf Verwaltungsgesellschaften: Erstellung einer Liste der verwalteten Organismen für gemeinsame Anlagen, die auch Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität

²¹⁰ Die folgende Darstellung bemüht sich um eine wortlautgetreue Übersetzung der Berichterstattungspflicht.

²¹¹ Art. D. 533-16-1 II 1°1. Spiegelstrich (grundlegendes Konzept).

²¹² Art. D. 533-16-1 II 1°2. Spiegelstrich (Informationspolitik gegenüber Anlegern).

der Unternehmensführung berücksichtigen, und der prozentuale Anteil des verwalteten Vermögens dieser Organismen an dem von der Verwaltungsgesellschaft verwalteten Gesamtvermögen;²¹³

- eventuelle Mitgliedschaft bzw. Zugehörigkeit des institutionellen Investors oder OGAW/AIF in einer Charta, einem Kodex, einer Initiative oder Angabe über den Erhalt eines Labels, die Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung berücksichtigen, und zusammenfassende Beschreibung der Charta, des Kodex, der Initiative oder des Labels;²¹⁴
- sofern der institutionelle Investor ein Risikomanagementsystem etabliert hat: allgemeine Beschreibung der internen Verfahren, um Risiken zu identifizieren, die aus Kriterien in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung resultieren, und die Anfälligkeit seiner Geschäftstätigkeit gegenüber diesen Risiken, allgemeine Beschreibung dieser Risiken.²¹⁵

Die Pflichten nach dem 1. und 2. Spiegelstrich gelten auch für Kapitalverwaltungsgesellschaften (diese werden explizit in den betr. Normen erwähnt) und die Pflicht nach dem 3. Spiegelstrich gilt nur für Kapitalverwaltungsgesellschaften (dies wird, wie oben ausgeführt, explizit in der betr. Norm geregelt).

Es handelt sich bei diesen Informationspflichten nicht um eine Pflicht, die uneingeschränkt erfüllt werden muss. Der *Report-or-explain*-Ansatz gilt auch für diese Informationspflicht (Art. D. 533-16-1 II 4° franz. Währungs- und FinanzG).²¹⁶

2.2.3.4.2 Portfoliobezogene Informationen

Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG verlangt, dass Verwaltungsgesellschaften und institutionelle Investoren²¹⁷ darüber berichten, wie sie ESG-Belange in ihrer Investitionspolitik berücksichtigen und, nur institutionelle Investoren betreffend, welche Maßnahmen sie ergreifen, um zur Energiewende beizutragen.²¹⁸ Die Portfolioberichterstattung und sog. Umsetzungsanalyse (*analyse de mise en œuvre*) betreffen nur Normadressaten mit einer Bilanzsumme von mehr als 500 Mio. Euro.

Die Einzelheiten der portfoliobezogenen Informationspflichten (Informationen, „die für jedes der Ziele [in den Bereichen Soziales, Umwelt und Qualität der Unternehmensführung] zu liefern sind“) werden durch das Dekret geregelt. Art. D. 533-16-1 II franz. Währungs- und FinanzG wurde durch das Dekret eingeführt. Diese Durchführungsvorschrift ministeriellen Ursprungs enthält Regelungen über investoren- und portfoliobezogene Informationen. Der Schwerpunkt liegt auf den Informationen über die Investitionspolitik. Die Durchführungsvorschrift konkretisiert zunächst, dass Investoren vier Kategorien von portfoliobezogenen Informationen zur Verfügung zu stellen haben (Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG). Diese Anforderungen sind generalklauselartig konzipiert. Damit hat es nicht sein Bewenden. Art. D. 533-16-1 III franz. Währungs- und FinanzG konkretisiert die zu den jeweiligen Kategorien offenzulegenden Informationen, wobei die Detailtiefe enorm ist. Im Folgenden werden die vier Kategorien rechtssystematisch dargestellt.

Bezüglich der portfoliobezogenen Berichterstattung sieht Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG eine allgemeine Regelung vor. Die Normadressaten (institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften) können die Informationen nach Tätigkeit, Anlageklasse, Anlageportfolio,

²¹³ Art. D. 533-16-1 II 1°3. Spiegelstrich (Liste ESG-Fonds).

²¹⁴ Art. D. 533-16-1 II 1°4. Spiegelstrich (Mitgliedschaft in ESG-Initiativen und Beschreibung).

²¹⁵ Art. D. 533-16-1 II 1°5. Spiegelstrich (Beschreibung ESG-Risikomanagement).

²¹⁶ Siehe auch oben Abschnitt 2.2.2.4.

²¹⁷ Siehe oben Abschnitt 2.2.3.3.1.

²¹⁸ Siehe bereits Abschnitt 2.2.3.4.

Emittent, Branche oder sonstiger sachdienlicher Kategorien unterscheiden. Dies haben sie zu begründen. Verwaltungsgesellschaften können insbesondere die Informationen für eine Reihe von Fonds mit ähnlichen Merkmalen aggregiert bereitstellen.

2.2.3.4.2.1 Kriterien für Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik

Art. D. 533-16-1 II 2° lit. a) Währungs- und FinanzG verlangt die „Beschreibung der Art und Natur der grundlegenden Kriterien“ bezüglich Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung, die der Normadressat (institutionelle Investoren und Verwaltungsgesellschaften) berücksichtigt hat.²¹⁹ Diese Vorgabe wird in Art. D. 533-16-1 III franz. Währungs- und FinanzG konkretisiert:

Nach lit. a) sind die Gründe für die Auswahl der wesentlichen Kriterien für die Erfüllung der ESG-Ziele (soziale, ökologische und Qualität der Unternehmensführung) anzugeben.²²⁰

Ferner regelt lit. b) (unter Bezugnahme auf Art. L533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG) bezüglich der Kriterien für Umweltbelange, dass Angaben über klimawandelbezogene Risiken zu machen sind. Dazu wird zwischen physischen Risiken und Übergangsrisiken unterschieden.²²¹ Schließlich wird eine Bewertung des Beitrags zur Erreichung der in Art. L. 533-22-1 Abs. 4 vorgesehenen Ziele des Energie- und ökologischen Übergangs gefordert.²²²

Mit physischen Risiken ist die Anfälligkeit für durch den Klimawandel direkt verursachte physische Auswirkungen gemeint. Sie beziehen sich auf die Auswirkungen von Klimaänderungen auf den Wert von Vermögenswerten, auf diese Veränderungen bezogene Wetterereignisse, deren Schäden oder die Folgen für die Verfügbarkeit von Ressourcen, die für wirtschaftliche Aktivitäten erforderlich sind.²²³ Die physischen Risiken können auch indirekte Risiken umfassen, die mit Haftungsklagen im Falle des Eintritts dieser Auswirkungen verbunden sind.²²⁴

Übergangsrisiken betreffen die Anfälligkeit für durch den Wechsel zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft veranlasste Veränderungen. Sie können definiert werden als finanzielle Risiken, die sich aus dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft ergeben, die mit regulatorischen oder technologischen Veränderungen einhergehen können, die zu einer Neubewertung des Werts bestimmter Vermögenswerte führen können.²²⁵

Je nach Tätigkeit der einzelnen Emittenten kann die Relevanz der Berücksichtigung der physischen und/oder Übergangsrisiken variieren.²²⁶ Zum Beispiel kann ein Unternehmen erwägen, dass Investitionen in ein Immobilienportfolio, welches Hochwasserrisiken ausgesetzt ist, oder in Agrarunternehmen, deren Tätigkeit von Dürre oder der Knappheit von Wasserressourcen potentiell betroffen ist, eher als physische Risiken zu betrachten sind, währenddessen Investitionen in Energieunternehmen eher mit Übergangsrisiken in Zusammenhang zu bringen sind.²²⁷

²¹⁹ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. a) (Natur der Evaluationskriterien).

²²⁰ Art. D. 533-16-1 III 1° lit. a) (Auswahlgründe).

²²¹ Art. D. 533-16-1 III 1° lit. b) i) 1. Spiegelstrich (physische Risiken) und 2. Spiegelstrich (Transitionsrisiken) bzw. – bei gemeinsamer Betrachtung auch Klimawandelrisiken.

²²² Art. D. 533-16-1 III 1° lit. b) ii) (Beitrag Klimaziele und Energiewende).

²²³ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²²⁴ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²²⁵ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²²⁶ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²²⁷ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

2.2.3.4.2.2 Informationen, die für die Analyse anhand der Kriterien verwendet wurden

Art. D. 533-16-1 II 2° lit. b) Währungs- und FinanzG verlangt die „Beschreibung der allgemeinen Informationen“, anhand derer die Emittenten hinsichtlich der ESG-Belange analysiert wurden.²²⁸

Die verwendeten Informationen können gem. Art. D. 533-16-1 III 2° Währungs- und FinanzG sein:

- ▶ Finanzdaten oder nichtfinanzielle Daten (1. Spiegelstrich);
- ▶ interne oder externe Analysen, Ratings (2. Spiegelstrich);
- ▶ jegliche weitere Art relevanter Information (3. Spiegelstrich).

2.2.3.4.2.3 Methodik und Ergebnisse der Analyse anhand der ESG-Kriterien

Art. D. 533-16-1 II 2° lit. c) franz. Währungs- und FinanzG verlangt die Beschreibung der Vorgehensweise/Methodik, anhand der die für die ESG-Belange relevanten Kriterien beurteilt werden, und die Ergebnisse der Analyse.

Konkretisierend verlangt Art. D. 533-16-1 III 3° lit. a) franz. Währungs- und FinanzG zunächst allgemeine Angaben:

- ▶ Beschreibung der allgemeinen Merkmale der Analysemethodik;²²⁹
- ▶ Einzelheiten der wichtigsten zugrundeliegenden Annahmen und ihre Vereinbarkeit mit dem internationalen Ziel der Begrenzung der globalen Erwärmung;²³⁰
- ▶ Erläuterungen zur Relevanz/Sachdienlichkeit der gewählten Methode.²³¹

Eine Methodik ist weder im Gesetz noch im Dekret vorgesehen. Die Normadressaten müssen allerdings die gewählte Bewertungsmethodik beschreiben und begründen. Insbesondere müssen die allgemeinen Merkmale dieser Methodik angegeben werden. In Betracht kommen folgende Angaben: (i) zum Umfang der Analyse (z. B. im Falle einer Kohlenstoffbilanz von Emittenten, Analyse von Scope 1, 2 oder 3); (ii) zur Art der Bewertung (wie ihr statischer Charakter – zum Beispiel: Berechnung aktueller Emissionen in Verbindung mit einem Gegenwert bzw. Gegenposten – oder ihr dynamischer Charakter – zum Beispiel: Einschätzung von Emissionen, die durch Neuinvestitionen des Unternehmens verursacht werden); (iii) zu zugrunde liegenden Annahmen (wie die Verwendung eines Referenzszenarios, dessen Vereinbarkeit oder gegebenenfalls die Bedingungen der Vereinbarkeit mit dem internationalen Ziel der Begrenzung der Erderwärmung); (iv) zur statistischen Signifikanzschwelle, die im Rahmen einer quantitativen Risikoanalyse verwendet wurde. Schließlich geht es auch darum, die Relevanz des Umfangs und der Modalitäten der durchgeführten Analysen zu begründen.²³²

Konkretisierend verlangt sodann Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) franz. Währungs- und FinanzG weitere Angaben zu den Methoden, die zur Beurteilung der Analyseverfahren durchgeführt werden. Dabei sind die Besonderheiten der betrachteten Vermögenswerte zu berücksichtigen:

- ▶ die Auswirkungen des Klimawandels und von extremen Witterungsbedingungen;²³³
- ▶ die Entwicklung der Verfügbarkeit und des Marktpreises natürlicher Ressourcen und ihre Nutzung im Einklang mit den Zielen des Klima- und Umweltschutzes;²³⁴

²²⁸ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. b) (verarbeitete Information).

²²⁹ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. a) 1. Spiegelstrich (grundlegende Charakteristika der Methodologie).

²³⁰ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. a) 2. Spiegelstrich (grundlegende Annahmen).

²³¹ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. a) 3. Spiegelstrich (Relevanz der Methode).

²³² Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²³³ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 1. Spiegelstrich (Konsequenzen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse).

²³⁴ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 2. Spiegelstrich (Entwicklung fossiler Rohstoffe).

- ▶ die Vereinbarkeit der Investitionsausgaben der Emittenten mit einer Dekarbonisierungsstrategie; besonderer Begründung bedürfen dabei solche Ausgaben von Emittenten, die an der Ausbeutung fossiler Rohstoffe beteiligt sind, wenn die Ausgaben auf die Weiterentwicklung jener Rohstoffreserven abzielen;²³⁵
- ▶ jegliche staatliche Maßnahmen, die mit der Umsetzung internationaler Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung) sowie der Umsetzung der Energie- und Ökologiewende verbunden sind;²³⁶
- ▶ vergangene, aktuelle oder zukünftige Messungen von Treibhausgasemissionen, die direkt oder indirekt auf einen Emittenten zurückzuführen sind, der sich im Anlagevermögen befindet. Über die Methoden zur Ermittlung der Treibhausgasemissionen sollen die Normadressaten insbesondere folgende Angaben machen: die allgemeinen Merkmale, insbesondere der Umfang der Messung; Rückschlüsse für eine Risikobeurteilung; falls die Messung eine Berechnung der Emissionsintensität zulässt, ist der errechnete Wert anzugeben; bei einer aggregierten Messung, die Bestimmung der gewählten Gewichtung;²³⁷ der Investitionsumfang in themenbezogene Fonds, in Finanztitel oder in Infrastrukturanlagen, die zur Energie- und Ökologiewende beitragen, in OGAWs, die ausweislich einer Kennzeichnung, Charta oder Initiative einen Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzziels (Begrenzung der Erderwärmung) sowie zur Verwirklichung der Energie- und Ökologiewende leisten;²³⁸
- ▶ jedes weitere Element, das es erlaubt, in angemessener Weise die Anfälligkeit gegenüber den mit dem Klimawandel verbundenen Risiken und den Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzziels (Begrenzung der Erderwärmung) sowie zur Verwirklichung der Energie- und Ökologiewende einzuschätzen.²³⁹

Weder die Gesetzesbestimmungen noch die Materialien geben Auskunft darüber, durch wen die Messungen von Treibhausgasemissionen erfolgen, insbesondere ob die Normadressaten eigene Messungen durchzuführen haben. Letzteres dürfte nicht durchführbar sein. Es liegt daher nahe, dass Investoren und Verwaltungsgesellschaften die Informationen sich von den Emittenten beschaffen oder Dienstleister damit beauftragen.

Bemerkenswert ist, dass die Berichterstattungspflicht mehrere Male auf die internationalen Klimaschutzziele und die mit der nationalen Energie- und Ökologiewende verfolgten Ziele Bezug nimmt. Was unter den internationalen Klimaschutzziele zu verstehen ist, wird nicht definiert. Es liegt nahe, dass die Ziele des Pariser Übereinkommens gemeint sind. Die Ziele der nationalen Energie- und Ökologiewende sind in Artikel L. 100-4 I franz. EnergieG (*Code de l'énergie*) niedergelegt. Dazu zählt u.a. die Verringerung der Treibhausgasemissionen um 40% zwischen 1990 und 2030 und um das Vierfache zwischen 1990 und 2050.²⁴⁰

2.2.3.4.2.4 Integration der Ergebnisse der Analyse in die Anlagepolitik

Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) franz. Währungs- und FinanzG sieht detaillierte Anforderungen an die Integration der Ergebnisse der Analyse in die Anlagepolitik vor. Gefordert ist die Beschreibung, inwiefern die Ergebnisse der zu den Kriterien: Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange durchgeführten Analyse Eingang in die Investitionspolitik finden.

Die genannte Vorschrift fächert die Beschreibung in die folgenden drei Kategorien auf:

²³⁵ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 3. Spiegelstrich (Dekarbonisierungsstrategie der Emittenten).

²³⁶ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 4. Spiegelstrich (öffentlich-rechtliche Maßnahmen).

²³⁷ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 5. Spiegelstrich (CO₂-Messung).

²³⁸ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 6. Spiegelstrich (grüne Investition).

²³⁹ Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) 7. Spiegelstrich (Ermittlung Klimawandelrisiken, Beitrag Klimaziele und Energiewende).

²⁴⁰ Näher zu den weiteren Zielen oben Abschnitt 2.2.1.

- a) Beschreibung der infolge der Analyse vorgenommenen Änderungen bzw. Anpassungen²⁴¹
- ▶ in der Anlagepolitik, hinsichtlich Desinvestitionsentscheidungen und, sofern vorhanden, in den Verfahrensabläufen des Risikomanagements;
 - ▶ ggbf. Beschreibung, wie und in welchem Ausmaß Anlagevermögen, das nicht Gegenstand der durchgeführten Analyse ist, berücksichtigt wird;
- b) Strategie der Einflussnahme gegenüber Emittenten
- ▶ Darstellung der gegenüber den Emittenten verfolgten Einflussnahmepolitik;²⁴²
 - ▶ Darstellung des Abstimmungsverhaltens;²⁴³
 - ▶ Bilanz der gegenüber den Emittenten verfolgten Politik;²⁴⁴
- c) Strategie der Einflussnahme gegenüber Verwaltungsgesellschaften
- ▶ Darstellung der gegenüber beauftragten Verwaltungsgesellschaften durchgeführten Beteiligungspolitik, darin inbegriffen die Ausübung von Stimmrechten;²⁴⁵
 - ▶ Bilanz der gegenüber Verwaltungsgesellschaften verfolgten Politik.²⁴⁶

Art. D. 533-16-1 III 4° franz. Währungs- und FinanzG statuiert weitere Informationspflichten der Normadressaten hinsichtlich des Beitrags zur Einhaltung internationaler Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung) sowie zur Verwirklichung der Energie- und Ökologiewende.

Über den Beitrag zur Erfüllung der genannten Ziele sollen folgende konkretisierende Angaben gemacht werden (soweit nicht anderweitig angegeben, handelt es sich um die wörtlich übersetzten Gesetzesbestimmungen):

- a) Die Art und Weise, wie der institutionelle Investor die Übereinstimmung seiner Investitionspolitik mit den genannten Zielen überprüft und wie er in Anbetracht der Natur seiner Aktivitäten und seiner Investitionen, seinen Beitrag zur Verwirklichung der Umweltziele feststellt und misst.²⁴⁷
- b) Die selbst gesetzten indikativen Richtwerte, anhand derer der institutionelle Investor die Übereinstimmung seiner Anlagepolitik mit den internationalen Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung), den Zielvorgaben der Europäischen Union sowie der nationalen Dekarbonisierungsstrategie und Emissionsobergrenzen, die in Art. L. 222-1 B franz. UmweltG (*Code de l'environnement*) vorgesehen sind, überprüft.²⁴⁸

Das Ministerium führt erläuternd aus, dass die im Hinblick auf den Beitrag zum internationalen Ziel der Begrenzung der Erderwärmung (2° C Ziel) und zur Verwirklichung der Ziele der Energie- und Ökologiewende durchgeführten Analysen von den Aktivitäten der Investoren abhängig sind.²⁴⁹ Das Unternehmen wird aufgefordert, die indikativen Ziele, die es sich auf der Grundlage seiner Analyse und der Art seiner Tätigkeiten und Investitionen festlegt, zu präzisieren, um den Beitrag

²⁴¹ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) i) (Anpassung der Investitionspolitik).

²⁴² Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) ii) 1. Spiegelstrich (Einflussnahmepolitik gegenüber Emittenten).

²⁴³ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) ii) 2. Spiegelstrich (Stimmrechtspolitik).

²⁴⁴ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) ii) 3. Spiegelstrich (Bilanz der gegenüber Emittenten ausgeübten Politik).

²⁴⁵ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) iii) 1. Spiegelstrich (Politik gegenüber beauftragten Asset-Managern).

²⁴⁶ Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) iii) 2. Spiegelstrich (Bilanz der gegenüber Asset-Managern ausgeübten Politik).

²⁴⁷ Art. D. 533-16-1 III 4° lit. a) (Evaluation der Investitionspolitik).

²⁴⁸ Art. D. 533-16-1 III 4° lit. a) (eigene Richtwerte, Benchmarks).

²⁴⁹ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

eines Portfolios zu und/oder seine Kohärenz mit den internationalen, europäischen und nationalen Zielen einschätzen zu können.²⁵⁰ Das Unternehmen kann präzisieren, welche Maßnahmen ergriffen werden, um diese Ziele zu erreichen, seine Position in Bezug auf diese Ziele bewerten und diese Positionierung erläutern.²⁵¹

- c) Zu den Maßnahmen, die im Anschluss an die Analyse durchgeführt wurden,²⁵² insbesondere Änderungen der Investitions- und Desinvestitionspolitik, eine Einflussnahme auf den Emittenten, Investitionen in themenbezogene Fonds, Finanztitel oder Infrastrukturanlagen, die zur Energie- und Ökologiewende beitragen, und in OGAs, die durch eine Kennzeichnung, Charta oder Initiative ausweislich einen Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzzieles der Begrenzung der Erderwärmung sowie zur Verwirklichung der Energie- und Ökologiewende leisten.²⁵³
- d) Gegebenenfalls, eine Stellungnahme über die Einhaltung der selbst gesetzten Richtwerte, und die Gründe für mögliche Abweichungen.²⁵⁴

Die Vorgabe, die Art und Weise der Ausübung der Stimmrechte, die mit den Finanzinstrumenten verbunden sind, offenzulegen, ist für Verwaltungsgesellschaften kein Novum. Es handelt sich lediglich um eine Präzisierung der Pflicht, die bereits nach Art. L. 533-22 franz. Währungs- und FinanzG besteht, wonach Verwaltungsgesellschaften, nach Maßgabe der Bedingungen, die in der RG AMF festgelegt sind, „über ihre Praktiken bei der Ausübung der Stimmrechte Rechenschaft abzulegen haben“. Die Begründung dazu erfolgt neben den anderen obligatorischen Einträgen in dem Dokument „Abstimmungspolitik“, welches die Verwaltungsgesellschaften gemäß Art. 314-100 RG AMF erstellen müssen. Es soll an dieser Stelle noch darauf hingewiesen werden, dass der bereits erwähnte²⁵⁵ Aktionsplan für Wachstum und Transformation von Unternehmen (*Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises*, PACTE) in seinem Artikel 66 nicht unwesentliche Änderungen des Art. L. 533-22 franz. Währungs- und FinanzG vorsieht.

2.2.3.5 Report-or-explain-Mechanismus

Art. D. 533-16-1 II 4° franz. Währungs- und FinanzG normiert eine Begründungspflicht für den Fall, dass die Normadressaten ihren Informationspflichten nicht oder nur zum Teil nachkommen, ohne diese allerdings näher auszugestalten („*raisons pour lesquelles l'entité fournit seulement une partie ou ne fournit pas certaines des informations mentionnées au 1° à 3° du II*“). Dieser im französischen Recht bereits etablierte *Report-or-explain*-Mechanismus gibt den Normadressaten das Recht, keine Angaben zu machen.²⁵⁶ Doch müssen sie erklären, warum sie nicht über die in der Durchführungsverordnung aufgeführten „Empfehlungen“ berichten. Die Normadressaten können also nur einen Teil der von Art. D. 533-16-1 II 1° - 3° franz. Währungs- und FinanzG genannten Informationen oder keine dieser Informationen bereitstellen, müssen dies dann aber erklären bzw. rechtfertigen.

²⁵⁰ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²⁵¹ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²⁵² Siehe oben Abschnitt 2.2.3.4.2.1.

²⁵³ Art. D. 533-16-1 III 4°lit. a) (Maßnahmen infolge der Evaluation).

²⁵⁴ Art. D. 533-16-1 III 4°lit. a) (Einhaltung der eigenen Richtwerte).

²⁵⁵ Siehe oben Abschnitt 2.2.2.8.1.

²⁵⁶ Bussière, Banque & Droit, Nr. 166, März-Apr. 2016, 82, 85.

Die Investoren erhalten damit die notwendige Flexibilität, um die branchen- oder unternehmensspezifischen Bedürfnisse und die Vielfalt der Strategien von Unternehmen sowie die Auswirkungen ihrer Geschäftsmodelle auf die Art und Weise der Bezugnahme auf ESG-Belange zu berücksichtigen.²⁵⁷

2.2.3.6 Informationszugang der Investoren

Die detaillierten Informationspflichten werfen die Frage auf, ob der Normadressat (institutionelle Investoren und Verwaltungsgesellschaften) an die Informationen bezüglich der Emittenten gelangt, die sich in seinem Portfolio befinden,²⁵⁸ etwa bezüglich deren Dekarbonisierungsstrategie. Einen spezifischen Auskunftsanspruch sieht das franz. Währungs- und FinanzG nicht vor.

Die Normadressaten haben Zugang zu denjenigen Informationen, die französische Emittenten in ihren Berichten publik machen. So müssen nach Art. 75 des Grenelle II-Gesetzes juristische Personen des privaten Rechts bzw. Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten eine „Treibhausgasbewertung“ („*Bilan Gaz à Effet de Serre*“, bekannt als „*bilan GES*“ oder „*BEGES*“) durchführen und diese öffentlich machen (Art. L. 229-25 franz. UmweltG). Eine Aktualisierung musste ursprünglich alle drei Jahre erfolgen, seit dem EnergiewendeG für grünes Wachstum nach vier Jahren. Darüber hinaus müssen Großunternehmen in ihrem Lagebericht eine „Erklärung über die nichtfinanzielle Leistung“ („*déclaration de performance extra-financière*“) beifügen und diese veröffentlichen, sobald sie die von Dekret festgelegten Schwellenwerte überschreiten (Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG).²⁵⁹

2.2.3.7 Regelmäßigkeit und Form der Berichterstattung

Um die Lesbarkeit und Vergleichbarkeit der Informationen zur Darstellung von ESG-Belangen zu gewährleisten²⁶⁰, hat der Gesetzgeber eine standardisierte Darstellung vorgeschrieben (Art. L. 533-22-1 Abs. 1 und 3 franz. Währungs- und FinanzG: „*selon une présentation type fixée par décret*“).²⁶¹ Diese Darstellung trägt den allgemeinen europäischen Vorgaben über die Information von Anlegern Rechnung (insbesondere der UCITS IV-Richtlinie). Die konkreten Vorgaben sind in Art. D. 533-16-1 II franz. Währungs- und FinanzG vorgesehen („*L'information relative aux critères sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance mentionnée à l'article L. 533-22-1 est présentée de la manière suivante*“).

Die Standarddarstellung lässt den Normadressaten einen gewissen Spielraum, der es ihnen erlaubt, ihre ESG-Politik zu kommunizieren.²⁶² Berufsverbände können ein Standardmodell vorschlagen. Einige haben dies bereits beispielsweise für Verwaltungsgesellschaften und Versicherungen getan.²⁶³

Art. L. 533-22-1 Abs. 1 und 3 franz. Währungs- und FinanzG verlangt zweierlei:

- ▶ eine jährliche Berichterstattung (beschränkt auf die Normadressaten mit Ausnahme von Verwaltungsgesellschaften, d.h. die institutionellen Investoren);
- ▶ die Zurverfügungstellung („*mettent à la disposition*“) für die Zeichner (Art. L. 533-22-1 Abs. 1 und 3 franz. Währungs- und FinanzG)

²⁵⁷ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>. Vgl. auch FCA, Climate Change and Green Finance, Discussion Paper 18/8, October 2018, Rn. 5.21.

²⁵⁸ Die Investoren haben Finanzinstrumente der Emittenten (Aktien, Anleihen, etc.) in ihrem Portfolio.

²⁵⁹ Siehe dazu bereits Abschnitt 2.2.2.3.

²⁶⁰ Riassetto, RD bancaire et financier, Nr. 5, Sept. 2010, 74, 75 f.

²⁶¹ Kerhuel/Lanois, Banque & Droit, Nr. 144, Juli-Aug. 2012, 3, 4.

²⁶² Bussière, Banque & Droit, Nr. 166, März-Apr. 2016, 82, 86.

²⁶³ FFA, « Article 173 : décryptage – Guide sur la loi de transition énergétique et son décret d'application », Dez. 2016, S. 31, verfügbar auf: <https://www.ffa-assurance.fr/content/article-173-decryptage-guide-sur-la-loi-de-transition-energetique-et-son-decret-application>.

Die Konkretisierungen sind in Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG erfolgt. Nach Art. D. 533-16-1 IV 2° franz. Währungs- und FinanzG gelten folgende Anforderungen für die **investorenbezogenen Informationen** gemäß Art. D. 533-16-1 II 1° franz. Währungs- und FinanzG:

- ▶ Grundsatz der übersichtlichen Darstellung („leicht identifizierbar“)
- ▶ Veröffentlichung der Informationen auf der Internetseite des Normadressaten
- ▶ jährliche Aktualisierungspflicht

Die Informationen müssen auf leicht erkennbare bzw. identifizierbare Weise (*„de façon aisément identifiable“*) auf der Internetseite dargestellt werden. Das Medium der Internetseite hat den Vorteil, dass die Information sofort zugänglich ist. Die Offenlegung ist kostengünstiger als eine Papierausgabe. Der identifizierbare Charakter kann z.B. aus einem Label oder einem Tab (Namenszeichen) etc. bestehen.

Art. D. 533-16-1 IV 3° franz. Währungs- und FinanzG sieht bezüglich der **portfoliobezogenen Informationen** gemäß Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG folgende Vorgaben vor:

- ▶ Veröffentlichung auf der Internetseite des Normadressaten bei jährlicher Aktualisierung, „gegebenenfalls pro OGAW oder AIF [...]“ (*„le cas échéant par OPCVM ou FIA [...]“*);²⁶⁴
- ▶ außerdem Veröffentlichung im „Jahresbericht“ (*„rapport annuel“*); Verwaltungsgesellschaften müssen diese Informationen im „Jahresbericht eines jeden verwalteten Fonds [...]“ präsentieren (*„Pour une société de gestion de portefeuille, ces informations sont présentées dans le rapport annuel de chaque organisme de placement collectif mentionné au 1° du I“*);
- ▶ diese Informationen können nach einem von einem Berufsverband entwickelten Kodex präsentiert werden (*„Ces informations peuvent être présentées selon un code élaboré par une association professionnelle“*). In diesem Fall muss der Normadressat „den angewendeten Kodex in der Präambel präzisieren“ (*„l’entité précise en préambule le code retenu“*).

Die Informationen über ESG-Belange müssen (mindestens) in den von Art. L. 533-22-1 Abs. 1 und 3 franz. Währungs- und FinanzG und Art. D. 533-16-1 franz. Währungs- und FinanzG genannten Medien erscheinen. Der Rückgriff auf den „Jahresbericht“ als Informationsmedium scheint von den bestehenden gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen inspiriert zu sein: Die Erklärungen zu ESG-Belangen müssen im Lagebericht (*rapport de gestion*) erfolgen (Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG).²⁶⁵

Schließlich soll noch darauf hingewiesen werden, dass gemäß Art. D. 533-16-1 IV 3° franz. Währungs- und FinanzG „diese Informationen nach einem von einem Berufsverband erstellten Kodex vorgelegt werden können. In diesem Fall präzisiert das Unternehmen in der Präambel den angewendeten Kodex“. Hintergrund dieser Regelung ist die praktische Bedeutung von Verhaltenskodizes für die ESG-Berichterstattung. So haben beispielsweise die AFG und die FIR für Verwaltungsgesellschaften den Transparenzkodex für öffentlich zugängliche SRI-Fonds erstellt, der durch ein Handbuch ergänzt wurde²⁶⁶.

Bezüglich der **portfoliobezogenen Informationen** gemäß Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG sieht Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG vor, dass die Integration von ESG-Belangen anhand von angemessenen bzw. einschlägigen (*„pertinent“*) Unterscheidungsmerkmalen in verschiedene Segmente unterteilt werden kann (*„Les entités ou les sociétés de gestion de portefeuille“*

²⁶⁴ „AIFs, die unter Artikel L. 214-26-1, Paragraph 6 des Unterabschnitts 2, Paragraph 2 und Unterparagraph 1 des Paragraphen 1 des Unterabschnitts 3 und des Unterabschnitts 4 des Abschnitts 2 des Kapitels IV des Titels 1 des Buches 2 fallen, unterliegen dieser Verpflichtung nicht, es sei denn, sie sind Gegenstand einer Mitteilung auf der Website der Vermögensverwaltungsgesellschaft“ (*„Ne sont pas soumis à cette obligation les FIA relevant de l’article L. 214-26-1, du paragraphe 6 de la sous-section 2, du paragraphe 2 et du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3 et de la sous-section 4 du de la section 2 du chapitre IV du titre Ier du livre II, sauf s’ils font l’objet d’une communication sur le site internet de la société de gestion de portefeuille“*).

²⁶⁵ Siehe dazu bereits Abschnitt 2.2.2.3.

²⁶⁶ Siehe dazu bereits Abschnitt 2.2.3.2.4.

peuvent, le cas échéant, procéder à des distinctions par activités, classe d'actifs, portefeuille d'investissement, émetteur, secteur ou par tout autre découpage pertinent). Vorgeschlagene Unterscheidungsmerkmale sind insbesondere Geschäftsbereiche, Anlageklassen, Anlageportfolio, Emittenten und Sektorzugehörigkeiten. Die Normadressaten, die von dieser Möglichkeit Gebrauch machen, müssen die Gründe für die Unterscheidungen bzw. die Segmentierung erläutern („*indiquent les raisons de ces distinctions*“). Auch können Verwaltungsgesellschaften ähnlich strukturierte Fonds gebündelt darstellen („*pour un ensemble de fonds présentant des caractéristiques analogues*“).

Eine solche auf die Besonderheiten der Normadressaten und ihrer Tätigkeiten abgestimmte Segmentierung verbessert die Genauigkeit der Berichterstattung und erleichtert die von Dritten vorgenommene Analyse.

Beispiel: Ein gemischtwirtschaftliches Versicherungsunternehmen (*organisme d'assurance mixte*) kann Investitionen in sein Sach- und Unfallversicherungsgeschäft von den Investitionen für das Leben- und Rentengeschäft unterscheiden. Die unterschiedlichen Laufzeiten, die mit diesen Aktivitäten verbunden sind, können Investitionspolitiken mit unterschiedlichen Logiken bedingen. In ähnlicher Weise kann ein Unternehmen bei seiner Analyse auch die Investitionen, für die es die volle Kontrolle hat, von denen unterscheiden, die von der Wahl Dritter abhängig sind.²⁶⁷

Die Informationen gem. Art. D. 533-16-1 II 2° und 3° franz. Währungs- und FinanzG (portfoliobezogene Informationen) „können konzernweit in zusammengefasster Form von der Konzernmutter, die mit der Aufstellung des konsolidierten oder kombinierten Abschlusses beauftragt ist, dargestellt werden“ (Art. D. 533-16-1 IV 4° franz. Währungs- und FinanzG: Konzerndarstellung).

2.2.3.8 Diskussion und Kritik in den Rechtswissenschaften

Nach Meinung einiger Autoren ist der Inhalt der Berichtspflicht verbesserungsfähig. Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG bestimmt, dass die Unternehmen anzugeben haben, wie sie die ESG-Kriterien anwenden. Allerdings sei bei der durch Dekret festgelegten Darstellung „die Messlatte oft nicht sehr hoch angesetzt“, und es fehle an klaren und exakten bzw. detaillierten Anweisungen zur konkreten Umsetzung. Die Begriffe seien zu allgemein und nicht präzise genug verfasst und erlaubten den Zeichnern nicht, die Art und Weise der Auswahl von Investitionen und Emittenten zu verstehen.

Darüber hinaus wird vereinzelt kritisiert, dass die vom Gesetzgeber aufgezählten Kriterien – Sozial, Umwelt und Unternehmensführung – auf die Einhaltung der ESG-Ziele beschränkt seien.²⁶⁸ Es würden „religiöse“ bzw. glaubensgebundene Kriterien („*faith-based*“), die dem Funktionieren religiöser Investmentfonds wie z.B. islamischen Fonds²⁶⁹ zugrunde liegen, außer Acht gelassen. Bei einer weiten Konzeption des Ethikbegriffs wären sie von der Berichterstattungspflicht erfasst.²⁷⁰ Zwar sind ein Umweltgesetz und das vorherrschende Modell kommerzieller Unternehmen nicht die idealen Rahmenbedingungen für ein offenes Nachdenken über einen größeren Anwendungsbereich. Aber vielleicht wäre es, nach Ansicht einiger Autoren, besser gewesen, auf eine verständlichere Formel zurückzugreifen, z.B. eine solche die auf „nicht-finanzielle Kriterien, insbesondere soziale, ökologische, Unternehmensführung und ethische Kriterien“ abzielt²⁷¹. Eine Verordnung könnte dann klarstellen, wie diese Kriterien genau umgesetzt werden sollten, was für die Wirksamkeit der Berichtspflichten wesentlich wäre.

Der Bericht von *Sylvie Lemmet* und *Pierre Ducret* zur französischen Strategie der Green Finance schlägt vor, die von der *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure* (TCFD) formulierten Empfehlungen zu Berichtspflichten von Investoren aufzugreifen, die Berichtspflicht auf die französische Zentralbank

²⁶⁷ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²⁶⁸ *Riassetto*, RD bancaire et financier, Nr. 5, Sept. 2010, 74, 76.

²⁶⁹ *Riassetto*, in: Le Dolly (Hrsg.), Les concepts émergents en droit des affaires, S. 163.

²⁷⁰ *Riassetto*, RD bancaire et financier, Nr. 5, Sept. 2010, 74, 76.

²⁷¹ *Riassetto*, RD bancaire et financier, Nr. 5, Sept. 2010, 74, 76.

(*Banque de France*) auszuweiten, das Klimarisiko von Aktienindizes erkennbar zu machen sowie die Form der Berichterstattung zu verbessern.²⁷²

2.2.3.9 Kontrolle/Aufsicht

Art. L. 225-102-1 franz. HandelsG sieht, wie bereits erwähnt, einen Mechanismus zur Überprüfung der sozialen und umweltbezogenen Informationen durch eine unabhängigen Dritten vor, die Bestimmungen über die Berichterstattung von Investoren nach dem franz. Währungs- und Finanzgesetzbuch dagegen nicht. Dies wirft die Frage auf, wie sichergestellt wird, dass die Berichte über ESG-Belange der Investoren und ihrer Portfolien richtig und auch aussagekräftig (Qualität der Informationen) sind.

Die Aufsicht über die Normadressaten erfolgt nach allgemeinen Regeln. Die zuständige Aufsichtsbehörde hat, wie bei jeder aufsichtsrechtlichen Bestimmung des Währungs- und Finanzgesetzbuchs, auf die konforme Anwendung der Anforderungen des Gesetzbuchs zu achten bzw. dies sicherzustellen.²⁷³ So ist beispielsweise die AMF für Verwaltungsgesellschaften zuständig und die *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR) für die Genehmigung und Überwachung von Banken, Versicherungsgesellschaften und deren Finanzvermittler.

Die teilweise abstrakt konzipierten Berichterstattungspflichten geben Anlass, die Qualität und Zuverlässigkeit der veröffentlichten Informationen kritisch zu hinterfragen. Aus der publik gewordenen Aufsichtspraxis sind aber keine Fälle bekanntgeworden, in denen die Aufsichtsbehörden die Verletzung investoren- und portfoliobezogener Pflichten geltend gemacht hätten. Daraus kann freilich nicht der Schluss gezogen werden, dass die Regeln vollständig eingehalten werden. Wir haben daher für dieses Forschungsprojekt beispielhaft zehn Berichte qualitativ analysiert.²⁷⁴

2.2.3.10 Sanktionen

Verhaltenskodizes sind Formen einer privaten Regulierung, ihre Nichteinhaltung führt grundsätzlich nicht zu einer gerichtlichen Sanktion. Stattdessen operieren die Kodizes mit Reputationsmechanismen, die ausreichend sein können, um die Adressaten zur Einhaltung der freiwilligen Verhaltensregeln zu bewegen,²⁷⁵ zumal sich mit einem Reputationsverlust auch finanzielle Risiken verbinden können.²⁷⁶ Bei den spezifischen Berichterstattungspflichten handelt es sich allerdings, trotz des *Report-or-explain*-Mechanismus, um gesetzliche Verpflichtungen über ESG-Belange. Es wäre daher rechtssystematisch zulässig, Sanktionen gesetzlich anzuordnen. Art. L. 533-22-1 franz. Währungs- und FinanzG sieht allerdings keine speziellen Sanktionen im Falle einer fehlerhaften Berichterstattung vor. Dies gilt sowohl für den Fall, dass ein Investor keine Angaben zu einer Kategorie macht, als auch für den Fall, dass er ungenaue bzw. unrichtige Angaben macht. Auch wenn keine speziellen gesetzlichen Sanktionen bestehen, sind zumindest die allgemeinen Regeln anwendbar.²⁷⁷ Dies soll hier für Verwaltungsgesellschaften dargelegt werden.

2.2.3.10.1 Befugnisse der AMF

Nach Art. L. 621-18 franz. Währungs- und FinanzG stellt die AMF sicher, dass Emittenten, deren Finanztitel auf geregelten Märkten (oder auf einem organisierten multilateralen Handelssystem, *système multilatéral de négociation organisé*) gehandelt werden, den gesetzlich vorgeschriebenen Informati-

²⁷² Lemmet/Ducret, Pour une stratégie française de la finance verte, Rapport à Nicolas Hulot et Bruno Le Maire, Dez. 2017, S. 39 f.

²⁷³ Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

²⁷⁴ Siehe unten Abschnitt 2.2.4.

²⁷⁵ Mercier, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 414.

²⁷⁶ Mercier, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 414.

²⁷⁷ Mercier, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 415. Siehe auch Tchotourian, RD bancaire et fin., Mai 2011, Nr. 3, étude 21, Rn. 13.

onspflichten nachkommen. Bei Verstößen gegen diese Pflichten kann die AMF die Emittenten zu richtigstellenden oder ergänzenden Veröffentlichungen auffordern; wenn sie dieser Aufforderung nicht nachkommen, kann die AMF die Publikationen auch selbst vornehmen.²⁷⁸

Der Sanktionsausschuss der AMF (*Commission des sanctions de l'AMF*) kann gegen einen Vermögensverwalter (Verwaltungsgesellschaft oder die Manager der selbstverwalteten SICAV, Art. L. 621-9 franz. Währungs- und FinanzG) finanzielle und/oder disziplinarrechtliche Sanktionen wegen Verletzung einer Wohlverhaltensregel (*règle de bonne conduite*)²⁷⁹ oder Verbreitung falscher Informationen (Art. L. 621-15 franz. Währungs- und FinanzG) verhängen. Im äußersten Fall kann es zum Entzug der Zulassung der Verwaltungsgesellschaft oder des Investmentfonds (*fonds commun de placement*, FCP) kommen (Art. L. 214-3 II franz. Währungs- und FinanzG). Darüber hinaus kann die AMF nach Art. L. 621-13-9 franz. Währungs- und FinanzG „eine öffentliche Erklärung abgeben, in der die für einen Verstoß gegen europäische Verordnungen, Gesetze, Durchführungsverordnungen oder von der AMF genehmigte berufsständische Regelungen verantwortliche Person sowie die Natur des Verstoßes erwähnt wird“ („*faire une déclaration publique mentionnant toute personne responsable d'un manquement aux règlements européens, lois, règlements ou règles professionnelles approuvés par l'Autorité des marchés financiers et la nature de ce dernier*“). Dieses „*naming and shaming*“ wird in Frankreich als sehr effektiv betrachtet. Im Falle der Verbreitung falscher Informationen kann die AMF sogar eine öffentliche Erklärung abgeben, in der die Identität der betroffenen natürlichen oder juristischen Person sowie die Art des Verstoßes bezeichnet werden (Art. L. 621-14 I franz. Währungs- und FinanzG).

2.2.3.10.2 Strafrechtliche Sanktionen

Art. L. 465-3-2 franz. Währungs- und FinanzG stellt die Verbreitung (kapitalmarktbezogener) Falschinformationen (*diffusion de fausse information*) unter Strafe.²⁸⁰ Eine vergleichbare Strafvorschrift findet sich im Rechnungslegungsrecht (Art. L. 242-6 franz. HandelsG über die unrichtige Darstellung von Unternehmensabschlüssen in Aktiengesellschaften).

2.2.3.10.3 Zivilrechtliche Rechtsbehelfe

Die Rechtsverhältnisse bei Investmentfonds werden auch durch das allgemeine Gesellschaftsrecht determiniert.²⁸¹ Die SICAV und die Verwaltungsgesellschaft sind gesellschaftsrechtliche Strukturen. Ferner ist zu berücksichtigen, dass die Informationen über die Berücksichtigung nicht-finanzieller Kriterien im Jahresbericht offenzulegen sind. Im vorliegenden Zusammenhang ist von Interesse, dass die Zeichner die Manager der SICAV oder der Verwaltungsgesellschaft (die als Aktiengesellschaft gegründet wurde) strafrechtlich (Art. L. 242-8 und L. 242-10 franz. HandelsG: Nichterstellung des Jahresabschlusses und des Lageberichts (*rapport de gestion*)) und zivilrechtlich (Art. L. 225-251 ff. franz. HandelsG: Verstöße gegen Gesetze oder Verordnungen) verantwortlich machen können.²⁸²

Die Anwendung des Verbraucherrechts wird in der Literatur ebenfalls für möglich gehalten. So verbietet Art. L. 121-1 franz. VerbraucherG (*Code de la consommation*) irreführende Geschäftspraktiken (*pratique commerciale trompeuse*)²⁸³, die auf falschen oder irreführenden Behauptungen, Hinweisen oder Darstellungen beruhen.²⁸⁴ Beispielsweise können im Falle einer falschen oder unlauteren Werbung des Vermögensverwalters, die den Zeichnern die soziale Verantwortlichkeit eines Fonds glaubhaft machen möchte, Sanktionen sowohl auf zivilrechtlicher (auf der Grundlage insbesondere von Täuschung (*dol*) oder Irrtum (*erreur*) über wesentliche Eigenschaften (*qualité essentielle*), die gemäß Art.

²⁷⁸ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 2.2.2.6.2.

²⁷⁹ Vgl. *Storck*, in: JCl. Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2210, Rn. 75 f.

²⁸⁰ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 2.2.2.6.3.

²⁸¹ *Tchotourian*, RD bancaire et fin., Mai 2011, Nr. 3, étude 21, Rn. 13.

²⁸² *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 415.

²⁸³ *Riassetto*, RD bancaire et fin., Nr. 5, Sept. 2010, 74, 76

²⁸⁴ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 2.2.2.6.1.

1131 franz. ZivilG zur Nichtigkeit des Vertrages führen („*Les vices du consentement sont une cause de nullité relative du contrat.*“) als auch auf strafrechtlicher Ebene (Art. L. 213-1 franz. VerbraucherG²⁸⁵) verhängt werden.²⁸⁶ So könnte beispielsweise ein Fonds, der behauptet, ein Qualitätssiegel zu führen, ohne dafür die erforderliche Genehmigung erhalten zu haben, wegen irreführender Geschäftspraktiken im Sinne von Art. L. 121-1 franz. VerbraucherG bestraft werden.²⁸⁷

Zeichner, die hinsichtlich der Qualität der Aktien/Geschäftsanteile getäuscht wurden, können die Annullierung der Zeichnung wegen Willensmangels (*vice du consentement*) verlangen, wenn die allgemeinen zivilrechtlichen Bedingungen erfüllt sind (Art. 1130, 1137 ff. franz. ZivilG).²⁸⁸ Es gelten ferner die allgemeinen Regeln zur zivilrechtlichen Haftung.²⁸⁹ Schließlich besteht die Möglichkeit einer Klage durch den Verwahrer auf Abberufung der Manager der Verwaltungsgesellschaft (Art. L. 231-6 III franz. Währungs- und FinanzG).²⁹⁰

Die Verwahrstelle (*dépositaire*) haftet gegenüber den OGAW und Anteilsinhabern (oder Aktionären) der OGAW für jeden „Verlust, der aufgrund ihrer Fahrlässigkeit oder der vorsätzlichen schlechten Erfüllung ihrer Verpflichtungen entstanden ist“ („*perte résultant de sa négligence ou de la mauvaise exécution intentionnelle de ses obligations*“), Art. L. 214-11 IV franz. Währungs- und FinanzG. Schließlich kann der Abschlussprüfer eines OGAW haftbar gemacht werden, und die Anteilsinhaber haben die Befugnis, gegen ihn einen Antrag auf Ablehnung aus wichtigem Grund einzureichen oder seine Enthebung (*relèvement*) im Falle eines Fehlers oder Hindernisses zu beantragen (Art. L. 214-8-6 III franz. Währungs- und FinanzG; Art. L. 823-6 und L. 823-7 franz. Währungs- und FinanzG). Er macht sich strafbar, wenn er irreführende Informationen über die Situation des Investmentfonds (FCP) gibt oder solche bestätigt (Art. L. 231-4 II franz. Währungs- und FinanzG).

2.2.3.11 Verfassungs- und europarechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht

In Frankreich hat nur der Verfassungsrat die Kompetenz, die Verfassungswidrigkeit eines Gesetzes festzustellen. Frankreich folgt dem sog. Trennungsmodell (auch Modell der konzentrierten bzw. spezialisierten Verfassungsgerichtsbarkeit genannt). Anders als Deutschland besteht sowohl eine *ex-ante*- als auch eine *ex-post*-verfassungsgerichtliche Kontrolle von Gesetzen.

Gemäß Art. 61 Abs. 2 der französischen Verfassung können der Präsident der Republik, der Premierminister, die Präsidenten beider Kammern des Parlaments sowie sechzig Parlamentsmitglieder (sechzig Mitglieder der Assemblée nationale oder sechzig Mitglieder des Senats) die Verfassungsmäßigkeit einer Rechtsnorm vom Verfassungsrat überprüfen lassen (sog. abstrakte Normenkontrolle). Dabei handelt es sich um eine *a-priori*-Kontrolle der Verfassungsmäßigkeit, welche vor dem Inkrafttreten des betroffenen Gesetzes erfolgt.

Die Verfassungsreform vom 23. Juli 2008 führte eine Normenkontrolle *a posteriori* in der Form einer sog. vorrangigen Verfassungsfrage (*question prioritaire de constitutionnalité*, QPC) ein (Art. 61-1 franz. Verfassung), welche dem Verfassungsrat von dem zur Entscheidung über den Rechtsstreit berufenen Richter im Rahmen eines gegebenen Rechtsstreites vorgelegt wird (sog. konkrete Normenkontrolle). Dabei werden die unzulässigen Vorabentscheidungsersuche vom höchsten Gericht der jeweiligen Gerichtsbarkeit „herausgefiltert“, dh. die Vorabentscheidungsersuche dürfen erst nach Überprüfung durch das jeweilige höchste Gericht vorgelegt werden.

²⁸⁵ Max. zwei Jahre Freiheitsstrafe und 300.000 Euro Geldstrafe.

²⁸⁶ *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 415; *Brunengo-Basso*, Journ. des sociétés, Nr. 87, Mai 2011, 55.

²⁸⁷ *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 415.

²⁸⁸ Ähnlich Cass. com., 15. Sept. 2009, Banque et droit, Nov.-Dez. 2009, 43, Anm. *Vauplane/Daigre/Saint-Mars/Bornet*; siehe auch *Riassetto*, RD bancaire et fin., Nr. 5, Sept. 2010, 74, 76.

²⁸⁹ Siehe beispielsweise *Germain*, Banque & Droit, Nr. 70, März 2000, 15 ff.

²⁹⁰ *Mercier*, Bull. Joly Bourse, Sept. 2014, 410, 414 f.

Der franz. Verfassungsrat wurde von mehr als sechzig Abgeordneten und mehr als sechzig Senatoren bezüglich des EnergiewendeG für grünes Wachstum angerufen. Während die Senatoren das Verfahren zur Verabschiedung dieses Gesetzes beanstandeten, trugen die Abgeordneten nicht nur eine verfahrensrechtliche Beschwerde vor, sondern kritisierten auch einzelne Bestimmungen der Art. 1, 6, 44, 73, 83, 91, 139, 173 und 187 dieses Gesetzes.

Die Abgeordneten machten u.a. geltend, dass Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum gegen die Bestimmungen der Solvabilität II-Richtlinie verstoße und die durch die französische Verfassung geschützte unternehmerische Freiheit (*liberté d'entreprendre*) übermäßig beeinträchtige. Insbesondere kritisierten sie den sich aus den Berichts- und Rechtfertigungspflichten ergebenden übermäßigen Eingriff (*atteinte excessive*) in die unternehmerische Freiheit. Sie waren ferner der Ansicht, dass diese Bestimmungen mit dem Unionsrecht unvereinbar seien, insbesondere nicht mit der Investitionsfreiheit, die Versicherungsunternehmen durch die Richtlinie 2009/138/EG vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II-Richtlinie) garantiert werde.

Die Solvabilität II-Richtlinie sieht einen speziellen Rechtsrahmen für Versicherungsunternehmen vor. Diese müssen sicherstellen, dass das den Investitionen innewohnende Risiko wirtschaftlich und rechtlich tragfähig ist, die Vermögenswerte entsprechend ihrer Verbindlichkeiten verwalten und in der Lage sein, künftigen ungewissen Verpflichtungen nachzukommen. Folglich haben sie das Ausfallrisiko aller Gegenparteien zu berücksichtigen, wiederkehrende Erträge zu suchen und müssen bei Investitionsentscheidungen vorsichtig sein, um in der Lage zu bleiben, ihre Verpflichtungen zu erfüllen.

Die Solvabilität II-Richtlinie bestimmt die Investitionsfreiheit als Grundprinzip und überlässt die Investitionsentscheidungen der Verantwortung jedes Versicherungsunternehmens, ohne vorherige Genehmigung oder systematische Benachrichtigung. Entsprechend führt die Solvabilität II-Richtlinie den Grundsatz der Vorsicht für Versicherer ein, die in Vermögenswerte investieren müssen, die sie im Hinblick auf die Einhaltung ihrer aufsichtsrechtlichen Anforderungen auch verstehen, kontrollieren und bewerten können. Die Vermögenswerte müssen im Interesse der Versicherten und Begünstigten in einer Weise angelegt werden, die der Art und Dauer der Verpflichtungen angemessen ist.²⁹¹

Die französische Regierung vertrat in ihrer Stellungnahme²⁹² die Ansicht, dass Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum (wie auch das gesamte Gesetz) in Einklang mit der Verfassung stehe und auch nicht gegen die Bestimmungen der Solvabilität II-Richtlinie verstoße. Sie argumentierte, dass Art. 133 der Richtlinie es den Mitgliedstaaten verbiete, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen zu verpflichten, in bestimmte Anlageklassen zu investieren oder ihre Anlageentscheidungen einer systematischen Mitteilungspflicht zu unterwerfen, was nicht Gegenstand von Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum sei. Diese Bestimmung beschränkt sich darauf, dass institutionelle Anleger (einschließlich Versicherungsgesellschaften) verpflichtet werden, ihre Zeichner darüber zu informieren, wie sie in ihrer Anlagepolitik ESG-Belange berücksichtigen und welche Mittel eingesetzt werden, um zur Nachhaltigkeitswende beizutragen. Sie verlangt keine Investition in eine bestimmte Anlageklasse oder die Mitteilung über Anlageentscheidungen. Art. 173 VI halte diese Investoren lediglich an, bessere Informationen über die Risiken im Zusammenhang mit Klimafragen zu liefern. Eine solche Informationspflicht beeinträchtige die unternehmerische Freiheit nicht.

Der Verfassungsrat folgte der Regierung in seiner Entscheidung Nr. 2015-718 vom 13. August 2015 der Regierung (Entscheidungsgründe Nr. 47 bis 50):²⁹³

²⁹¹ Die Solvabilität II-Richtlinie wurde durch die Verordnung Nr. 2015-738 vom 2. April 2015 in französisches Recht umgesetzt.

²⁹² JORF Nr. 0189 vom 18. Aug. 2015, S. 14390, Text Nr. 7.

²⁹³ Conseil Constitutionnel, Entscheidung Nr. 2015-718 vom 13. Aug. 2015, JORF n° 0189 vom 18. Aug. 2015, S. 14381 Text-Nr. 6.

- 49. In Erwägung dessen, erstens, dass sich die beanstandeten Bestimmungen nur auf Informationen beziehen, die in den Jahresberichten enthalten sein müssen und die den Zeichnern der oben genannten Unternehmen zur Verfügung gestellt werden müssen; dass eine solche Informationspflicht als solche die unternehmerische Freiheit nicht missachten kann (*„qu’une telle obligation d’information ne saurait, en elle-même, méconnaître la liberté d’entreprendre“*);
- 50. In Erwägung dessen, zweitens, dass die beanstandeten Bestimmungen nicht zur Umsetzung einer europäischen Richtlinie bestimmt sind (*„n’ont pas pour objet de transposer une directive européenne“*); dass folglich der Einwand der Verletzung des Art. 88-1 der Verfassung irrelevant ist (*„le grief tiré de la méconnaissance de l’article 88-1 de la Constitution est inopérant“*).“

In der Literatur wurden diese Fragen nicht eingehend thematisiert.²⁹⁴

2.2.4 Praxis der finanzmarktrechtlichen Berichterstattung

Für eine rechtsvergleichend geführte Reformdiskussion ist nicht nur die Dogmatik, Systematik und Funktion des Regelungsvorbilds von Bedeutung. Es ist auch von Interesse, wie die Offenlegungspflichten in der Praxis gehandhabt werden. Für diesen „Praxistest“ wurden zehn exemplarisch ausgewählte Berichte analysiert, die von institutionellen Anlegern und Verwaltungsgesellschaften zur Erfüllung der Berichterstattungspflicht gem. Art. 173 VI EnergiewendeG für grünes Wachstum erstattet wurden.²⁹⁵ Diese Berichte wurden bereits von *Ernst&Young* in einer Studie über die Erfüllung der Berichterstattungspflichten ausgewertet.²⁹⁶ Da die Studie keinen rechtswissenschaftlichen Anspruch reklamiert und einige Grundsatzfragen nicht erörtert, wurden 10 von 23 in der Studie behandelten Berichte detailliert mit Blick auf vier Forschungsfragen betrachtet: (1) Sind die Berichte strukturell vergleichbar? (2) Werden externe Dokumente einbezogen? (3) Werden die Angaben in den Berichten vollständig gemacht? (4) Wie hoch ist der Aussagegehalt der Angaben?

Vor allem die beiden letzten Fragen können nicht abschließend beantwortet werden. Dies liegt zum einen daran, dass die gesetzlichen Offenlegungspflichten gewisse Interpretationsspielräume aufweisen. Zum anderen erlauben die in den Berichten erfolgten Angaben nicht immer eindeutige Schlussfolgerungen. Ob ein Investor mit einer bestimmten Aussage die Pflicht zur Offenlegung bestimmter Aspekte bereits vollständig oder nur teilweise erfüllt hat, hängt auch vom (gesetzlich nicht vorgegebenen) Bewertungsmaßstab ab. Es werden daher im Folgenden zu Beginn jedes Abschnitts die wesentlichen Aspekte dargelegt, die zur Beurteilung der Vollständigkeit der Berichte und deren Aussagekraft zugrunde gelegt wurden.

2.2.4.1 Strukturelle Vergleichbarkeit der Berichte

Die in Tabelle 1 illustrierte Auswertung unterscheidet die Vergleichbarkeit der Berichte in dreifacher Hinsicht danach, ob der Bericht der Struktur des Art. D.533-16-1 des *code monétaire et financier*²⁹⁷ explizit folgt (Spalte 1), ob sich die Struktur des Berichts an der normativen Vorgabe orientiert (Spalte 2) oder ob die Ausführungen des Berichts ohne Orientierung an der Struktur des Dekrets erfolgen (Spalte 3).

Während drei von zehn Berichten sich nicht an der Struktur des Dekrets orientieren, ist dies bei vier der untersuchten Berichte gelegentlich der Fall. Dabei handelt es sich zum einen um Berichte, deren Überschriften den in Art. D. 533-16-1 aufgeführten Erklärungstatbeständen ähneln. Zum anderen werden Berichte erfasst, die zwar einen ausdrücklichen Bezug zu dem Dekret herstellen, dies aber nur

²⁹⁴ *Méthivier*, RFD const., Nr. 106, Juni 2016, 473 ff.; *Lormeteau*, Constitutions, Nr. 2015-4, Okt.-Dez. 2015, 607 ff.

²⁹⁵ Die ausgewerteten Berichte stammen von: AG2R la Mondiale; Allianz France; BNP Asset Management; Edmond de Rothschild Asset Management; Generali France; Groupama; IRCANTEC; MAIF; ERAFP; Sycomore Asset Management.

²⁹⁶ *Delérable/Gazzo/Perez (Ernst&Young)*, How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017.

²⁹⁷ Im Folgenden wird die Gesetzesbezeichnung nicht fortgeführt.

abstrakt, so dass die gewählte Struktur letztendlich keinen Mehrwert für die Vergleichbarkeit der Berichte und für die Nachvollziehbarkeit der erfüllten Erklärungstatbestände hat. Drei der zehn ausgewerteten Berichte ordnen ihre Angaben ausdrücklich normativen Erklärungstatbeständen zu.

Innerhalb der drei gebildeten Kategorien variieren die strukturellen Gestaltungen wiederum, was in der unten stehenden Tabelle (Tabelle 1) nur ungenügend zum Ausdruck gebracht werden kann. So unterscheidet sich die Struktur der Berichte in Spalte 1 von Tabelle 1 dahingehend, ob der Bericht bereits die Erklärungen entsprechend dem normativen Vorbild anordnet, oder ob der Bericht den Konnex zu dem Gesetz im Anhang des Berichts mittels einer Entsprechungsliste herstellt. Es besteht keine standardisierte Struktur der Entsprechungsliste, sodass Erklärungstatbestände in der Liste zusammengefasst werden und in der Reihenfolge von dem gesetzlichen Vorbild abweichen. Demnach sind die Berichte selbst im Falle der Zuordnung zur Spalte 1 in Tabelle 1 strukturell nur eingeschränkt vergleichbar. Die angehängten Entsprechungslisten erleichtern jedoch die Nachvollziehbarkeit, welche Erklärungspflichten der Berichterstattungspflichtige mittels welcher Aussagen erfüllen will. Dieser Aspekt ist insbesondere aufgrund der vielfältigen Auslegungsmöglichkeiten der Angaben von nicht zu vernachlässigender Bedeutung.

Die Bedeutung der Nachvollziehbarkeit wird im Kontext der Begründung unterbliebener Erklärungen deutlich. Obwohl das Gesetz den *report-or-explain*-Ansatz verfolgt und die hier vorgenommene Auswertung zu dem Schluss kommt, dass keiner der Berichte Angaben zu sämtlichen Erklärungstatbeständen macht,²⁹⁸ finden sich in lediglich der Hälfte der Berichte Begründungen zu den unterbliebenen Erklärungen und auch in diesen Fällen erfolgt die Begründung nur sporadisch.

Die Orientierung der Struktur des Berichts an den gesetzlichen Erklärungstatbeständen in Form einer Anlehnung der Überschriften an den Gesetzeswortlaut vermag zwar grundsätzlich einen ebenso hohen Vergleichbarkeitsgrad herzustellen, wie ein direkter Verweis auf die Norm. Allerdings zeigen die der Spalte 2 von Tabelle 1 zugeordneten Berichte, dass der Vergleichsgrad sinkt, sobald in dem Bericht zusätzlich nicht in dem Wortlaut des Gesetzes enthaltene Überschriften oder Erklärungstatbestände aufgenommen werden oder wenn die Überschriften den Wortlaut der gesetzlichen Vorgabe nicht eins-zu-eins wiedergeben.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich hinsichtlich der strukturellen Gestaltung der Berichte ein disparates Bild ergibt, was der Vergleichbarkeit der Berichte abträglich ist.

Tabelle 1: Strukturelle Vergleichbarkeit der Berichte

Gliederung anhand des normativen Vorbilds	Orientierung an dem normativen Vorbild	Allgemeine Ausführungen ohne Orientierung an dem normativen Vorbild
30%	40%	30%

2.2.4.2 Einbeziehung externer Dokumente (*incorporation by reference*)

Von den ausgewerteten Berichten verweisen 90% auf weitere Dokumente und Erklärungen. Die Genauigkeit der Verweise divergiert erheblich. Neben Verweisen auf Dokumente, deren Inhalt explizit einen der in Art. D. 533-16-1 geforderten Erklärungstatbestände behandelt (spezifischer Verweis), finden sich Verweise auf Dokumente, die die relevante Angabe unter anderen Angaben enthalten. Die letzteren Verweise sind danach zu unterteilen, ob der Verweis auf die relevante Angabe in dem externen Dokument eindeutig ist (weniger spezifischer Verweis) oder ob der Bericht die Fundstelle der Angabe in dem externen Dokument nicht präzisiert (unspezifischer Verweis).

²⁹⁸ Siehe unten Tabelle 2.

Ein Großteil – 80 % – der Bericht enthält unspezifische Verweise, wobei diese Berichte teilweise auch weniger spezifische oder spezifische Verweise enthalten. Allerdings enthält nur 30 % aller Berichte spezifische Verweise. Die Verweisgenauigkeit kann also selbst innerhalb eines Berichts variieren. Besondere Erwähnung verdient in dieser Hinsicht der Bericht der *Edmond de Rothschild Asset Management*-Gesellschaft, der einerseits spezifisch auf bestimmte Passagen in externen Dokumenten verweist, andererseits im Rahmen der portfoliobezogenen Erklärungspflichten in allgemeiner Manier auf eine Liste verschiedener Dokumente hinweist. Die Dokumente, die der Bericht referenziert, bestehen jedoch nicht für alle von der Gesellschaft verwalteten Fonds. Derart unspezifische Verweise, die nicht in Zusammenhang mit einer Erklärung stehen, bleiben im Rahmen dieser Auswertung unberücksichtigt.

2.2.4.3 Vollständigkeit der Angaben

2.2.4.3.1 Maßstab der Auswertung

Der Auswertung liegt das Leitbild eines durchschnittlichen bzw. verständigen Anlegers als Erklärungsadressaten zugrunde. Der BGH versteht darunter einen „Anleger, der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht“²⁹⁹.

Um den vielfältigen Auslegungsmöglichkeiten allgemeiner Aussagen in den Berichten Rechnung zu tragen, wird bei der Beurteilung, ob die Angaben vollständig erfolgt sind, ein großzügiger Auslegungsmaßstab angewendet. Dies bedeutet, dass nicht nur ausdrückliche Erklärungen zu einem bestimmten Aspekt als getätigte Angabe angesehen werden, sondern auch solche, die aus einer Angabe abgeleitet werden können (implizite Erklärungen). So werden bspw. Angaben zur Zusammenarbeit des Berichtserstattungspflichtigen mit Agenturen, die nicht-finanzielle Ratings erstellen, zugleich als eine Angabe zur Nutzung von nicht-finanziellen Informationen gem. Art. D. 533-16-1 III 2° 1. Spiegelstr. behandelt. In Konformität mit dem gesetzgeberischen Verständnis³⁰⁰ werden überdies Angaben zu einem Referenzszenario, wie einem 2°-Szenario, als Angabe zu Art. D. 533-16-1 III 3° a) 2. Spiegelstr. sowie zu Art. D. 533-16-1 III 4° a) betrachtet.

Ferner geht diese Auswertung von einem weiten tatbestandlichen Verständnis des Dekrets aus. Bezüglich der Erklärungspflicht aus Art. D.533-16-1 III 1° b) i. wird es bereits als ausreichend angesehen, wenn festgestellt wird, dass die im Gesetz genannten Risiken berücksichtigt wurden, ohne dass diese konkret benannt werden. Auch wird jede Erklärung zur Stimmrechtspolitik als Angabe i.S.d. Art. D.533-16-1 II 2° d) ii) 2. Spiegelstr. begriffen. Eine Verknüpfung der Stimmrechtsausübung mit ESG-Belangen wird nicht als erforderlich angesehen. Trotz des weiten tatbestandlichen Verständnisses können aber Angaben, die sich in der allgemeinen Beschreibung der Zielsetzung der Nachhaltigkeitspolitik erschöpfen, nicht als Angabe eines Grundes i.S.v. Art. D. 533-16-1 III 1° a) verstanden werden. Eine Erklärung i.S.d. Tatbestands erfordert eine Verknüpfung der allgemeinen Zielsetzung mit den Evaluationskriterien, jedoch ohne dass zu den Kriterien im Einzelnen Stellung bezogen werden muss.

Ein weites Verständnis der gesetzlichen Tatbestände kann zur Folge haben, dass einzelne Tatbestände (teilweise) übereinstimmen. Das Tatbestandsmerkmal des „Beitrags zur Erreichung der Klimaziele und zur Energiewende“ findet sich bspw. sowohl in Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii als auch in Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. sowie in Art. D. 533-16-1 III 4° wieder. Aufgrund der höheren Spezifität des Art. D. 533-16-1 III 4° a) stellen Erklärungen zu diesem Tatbestand ebenfalls solche zu den Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. dar. Im umgekehrten Verhältnis gilt dies

²⁹⁹ BGH, Urt. v. 12.7.1982, NJW 1982 2823 (2824) – BuM.

³⁰⁰ Vgl. Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, S. 3, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

jedoch nicht, da Art. D. 533-16-1 III 4° a) die Beschreibung eines Evaluationsprozesses erfordert, wohingegen für Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. die Angabe von Bewertungsergebnissen genügt.

Gleiches gilt für das Verhältnis von Angaben zu „grünen“ Investitionen i.S.d. Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr. zu Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. Trotz Einschränkungen der Aussagekraft „grüner“ Investitionen über den Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende mangels einer einheitlichen Definition, was unter „grüner“ Anlagen zu verstehen ist,³⁰¹ liegt nach dem Verständnis dieser Auswertung in Angaben zu „grünen“ Investitionen zugleich eine Angabe i.S.d. Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. Dieses Verständnis entspricht der gesetzgeberischen Intention.³⁰² Eine genauere Abgrenzung zwischen den Erklärungen erfolgt später, wenn die Aussagekraft der Angaben beurteilt wird.

Die (nach dem Wortlaut) sehr ähnlichen Tatbestände gem. Art. D. 533-16-1 II 2° d) i) und Art. D. 533-16-1 III 4° c) werden bereits hier (bei der Beurteilung der Vollständigkeit der Angaben) differenziert ausgelegt. Der Tatbestand des Art. D. 533-16-1 II 2° d) i) betrifft die Berücksichtigung sämtlicher ESG-relevanter Belange in der Investitionspolitik und Desinvestitionspolitik. Dagegen wird der Tatbestand des Art. D. 533-16-1 III 4° c) enger verstanden, sodass nur solche Angaben den Erklärungsstatbestand erfüllen, die sich auf eine Investitions- oder Desinvestitionsmaßnahme beziehen, die nach einer Evaluation des Portfoliobestands i.S.d. Art. D. 533-16-1 III 4° a), auf den sich der Erklärungsstatbestand ausdrücklich bezieht, vorgenommen werden sollen. Für keine der beiden Erklärungsstatbestände aus Art. D. 533-16-1 II 2° d) i) und Art. D. 533-16-1 III 4° c) wird eine Erklärung zu in der Vergangenheit liegenden Investitionsanpassungen verlangt, um der noch jungen Entwicklung von ESG-Analysen und hieran orientierten Investitionsstrategien Rechnung zu tragen.

2.2.4.3.2 Auswertung

2.2.4.3.2.1 Zentrale Erkenntnisse

In Anbetracht des weiten Beurteilungsmaßstabs überrascht die hohe Vollständigkeitsquote der Erklärungen nicht. Die Berichterstattungspflichtigen haben die investorenbezogenen Erklärungsstatbestände aus Art. D. 533-16-1 II 1° nahezu vollständig erfüllt. Auch ist die Erklärungsquote zu den das Portfolio betreffenden Generalklauseln (Art. D. 533-16-1 II 2°) hoch. Mit zunehmender Detailtiefe der geforderten Angaben (Art. D. 533-16-1 III) nimmt die Erklärungsquote jedoch merklich ab. Das gilt insbesondere für die methodologie- (Art. D. 533-16-1 III 3°) und integrationsbezogenen (Art. D. 533-16-1 III 4°) Erklärungsstatbestände.

Die Berichterstattungspflichtigen bedienen sich ähnlicher Evaluationselemente, um die Erklärungsstatbestände zu erfüllen. Dazu zählt zum einen die Beschreibung eines 2°-Szenarios als Referenzwert für das eigene Portfolio. Die Berichterstattungspflichtigen beziehen sich darauf, um sich zu den Tatbeständen aus Art. D. 533-16-1 III 1° b) i, ii, sowie zu Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. und Art. D. 533-16-1 III 4° a) zu erklären. Eines solchen Szenarios bedienen sich 40% der Berichterstattungspflichtigen. In 50% dieser Fälle ziehen die Berichte einen von der IEA (Internationale Energieagentur, *International Energy Agency*) entwickelten Referenzwert heran, währenddessen ein weiterer Bericht hierauf lediglich verweist und sich ein weiterer Bericht auf ein Szenario der *2°-Investing Initiative* bezieht (wobei es sich auch dabei um einen Referenzwert handeln dürfte). 30% der Berichterstattungspflichtigen geben an, noch im Status der Entwicklung eines geeigneten Szenarios zu sein. Die übrigen 30%

³⁰¹ Vgl. 2° Investing Initiative, Decree implementing Article 173-VI of the French Law for the Energy Transition – Challenges and first recommendations, 24.8.2015, S. 20.

³⁰² Vgl. Trésor, Direction générale, Notice explicative du décret n° 2015-1850, S. 4, verfügbar auf: <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/422152>.

treffen keine Aussage zu der Vereinbarkeit des Portfolios mit einem 2°-Szenario. 75% der Berichterstattungspflichtigen, die ihr Portfolio an einem 2°-Szenario messen, leiten hieraus eine Benchmark für die zukünftige Portfolioentwicklung ab.

Ein anderes häufig wiederkehrendes Evaluationselement ist die Bemessung von CO₂-Emissionen des Portfolios. 70% aller Berichte berücksichtigen die CO₂-Emissionen des Portfolios. In 50% aller Berichte erfolgen die Angaben nicht nur, um dem Erklärungsstatbestand aus Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr. zu genügen, sondern auch, um Klimarisiken zu ermitteln und/oder den Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende zu bemessen.

2.2.4.3.2.2 Weitere Erkenntnisse zu den portfoliobezogenen Erklärungsstatbeständen

In 90% der Berichte finden sich Angaben zu den Bewertungskriterien gem. Art. D. 533-16-1 II 2° a), deren Auswahl lediglich in 30% aller Berichte i.S.v. Art. D. 533-16-1 III 1° a) begründet wird. Ähnlich verteilt ist das Verhältnis im Rahmen von Art. D. 533-16-1 II 2° c) zwischen Angaben zur Methodologie der Bewertung und Angaben zu den aus der Bewertung gewonnenen Ergebnissen. Die Erklärungsquote zu beiden Erklärungsalternativen liegt insgesamt bei 90% der Berichte. Zwei der Berichte beziehen sich ausschließlich auf die aus der Analyse gewonnenen Ergebnisse oder auf Angaben zu dem konkretisierenden Auffangtatbestand aus Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr.

Keine Angabe zu der angewandten Analysemethodik enthalten demnach 30 % aller Berichte. Dieser Umstand spiegelt sich auch in der Erklärungsquote zu Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr. i.H.v. 70% und den Erklärungsquoten zu den Tatbeständen aus Art. D. 533-16-1 III 3° a) 2., 3. Spiegelstr. sowie Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr. bis 4. Spiegelstr. wider. Hinzu kommt, dass die Angaben nur einen mittleren bis geringen Aussagegehalt haben (vgl. Tabelle 3). Ein Erklärungsansatz könnte darin liegen, dass sich erklärtermaßen 70 % aller Berichterstattungspflichtigen zumindest in spezifischen Sektoren externer Dienstleister zur nicht-finanziellen Portfoliobewertung bedienen und somit das Bewertungsverfahren „aus der Hand geben“. Gleiches zeigt sich bei der Erklärungsquote zu Messungen von CO₂-Emissionen, welche bei 70% liegt. In sechs der sieben Fälle erklären die Berichte, dass die Bemessung der CO₂-Intensität des Portfolios über einen externen Dienstleister erfolgt.

80% der Berichterstattungspflichtigen äußern sich jeweils zu der Ermittlung von physischen Risiken und zu Transitionsrisiken (Art. D. 533-16-1 III 1° b) i. 1. Spiegelstr.). In 60% der untersuchten Berichte werden die physischen Risiken mit den Folgen des Klimawandels für das Portfolio i.S.v. Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr. verknüpft. Weitergehende Ausführungen zu dem methodischen Ansatz, der die Berücksichtigung der Folgen des Klimawandels erlaubt, erfolgen jedoch in keinem der Berichte.³⁰³ Die bei 90% liegende Erklärungsquote zu dem Tatbestand aus Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Erklärungen in allen Fälle zumindest auch der Erklärungsalternative des Beitrags zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende gelten und somit keinen unmittelbaren Rückschluss auf die Erklärungsquote zu umwelt- und klimabedingten Risiken zulässt.

³⁰³ Siehe dazu unten Abschnitt 2.2.4.4.2.4.

Tabelle 2: Quantitative Auswertung französischer Portfolioberichte

Angabe	Erklärungsquote
Art. D. 533-16-1 II 1° 1. Spiegelstr. (Grundsätzliches Konzept)	100
Art. D. 533-16-1 II 1° 2. Spiegelstr. (Informationspolitik gegenüber Anlegern)	70
Art. D. 533-16-1 II 1° 3. Spiegelstr. (Liste ESG-Fonds)	50 (Asset Manager: 100)
Art. D. 533-16-1 II 1° 4. Spiegelstr. (Mitgliedschaft in ESG-Initiativen und Beschreibung)	100
Art. D. 533-16-1 II 1° 5. Spiegelstr. (Beschreibung ESG-Risikomanagement)	80
Art. D. 533-16-1 II 2° a) (Natur der Analysekriterien)	90
Art. D. 533-16-1 II 2° b) (Verarbeitete Informationen)	70
Art. D. 533-16-1 II 2° c) (Methodologie und Ergebnisse)	90
Art. D. 533-16-1 II 2° d) (Integration der ESG-Analyse in die Investitionspolitik)	80
Art. D. 533-16-1 II 2° d) i) (Anpassung der Investitionspolitik)	80
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 1. Spiegelstr. (Einflussnahmepolitik ggü. Emittenten)	80
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 2. Spiegelstr. (Stimmrechtspolitik)	80
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 3. Spiegelstr. (Bilanz der ggü. Emittenten ausgeübten Politik)	70
Art. D. 533-16-1 II 2° d) iii) 1. Spiegelstr. (Politik ggü. beauftragten Asset Managern)	50
Art. D. 533-16-1 II 2° d) iii) 2. Spiegelstr. (Bilanz der ggü. Asset Managern ausgeübten Politik)	10
Art. D. 533-16-1 II 3° (Verwaltung für Dritte)	0
Art. D. 533-16-1 III 1° a) (Auswahlgründe)	30
Art. D. 533-16-1 III 1° b) i. 1. Spiegelstr. (Physische Risiken)	80
Art. D. 533-16-1 III 1° b) i. 2. Spiegelstr. (Transitionsrisiken)	80
Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii. (Beitrag Klimaziele und Energiewende)	90
Art. D. 533-16-1 III 2° 1. Spiegelstr. (Verarbeitete Daten)	70

Art. D. 533-16-1 III 2° 2. Spiegelstr. (Quelle der Daten)	70
Art. D. 533-16-1 III 2° 3. Spiegelstr. (Sonstige relevante Informationen)	–
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr. (Grundlegende Charakteristika der Methodologie)	70
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 2. Spiegelstr. (Grundlegende Annahmen)	50
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 3. Spiegelstr. (Relevanz der Methode)	80
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr. (Konsequenzen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse)	60
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 2. Spiegelstr. (Entwicklung fossiler Rohstoffe)	0
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 3. Spiegelstr. (Dekarbonisierungsstrategie der Emittenten)	10
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 4. Spiegelstr. (Öffentlich-rechtliche Maßnahmen)	0
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr. (CO ₂ -Messungen)	70
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr. (Grüne Investitionen)	70
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. (Ermittlung Klimawandelrisiken, Beitrag Klimaziele und Energiewende)	90
Art. D. 533-16-1 III 4° a) (Evaluation der Investitionspolitik)	70
Art. D. 533-16-1 III 4° b) (Eigene Richtwerte, Benchmarks)	40
Art. D. 533-16-1 III 4° c) (Maßnahmen infolge der Evaluation)	60
Art. D. 533-16-1 III 4° d) (Einhaltung der eigenen Richtwerte)	0

Anm.: Die Angaben erfolgen in % aller Berichte

2.2.4.4 Aussagegehalt

2.2.4.4.1 Maßstab

Die Auswertung unterteilt die in den Berichten getroffenen Angaben hinsichtlich ihrer Aussagekraft in drei Kategorien. Unter der *Kategorie 1 (Angaben mit hoher Aussagekraft)* sind Angaben zu verstehen, die spezifische Informationen bezüglich eines konkreten Erklärungsgegenstands vermitteln, sodass sich aus der Angabe der Informationswert unmittelbar ergibt und weder einen Interpretations- oder Deutungsspielraum lässt noch weiteren Kontextbezug erfordert. Da Art. D.533-16-1 II 2° UAbs. 2 eine Konsolidierung der Anlagewerte erlaubt, setzt eine Angabe mit hoher Aussagekraft nicht zwingend die Konkretisierung der Stellungnahme hinsichtlich jedes Investitionsobjekts voraus.

Eine mit der *Kategorie 2* erfasste *Angabe mittlerer Aussagekraft* ist eine Erklärung, deren Informationsgehalt verallgemeinert ist oder die sich auf keinen eindeutigen Erklärungsgegenstand bezieht. Aus der Erklärung selbst lässt sich kein unmittelbarer Rückschluss ziehen. Dem Erklärungsadressaten eröffnet sich somit ein Interpretations- und Deutungsspielraum. Der Erklärungskontext erlaubt dem Erklärungsadressaten jedoch eine konkretisierende Auslegung der Angabe.

Die *Kategorie 3* betrifft *allgemeine Angaben*. Dies sind alle sonstigen Erklärungen, deren Informationsgehalt verallgemeinert ist und die sich zudem auf keinen eindeutigen Erklärungsgegenstand beziehen. Aufgrund der Interpretations- und Deutungsvielfalt kann der Erklärungsadressat selbst unter Berücksichtigung des Erklärungskontexts keine konkrete Aussage zu dem Erklärungsstatbestand ableiten. Unter allgemeinen Angaben fallen Absichtserklärungen ohne konkreten Bezugspunkt oder Aussagen, die auch außerhalb des Erklärungskontexts allgemeine Gültigkeit beanspruchen.

2.2.4.4.2 Auswertung

Für die Beurteilung der Aussagekraft der Angaben ist im Ausgangspunkt zu berücksichtigen, dass das Gesetz teilweise eine gewisse Präzision der Angaben verlangt. Erfordert das Gesetz lediglich eine allgemeine Umschreibung, wie in Art. D. 533-16-1 II 1° 1. Spiegelstr., Art. D. 533-16-1 II 1° 4. Spiegelstr., Art. D. 533-16-1 II 2° a) oder in Art. D. 533-16-1 III 2° a) 1. Spiegelstr., ist der objektive Aussagegehalt einer Erklärung naturgemäß allgemeinen Charakters. Dies bedeutet aber nicht zwingend, dass die Angaben in die Kategorie der allgemeinen Angaben einzuordnen sind, da die Aussagekraft im Hinblick auf den Erklärungsstatbestand bewertet wird.

2.2.4.4.2.1 Art. D. 533-16-1 II 2° a): Analysekriterien

Im Rahmen des Erklärungsstatbestands zu der Natur der Analysekriterien geben die ausgewerteten Berichte ausschließlich qualitative Kriterien an. Zu quantitativen Kriterien macht keiner der Berichte eine Angabe.

In 10% der Berichte erfolgt die Angabe zu den Analysekriterien in Form einer allgemeinen Ausführung. 40% aller Berichte machen Angaben mittleren Aussagegehalts zumindest bezüglich einer ausgewählten Anlageklasse oder eines Geschäftssektors. Einer dieser Berichte präzisiert die Analyse- und Auswahlkriterien bezüglich bestimmter Geschäftssegmente durch Verweis auf andere Dokumente (*incorporation by reference*). In 30% der untersuchten Berichte findet sich eine Angabe mit hohem Aussagegehalt zumindest bezüglich einer ausgewählten Anlageklasse.

Die Auswahl der Analysekriterien begründen 10% aller Berichterstattungspflichtigen mittels allgemeiner Angaben ohne spezifischen Bezug zu den einzelnen Kriterien zu nehmen und 20% der Berichterstattungspflichtigen machen Angaben mittlerer Aussagekraft. Eine umfassende Angabe von Gründen zu der Auswahl der Evaluationskriterien findet sich in keinem der ausgewerteten Berichte. Einer der Berichte enthält zwar Angaben hohen Aussagegehalts zu den Auswahlgründen der *Governance*-Kriterien. In der Gesamtschau ist dieser einzelnen Erklärung aufgrund der selektiven Angabe von Gründen aber lediglich ein mittlerer Aussagegehalt beizumessen.

2.2.4.4.2.2 Art. D. 533-16-1 II 2° c), Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr.: Beschreibung der Methodologie

Wie bereits dargestellt,³⁰⁴ betreffen die zu Art. D. 533-16-1 II 2° c) gemachten Angaben zu 70% auch die Methodologie der Analyse. Davon enthält knapp die Hälfte der Berichte konkretisierende Angaben zu dem Analyseverfahren. In einem der Berichte findet sich eine einzelfallbezogene bildliche Darstellung, die beispielhaft und ausschnittsweise die Verarbeitung von umweltbezogenen Analysekriterien

³⁰⁴ Siehe oben Abschnitt 2.2.4.3.2.2.

aufzeigt. Die Darstellung erlaubt jedoch keinen verallgemeinerungswürdigen Rückschluss auf das Analyseverfahren umweltbezogener Kriterien. Zwei weitere Berichte geben das Gewichtungsverhältnis der verschiedenen Kriterien zueinander an.

Insgesamt gesehen liegt der Aussagegehalt der Angaben zur Methodologie in einem der Berichte auf hohem Niveau. Von den restlichen Berichten erlaubt dem Erklärungsadressaten keiner, nur mittels des Berichts den Analyseprozess vollständig und selbstständig nachzuvollziehen. Fünf der Berichte machen Angaben mittlerer Aussagekraft, währenddessen die Angaben eines weiteren sich zur Methodologie erklärenden Berichts als allgemeine Ausführungen aufgefasst werden.

2.2.4.4.2.3 Art. D. 533-16-1 III 1° b) i.: Klimawandelbezogene Risiken (physische Risiken und Transitionsrisiken)

Von den Berichten, die sich zu den physischen Risiken äußern, erfolgen die Angaben in 75% der Berichte in Form allgemeiner Ausführungen. In jenen Berichten, die Aussagen zu Transitionsrisiken beinhalten, erfolgen die Angaben in 50% der Berichte in Form einer allgemeinen Ausführung. Die allgemeinen Ausführungen betreffen entweder grundsätzlich denkbare Risiken, ohne dass der Bericht einen Bezug zu dem Portfolio des Erklärungspflichtigen herstellt, oder sie erfolgen unter deklaratorischer Angabe der Ermittlung klimabedingter Risiken, ohne dass der Bericht auf die Risiken näher eingeht.

Zur Ermittlung der Risiken stützen sich 20% der Berichte (bislang) ausschließlich und 40% der Berichte unter anderem auf die CO₂-Emissionsintensität des Portfolios, deren Konnexität zu den Klimarisiken jedoch nicht eindeutig ist.³⁰⁵ Die betreffenden Angaben werden aufgrund des verbleibenden Interpretationsspielraums der Ergebnisse im Falle von 50% der Berichte als allgemeine Ausführungen zu dem Erklärungsstatbestand der Transitionsrisiken angesehen. 20% der Erklärungen, die CO₂-Messungen mit den Klimawandelrisiken verknüpfen, sind als Angaben mittlerer Aussagekraft zu werten, weil sie die Risiken entweder konkret anhand der Ergebnisse der CO₂-Messungen spezifizieren oder abstrakt die Rückschlussmöglichkeiten der Ergebnisse auf die Risiken erläutern.

2.2.4.4.2.4 Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr.: Konsequenzen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse

Die Angaben zu der Berücksichtigung der Folgen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse für das Portfolio erfolgen in allen Berichten mittels allgemeiner Ausführungen. Sie bestehen bei allen Erklärungen in der Verknüpfung der Ermittlung physischer Risiken mit den Folgen des Klimawandels und extremer Witterungsbedingungen. Zu den methodischen Grundlagen und Gründen, in welchem Umfang das Analyseverfahren Rückschlüsse auf die Konsequenzen des Klimawandels zulässt, sehen die Berichte keine Angaben vor.

2.2.4.4.2.5 Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr.: Messung von Emissionen

Die Genauigkeit der in den Berichten zur Verfügung gestellten Ergebnisse weicht stark voneinander ab. 20% aller Berichte nimmt keine Unterscheidung der Emissionswerte nach Anlageklassen oder Geschäftsfeldern vor, wohingegen ein Bericht durch Verweis auf andere Dokumente (*incorporation by reference*) die Emissionswerte einzelner Fonds angibt. Keiner der Berichterstattungspflichtigen konnte Werte für das gesamte Portfolio offenlegen.

50% aller Berichte stellen einen Vergleich zu einem Referenzwert an. In zwei Berichten erfolgt dieser Vergleich durch allgemeine Ausführungen. Ein Bericht trifft eine Angabe mit hohem Aussagegehalt, indem er jedem Fonds einen separaten Referenzwert gegenüberstellt. Ebenfalls einen hohen Aussage-

³⁰⁵ 2° Investing Initiative, Decree implementing Article 173-VI of the French Law for the Energy Transition – Challenges and First Recommendations, 24.8.2015, S. 16.

gehalt hat der in einem weiteren Bericht vorgenommene Vergleich unter Aufteilung nach Geschäftsfeldern. 20% aller Berichte stellen keinen Vergleich zu einem Referenzwert auf. Überdies definieren zwei Berichte die Herkunft des Referenzwerts nicht.

Auf die methodischen Eigenschaften verschiedener Bemessungsansätze gehen 20 % der Berichte ein. Ein weiterer Bericht stellt hierzu allgemeine Ausführungen an. Die Reichweite der in die Messung einbezogenen Geschäftsvorgänge erläutern 50% aller Berichte. Die Angaben haben eine hohe Aussagekraft. Zwei Berichte sehen keine Angaben zur Methodik und Reichweite der Messung vor.

Zu der Berechnungsweise von auf Portfolio- oder Fondsebene aggregierten Emissionswerten nehmen 30% der untersuchten Berichte Stellung.

Alle sich zu Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr. erklärenden Berichte legen die Bedeutung der Messwerte für eine Risikoanalyse dar. Der Aussagegehalt der Angaben divergiert wiederum. In 40% aller untersuchten Berichte sind die Ausführungen allgemeiner Natur, währenddessen 20% der Berichte Angaben mittlerer Aussagekraft und 10% der Berichte Angaben mit hoher Aussagekraft machen.

In der Gesamtschau der gem. Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr. geforderten Erklärungselemente erfüllt keiner der untersuchten Berichte den gesamten Erklärungsstatbestand mit hoher Aussagekraft, währenddessen 60% der Berichte Angaben mittlerer Aussagekraft machen und sich ein Bericht in Form allgemeiner Ausführungen erklärt.

2.2.4.4.2.6 Art. D. 533-16-1 II 4° d) ii.: Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik

Die Aussagekraft der Erklärungen zur Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik ist in der Gesamtschau als gering einzustufen, wenn es um die Entwicklung einer Politik zur systematischen Einbindung der Ergebnisse aus einer ESG-Analyse geht.

Keiner der Berichterstattungspflichtigen erklärt sich zur systematischen Integration der ESG-Analyse sowohl in der Einflussnahme- als auch in der Stimmrechtspolitik. In 20% der Berichte finden sich Angaben zur systematischen Integration der ESG-Analyse entweder in die Einflussnahme- oder in die Stimmrechtspolitik. Die Angaben haben eine hohe Aussagekraft. In 30% der Berichte finden sich entweder deklaratorische Ausführungen zur allgemeinen Bedeutung von ESG-Belangen für die Ausgestaltung der Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik, ohne konkret Bezug auf eine ESG-Analyse zu nehmen, oder die Berichte erklären sich zu singulären Ergebnissen einer ESG-Analyse, ohne eine systematische Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik abzuleiten. In 20% der Fälle findet sich eine allgemeine Beschreibung der Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik ohne Bezug zu ESG-Belangen. Allgemeine oder unterbliebene Bezugnahmen auf ESG-Belange fasst diese Auswertung mangels direkten inhaltlichen Bezugs zu der Integration der Analyseergebnisse als allgemeine Ausführungen auf.

2.2.4.4.2.7 Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii, Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. und Art. D. 533-16-1 III 4° a): Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende

Um sich unter anderem³⁰⁶ zu dem Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende zu erklären, machen 40% der Berichte Angaben zu der Vereinbarkeit des Portfolios mit einem 2°-Szenario. 25% dieser Angaben sind allgemeine Ausführungen bezüglich der Erklärungsstatbestände aus Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr., da sie keine weiteren Aussagen zu der Portfoliostrukturierung oder zu methodischen Rückschlussmöglichkeiten des Szenarios auf den Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende treffen. 75% der Berichte erklären sich zwar detaillierter zu den Grundlagen und Ergebnissen des 2°-Szenarios, nicht jedoch zu dem Rückschluss, den die gewonnenen Ergebnisse auf den konkreten Beitrag zur Einhaltung der Klimaziele und zur Energiewende erlauben. Daher werden diese Angaben trotz ihres spezifischen Informationsgehalts als Angaben mittlerer Aussagekraft qualifiziert. Dieselbe Erklärung kann jedoch eine Angabe mit hohem Aussagegehalt betreffend den Erklärungsstatbestand aus Art. D. 533-16-1 III 4° a) darstellen, da dieser

³⁰⁶ Siehe Abschnitt 2.2.4.3.2.1.

Erklärungstatbestand Angaben zur Ermittlung der Vereinbarkeit des Portfolios mit den Klimazielen und nicht die Bemessung des Beitrags des Portfolios zu der Energiewende erfordert. Daher sind 50% der Erklärungen, die sich zu 2°-Szenarien äußern, Angaben mit hohem Aussagegehalt hinsichtlich Art. D. 533-16-1 III 4° a).

2.2.4.4.2.8 Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii, Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr.: „Grüne“ Investitionen

Es erklären sich 70% der Berichterstattungspflichtigen zu „grünen“ Investitionen i.S.d. Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr. Die Angaben haben in 10% aller Berichte hohe Aussagekraft, in 50% mittlere Aussagekraft und in 10% aller Berichte den Charakter allgemeiner Ausführungen. Den Angaben wird keine hohe Aussagekraft beigemessen, wenn sie keine Informationen zu den Auswahlgründen, zu einer Förderungsstrategie oder spezifisch zum Umfang der Investitionen und dem damit finanzierten Vorhaben beinhalten.

Die Aussagekraft der Angaben zu „grünen“ Investitionen ist für diese Erklärungstatbestände aufgrund der unter 2.2.4.3.1 beschriebenen Bewertungsunsicherheiten niedriger, sodass die Angaben zu „grünen“ Investitionen in keinem Fall als Angaben hohen Aussagegehalts für die Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. anzusehen sind. Soweit in 60% der Berichte Vorhaben beschrieben werden, die durch die Investition gefördert wurden, handelt es sich um Angaben mittleren Aussagegehalts.

50% der Beiträge beziehen sich außerdem ausdrücklich auf die nachhaltige Entwicklung des Immobiliensektors. Die Angaben hierzu haben nach dem Maßstab dieser Auswertung in 30% aller Berichte eine mittlere Aussagekraft im Hinblick auf die Tatbestände aus Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii und Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr.

Tabelle 3: Qualitative Auswertung französischer Portfolioberichte

Angabe	Erklärungsquote hohe Aussagekraft	Erklärungsquote mittlere Aussagekraft	Erklärungsquote allgemeine Ausführung
Art. D. 533-16-1 II 1° 1. Spiegelstr. (Grundsätzliches Konzept)	70	30	0
Art. D. 533-16-1 II 1° 2. Spiegelstr. (Informationspolitik gegenüber Anlegern)	60	10	0
Art. D. 533-16-1 II 1° 3. Spiegelstr. (Liste ESG-Fonds)	30	20	0
Art. D. 533-16-1 II 1° 4. Spiegelstr. (Mitgliedschaft in ESG-Initiativen und Beschreibung)	50	40	10
Art. D. 533-16-1 II 1° 5. Spiegelstr. (Beschreibung ESG-Risikomanagement)	10	40	30
Art. D. 533-16-1 II 2° a) (Natur der Analyse Kriterien)	30	40	20

Art. D. 533-16-1 II 2° b) (Verarbeitete Informationen)	0	70	0
Art. D. 533-16-1 II 2° c) (Methodologie und Ergebnisse)	10	60	20
Art. D. 533-16-1 II 2° d) (Integration der ESG-Analyse in die Investitionspolitik)	40	30	10
Art. D. 533-16-1 II 2° d) i) (Anpassung der Investitionspolitik)	40	30	10
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 1. Spiegelstr. (Einflussnahmepolitik ggü. Emittenten)	10	30	40
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 2. Spiegelstr. (Stimmrechtspolitik)	10	10	60
Art. D. 533-16-1 II 2° d) ii) 3. Spiegelstr. (Bilanz der ggü. Emittenten ausgeübten Politik)	0	10	60
Art. D. 533-16-1 II 2° d) iii) 1. Spiegelstr. (Politik ggü. beauftragten Asset Managern)	0	40	10
Art. D. 533-16-1 II 2° d) iii) 2. Spiegelstr. (Bilanz der ggü. Asset Managern ausgeübten Politik)	0	0	10
Art. D. 533-16-1 II 3° (Verwaltung für Dritte)	0	0	0
Art. D. 533-16-1 III 1° a) (Auswahlgründe)	0	20	10
Art. D. 533-16-1 III 1° b) i. 1. Spiegelstr. (Physische Risiken)	0	20	60
Art. D. 533-16-1 III 1° b) i. 2. Spiegelstr. (Transitionsrisiken)	0	30	50
Art. D. 533-16-1 III 1° b) ii. (Beitrag Klimaziele und Energiewende)	0	70	20
Art. D. 533-16-1 III 2° 1. Spiegelstr. (Verarbeitete Daten)	0	70	0

Art. D. 533-16-1 III 2° 2. Spiegelstr. (Quelle der Daten)	50	20	0
Art. D. 533-16-1 III 2° 3. Spiegelstr. (Sonstige relevante Informationen)	0	0	0
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr. (Grundlegende Charakteristika der Methodologie)	10	50	10
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 2. Spiegelstr. (Grundlegende Annahmen)	0	40	10
Art. D. 533-16-1 III 3° a) 3. Spiegelstr. (Relevanz der Methode)	0	20	60
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr. (Konsequenzen des Klimawandels und extremer Wetterereignisse)	0	0	60
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 2. Spiegelstr. (Entwicklung fossiler Rohstoffe)	0	0	0
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 3. Spiegelstr. (Dekarbonisierungsstrategie der Emittenten)	0	0	10
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 4. Spiegelstr. (Öffentlich-rechtliche Maßnahmen)	0	0	0
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr. (CO ₂ -Messungen)	0	60	10
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 6. Spiegelstr. (Grüne Investitionen)	10	50	10
Art. D. 533-16-1 III 3° b) 7. Spiegelstr. (Ermittlung Klimawandelrisiken, Beitrag Klimaziele und Energiewende)	0	70	20
Art. D. 533-16-1 III 4° a) (Evaluation der Investitionspolitik)	20	40	10
Art. D. 533-16-1 III 4° b) (Eigene Richtwerte, Benchmarks)	20	20	0
Art. D. 533-16-1 III 4° c) (Maßnahmen infolge der Evaluation)	20	30	10

Art. D. 533-16-1 III 4° d) (Einhaltung der eigenen Richtwerte)	0	0	0
--	---	---	---

Anm.: Die Angaben erfolgen in % aller Berichte

2.2.4.5 Fazit

Der „Praxistest“ hat gezeigt, dass ein Großteil der Investoren die detailliert ausgestalteten Berichterstattungspflichten größtenteils erfüllt hat. Die Investoren haben die investorenbezogenen Erklärungsstatbestände nahezu vollständig erfüllt. Die Erklärungsquote zu den das Portfolio betreffenden Generalklauseln (Art. D. 533-16-1 II 2°) ist ebenfalls hoch. Sie nimmt zwar mit zunehmender Detailtiefe der geforderten Angaben (Art. D. 533-16-1 III) merklich ab. Dennoch sind die Befunde bemerkenswert, denn die Investoren bzw. Verwaltungsgesellschaften befanden sich in der ersten Berichtssaison. Bedenklich stimmt allein, dass Investoren, wenn sie keine Angaben gemacht haben, dies in der Hälfte der Fälle überhaupt nicht und im Übrigen selektiv und allenfalls schlagwortartig erläutert haben. Dies deutet darauf hin, dass eine externe Kontrolle sinnvoll ist. Erwägenswert ist zudem eine gesetzlich vorgeschriebene Berichtsstruktur, die es erlauben würde, unterbliebene Erklärungen eindeutig zu identifizieren.

Ferner hat sich gezeigt, dass der Aussagegehalt insbesondere der Angaben zu portfoliobezogenen Erklärungsstatbeständen disparat ist. Es ist aber als positiv zu bewerten, dass die Investoren sich zu wichtigen ESG-Aspekten des Portfolios auch detailliert geäußert haben. Zwei Erklärungsmuster sollen hervorgehoben werden. Erstens ist bemerkenswert, dass ein Großteil der Berichte die Emissionsintensität des Portfolios auswertet, um sich zu klimawandelbezogenen Risiken zu erklären. Zweitens kommt 2°-Szenarien eine bedeutende Rolle zu, die in den kommenden Jahren zunehmen wird. Knapp die Hälfte der Berichte nimmt hinsichtlich des Beitrags ihres Portfolios zur Einhaltung von Klimazielen bereits in der ausgewerteten Berichtssaison auf ein 2°-Szenario Bezug. Bei knapp einem weiteren Drittel der ausgewerteten Berichte ist dies in den folgenden Jahren erklärtermaßen zu erwarten. Die mitunter hohe, häufig zumindest mittlere Aussagekraft der Angaben verwundert auf den ersten Blick, weil die institutionellen Investoren keinen rechtlichen Auskunftsanspruch gegenüber den in ihrem Portfolio befindlichen Emittenten über deren Treibhausgasemissionen haben. Dass die Investoren sich dennoch auch detailliert erklären, lässt sich damit begründen, dass sie sich externer Dienstleister bedienen haben, die ihrerseits in der Lage waren, die erforderlichen Informationen zu erhalten.

Das französische Recht regelt nicht, ob und auf welche Art und Weise auf andere Dokumente verwiesen werden kann. Der „Praxistest“ hat gezeigt, dass dies häufig geschieht, allerdings mitunter in einer Art und Weise, die es Anlegern schwierig macht, auf die relevanten Informationen zuzugreifen. Es könnte sich daher anbieten, den Verweis auf andere Dokumente (*incorporation by reference*) gesetzlich zu regeln, indem spezifische Verweise gefordert werden. Es bleibt resümierend festzuhalten, dass sich bereits heute Standards der Berichterstattung über Umweltbelange herausbilden. Dies ist das Verdienst der französischen Gesetzgebung.³⁰⁷ Das Regime ist einerseits sehr detailliert, damit Investoren möglichst aussagekräftig Auskunft über die Umweltbelange ihrer Portfolios geben, erlaubt es andererseits der Fonds- und Beratungsindustrie, *best practices* zu entwickeln.³⁰⁸ Die Fondsindustrie hatte die Thematik zuvor nicht auf der Agenda. Dies hat sich geändert, auch in Ländern, in denen keine gesetzliche Berichterstattungspflicht existiert.³⁰⁹

³⁰⁷ Vgl. Mason/Martindale/Heath/Chatterjee, PRI, French Energy Transition Law, S. 13: „law is speeding up the process“.

³⁰⁸ Vgl. Mason/Martindale/Heath/Chatterjee, PRI, French Energy Transition Law, S. 14 zur Entwicklung einer Beratungsindustrie.

³⁰⁹ Vgl. etwa zu Schweden *Fondbolagens förening* (Swedish Investment Funds Association), Guidelines for marketing, and information by investment funds, zuletzt geändert am 15.2.2018.

2.3 Unionsrechtlicher Gestaltungsspielraum

Die für institutionelle Investoren in Frankreich vorgesehenen Berichterstattungspflichten gehen weit über die Berichterstattungspflichten über Umweltbelange hinaus, die das deutsche Recht vorsieht. Dies liegt daran, dass die CSR-Richtlinie nur allgemeine, generalklauselartig konzipierte Offenlegungspflichten über Umweltbelange vorsieht und eine Berichterstattung nur verlangt, soweit dies zur Beurteilung der finanziellen Verhältnisse der Gesellschaft relevant ist. Der deutsche Gesetzgeber ist nicht über die Vorgaben der CSR-Richtlinie hinausgegangen.

Angesichts der erheblichen Differenzen zwischen der CSR-Berichterstattung und Umwelt-Berichterstattung im französischen Recht muss es nicht verwundern, dass die HLEG das französische Recht als Vorbild für eine Reform empfohlen hat.³¹⁰ Sowohl die investoren- als auch die portfoliobezogenen Berichterstattungspflichten des französischen Rechts sind grundsätzlich geeignet, das rechtspolitische Ziel, nachhaltige Finanzanlagen zu fördern, zu erreichen. Sie verfolgen zwei Zwecke. Zum einen wollen sie die Anlage in nachhaltige Finanzprodukte verbessern. Zum anderen sollen Anleger über Klimarisiken von Finanzanlagen besser informiert werden.

Ein nach dem französischen Regelungsvorbild entwickeltes erweitertes Offenlegungsregime für institutionelle Investoren wäre ein essentielles Element in einem an Nachhaltigkeit ausgerichteten (reformierten) Finanzmarktrecht. Es würde dazu beitragen, dass Asset-Manager, Kapitalverwaltungsgesellschaften und öffentlich-rechtliche Institutionen, die am Kapitalmarkt tätig sind, ihre Anlagepolitik mit Blick auf Investments in nachhaltige Finanzprodukte überprüfen und ggbbfs. ändern. Berichterstattungspflichten begründen zwar keine korrespondierenden materiellen Pflichten. Ein institutioneller Anleger wird deshalb nicht verpflichtet sein, das Portfolio an Nachhaltigkeitsaspekten auszurichten. Berichterstattungspflichten werden aber Auswirkungen auf die unternehmensinternen Prozesse (bezüglich der Anlagepolitik) haben.³¹¹

Eine über das gegenwärtige CSR-Regime hinausgehende Offenlegungspflicht trägt dazu bei, dass Nachhaltigkeit wirksamer in unternehmerische Prozesse (insbesondere Finanzdienstleistungen) und Kapitalanlagen integriert wird. So werden Intermediäre, wie beispielsweise Wertpapierdienstleistungsunternehmen, in die Lage versetzt, ihre Kunden besser über nachhaltige Investments zu beraten.³¹² Ratingagenturen und anderen Dienstleister wird es erleichtert, die Nachhaltigkeitspolitik von Emittenten zu beurteilen. Privatanleger und institutionelle Investoren erhalten spezifischere und zuverlässigere Investoren. Deren Vertrauen in nachhaltige Finanzanlagen wird verbessert.

Bevor auf Einzelfragen eines erweiterten Offenlegungsregimes über Umweltbelange im deutschen Recht eingegangen wird, soll zunächst der Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers bestimmt werden. Hintergrund ist, dass die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an institutionelle Investoren durch eine Vielzahl an unionsrechtlichen Richtlinien vorgeformt sind. Sofern diese Gesetzgebungsakte der EU die Materie abschließend regeln, könnte nur der europäische Gesetzgeber Offenlegungspflichten einführen. Ferner wird zu erörtern sein, ob ein nationales Regime mit den Grundfreiheiten, insbesondere der Kapitalverkehrsfreiheit, vereinbar ist. Schließlich ist auf völkerrechtliche Aspekte einzugehen. Sofern der deutsche Gesetzgeber Berichtspflichtigen einen Informationszugang ge-

³¹⁰ HLEG, Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018, S. 23 ff.

³¹¹ Die Europäische Kommission möchte allerdings mit einer eigenen Legislativinitiative die fiduziarischen Pflichten von Asset-Managern an Nachhaltigkeitszielen ausrichten. Vgl. Mitteilung der Kommission v. 8.3.2018, COM(2018) 97 final, S. 10 f. und Vorschlag für eine Verordnung über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken, COM(2018) 354 final, 24.5.2018.

³¹² Die Europäische Kommission unterstreicht die Bedeutung der Nachhaltigkeit bei der im Rahmen einer Anlageberatung geschuldeten Geeignetheitsprüfung und regt an, dass die ESMA dies durch Revision ihrer Leitlinien umsetzt. Vgl. Mitteilung der Kommission v. 8.3.2018, COM(2018) 97 final, S. 8.

genüber Emittenten einräumen will, um diesem die Erfüllung der Berichterstattungspflichten zu ermöglichen, stellt sich die Frage, ob für eine Auskunftspflicht von Emittenten völkerrechtliche Grenzen zu beachten sind.

2.3.1 Vollharmonisierende Wirkung von EU-Richtlinien als Barriere für die Begründung von Umweltberichtspflichten

Eine nationale Regelung eines EU-Mitgliedstaats wie Deutschland über die Verpflichtung zur anlagenbezogenen Umweltberichterstattung (oder über einen Berichterstattungsanspruch anderer gegenüber Marktakteuren) darf nicht begründet werden, sofern und soweit die Union bereits Sekundärrecht erlassen hat, welches die betreffende Materie in einer Weise „voll harmonisiert“, dass darüber hinaus keine Informationsrechte und -ansprüche geschaffen werden dürfen. Ob die unionsrechtlichen Bestimmungen insoweit abschließenden Charakter haben,³¹³ den Mitgliedstaaten also keinen Raum für eigene Regulierungsansätze überlassen, muss sich entweder aus ihrem Wortlaut oder aus ihrem Telos ergeben. Der *effet utile* des Unionsrechts gebietet, dass Mitgliedstaaten keine Regelungen erlassen, die die intendierten Wirkungen des Unionsrecht unterlaufen.³¹⁴ Dies kann auch dann der Fall sein, wenn die mitgliedstaatlichen Regelungen ein höheres Schutzniveau anstreben,³¹⁵ sofern der überschießende Schutz sich z.B. in einer Behinderung des Binnenmarkts manifestiert. Was die Umwelt schützt, kann den freien innerunionalen Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Arbeitnehmern, Niederlassungen und Kapital im Widerspruch zum Zweck der Regelung behindern.

Um zu ermitteln, ob Richtlinien „vollharmonisierend“ wirken, ist auf deren einzelne Bestimmungen abzustellen, *sofern* der europäische Gesetzgeber dazu schweigt, ob die in Rede stehende Richtlinie als solche voll- oder „nur“ teil- bzw. mindestharmonisierend sein soll.³¹⁶ Gleichwohl muss bei der Betrachtung einzelner Bestimmungen auch der Regelungskontext, in dem diese stehen, Berücksichtigung finden, da dieser auch über ihre Reichweite bestimmt. Der europäische Gesetzgeber hat aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise diverse Rechtsakte im Kapitalmarktrecht neu eingeführt oder novelliert.³¹⁷ Trotz der Akzentverschiebung von einer mikroprudenziellen zu einer eher makroprudenziellen Regulierung und Aufsicht³¹⁸ setzt der europäische Gesetzgeber weiterhin auch auf Vorschriften, welche die (Markt-)Transparenz erhöhen sollen. Sofern der europäische Gesetzgeber diesen Regulierungsansatz im Kapitalmarktrecht wählt, sind die entsprechenden Regelungen prinzipiell geeignet, nationale Regelungen, welche die europäischen Normen über die Bereitstellung von Informationen zu ergänzen oder erweitern trachten, zu unterbinden.

Für die folgenden Rechtsakte soll überprüft werden, ob sie *erstens* „vollharmonisierend“ wirken und ob *zweitens* Berichtspflichten von Unternehmen über Umweltbezüge ihrer Portfolios oder Emissionen in ihren Regelungsbereich fallen. Dies würde zur Folge haben, dass für die erfassten Anlagen solche Pflichten nicht begründet werden dürften und eine Regelung *de lege ferenda* nicht als umfassende erlassen werden dürfte. Es handelt sich um:

- die Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie)³¹⁹;

³¹³ Herdegen, Europarecht, 19. Aufl. (2017), § 15 Rn. 4.

³¹⁴ Vgl. Micklitz/Rott, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 43. EL (2017), H. V. Rn. 46.

³¹⁵ Remien, in: Schulze/Zuleeg/Kadelbach (Hrsg.), Europarecht, 3. Aufl. (2015), § 14 Rn. 42.

³¹⁶ Möllers, ZEuP 2016, 325, 351 m.w.N.

³¹⁷ Eingehend Veil, ZGR 43 (2014), 544, 546 ff.

³¹⁸ Bereits gefordert im Bericht der *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 2009, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (zuletzt abgerufen am 22.3.2018).

³¹⁹ ABl. EU Nr. L 302, S. 32.

- ▶ die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (AIFM-Richtlinie)³²⁰;
- ▶ die 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 (MiFID II)³²¹;
- ▶ die Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvency II-Richtlinie);³²²
- ▶ die Richtlinie (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2016 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV-Richtlinie)³²³, deren Umsetzungsfrist noch nicht abgelaufen ist, sowie
- ▶ die 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 (CSR-Richtlinie)³²⁴;
- ▶ die Verordnung (EU) 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP-Verordnung)³²⁵.

2.3.1.1 OGAW-Richtlinie

Die OGAW-Richtlinie behandelt „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (OGAW) (vgl. Art. 1 Abs. 1 OGAW-Richtlinie) und vereinheitlicht die von ihnen zu erfüllenden Standards durch zahlreiche Anforderungen. Zu den OGAW zählen u.a. Investmentfonds, die Gelder von Privaten einsammeln, um diese in Wertpapiere zu investieren (vgl. Art. 1 Abs. 2 OGAW-Richtlinie). OGAW dürfen auch Kleinanlegern ihre Anteile anbieten.³²⁶

Die Vereinheitlichung der Standards für OGAW soll gleiche Wettbewerbsbedingungen in der EU fördern, zugleich dem Anlegerschutz dienen und damit insgesamt zu einer Vertiefung des Binnenmarktes beitragen.³²⁷ Die Vermögensgegenstände, in die OGAW investieren dürfen (wie Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, die an einem geregelten Markt zugelassen sind, oder bestimmte Wertpapiere aus Neuemissionen, vgl. Art. 50 OGAW-Richtlinie), werden festgelegt³²⁸ und flankierend diverse Informationspflichten statuiert. So bestimmt etwa Art. 68 OGAW-Richtlinie ganz allgemein, dass Verwaltungs- und Investmentgesellschaften gewisse Veröffentlichungspflichten – Prospektpflicht, Jahresberichtspflicht sowie Halbjahresberichtspflicht – treffen. Diese allgemeinen Veröffentlichungspflichten werden dann in den Art. 69 ff. OGAW-Richtlinie weiter konkretisiert, die aber in erster Linie die Gestaltung des herauszugebenden Prospekts regeln. Dabei geht es ausschließlich um Angaben, die die finanzielle Situation des OGAW sowie die eingegangenen Risiken betreffen, nicht aber um Umweltbelange.

Diese Berichtspflichten über finanzielle Informationen könnten Anlass zur Überlegung geben, ob der Bereich nicht seitens der EU „voll harmonisiert“ worden ist, mit der Folge, dass weitergehende Be-

³²⁰ ABl. EU Nr. L 174, S. 1.

³²¹ ABl. EU Nr. L 173, S. 349.

³²² ABl. EU Nr. L 335, S. 1.

³²³ ABl. EU Nr. L 354, S. 37.

³²⁴ ABl. EU Nr. L 330, S. 1.

³²⁵ ABl. EU Nr. L 352, S. 1.

³²⁶ *Weitnauer*, BKR 2011, 143, 144.

³²⁷ Vgl. Erwägungsgrund 3 OGAW-Richtlinie.

³²⁸ *Weitnauer*, BKR 2011, 143, 144.

richtspflichten über Umweltbezüge von OGAW seitens der Mitgliedstaaten nicht mehr statuiert werden dürften. Dagegen spricht, dass bereits in den Erwägungsgründen zur Richtlinie ausgeführt wird, dass es sich um „gemeinsame Mindestregelungen“ handeln soll.³²⁹ Damit kommt der Wille des europäischen Gesetzgebers zum Ausdruck, nur eine Mindestharmonisierung einzuführen und den Mitgliedstaaten zu erlauben, strengere oder weitergehende Regelungen für OGAW vorzusehen. Dies erscheint auch im Lichte des intendierten Schutzes von Kleinanlegern, die in OGAW investieren, sinnvoll.

Im Verhältnis zwischen den OGAW und ihren Kunden führt die OGAW-Richtlinie also keine Vollharmonisierung herbei, welche die Begründung von Umweltinformationspflichten insoweit ausschließen würde. Im Verhältnis zwischen den OGAW und Emittenten statuiert die Richtlinie überhaupt keine Informationsansprüche, nimmt also eine Harmonisierung schon gar nicht vor. Für Publizitätspflichten, welche Emittenten allgemein betreffen, gilt die Richtlinie nicht; selbst wenn man dies anders sehen wollte, würde sie auch insoweit nur eine Mindestharmonisierung vornehmen.

2.3.1.2 AIFM-Richtlinie

Die AIFM-Richtlinie richtet sich, ausweislich ihres Anwendungsbereichs (vgl. Art. 1, 2 Abs. 1 AIFM-Richtlinie), nur an die Manager von alternativen Investmentfonds (AIF), nicht aber an die AIF – dies sind allesamt *Private Equity*-Firmen –³³⁰ selbst. Dies wird in den Erwägungsgründen zur Richtlinie auch hervorgehoben und (ausführlich) begründet. So führt der europäische Gesetzgeber an, dass eine einheitliche Regulierung der Portfoliostruktur oder -zusammensetzung von AIF auf Unionsebene unverhältnismäßig wäre.³³¹ Für die Beurteilung der Frage, ob die AIFM-Richtlinie der Statuierung von Auskunftspflichten von AIF oder aber von Emittenten im Wege steht, könnte es selbst dann, wenn sie „vollharmonisierend“ wirkt, zusätzlich auf den Anwendungsbereich der Richtlinie ankommen: Dass sie an die AIFM und nicht die AIF selbst anknüpft, könnte zur Folge haben, dass ihre „vollharmonisierende“ Wirkung einer mitgliedstaatlichen Regelung über Umweltberichtspflichten der AIF nicht im Wege stehen könnte – es sei denn, damit würde die Wirksamkeit der AIFM-Richtlinie ausgehebelt.

2.3.1.2.1 Reichweite der Harmonisierung

Die Richtlinie formuliert in Art. 22 ff. Transparenzanforderungen, denen AIFM genügen müssen. Sie begründet sowohl marktbezogene als auch aufsichtsbezogene Informationspflichten. Von Interesse sind hier nur die Vorschriften, die Veröffentlichungspflichten gegenüber anderen Marktteilnehmern vorsehen. Auch hier beschränkt sich der Richtliniengeber darauf, Vorschriften, die die Veröffentlichung von „finanziellen Informationen“ betreffen – etwa Jahresberichte, die auch eine Bilanz umfassen müssen (vgl. Art. 22 Abs. 2 AIFM-Richtlinie) oder bestimmte „finanzielle Informationen“ gegenüber Anlegern (vgl. Art. 23 AIFM-Richtlinie) –, zu statuieren. Ob dies als Vollharmonisierung zu verstehen ist – und daher keine weiteren Berichtspflichten durch Mitgliedstaaten eingeführt werden dürfen –, ist in Ermangelung ausdrücklicher Vorgaben am Wortlaut der Richtlinie und an deren Telos zu messen. Sie hat zum Ziel, einen Binnenmarkt für AIFM zu schaffen und einen „harmonisierte[n] und strikte[n] Regulierungs- und Kontrollrahmen“ zu etablieren.³³² Das Ziel des europäischen Gesetzgebers besteht also erklärtermaßen darin, abschließende Regelungen zu erlassen, um den Binnenmarktgedanken zu stärken, was auf Vollharmonisierung deutet. Von der Frage, ob die Richtlinie eine Vollharmonisierung vornimmt, zu unterscheiden ist die Frage, ob diese eine gesetzliche Regelung von Umweltinformationspflichten auch für AIFM sperren würde. Dies ist nicht der Fall, wenn mit einer solchen Regelung eine vollständig differente Materie erfasst würde, auf die sich die AIFM-Richtlinie inhaltlich gar nicht bezieht.

³²⁹ Vgl. Erwägungsgrund 4 OGAW-Richtlinie.

³³⁰ Vgl. Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393.

³³¹ Erwägungsgrund 10 AIFM-Richtlinie.

³³² Erwägungsgrund 4 AIFM-Richtlinie.

2.3.1.2.2 Begrenzung der Harmonisierung auf AIFM

Die Richtlinie unterscheidet, wie bereits erwähnt, ganz grundsätzlich zwischen AIF und AIFM. Sie unterwirft nur die AIFM, also die Verwalter eines AIF ihrem Regelungsregime. Verwalter von AIF sind nach Art. 4 Abs. 1 lit. b AIFM-Richtlinie alle juristischen Personen, die regulär einen oder mehrere AIF verwalten. Damit führt die AIFM-Richtlinie eine prinzipielle Unterscheidung zwischen den Fonds – für deren Regulierung die Mitgliedstaaten zuständig bleiben – und ihren „Verwaltern“ ein. Das Verhältnis von AIF und AIFM wird in Art. 5 AIFM-Richtlinie näher beschrieben. Danach ist zwischen in- und externen AIFM zu unterscheiden: Während letztere juristische Personen sind, die vom AIF bestellt werden (lit. a), sind erstere Teil des AIF, sofern „die Rechtsform des AIF eine interne Verwaltung zulässt“ und das Leitungsgremium des AIF entscheidet, keinen externen AIFM zu bestellen (lit. b). Die Differenzierung zwischen AIF und AIFM wirkt sich deshalb rechtspraktisch gar nicht aus, sofern „interne AIFM“ eingesetzt werden. Eine scharfe Abgrenzung zwischen AIF und AIFM erscheint damit vielfach kaum möglich. Hinzu kommt, dass Regelungen, die auf AIFM abzielen, sich immer auch mittelbar auf die von ihnen verwalteten Fonds auswirken werden.³³³ Dies gilt umso mehr, als Auskunftspflichten in der Praxis regelmäßig von denjenigen zu erfüllen sind, die das operative Geschäft des jeweiligen AIF führen. Von daher kann also aus der Beschränkung der Richtlinie auf AIFM nicht abgeleitet werden, dass die Mitgliedstaaten befugt wären, weitere Berichtspflichten vorzusehen.

2.3.1.2.3 Vollharmonisierung nur in Bezug auf finanzielle Informationen?

Soweit eine Vollharmonisierung angestrebt ist, könnte sie sich auf finanzielle Informationen beschränken, mit der Folge, dass die Mitgliedstaaten dann nicht befugt wären, eine Information über weitere finanzielle Koordinaten als die in der Richtlinie aufgeführten vorzugeben, aber Informationspflichten hinsichtlich nicht-finanzieller Informationen begründen dürften. Art. 1 AIFM-Richtlinie bestimmt, dass die Richtlinie „Vorschriften für die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der Verwalter alternativer Investmentfonds (*alternative investment fund managers* — AIFM) fest[ge]legt, die alternative Investmentfonds (AIF) in der Union verwalten und/oder vertreiben.“ Dabei geht es dem Unionsgesetzgeber spezifisch um die Steigerung der Transparenz von AIFM, um ihre Tätigkeit für deren Kunden nachvollziehbarer und damit besser einschätzbar zu machen. Intendiert ist somit eine gewisse Form von Anlegerschutz, auch wenn es sich regelmäßig um professionelle Anleger handeln wird. Die den AIFM obliegenden Informationspflichten sind in Art. 22 ff. der Richtlinie niedergelegt, wobei Art. 23 einen umfänglichen Katalog von Informationen enthält, welche AIFM ihren Kunden offenzulegen haben. Nach Abs. 1 lit. a fällt darunter

„eine Beschreibung der Anlagestrategie und der Ziele des AIF, Angaben über den Sitz eines eventuellen Master-AIF und über den Sitz der Zielfonds, wenn es sich bei dem AIF um einen Dachfonds handelt, eine Beschreibung der Art der Vermögenswerte, in die der AIF investieren darf, der Techniken, die er einsetzen darf und aller damit verbundenen Risiken, etwaiger Anlagebeschränkungen, der Umstände, unter denen der AIF Hebelfinanzierungen einsetzen kann, Art und Herkunft der zulässigen Hebelfinanzierung und damit verbundener Risiken, sonstiger Beschränkungen für den Einsatz von Hebelfinanzierungen und Vereinbarungen über Sicherheiten und über die Wiederverwendung von Vermögenswerten, sowie des maximalen Umfangs der Hebelfinanzierung, die die AIFM für Rechnung des AIF einsetzen dürfen“.

Soweit ersichtlich gibt es zu der Frage, ob die Transparenzvorschriften der AIFM-Richtlinie vollharmonisierend sind, (bislang) keine Debatte im Schrifttum; auch die Rechtsprechung musste sich noch nicht mit dieser Frage auseinandersetzen. Legt man die – von Wortlaut und Telos gestützte – Annahme zu-

³³³ Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393, 1396.

grunde, dass Informationspflichten, die in der Richtlinie vorgegeben werden, tatsächlich vollharmonisierend sind, soweit sie finanzielle Informationen zum Gegenstand haben, könnte aus dem erhobenen Befund geschlossen werden, dass nicht-finanzielle Informationen, weil die Richtlinie sie nicht regelt, von ihrer Sperrwirkung nicht erfasst werden. Zweifel daran könnten mit Blick auf Begriffe wie „Anlagestrategie“ und „Risiken“, die mit den „Vermögenswerten“ verbunden sind, in die der AIF investiert, vorgebracht werden. Wenn das Ziel einer Umweltinformationspflicht nicht nur darin besteht, umweltfreundliche Anlagestrategien zu unterstützen, sondern auch darin, Anlagerisiken zu mindern, die sich für Individualanleger daraus ergeben, dass sie Wertpapiere erwerben, denen unter Umweltgesichtspunkten disruptive Risiken innewohnen (Kursverluste wegen u.U. auch unions- oder völkerrechtlich unvermeidlicher Verbote und Beschränkungen umweltgefährdenden Verhaltens, Gefahr der Haftung des Emittenten für Umweltverschmutzungsschäden), stehen portfoliobezogene Umweltdaten nicht außerhalb der Anlagestrategie des AIF und der mit ihr verbundenen Risiken. Dann aber kann der Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie – dies ist der **erste Befund** – nicht auf ausschließlich finanzielle Informationen beschränkt sein. Es bleibt die Frage, was daraus für die Berechtigung Deutschlands folgt, AIFM Umweltinformationspflichten aufzuerlegen. Nimmt man, wie hier, an, dass diese Informationen integraler Bestandteil des Risikoprofils eines AIF sein können, kann es nicht dem Sinn und Zweck der Richtlinie entsprechen, ihre Normierung durch Vollharmonisierung zu sperren; sie sind dann – dies ist der **zweite Befund** – vielmehr als Bestandteil der Anlagestrategie und der Portfoliorisiken im Sinne der Richtlinienbestimmungen aufzufassen, ihre Regelung mithin Bestandteil des Ausfüllungsspielraums, den der deutsche Gesetzgeber auch bei vollharmonisierenden Richtlinien nach Art. 288 Abs. 3 AEUV besitzt. Voraussetzung ist allerdings, dass die zu übermittelnde Information in irgendeiner Weise für den Anlegerschutz und nicht allein für den Umweltschutz bedeutsam ist. Informationspflichten hinsichtlich umweltrelevanter Informationen, welche diese Voraussetzung nicht erfüllen, werden vom Geltungsbereich der Richtlinie nicht berührt; insoweit ließe sich vertreten – als **dritter Befund** –, dass ihre Regulierung durch die vollharmonisierende Wirkung der AIFM-Richtlinie auch nicht gesperrt werden kann.

Im Ergebnis wird hier die Normierung weiterer Berichtspflichten für zulässig erachtet. Rechtliche Gewissheit kann mit Blick auf die nicht ganz eindeutige Textfassung der AIFM-Richtlinie und das Fehlen eines rechtswissenschaftlichen Diskurses über die Frage vorerst nicht hergestellt werden. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass Kommission oder EuGH, sollten sie mit ihr befasst werden, mit Blick auf die Vollharmonisierung die Normierung weiterer, umweltbezogener Berichtspflichten ausschließen. Diese einstweilen nicht auszuräumende Ungewissheit sollte der deutsche Gesetzgeber bei deren Regelung im Blick behalten.

2.3.1.2.4 Ausnahmen für „kleine“ AIFM

Von der Harmonisierung durch die AIFM-Richtlinie sind einige Entitäten ohnehin nicht umfasst, weil die Richtlinie für sie nur eingeschränkt gilt. Dies sind Wertpapierfirmen, die investieren ohne Fremdkapital aufzunehmen (sog. *family offices*), kleine und risikoarme Fonds (Gesamtvermögen der AIFM übersteigt nicht 100 Millionen Euro oder aber nicht 500 Millionen Euro, sofern keine Hebeleffekte genutzt werden) und Fonds, deren einzige Anleger die Verwalter selbst sind.³³⁴ Kurzum: „kleine AIFM“ werden nicht dem kompletten Regulierungsregime der Richtlinie unterworfen, es sei denn, sie „optieren hinein“ (*opt in*) und unterwerfen sich den Richtlinien-Anforderungen freiwillig.³³⁵ Andernfalls könnten die Mitgliedstaaten für „kleine AIFM“ ohne weiteres über die Richtlinie hinausgehende Anforderungen vorsehen.³³⁶ Insoweit ist die Richtlinie also definitiv nur „teilharmonisierend“.³³⁷ Umweltbetrachtungsregelungen könnten sich jedoch konträr zum damit verfolgten Regelungsziel entwickeln. Strenge

³³⁴ Eingehend Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393, 1398 f.

³³⁵ Siehe Nelle/Klebeck, BB 2013, 2499, 2500.

³³⁶ Nelle/Klebeck, BB 2013, 2499, 2500.

³³⁷ Nelle/Klebeck, BB 2013, 2499, 2500.

reporting-Verpflichtungen könnten zur Folge haben, dass AIFM vermehrt von der Opt-in-Möglichkeit Gebrauch machen; damit würden sie sich, sollte die Vollharmonisierung der Richtlinie – anders als hier für richtig gehalten wird – im Übrigen die Statuierung von Umweltberichtspflichten ausschließen, von der Berichtspflicht wieder selbst befreien. Die nationalen Gesetzgeber stünden also insoweit vor einem gewissen „Regulierungsdilemma“.

2.3.1.2.5 Verhältnis von AIFM zu Emittenten

Das Verhältnis zu Emittenten regelt die AIFM-Richtlinie allerdings nicht. Der nationale Gesetzgeber ist also durch sie nicht gehindert, Emittenten Veröffentlichungspflichten aufzuerlegen, sofern sie seinem Regelungszugriff unterliegen. Sie würden sich aber auf Emissionen beziehen, die nicht allein von AIF erworben werden. Eine Pflicht des Emittenten zu umweltbezogenen Informationen über von ihm emittierte Wertpapiere, die von AIF gehalten werden, wird der Emittent nicht nur schwer erfüllen können, sondern sie würde Anlegern auch kein Bild über die „Umweltstrategie“ des AIF vermitteln können. Dieser selbst kann durch mitgliedstaatliche Normen zur Veröffentlichung solcher Informationen prinzipiell jedenfalls nicht gezwungen werden.

2.3.1.3 Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II (MiFID II)

Diese meist als MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive II*) bezeichnete Richtlinie zählt zu den umfassendsten Rechtsakten, der auf der europäischen Ebene zur Regulierung der Kapitalmärkte erlassen worden ist. Die Richtlinie erfasst vor allem Wertpapierfirmen und andere Finanzdienstleister (etwa Kreditinstitute), die in der Union Wertpapierdienstleistungen erbringen, sowie die Betreiber bestimmter Märkte (vgl. Art. 1 Abs. 1 MiFID II). Unter Wertpapierfirmen versteht die Richtlinie „jede juristische Person, die [...] Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagentätigkeiten ausübt.“ (Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID II). Da „Wertpapierdienstleistungen“ sehr weit verstanden werden – erfasst sind auch das Management von Portfolios sowie die Beratung bei Investitionen –,³³⁸ dürfte die MiFID II auch für Investitionsentscheidungen individueller (Klein-)Anleger bedeutsam sein. Zwar hat Frankreich mit dem Gesetz vom 17. August 2015 über die Energiewende für grünes Wachstum keine ESG-bezogene Berichterstattungspflicht für Wertpaierfirmen eingeführt. Da die intendierten Berichtspflichten über nicht-finanzielle Informationen Investitionsentscheidungen einer möglichst großen Anzahl von Kapitalanlegern beeinflussen werden und auch sollen, liegt die Frage nahe, ob durch MiFID II in puncto Veröffentlichungspflichten der Wertpapierfirmen nicht bereits Vollharmonisierung eingetreten ist. Sie würde relevant werden, wenn der deutsche Gesetzgeber – über das französische Regelungsvorbild hinausgehend – auch für Wertpapierdienstleistungsunternehmen³³⁹ entsprechende Transparenzpflichten schaffen wollte.

Für die Beantwortung der Frage ist von Belang, dass unter MiFID II sowie der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (MiFIR)³⁴⁰, welche die MiFID II flankiert,³⁴¹ schon weitreichende Transparenzanforderungen statuiert werden.³⁴² „Vollharmonisierend“ wirken diese Vorschriften – wenn überhaupt – nur für Dokumentations- und Veröffentlichungspflichten in der Pre- sowie die Post-Trading-Phase, um die Markttransparenz bezüglich der derzeit existierenden Ver- (*bids*) sowie Ankaufsangebote (*asks*) zu erhöhen.³⁴³ Anderes gilt für diejenigen In-

³³⁸ Eingehend *Lieverse*, in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), *Regulation of the EU Financial Markets*, 2017, Rn. 2.04.

³³⁹ Der deutsche Gesetzgeber hat die Vorgaben der MiFID II im WpHG umgesetzt. Er verwendet den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens statt Wertpapierfirma. Vgl. § 2 Abs. 10 WpHG.

³⁴⁰ ABl. EU Nr. L 173, S. 84.

³⁴¹ Vgl. *Kerkemeyer*, *Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten*, 2018, S. 292 i.E.

³⁴² Vgl. *Moloney*, in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), *Regulation of the EU Financial Markets*, 2017, Rn. 12.01 ff.

³⁴³ Vgl. *Moloney*, in: Busch/Ferrarini (Hrsg.), *Regulation of the EU Financial Markets*, 2017, Rn. 12.18 ff.

formationspflichten, denen Wertpapierfirmen ihren Kunden gegenüber obliegen. Obwohl diese Pflichten in Art. 24 MiFID II detailliert niedergelegt sind, stellt dessen Abs. 12 klar, dass die Vorgaben insoweit jedenfalls nicht „vollharmonisierend“ sind,³⁴⁴ sondern die Mitgliedstaaten weitere Anforderungen ausnahmsweise normieren dürfen, wenn sie „sachlich gerechtfertigt und verhältnismäßig [sind] und der Steuerung spezifischer Risiken für den Anlegerschutz oder die Marktintegrität, die angesichts der Umstände der Marktstruktur dieses Mitgliedstaats besonders bedeutsam sind, dienen.“ Ob Umweltinformationspflichten diesen Vorgaben genügen, soll im Folgenden untersucht werden.

Von vornherein ausgeschlossen erscheint eine Subsumtion von umweltbezogenen Informationspflichten unter das Tatbestandsmerkmal der Marktintegrität. Denn umweltbezogene Risiken umfassen immer nur einen Teil der an den Kapitalmärkten insgesamt bestehenden Risiken und fallen nicht derart ins Gewicht, dass ihre Nichtberücksichtigung gleich zu Marktinstabilitäten führen würde. Der Steuerung spezifischer Risiken für den Anlegerschutz könnte eine umweltbezogene Informationspflicht jedoch insoweit dienen, als sich Klimawandelrisiken in einem Investitionsrisiko manifestieren können. Sie haben insoweit Auswirkungen auf das Risikoprofil einer Anlage, als sie sich bei vielen Emittenten auf die Produktivität niederschlagen können (in der Regel negativ) und damit auch für den Kurs der von ihnen emittierten Wertpapiere bestimmend sind. Dies gilt in erster Linie für die bereits angesprochenen³⁴⁵ sog. „physischen Risiken“, denen Emittenten unausweichlich ausgeliefert sind,³⁴⁶ wie Extremwetterereignisse, Stürme oder lange Dürren, unter denen die Produktivität und Handel in und mit den betroffenen Regionen leiden. Aber auch Transitionsrisiken³⁴⁷ können (gravierende) Auswirkungen auf die emittierten Wertpapiere haben. Je größer Klimawandelrisiken sind und je stärker sie die Umsatz- und Gewinnentwicklung eines Unternehmens beeinflussen, desto stärker wirken sie sich auf dessen Fähigkeit aus, Emissionen zu platzieren, und die Kursentwicklung dieser Emissionen. Das Klimawandelrisiko spiegelt sich, so gesehen, im Investitionsrisiko wider. Insofern sind umweltbezogene Informationspflichten durchaus auch auf den Schutz der Anleger gerichtet.

Eine weitere Voraussetzung für die mitgliedstaatliche Regelungsbefugnis ist, dass die spezifischen Risiken für den Anlegerschutz, dessen Steuerung die Regelung dient, speziell angesichts der Umstände der Marktstruktur *dieses Mitgliedstaats* – hier also Deutschlands – besonders bedeutsam sind. Wie die Umwelttrisiken selbst, so ist allerdings auch der betroffene Investorenkreis ein globaler, dessen Anlagestrategien weder auf Deutschland noch Europa beschränkt sind. Daher können portfoliobezogene Umweltbelange nicht als Spezifikum des deutschen Wertpapiermarktes angesehen werden, das es dem deutschen Gesetzgeber erlauben würde, sich auf die Öffnungsklausel des Art. 24 Abs. 12 MiFID II zu stützen.

Ob die einschlägigen Bestimmungen der Richtlinie, obwohl nicht im engeren Sinne „vollharmonisierend“, eine Regelung mit dem intendierten Inhalt, soweit sie sich auf den Anwendungsbereich der MiFID II erstreckt, erlauben, ist nach alledem sehr zweifelhaft. Dies könnte auch ein Grund dafür sein, dass Frankreich keine gesetzliche Regelung für Wertpapierfirmen erlassen hat. Es empfiehlt sich daher für Deutschland nicht, Wertpapierfirmen zu verpflichten, bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (Vermögensverwaltung, Anlageberatung, etc.) über Umweltbelange Auskunft zu geben. Zu Berichtspflichten von Emittenten äußert sich die MiFID II nicht.

2.3.1.4 Solvency II-Richtlinie

Die Solvency II-Richtlinie ist der zentrale Baustein der Regulierung der Versicherungswirtschaft auf der Ebene der EU. Die Richtlinie ist stark vom Basel-Regelwerk geprägt, normiert aber bei weitem

³⁴⁴ Dafür der MiFID II-Richtlinie keine vollharmonisierende Wirkung zuzuschreiben *Franck*, BKR 2012, 1, 6 f.

³⁴⁵ Siehe oben Abschnitt 2.2.4.4.2.3.

³⁴⁶ *Barthuff*, Nachhaltigkeitsinduzierte Kreditrisiken, 2014, S. 128, 142.

³⁴⁷ Siehe oben Abschnitt 2.2.4.4.2.3.

nicht nur Eigenkapitalpflichten für Versicherungsunternehmen.³⁴⁸ So werden auch zahlreiche Transparenzvorschriften statuiert, die die Versicherungsunternehmen gegenüber anderen Marktteilnehmern oder aber gegenüber den Aufsichtsbehörden zu erfüllen haben.³⁴⁹

Diese sind in den Art. 51 ff. der Richtlinie geregelt. Sie beziehen sich wiederum allein auf die finanzielle Situation der Versicherungsunternehmen. So legt Art. 51 Abs. 1 UAbs. 2 Solvency II-Richtlinie die Angaben fest, die im jährlichen Bericht über Solvabilität und Finanzlage enthalten sein müssen. Im Schrifttum wird die Richtlinie als „weitgehend vollharmonisierend“ aufgefasst.³⁵⁰ Damit ist die Frage angesprochen, ob die Veröffentlichungspflichten seitens der Versicherungsunternehmen durch die Richtlinie bereits abschließend unionsrechtlich determiniert sind. Hierbei ist zu beachten, dass die Solvency II-Richtlinie – anders als die AIFM-Richtlinie – keine Vorgaben über die Information von (potentiellen) Vertragspartnern beim Vertrieb von Versicherungsdienstleistungen enthält. Deshalb stellt sich die Frage, ob die Richtlinie diesen Sachverhalt überhaupt erfasst. Dagegen spricht jedenfalls, dass die Solvency II-Richtlinie auf drei Säulen ruht – Eigenkapitalvorschriften, Anforderungen an die „Unternehmensgovernance“ sowie unterschiedlichen Berichtspflichten – und letztere damit insgesamt in einem Regelungskontext stehen, der stark von der Sicherung der Solvabilität der jeweiligen Versicherung geprägt ist.

In jedem Fall ist zu berücksichtigen, dass nicht alle Versicherungsunternehmen, die in der EU tätig sind, von der Richtlinie erfasst sind. So werden „sehr kleine Versicherungsunternehmen“³⁵¹ nach Art. 4 Solvency II-Richtlinie nicht vom Anwendungsbereich der Richtlinie erfasst. Wenn man also entgegen der hier vertretenen Ansicht annimmt, dass durch die Richtlinie auch die Veröffentlichungspflichten von Versicherungsunternehmen gegenüber ihren Kunden bereits vollständig unionsrechtlich determiniert sind, bestünde jedenfalls insoweit nach wie vor ein Regelungszugriff aufseiten der Mitgliedstaaten.

Da die Richtlinie – soweit ersichtlich – keine Vorgaben zu Auskunftspflichten von Emittenten macht, kann sie insoweit nicht als „vollharmonisierend“ angesehen werden und steht der Normierung von Umweltberichtspflichten auch derjenigen Versicherungsunternehmen, die von ihr erfasst sind, nicht entgegen.

2.3.1.5 EbAV-Richtlinie

Aus dem *effet utile* des Unionsrechts folgt auch, dass die Mitgliedstaaten keine Gesetze erlassen dürfen, die demnächst in Kraft tretenden Rechtakten der Union ihre Wirksamkeit nehmen könnten (Frustrationsverbot).³⁵² Sollte die EU in Gestalt der EbAV-Richtlinie – deren Umsetzungsfrist noch läuft (vgl. Art. 64 EbAV-Richtlinie) – „vollharmonisierende Vorgaben“ gemacht haben, könnte dies Deutschland auch schon vor Ablauf der Frist daran hindern, eine Umweltberichtspflicht für die von der Richtlinie umfassten Entitäten zu normieren.

Die EbAV-Richtlinie betrifft „Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge“ (Art. 1 EbAV-Richtlinie), richtet sich also (auch) an Betriebsrentenkassen. Sie enthält auch Informationspflichten, die die „Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge“ gegenüber ihren (potentiellen) Kunden treffen. Diese sind in den Art. 36 ff. geregelt. Insoweit ist aber eine Mindest- und nicht eine Vollharmonisierung anzunehmen, schon weil in Art. 36 Abs. 1 lit. a-c der EbAV-Richtlinie klargestellt wird, dass *zumindest* die

³⁴⁸ Überblick bei Lüttringhaus, EuZW 2011, 822; ders., EuZW 2011, 856.

³⁴⁹ Siehe Lüttringhaus, EuZW 2011, 856, 858.

³⁵⁰ Lüttringhaus, EuZW 2011, 822; Dreher/Lange, VersR 2011, 825, 827 ff.

³⁵¹ So Erwägungsgrund 5 Solvency II.

³⁵² EuGH, Rs. C-129/96, Slg. 1997, I-7411 – *Inter-Environnement Wallonie*; Ruffert, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 288 AEUV Rn. 24; Fisahn/Mushoff, EuR 2005, 222, 225.

in den Art. 37 ff. aufgelisteten Informationen zugänglich gemacht werden müssen. Die EbAV steht damit weitergehenden Auskunftspflichten von „Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge“ nicht entgegen.

2.3.1.6 CSR-Richtlinie

Die bereits angesprochene CSR-Richtlinie könnte ebenfalls mitgliedstaatliche Maßnahmen ausschließen, soweit sie „vollharmonisierend“ ist. Die CSR-Richtlinie betrifft, anders als die bislang erörterten Richtlinien der EU, nicht das Verhältnis von institutionellen Anlegern und Kunden, sondern dasjenige von Emittenten zu ihren (potentiellen) Investoren. Sie kann deshalb von vornherein nicht mitgliedstaatliche Regelungen ausschließen, die Pflichten für institutionelle Investoren statuieren.

Kern der Richtlinie, die im Wesentlichen die Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates (Bilanz-Richtlinie)³⁵³ modifiziert, ist die Statuierung einer Pflicht für „große Unternehmen“ in ihren Lagebericht, auch eine nichtfinanzielle Erklärung aufzunehmen (vgl. Art. 19a Bilanz-Richtlinie n.F.). Diese Pflicht gilt nur für solche „großen Unternehmen“, die im Jahresdurchschnitt mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigen. Des Weiteren müssen nach Art. 29a Bilanz-Richtlinie n.F. Mutterunternehmen eine konsolidierte nichtfinanzielle Erklärung veröffentlichen. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Vorgaben bereits umgesetzt.

Die Richtlinie soll dabei nach dem erklärten Willen des europäischen Gesetzgebers lediglich eine Mindestharmonisierung herbeiführen. Bereits im ersten Erwägungsgrund der Richtlinie heißt es insoweit: „Dies steht in vollkommenem Einklang mit der Möglichkeit der Mitgliedstaaten, gegebenenfalls weitere Verbesserungen der Transparenz nichtfinanzieller Informationen von Unternehmen vorzuschreiben, was naturgemäß ein kontinuierliches Bestreben ist.“ Damit überlässt es der europäische Gesetzgeber den Mitgliedstaaten, weitere Veröffentlichungspflichten gegenüber Emittenten in Bezug auf nichtfinanzielle Informationen festzuschreiben oder aber die Berichtspflichten über nichtfinanzielle Informationen auf weitere Akteure auszudehnen. Die EU-Mitgliedstaaten sind also befugt, Emittenten weitere Berichtspflichten aufzuerlegen oder aber die bestehende Berichtspflicht auf andere Kapitalgesellschaften auszudehnen.

2.3.1.7 PRIIP-Verordnung

Die bereits erwähnte PRIIP-Verordnung könnte, sofern sie als vollharmonisierend zu klassifizieren ist, ebenfalls der mitgliedstaatlichen Festlegung von umweltbezogenen Informationspflichten entgegenstehen. Die Verordnung regelt – wie in ihrem Titel bereits zum Ausdruck kommt – die Information von Kleinanlegern über „Basisinformationsblätter“, sofern diese sich auf „verpackte Anlageprodukte“ oder „Versicherungsanlageprodukte“ beziehen. Zentraler Ansatzpunkt ist die Statuierung der Pflicht, Kleinanlegern vor Vertragsschluss ein Basisinformationsblatt über das zu erwerbende Anlageprodukt zur Verfügung zu stellen (vgl. Art. 13 Abs. 1 PRIIP-Verordnung). Das Basisinformationsblatt ist auch auf der Webseite des Anbieters zu veröffentlichen (Art. 5 Abs. 1 PRIIP-Verordnung). Die Verordnung regelt den Inhalt des Basisinformationsblattes in aller Ausführlichkeit (vgl. Art. 8 PRIIP-Verordnung) und eröffnet den Mitgliedstaaten – soweit ersichtlich – dabei keine Abweichungsmöglichkeiten. Hinzu kommt, dass die Verordnung mit dem Ziel erlassen wurde, einheitliche Transparenzregeln in der EU zu etablieren.³⁵⁴ Mithin ist eine vollharmonisierende Wirkung der Verordnung intendiert.

Allerdings kann die PRIIP-Verordnung nur im Rahmen ihres Anwendungsbereichs ihre vollharmonisierende Wirkung entfalten. Ihr Anwendungsbereich ist dabei in dreierlei Hinsicht eingeschränkt: Ers-

³⁵³ ABl. EU Nr. L 182, S. 19.

³⁵⁴ Vgl. Erwägungsgrund 4 PRIIP-Verordnung.

tens gilt sie nur verpackte Anlageprodukte und Versicherungsanlageprodukte; zweitens ist sie nur anwendbar, sofern diese Finanzinstrumente Kleinanlegern angeboten werden; und drittens bezieht sie sich sachlich nur auf Basisinformationsblätter. Gerade Letzteres schränkt den Anwendungsbereich der Verordnung stark ein. Denn die Verordnung „sperrt“ mitgliedstaatlich festgelegte Informationspflichten nur in Bezug auf die Basisinformationsblätter, steht aber Regelungen, die diese nicht betreffen, nicht entgegen.

2.3.1.8 Zwischenergebnisse

Die Untersuchung der unionsrechtlichen Vorgaben der hier betrachteten Richtlinien und Verordnungen auf eine die Statuierung von Umweltberichtspflichten hemmende „vollharmonisierende Wirkung“ führt zu einem differenzierten Ergebnis: Für Finanzdienstleister dürfte der Bundesgesetzgeber Berichtspflichten über Sachverhalte nichtfinanzieller einschließlich umweltspezifischer Natur bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nicht festschreiben. Allerdings sieht das französische Recht solche Transparenzpflichten auch nicht vor. Dagegen erscheint es unbeschränkt zulässig, Transparenzpflichten für OGAW, für Versicherungsunternehmen und die von der EbAV-Richtlinie erfassten Unternehmen der betrieblichen Altersvorsorge vorzusehen. Auch für AIFM dürfen nach hier vertretener Auffassung Mitgliedstaaten grundsätzlich Veröffentlichungspflichten in Bezug auf Umweltinformationen begründen; bei „kleinen AIFM“ ist dies auch nicht bestreitbar. Rechtliche Bedenken bestehen somit nur gegen eine Statuierung von weitergehenden Auskunftspflichten bei der Beratung von (potentiellen) Kunden durch Wertpapierfirmen i.S.d. MiFID II, da die anvisierten Regelungen die inhaltlichen Bedingungen der Richtlinie für ein Hinausgreifen über die darin festgelegten Standards nicht erfüllen dürften. Unzulässig sind ferner Regelungen, wenn sie zu einer Modifikation des in der PRIIP-Verordnung vorgesehenen Basisinformationsblattes führen. Im Ergebnis hindert die unionsrechtliche Harmonisierung Deutschland nicht grundsätzlich an der Normierung umweltbezogener Berichtspflichten für Investoren auf den Finanzmärkten.

Keine Schranken ergeben sich aus den Bestimmungen der betrachteten Richtlinien für die Auferlegung von Umweltinformationspflichten gegenüber Emittenten durch Deutschland. Insoweit wird an späterer Stelle allerdings zu untersuchen sein, ob der deutsche Gesetzgeber insbesondere völkerrechtlich überhaupt berechtigt ist, ausländische Emittenten in die Pflicht zu nehmen. Sollte dies nicht der Fall sein, würde sich auch eine emittentenbezogene Verpflichtung nicht als probater Regulierungsansatz erweisen.

2.3.2 Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern/Emittenten

Soweit die Normierung von Auskunftspflichten nicht bereits durch sekundäres Unionsrecht ausgeschlossen ist, müssen diese im Einklang mit den Grundfreiheiten, die im nationalen Rechtskreis unmittelbare Wirkung zeitigen, stehen. In Betracht kommt insoweit ein Verstoß gegen die in Art. 63 Abs. 1 AEUV verankerte Freiheit des Kapitalverkehrs. Neben dieser kann auch die Dienstleistungsfreiheit gemäß Art. 56, 57 AEUV betroffen sein, da sie jede in der Regel gegen Entgelt erbrachte Leistung, also auch Dienstleistungen am Kapitalmarkt, erfasst. Der EuGH lässt eine Grundfreiheit in der Regel zurücktreten, soweit ihre Beschränkung nur die unvermeidbare Folge der Beschränkung einer anderen Grundfreiheit ist. Dies dürfte hier der Fall sein, weil primär der Wertpapierhandel tangiert ist und seine Regulierung typischerweise und unvermeidlich auf den Dienstleistungsverkehr sowie Direktinvestitionen abstrahlt. Die Niederlassungsfreiheit (Art. 49 AEUV) ist im Übrigen insoweit nicht betroffen, als die geplanten Regelungen sich auf Portfolioinvestitionen beziehen, welche per se nicht als Niederlassung gelten.³⁵⁵ Zudem wird nicht die Investition ausländischer Emittenten potenziell behindert, sondern Anlagen von Inländern in Deutschland selbst (bei denen es ohnehin am grenzüberschreitenden Bezug fehlt), in der EU und außerhalb der EU. Im Verhältnis zu dritten Staaten kann als einzige

³⁵⁵ Vgl. EuGH, Rs. C-182/09, Slg. 2009, I-8591, Rn. 40 – *Glaxo Wellcome*.

Grundfreiheit die Kapitalverkehrsfreiheit Geltung beanspruchen. Da die ins Auge gefassten Pflichten auch Emissionen aus Nicht-EU-Staaten betreffen sollen, erweist sich auch insoweit die Kapitalverkehrsfreiheit als entscheidender Prüfungsmaßstab.

2.3.2.1 Eröffnung des Anwendungsbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit

Beim sachlichen Anwendungsbereich von Art. 63 Abs. 1 AEUV ist zwischen dem Begriff des „Kapitalverkehrs“³⁵⁶ und der Frage wann ein „grenzüberschreitender Bezug“ zu bejahen ist³⁵⁷ zu unterscheiden. Des Weiteren muss der persönliche Anwendungsbereich³⁵⁸ der Grundfreiheit eröffnet sein.

2.3.2.1.1 Begriff des Kapitalverkehrs

Bislang gibt es weder im Primär- noch im Sekundärrecht eine allgemeine Definition des Begriffs „Kapitalverkehr“.³⁵⁹ Nach einer verbreiteten Meinung im Schrifttum umfasst der Anwendungsbereich von Art. 63 Abs. 1 AEUV sowohl den Transfer von Sach- als auch den von Geldkapital, der primär zu Anlagezwecken erfolgt und über die Grenzen eines Mitgliedstaates der EU stattfindet.³⁶⁰ Unter Sachkapital werden etwa Immobilien und Unternehmensbeteiligungen, unter Geldkapital etwa Wertpapiere, Kredite und Termingeschäfte verstanden.³⁶¹ Über das Erfordernis der Anlageabsicht lässt sich der Kapitalverkehr, nicht von Art. 63 Abs. 1 AEUV geschützten, Vermögenstransfer abgrenzen.

Der EuGH zieht zur Bestimmung des sachlichen Anwendungsbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit regelmäßig den Anhang I zur Kapitalverkehrsrichtlinie von 1988³⁶² heran, indem er der Richtlinie einen „Hinweischarakter“ zuspricht; er hält die dortige Nomenklatur aber (zutreffend) für nicht abschließend.³⁶³ In diesem Anhang sind verschiedene Transaktionen aufgelistet, die vom damaligen europäischen Gesetzgeber als Kapitalverkehr aufgefasst wurden. Die Kapitalverkehrsrichtlinie ist bislang noch nicht aufgehoben worden, weshalb die h.M. in der Literatur davon ausgeht, dass sie weiterhin gilt.³⁶⁴ Der EuGH prüft indes regelmäßig nicht einen Verstoß gegen die Kapitalverkehrsrichtlinie, sondern lediglich die primärrechtlichen Bestimmungen zur Freiheit des Kapitalverkehrs,³⁶⁵ scheint also davon auszugehen, dass die Richtlinie außer Kraft getreten ist. Auch wenn der Rückgriff auf die Kapitalverkehrsrichtlinie sicherlich nicht der Weisheit letzter Schluss ist, ist doch festzustellen, dass sich der Rekurs auf diese Richtlinie als äußerst praktikabel erwiesen hat. Im Grundsatz bestehen deshalb, auch wenn die Richtlinie außer Kraft getreten sein sollte, keine Vorbehalte gegen diese Praxis.

³⁵⁶ Siehe sogleich Abschnitt 2.3.2.1.1.

³⁵⁷ Siehe unten Abschnitt 2.3.2.1.2.

³⁵⁸ Siehe unten Abschnitt 2.3.2.1.3.

³⁵⁹ *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), EUV/AEUV, 62. EL (2017), Art. 63 AEUV Rn. 126.

³⁶⁰ *Bröhmer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 63 AEUV Rn. 10; *Schürmann*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EUV/AEUV/GRCh, 6. Aufl. (2013), Art. 63 AEUV, Rn. 3; *Follak*, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 43. EL (2017), F. II. Rn. 6; *Sedlaczek/Züger*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. (2012), Art. 63 AEUV Rn. 20.

³⁶¹ *Bieber/Epiney/Haag*, Die Europäische Union, 9. Aufl. (2015), § 11 Rn. 144.

³⁶² Richtlinie 88/361/EWG des Rates vom 24. Juni 1988 zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages, ABl. EG Nr. L 178, S. 5. Frühere Richtlinien, deren Anhänge ebenfalls eine Nomenklatur von Kapitalverkehrsvorgängen enthielten, sind die Erste Richtlinie zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages, ABl. EWG Nr. 43/1960, S. 921 und die Zweite Richtlinie 63/21/EWG des Rates vom 18. Dezember 1962 zur Ergänzung und Änderung der ersten Richtlinie zur Durchführung des Artikels 67 des Vertrages, ABl. EWG Nr. 9/1963, S. 62.

³⁶³ St. Rspr. EuGH, Rs. C-222/97, Slg. 1999, I-1661, Rn. 21 – *Trummer und Mayer*; Rs. C-464/98, Slg. 2001, I-173, Rn. 5 – *Stefan*; verb. Rs. C-515/99, C-519/99 bis C-524/99 und C-526/99 bis C-540/99, Slg. 2002, I-2157, Rn. 30 – *Reisch u.a.*; Rs. C-174/04, Slg. 2005, I-4933, Rn. 27 – *Kommission/Italien*; Rs. C-513/03, Slg. 2006, I-1957, Rn. 39 – *Van Hilten-van der Heijden*; Rs. C-446/04, Slg. 2006, I-11753, Rn. 179 – *Test Claimants in the FII Group Litigation*.

³⁶⁴ *Schneider*, in: Mayer/Stöger (Hrsg.), EUV/AEUV, 189. EL (2016), Art. 63 AEUV Rn. 7.

³⁶⁵ Siehe nur EuGH, Rs. C-222/97, Slg. 1999, I-1661, Rn. 21 – *Trummer und Mayer*; Rs. C-464/98, Slg. 2001, I-173, Rn. 5 – *Stefan*.

Geschützt ist von Art. 63 Abs. 1 AEUV sowohl der aktive Kapitalverkehr, d.h. die Anlageseite, als auch der passive Kapitalverkehr, also die Kontrahenten der Anlageseite.³⁶⁶ Folglich können sich beide Seiten eines Kapitalverkehrsvorgangs auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen. Das bedeutet etwa, dass sich sowohl die Personen, die Aktien an einer in der Union ansässigen Aktiengesellschaft erwerben, als auch die emittierende Aktiengesellschaft selbst auf Art. 63 Abs. 1 AEUV berufen können. OGAW und AIF, die in bestimmte Aktiengesellschaften investieren, können sich also genauso auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen wie die Emittenten selbst. Zudem können sich sowohl die Anleger, die in OGAW oder AIF investieren genauso auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen wie OGAW und AIF selbst.

Im Anhang I zur Kapitalverkehrsrichtlinie werden verschiedene Vorgänge genannt, die der (damalige) Gesetzgeber als Kapitalverkehr klassifizierte. Die dort aufgeführte Nomenklatur ist „keine erschöpfende Aufzählung“, mithin entwicklungsoffen auszulegen. In Abschnitt III. werden „Geschäfte mit Wertpapieren, die normalerweise am Kapitalmarkt gehandelt werden“ genannt. Damit dürften die hier in Rede stehenden Maßnahmen unter den Begriff des Kapitalverkehrs fallen. Schließlich wirken sich die geplanten Regelungen auch auf Investitionsentscheidungen aus, da die Veröffentlichung der Informationen diese beeinflussen kann.

2.3.2.1.2 „Grenzüberschreitendes Element“

Art. 63 Abs. 1 AEUV erfordert, wie alle Grundfreiheiten,³⁶⁷ ein „grenzüberschreitendes Element“, da die Vorschrift nur den Kapitalverkehr „zwischen den Mitgliedstaaten“³⁶⁸ und den Kapitalverkehr „zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern“³⁶⁹ schützt.³⁷⁰ Der EuGH fordert hinsichtlich dieses Kriteriums, dass zumindest ein wesentliches Element des Sachverhalts über die Grenzen eines Mitgliedstaates hinausweist.³⁷¹ Allerdings neigt der Gerichtshof dazu, insoweit keine hohen Anforderungen zu stellen. So genügt es zur Bejahung des „grenzüberschreitenden Elements“ des Kapitalverkehrs, wenn Erblasser und Erben in verschiedenen Mitgliedstaaten ansässig sind.³⁷² Auch genügt es, wenn mitgliedstaatliche Regelungen den Erwerb von Anteilen an einem Unternehmen verhindern können und damit Anleger aus anderen Mitgliedstaaten davon abhalten, in dieses Unternehmen zu investieren.³⁷³ Angesichts der niedrigen Anforderungen, die der EuGH an das Erfordernis eines „grenzüberschreitenden Elements“ stellt, lässt sich auch die Frage stellen, ob dieses nicht weitgehend obsolet ist.³⁷⁴

Bei den zu statuierenden Auskunftspflichten wird ein „grenzüberschreitendes Moment“ regelmäßig schon deshalb vorliegen, weil sich in den Portfolios grundsätzlich Wertpapiere befinden werden, die von nicht in Deutschland ansässigen Akteuren ausgegeben worden sind. Handelt es sich um Unternehmen aus Drittstaaten, im Verhältnis zu denen die Kapitalverkehrsfreiheit ebenfalls wirkt, ist dieses Moment offenkundig, ebenso dann, wenn eine gesetzliche Regelung die Emittenten selbst in die Pflicht nimmt.

³⁶⁶ Sedlaczek/Züger, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. (2012), Art. 63 AEUV Rn. 16.

³⁶⁷ Vgl. GA Wahl, SchlA Rs. C-322/16, ECLI:EU:C:2017:442, Rn. 28 – *Global Starnet*.

³⁶⁸ Hervorh. Verf.

³⁶⁹ Hervorh. Verf.

³⁷⁰ Siehe nur Sedlaczek/Züger, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. (2012), Art. 63 AEUV Rn. 26.

³⁷¹ EuGH, Rs. C-513/03, Slg. 2006, I-1957, Rn. 42 – *van Hiltten-van der Heijden*; Rs. C-256/06, Slg. 2008, I-123, Rn. 25 – *Jäger*; Rs. C-510/08, Slg. 2010, I-3553, Rn. 20 – *Mattner*.

³⁷² EuGH, Rs. C-256/06, Slg. 2008, I-123, Rn. 26 – *Jäger*.

³⁷³ EuGH, Rs. C-483/99, Slg. 2002, I-4781, Rn. 41 – *Kommission/Frankreich (Elf Aquitaine)*.

³⁷⁴ In diese Richtung Kingreen, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 34–36 AEUV Rn. 39.

2.3.2.1.3 Persönlicher Anwendungsbereich

Auch der persönliche Anwendungsbereich von Art. 63 Abs. 1 AEUV ist außerordentlich weit. Von der Kapitalverkehrsfreiheit werden nach h.M. sowohl juristische und natürliche Personen, die gebietsansässig sind, d.h. innerhalb eines Mitgliedstaates der Union ihren Sitz haben, als auch solche umfasst, die außerhalb der Union ansässig sind.³⁷⁵ Folge dieser Auffassung ist, dass sich auch Personen aus Drittstaaten wie ausländische Emittenten auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen können, auch wenn sie nicht Unionsbürger bzw. juristische Personen mit Sitz in der Union sind oder nicht.³⁷⁶

2.3.2.2 Vorliegen einer Beschränkung

2.3.2.2.1 Vorgaben gegenüber Emittenten

Die Kapitalverkehrsfreiheit ist als einzige unter den Grundfreiheiten nicht nur zwischen den Mitgliedstaaten der EU, sondern auch im Verkehr zwischen der Union und Drittstaaten geschützt (Art. 63 Abs. 1 AEUV). Unklar ist nur, ob diesen Schutz dann auch Staatsan- oder -zugehörigen eines Drittstaats im Kapitalverkehr mit der Union oder nur Unionsbürger in Anspruch nehmen können.³⁷⁷

Würde Deutschland als Mitgliedstaat der Union durch eine gesetzliche Regelung Emittenten aus Drittstaaten unmittelbar zur Auskunft über umweltrelevante Belange verpflichten, könnte darin eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit zu sehen sein. Da Art. 63 Abs. 1 AEUV Beschränkungen des Kapitalverkehrs sowohl zwischen den Mitgliedstaaten als auch zwischen den Mitgliedstaaten und Drittstaaten verbietet, ist ein einheitlicher Beschränkungs-begriff zugrunde zu legen.³⁷⁸ Bei der Auslegung des Beschränkungs-begriffs wird in der Literatur vielfach für eine Übertragung der in der EuGH-Rechtsprechung zur Warenverkehrsfreiheit entwickelten *Dassonville*-Formel³⁷⁹ plädiert.³⁸⁰ Die Formel ist durch den EuGH zur Bestimmung des in Art. 34 AEUV (früher: Art. 28 EGV) verwandten Begriffs der „Maßnahmen gleicher Wirkung“ entwickelt worden. Art. 34 AEUV verbietet sowohl „mengenmäßige Einfuhrbeschränkungen“ als auch die bereits erwähnten „Maßnahmen gleicher Wirkung“, die der EuGH weit auslegt als „jede Handelsregelung, die geeignet ist, den innergemeinschaftlichen Handel unmittelbar oder mittelbar, tatsächlich oder potentiell zu behindern“ („*Dassonville*-Formel“). Zwar hat er sie bislang nicht zur Konkretisierung des Beschränkungs-begriffs bei der Kapitalverkehrsfreiheit verwendet, aber doch vergleichbare Formulierungen gebraucht: Eine Beschränkung bestehe, wenn eine Maßnahme dazu führe, dass die Attraktivität eines von der Kapitalverkehrsfreiheit geschützten Vorgangs verringert werde.³⁸¹ Häufig findet sich auch die Formulierung, dass Maßnahmen dann als Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit anzusehen sind, wenn sie „geeignet sind, Gebietsfremde von

³⁷⁵ *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), EUV/AEUV, 62. EL (2017), Art. 63 AEUV, Rn. 120; *Schürmann*, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EUV/AEUV/GRCh, 6. Aufl. (2013), Art. 63 AEUV Rn. 18; *Schneider*, in: Mayer/Stöger (Hrsg.), EUV/AEUV, 189. EL (2016), Art. 63 AEUV Rn. 44; wohl auch *Ohler*, Europäische Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit, 2002, Art. 56 EGV Rn. 216.

³⁷⁶ *Bröhmer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 63 AEUV Rn. 7 m.w.N. Dies wird teilweise mit dem – nicht überzeugenden – Argument bezweifelt, dass es ungewiss sei, ob der EuGH in den Urteilen in den Rechtssachen *Albore* – EuGH, Rs. C-423/98, Slg. 2000, I-5965 – und *Svensson und Gustavson* – EuGH, Rs. C-484/93, Slg. 1995, I-3955 – auch zur Kapitalverkehrswidrigkeit der angegriffenen rechtlichen Bestimmungen gelangt wäre, wenn sich nicht gebietsansässige Drittstaatler auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen hätten. So *Bröhmer*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 63 AEUV 8.

³⁷⁷ Siehe dazu soeben Abschnitt 2.3.2.1.3.

³⁷⁸ EuGH, Rs. C-101/05, Slg. 2007, I-11531, Rn. 28–38 – A.

³⁷⁹ EuGH, Rs. 8/74, Slg. 1974, 837, Rn. 5 – *Dassonville*.

³⁸⁰ Dafür: *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), EUV/AEUV, 62. EL (2017), Art. 63 AEUV, Rn. 158; dagegen: *Sander*, EuZW 2005, 106, 108.

³⁸¹ EuGH, Rs. C-222/97, Slg. 1999, I-1661, Rn. 26 – *Trummer und Mayer*.

Investitionen in einem Mitgliedstaat oder die dort Ansässigen von Investitionen in anderen Mitgliedstaaten abzuhalten“;³⁸² oder dass die zu prüfenden Maßnahmen eine abschreckende Wirkung für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr entfalten.³⁸³ Von einer Beschränkung kann nach alledem gesprochen werden, wenn die Inanspruchnahme der Kapitalverkehrsfreiheit durch die strittige Regelung weniger attraktiv gemacht wird.

Gegen den Befund einer Beschränkung könnte insoweit eingewendet werden, dass die gesetzliche Regelung sich auf alle Anlageobjekte erstrecken soll, die institutionelle Anleger mit Sitz in Deutschland im Portfolio führen. Der einzelne Emittent werde gar nicht benachteiligt, weil Wertpapiere, die nicht mit einer Auskunftspflicht behaftet sind, in Deutschland ohnehin nicht mehr erworben werden dürften. Dieser Einwand würde jedoch zu kurz greifen: Geht man davon aus, dass Deutschland in völkerrechtlich zulässiger Weise ohnehin allenfalls diejenigen Emittenten in die Pflicht nehmen dürfte, die innerhalb der Union bzw. Deutschlands unternehmerisch tätig sind oder deren Wertpapiere an einer hiesigen Börse gehandelt werden, kann die Auferlegung von Auskunftspflichten zur Folge haben, dass sich das – den Aufwand scheuende – ausländische Unternehmen aus der Union und insbesondere Deutschland zurückzieht.³⁸⁴ Denn die Ermittlung, Kompilation und normgerechte Präsentation umweltrelevanter Wertpapierinformationen ist regelmäßig mit administrativem Aufwand und damit mit Kosten verbunden. Da diese Kosten in die Bepreisung von Wertpapieren einfließen, die Gewinnmarge also entweder auf Seite der Emittenten oder derjenigen der Investoren abnimmt, verliert der grenzüberschreitende Wertpapierhandel an Attraktivität. Dabei kommt es nicht darauf an, dass die Verpflichtung ausnahmslos mit Blick auf alle im Portfolio gehaltene Wertpapiere gilt und insoweit kein Emittent besser oder schlechter gestellt wird. Denn Art. 63 Abs. 1 AEUV ist, wie alle Grundfreiheiten, nicht nur ein Diskriminierungsverbot, sondern verbietet eben auch nichtdiskriminierende Beschränkungen³⁸⁵. Die Beschränkung liegt nicht erst vor, wenn sich ein Emittent vom deutschen bzw. europäischen Markt zurückzieht, sondern bereits dann, wenn sich der Erwerb von Wertpapieren, die von der Regelung erfasst werden, für das Portfolio weniger attraktiv gestaltet und infolge dessen das Volumen des Wertpapierhandels (mit Drittstaaten oder auch nur innerhalb der EU, wenn andere Mitgliedstaaten keine vergleichbaren Regelungen einführen) zurückgeht.³⁸⁶

2.3.2.2.2 Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern

Eine andere Möglichkeit besteht darin, Auskunftspflichten für umweltrelevante Portfolioinvestitionen dem Investor aufzuerlegen. Die Einhaltung einer solchen Pflicht würde aufsichtsrechtlich und/oder mithilfe straf- bzw. ordnungswidrigkeitenrechtlicher Sanktionen gesichert.

Auf den ersten Blick scheint durch eine solche Vorgabe der Kapitalverkehr nicht beeinträchtigt zu sein, da die Pflicht nur aktiviert wird, wenn der institutionelle Anleger Wertpapiere bereits im Portfolio hat, und sie ohnehin für alle Wertpapiere im Portfolio eines deutschen institutionellen Anlegers gelten würde. Tatsächlich dürfte sie sich auch dann im Anlageverhalten selbst niederschlagen. Institutionelle Anleger werden Wertpapiere bevorzugen, bei denen die Erfüllung der Pflicht mit geringem Aufwand verbunden ist – sei es, dass die Umweltinformationen von den Emittenten gut aufbereitet worden sind oder dass Wertpapiere erworben werden, deren Umweltbezug überschaubar ist (was zugleich bedeutet, dass eine portfoliobezogene Umweltinformationspflicht auch adverse Effekte haben kann, nämlich

³⁸² EuGH, Rs. C-101/05, Slg. 2007, I-11531, Rn. 40 – *A*; fast gleichlautend: Rs. C-375/12, ECLI:EU:C:2014:138, Rn. 43 – *Bouanich*; Rs. C-176/15, ECLI:EU:C:2016:488, Rn. 23 – *Riskin & Timmermans* und Rs. C-464/14, ECLI:EU:C:2016:896, Rn. 45 – *SE-CIL*.

³⁸³ EuGH, Rs. C-484/93, Slg. 1995, I-3955, Rn. 10 – *Svensson und Gustavson*.

³⁸⁴ Eine ähnliche Fallkonstellation betraf der Fall EuGH, Rs. C-265/04, Slg. 2006, I-923, Rn. 34 – *Bouanich*.

³⁸⁵ *Kerkemeyer*, Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten, 2018, S. 192.

³⁸⁶ Allgemein zum Beschränkungs-Begriff, der auch Kapitalverkehrsbeschränkungen von geringfügiger Bedeutung untersagt *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 62. EL (2017), Art. 63 AEUV Rn. 171.

die, dass Anlagen mit Umweltbezügen gemieden werden). Die Folge sind Hindernisse und Verzerrungen im Kapitalverkehr zwischen Mitgliedstaaten und mit dritten Staaten. Hinzu kommt, was bereits weiter oben mit Blick auf die Emittenten festgehalten worden ist: Die Schaffung von Informationspflichten kann nicht kostenneutral gelingen und wird sich in irgendeiner Form auf den Preis der Kapitaltitel niederschlagen, mit der Folge, dass deutsche Anleger beim Erwerb von Wertpapieren aus dem In- und womöglich auch aus dem Ausland zurückhaltender werden. Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Belastung treffe nur deutsche institutionelle Anleger und sei daher eine tatbestandslose Inländerdiskriminierung; denn als Beschränkungsverbot ist die Kapitalverkehrsfreiheit auch dann betroffen, wenn objektiv eine Beeinträchtigung des Kapitalverkehrs zu erwarten ist.³⁸⁷

Der Effekt verschärft sich noch, wenn die Verpflichtung zur Beibringung der Informationen unbedingt gilt und sich der institutionelle Anleger dann nicht von der Pflicht befreien kann, wenn und soweit es ihm objektiv oder subjektiv-situativ nachweisbar nicht zumutbar ist, die Information zu erlangen – zum Beispiel, weil der im Ausland ansässige Emittent sie unter Berufung auf Geschäftsgeheimnisse nicht oder nur teilweise übermittelt. Will der Investor eine Sanktion verhindern, wird er Wertpapiere, bei denen die Beibringung der erforderlichen Umweltinformationen nicht gesichert ist, gar nicht erst ins Portfolio oder aber aus dem Portfolio nehmen. Alle diese Situationen machen den Erwerb der betroffenen Wertpapiere unattraktiv und beschränken damit den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel. Emissionen aus Ländern, die keine wertpapierbezogenen Umweltauskunftspflichten kennen, und deren Emittenten Deutschland (oder die EU) schon aus völkerrechtlichen Gründen nicht verpflichten kann, werden faktisch in Deutschland nicht mehr handelbar, wenn es institutionellen Anlegern nicht gelingt, die geforderten Umweltdaten vorzulegen. Das Unternehmen wird in solche Papiere nicht mehr grenzüberschreitend anlegen und seine Emittenten werden sie nicht mehr grenzüberschreitend veräußern. Dafür ist unwesentlich, ob sich eine solche gesetzliche Regelung nur auf den künftigen Erwerb von Wertpapieren oder auch auf bereits im Portfolio vorhandene Anlagen bezieht.

2.3.2.2.3 Dem Befund einer Beschränkung möglicherweise entgegenstehende Erwägungen

2.3.2.2.3.1 *Keck-Formel*

In der Entscheidung „*Keck und Mithouard*“³⁸⁸ formulierte der EuGH für den Bereich der Warenverkehrsfreiheit eine faktische Bereichsausnahme vom Beschränkungstatbestand für reine Verkaufsmodalitäten, welche in- und ausländische Waren in gleicher Weise betreffen, also unterschiedslos wirksam sind. Ob und inwieweit diese Formel auf andere Grundfreiheiten und damit auch die Kapitalverkehrsfreiheit übertragbar sein kann, ist umstritten und jedenfalls in Bezug auf die Kapitalverkehrsfreiheit in der Judikatur des Gerichtshofs, soweit ersichtlich, offen.³⁸⁹

Letztlich kann die Frage dahinstehen, wenn die in Betracht kommenden Maßnahmen sich unter keinem Gesichtspunkt als „verkaufsbezogen“ qualifizieren lassen könnten. Sie betreffen jedenfalls nicht die rein technischen Hintergründe des Wertpapierhandels (also etwa Handelszeiten einer Börse, die man als verkaufsbezogen qualifizieren würde)³⁹⁰, sondern beziehen sich auf Eigenschaften von Wertpapieranlagen, nämlich ihre umweltbezogenen Qualitäten. Insoweit nehmen sie auf die Investition bzw. Emission selbst Bezug und nicht nur auf Handels- bzw. Vertriebsvorgänge – die nur im Wege eines Rechtsreflexes betroffen sind. Deswegen wird man hier nicht über den Rekurs auf die *Keck*-Formel eine Beschränkung des Kapitalverkehrs verneinen können.

³⁸⁷ Vgl. EuGH, Rs. C-423/98, Slg. 2000, I-5965, Rn. 10 – *Svensson und Gustavson*.

³⁸⁸ EuGH, verbd. Rs. C-267/91 und 268/91, Slg. 1993, I-6097 – *Keck und Mithouard*.

³⁸⁹ Vgl. EuGH, Rs. C-384/93, Slg. 1995, I-1141, Rn. 35 ff. – *Alpine Investments*; Rs. C-463/00, Slg. 2003, I-4581, Rn. 58–64 – *Kommission/Spanien*.

³⁹⁰ Für eine Ausnahme vom allgemeinen Beschränkungsgriff bei einheitlichen Regelungen zu Öffnungszeiten und Formularen von Banken und Versicherung plädiert *Frenz*, EWS 2011, 125, 129.

2.3.2.2.3.2 Inländerdiskriminierung

Nach allgemeiner Ansicht verbietet das Unionsrecht die Diskriminierung (Schlechterstellung) von Inländern nicht; diese ist tatbestandslos im Sinne der Grundfreiheiten.³⁹¹ Wird allein deutschen Unternehmen aufgegeben, Umweltberichte über ihre Anlagen abzugeben, könnte eine solche tatbestandslose Inländerdiskriminierung und schon deswegen keine Verletzung des Art. 63 Abs. 1 AEUV vorliegen.

Wie Deutschland eine investorenbezogene Informationspflicht ausgestalten würde, ist noch nicht abzuschätzen. Kraft seiner Territorialhoheit dürfte es grundsätzlich auch Unternehmen ausländischer Rechtsform, die – was seit der EuGH-Entscheidung „*Überseering*“³⁹² möglich ist – ihren tatsächlichen Geschäftssitz in Deutschland haben, in den Geltungsbereich von Regulierungsvorgaben einbeziehen.³⁹³ Eine Beschränkung des personalen Anwendungsbereichs von Regelungen auf Unternehmen in deutscher Rechtsform kann sich insoweit kontraproduktiv erweisen, als sie zur „Flucht in fremde Rechtsformen“ beitragen könnte³⁹⁴ – in Rechtsformen, auf denen Deutschland jedenfalls keinen gesellschaftsrechtlichen Zugriff mehr besitzen würde. Entschiede es sich gleichwohl, nur dem Statut nach inländische Gesellschaften zu verpflichten, wäre aber auch damit die Anwendung der Kapitalverkehrsfreiheit auf solche Sachverhalte noch nicht ausgeschlossen. Denn die Exemption der Inländerdiskriminierung vom Tatbestand der Grundfreiheiten bezieht sich nur auf deren Facette als Diskriminierungsverbote. Als Beschränkungsverbot kann die Grundfreiheit auch dann betroffen sein, wenn eine nur Inländer betreffende Benachteiligung dennoch in eine Reduzierung des Kapitalverkehrs zwischen den EU-Mitgliedstaaten oder zwischen Deutschland und dritten Staaten mündet.³⁹⁵ Genau dies ist hier anzunehmen: Auch wenn nur deutsche Unternehmen formal in die Pflicht genommen werden, über Umweltbezüge ihrer Anlagen zu berichten, strahlt dies auf die Anlagepraxis dieser Unternehmen und schließlich auch auf die Emissionspraxis ausländischer Emittenten – in hemmender Weise – aus. Die generelle Tatbestandslosigkeit der Inländerdiskriminierung würde also nicht zur Folge haben, dass die Kapitalverkehrsfreiheit durch portfoliobezogene Umweltinformationspflichten nicht berührt würde.

2.3.2.3 Rechtfertigung von Beschränkungen

2.3.2.3.1 Zwingende Gründe des Gemeinwohls: Umweltschutz und Verbraucherschutz

Wie Beschränkungen aller anderen Grundfreiheiten können auch solche der Kapitalverkehrsfreiheit durch zwingende Gründe des Gemeinwohls gerechtfertigt werden („*Gebhard-Formel*“).³⁹⁶ Umstritten ist lediglich, ob das Spektrum möglicher Rechtfertigungsgründe bei diskriminierenden bzw. für in- und ausländische Anlagen unterschiedlich geltenden Regelungen vernünftige Beschränkungen auf den Katalog des Art. 65 AEUV beschränkt bleiben muss.³⁹⁷ Die hier in Betracht kommenden Regelungen konstituieren, wie dargelegt, keine tatbestandslosen Inländerdiskriminierungen; da Deutschland sowohl in der Lage als auch interessiert sein wird, nicht nur deutsche Investoren, sondern auch Investitionen in deutsche Wertpapiere in die Berichtspflicht umfassend einzuschließen, werden sie aber auch nicht in eine Diskriminierung von Ausländern und ihren Wertpapieremissionen führen. Es ist daher mit dem Erlass nichtdiskriminierend beschränkender Regelungen zu rechnen, die nicht nur durch die in Art. 65 AEUV aufgeführten Belange, sondern alle denkbaren zwingenden Gemeinwohlerwägungen gerechtfertigt werden können.

³⁹¹ Vgl. statt aller *Sedlacek/Züger*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. (2012), Art. 63 AEUV Rn. 27.

³⁹² EuGH, Rs. C-208/00, Slg. 2002, I-9919 – *Überseering*.

³⁹³ Vgl. bereits *Horn*, NJW 2004, 893, 896.

³⁹⁴ Sog. *Delaware-Effekt*. Siehe *Fleischer*, in: MüKo-GmbHG, Einl. Rn. 222 f.

³⁹⁵ EuGH, Rs. C-109/04, ECLI:EU:C:2005:187, Rn. 23 ff. – *Kranemann*; C-9/02, ECLI:EU:C:2004:138 – *Lasteyrie du Saillant*.

³⁹⁶ EuGH, Rs. C-55/94, Slg. 1995, I-4165 – *Gebhard*.

³⁹⁷ Vgl. *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 62. EL (2017), Art. 63 AEUV Rn. 227; *Bröhmer*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 65 AEUV Rn. 2.

In Betracht kommt eine Rechtfertigung durch Belange des Umweltschutzes, aber auch des Verbraucher- bzw. Anlegerschutzes vor dem Hintergrund, dass mit Wertpapieranlagen verbundene Umweltgefahren (wie die Überschreitung der 2-Grad-Schwelle) disruptive Risiken darstellen können, vor welchen eine Informationspflicht warnt. Als geschriebene Rechtfertigungsgründe sind Umweltschutz und Verbraucherschutz für keine der Grundfreiheiten im AEUV verankert, doch hat der EuGH sie wiederholt vor allem zur Rechtfertigung von Beschränkungen insbesondere der Warenverkehrsfreiheit herangezogen.³⁹⁸ Was den Umweltschutz betrifft, fehlt es, soweit ersichtlich, an Entscheidungen, die sich mit dem Verhältnis zwischen Kapitalverkehrsfreiheit und Umweltschutz auseinandersetzen. Es kann jedoch nicht ernstlich bezweifelt werden, dass Umweltschutz auch insoweit potenziell als zwingender Grund im Sinne der „Gebhard-Formel“ herangezogen werden kann. Dieser im Schrifttum anerkannte Befund³⁹⁹ wird unterstrichen durch die Existenz einer gemeinsamen Umweltpolitik der Union (Art. 191 ff. AEUV), aber auch durch die Anerkennung des Umweltschutzes als eines die anderen Unionspolitiken überwölbendes (und ihre Ausübung in der Sache damit auch beschränkendes) Querschnittsziel (Art. 11 AEUV, vgl. auch Art. 114 III AEUV).⁴⁰⁰

2.3.2.3.2 Verhältnismäßigkeit der Beschränkungen

Auch Beschränkungen von Grundfreiheiten durch die Mitgliedstaaten unterliegen der Schranken-Schranke der Verhältnismäßigkeit als allgemeinem Grundsatz des Unionsrechts (vgl. für die Union selbst Art. 5 Abs. 4 EUV). Der EuGH prüft sie formal zweistufig, mit der Geeignetheit der Maßnahme als erster Stufe, während der Grundsatz des mildesten Mittels und die Angemessenheit gemeinsam unter dem Rubrum der Erforderlichkeit erörtert werden.⁴⁰¹ Was Beschränkungen des Kapitalverkehrs mit Drittstaaten betrifft – die insoweit vorliegen, als institutionelle Investoren Wertpapieremissionen dort ansässiger Emittenten im Portfolio führen – scheinen sich in der Judikatur des EuGH weitergehende Rechtfertigungsmöglichkeiten als im Binnenmarktverhältnis zwar anzudeuten.⁴⁰² Soweit ersichtlich, hat der Gerichtshof aber bislang nur aufgrund des Umstands, dass die Amtshilferichtlinie⁴⁰³ nicht auch gegenüber Drittstaaten gilt, einmal einen großzügigeren Prüfungsmaßstab angelegt.⁴⁰⁴ Die erwähnte Amtshilferichtlinie dürfte hier auch nicht einschlägig sein, weil es nicht um die Zusammenarbeit zwischen Behörden, sondern um die „Kommunikation“ zwischen verschiedenen Kapitalmarktteilnehmern geht. Dass in der hier zu beurteilenden Konstellation ein markanter Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit vorliegt, spricht dagegen, den Kapitalverkehr mit Drittstaaten anders zu beurteilen als denjenigen innerhalb der EU.

2.3.2.3.2.1 Zielsetzung und Geeignetheit

Ziel der geplanten Regelungen – wie auch immer sie am Ende aussehen – ist zum einen, das Bewusstsein für die Umwelterheblichkeit von Investitionen, insbesondere Portfolioinvestitionen, zu schärfen, mit der Folge, dass auch die ressourcenschonende und schadstoffbegrenzende Wirkung von Produkten oder Dienstleistungen, in deren Anbieter oder deren Verbriefung investiert wird, als Bestandteil einer „guten Investition“ angesehen wird. Damit wird die Attraktivität nachhaltiger Anlagen für Investoren erhöht. Zum anderen werden Verbraucher (Kleinanleger) über mögliche Risiken aufgeklärt, die sich aus der mangelnden Nachhaltigkeit bestimmter Kapitalinvestitionen mittelbar ergeben können –

³⁹⁸ Siehe bereits EuGH, Rs. 302/86, Slg. 1988, 4627, Rn. 8 f. – *Kommission/Dänemark*; EuGH, Rs. 120/78, Slg. 1979, 649, Rn. 8 – *Rewe (Cassis de Dijon)*.

³⁹⁹ Vgl. statt vieler *Oppermann/Classen/Nettesheim*, Europarecht, 6. Aufl. (2014), § 30 Rn. 22.

⁴⁰⁰ Zum Querschnittsziel *Andrée*, Zielverpflichtende Gemeinwohlklauseln im AEU-Vertrag, 2014, S. 30 ff.

⁴⁰¹ Siehe etwa EuGH, Rs. C-42/07, Slg. 2009, I-7633, Rn. 60 – *Liga Portuguesa de Futebol Profissional*.

⁴⁰² Vgl. EuGH, Rs. C-446/04, Slg. 2006, I-11753, Rn. 171 – *Test Claimants in the FII Group Litigation*.

⁴⁰³ Richtlinie 77/799/EWG des Rates vom 19. Dezember 1977 über die gegenseitige Amtshilfe zwischen den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten im Bereich der direkten und indirekten Steuern, ABl. EWG Nr. L 336, S. 15.

⁴⁰⁴ EuGH, Rs. C-446/04, Slg. 2006, I-11753, Rn. 170 – *Test Claimants in the FII Group Litigation*; Rs. C-101/05, Slg. 2007, I-11531, Rn. 36 f. – *A*.

etwa in Form von Beschränkungen unternehmerischer Tätigkeiten bei den Emittenten, die von Legislative und Exekutive ausgehen und mit denen Umweltziele (zu deren Erreichung Deutschland u.U. auch völkerrechtlich verpflichtet sein kann) verfolgt werden. Die sog. Energiewende zeigt, dass diese rechtspolitischen Risiken durchaus disruptiven Charakter haben und Profitabilitätserwartungen bei Anlagen, vor allem im Energiebereich, stark dämpfen können.

Offenlegungs- bzw. Auskunftspflichten, unabhängig davon, ob sanktionsbewehrt, bedingt oder unbedingt, ob als Pflicht zu einem bloßen Bemühen oder zur Beibringung konkreter Daten ausgestaltet, sind grundsätzlich geeignet, diese Ziele zu fördern. Dies gilt auch unabhängig davon, ob der Investor (nach dem Regelungsvorbild des französischen Rechts) oder der Emittent in die Pflicht genommen werden.

2.3.2.3.2.2 *Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit*

Was die Erforderlichkeit betrifft, ist davon auszugehen, dass die umweltfördernde Wirkung desto stärker ist, je strenger die Pflicht ausgestaltet wird, was ihren Inhalt und Umfang, ihre Bedingtheit oder Unbedingtheit, aber auch die bei ihrer Nichterfüllung zu gewärtigenden Folgen betrifft.

Zum Leitmodell für die Untersuchung der Erforderlichkeit soll eine Regelung von Auskunftspflichten zu folgenden Punkten genommen werden:

- ▶ Anfälligkeit von Investitionen für klimabedingte Risiken (insbesondere durch von Investitionsobjekten ausgehende Treibhausgasemissionen);
- ▶ Vereinbarkeit von Wertpapieremissionen mit einer Dekarbonisierungsstrategie;
- ▶ Messungen (aktuell, vergangen, künftig) von Treibhausgasemissionen, die sich direkt oder indirekt auf den Emittenten zurückführen lassen, unter Einschluss der Parameter und Koordinaten dieser Messungen.

Bei der Ausgestaltung der so umrissenen Auskunftspflicht kann unterschieden werden zwischen einer unbedingten Pflicht – der institutionelle Investor hat die Angaben in jedem Fall beizubringen, widrigenfalls er mit Sanktionen oder Eingriffsmaßnahmen (Bußgelder, Ausschluss vom Wertpapierhandel) belegt werden könnte – und einer durch die Möglichkeit und Zumutbarkeit der Informationsbeschaffung begrenzten, mithin einer bedingten Pflicht.

Von unbedingten und womöglich sanktionsbewehrten Pflichten (des institutionellen Anlegers) zur Auskunft über Umweltbezüge seiner Investments ist in Bezug auf den Umwelt- und Anlegerschutz eine stärkere Steuerungswirkung zu erwarten als von begrenzten und bedingten Pflichten. Die wahrscheinliche Folge ist, dass Anlagen, zu denen die erforderlichen Umweltinformationen nicht beigebracht werden können, nicht ins Portfolio aufgenommen oder aus dem Portfolio genommen werden, oder dass der Emittent solche Informationen freiwillig nachreicht, um dies zu verhindern. Sowohl beim Emittenten als auch beim institutionellen Anleger ist infolge dessen eine „umweltbezogene Selbstvergewisserung“ nicht unwahrscheinlich; sie werden im Lichte der aufmerksamen Behörde oder gar Öffentlichkeit um ein „grüneres“ Erscheinungsbild bemüht sein. Eine Regelung, welche Investoren und/oder Emittenten unter bestimmten Voraussetzungen das Abstandnehmen von Auskunftspflichten gestattet, ist zur Erreichung der angestrebten Ziele nicht in gleicher Weise geeignet.

Probleme könnte bei unbedingten und/oder sanktionsbewehrten Pflichten allerdings die Angemessenheit bzw. Zweck-Mittel-Relation aufwerfen.

2.3.2.3.2.2.1 *Umfang der Pflicht*

Werden die Berichtspflichten nach dem weiter skizzierten Muster – und in grundsätzlicher Anlehnung an das französische Modell – weit gefasst, stellt sich zunächst die Frage, ob schon der Pflichtenkanon als solcher den Kapitalverkehr und die an ihm beteiligten Unternehmen übermäßig belastet. Berücksichtigt man, wie umfänglich und wie detailliert beispielsweise die Vorgaben sind, die ein Emittent von

Wertpapieren bei der Erstellung des Wertpapierprospekts auf der Basis der (noch gültigen, ab 2019 durch die Wertpapierprospektverordnung abgelösten) Wertpapierprospektrichtlinie⁴⁰⁵ zu erfüllen hat, erscheinen die oben aufgelisteten Pflichten jeweils für sich und ihrer Gesamtschau durchaus tragfähig. Die institutionellen Investoren sollen insbesondere über die mit ihrem Portfolio verbundenen klimabedingten Risiken, seine Vereinbarkeit mit einer (zu spezifizierenden) Dekarbonisierungsstrategie und konkrete Treibgasemissionen mit Bezug zum Portfolio Auskunft geben. Solche Daten zu kompilieren, ist grundsätzlich mit Ermittlungs- und – bei komplexen Portfolios – Kompilierungsaufwand verbunden, der nicht selten nur mit Hilfe Dritter – etwa Unternehmen, welche CO₂-Bilanzierungen als Dienstleistung anbieten. Zwar werden die Verpflichteten ihrerseits auf von Emittenten erstellte Bilanzen rekurren, doch kann bei Heterogenität eines Portfolios die (additiv zu erstellende) Bilanz des institutionellen Investors selbst ausgesprochen komplex sein. Die Verhältnismäßigkeit der inhaltlichen Vorgaben hängt also von ihrer gesetzlichen Konkretisierung und der Strenge ihrer Anwendungspraxis ab – und darüber hinaus von der sogleich zu beantwortenden Frage, ob die Unternehmen sich der Pflicht für den Fall, dass sie übermäßig belastend zu werden droht, auch entziehen können.

2.3.2.3.2.2.2 (Un-)Bedingtheit der Pflicht und Folgen mangelnder Auskunft

Wird der institutionelle Investor von Gesetzes wegen gezwungen, Auskunft zu erteilen, gibt der (ggf. auch ausländische) Emittent dafür nötige Informationen aber nicht heraus, kann der institutionelle Investor seine Informationspflicht insoweit nicht erfüllen. Dies könnte, je nachdem, wofür sich der Gesetzgeber entscheidet, theoretisch eine oder mehrere der folgenden Maßnahmen nach sich ziehen:

- ▶ das Verbot eigener Beteiligung am Wertpapierhandel, solange die Informationen nicht vorliegen;
- ▶ Verhängung von Sanktionen (Geldbußen und/oder Zwangsgeldern).

2.3.2.3.2.2.2.1 Unbedingte Berichtspflicht mit Sanktionsdrohung

Die Auferlegung von Sanktionen allein deshalb, weil ein Dritter nicht zur Herausgabe von Informationen bereit ist, erscheint unverhältnismäßig, solange der Investor keinen Hebel hat, um gegen den Emittenten seinerseits Auskunftsansprüche durchzusetzen. Auch durch Ratingagenturen können solche Informationen nicht sicher beigebracht werden, da auch sie nicht über einen Zugangsanspruch zu Umweltdaten verfügen und in Bezug auf Vertragsrating der Emittent keine Kontrahierungspflicht hat – ganz abgesehen davon, dass sich eine auf Umweltinformationen spezialisierte Ratingindustrie noch nicht entwickelt hat und nicht sicher entwickeln wird. De lege lata ist der Emittent nicht umfassend verpflichtet, Umweltinformationen preiszugeben: Wie die Analyse zu § 289c HGB erwiesen hat, bestehen Auskunftspflichten nur in rudimentärer und zudem funktional beschränkter Gestalt.⁴⁰⁶ Der Gesetzgeber könnte sich zwar dazu entschließen, diese Auskunftspflichten zu erweitern oder dem institutionellen Investor einen Auskunftsanspruch gegenüber dem Emittenten einzuräumen. Dieser fände allerdings dort seine Grenze, wo der Normadressat außerhalb des Regelungszugriffs des deutschen Gesetzgebers liegt, dieser sich also weder auf deutsche Territorial- noch Personalhoheit berufen kann. Dies ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn ein Emittent nicht in Deutschland ansässig oder aktiv ist und auch mit seinen Wertpapieremissionen auf inländischen Börsen nicht gehandelt wird.⁴⁰⁷ Kann Deutschland einem Normadressaten keine Pflicht auferlegen, darf es Personen, die seiner Gesetzgebungshoheit unterworfen sind, auch nicht zur Pflicht machen, ein Ergebnis beizubringen, das im Wege des hoheitsrechtlichen Zugriffs nicht erzielt werden könnte; erst recht darf es an die Nichtbeibringung solcher Informationen durch den institutionellen Investor keine Sanktionen knüpfen. Mit anderen

⁴⁰⁵ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. Nr. L 345 vom 31.12.2003, S. 64.

⁴⁰⁶ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.2.3.

⁴⁰⁷ Siehe näher dazu unten Abschnitt 2.3.3.1.

Worten: Hat der Investor alles Zumutbare getan, um an die fehlenden Informationen zu gelangen, kann ihm nicht im straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sinn ein Vorwurf gemacht werden. Dies folgt ohnehin aus dem Schuldprinzip.⁴⁰⁸

2.3.2.3.2.2.2 Administrative Verbote

In Betracht kommt allerdings auch der Ausschluss der institutionellen Investoren vom Wertpapierhandel, wenn Umweltinformationen über das Portfolio nicht in ausreichendem Umfang vorliegen. Der Investor hätte es dann ggf. in der Hand, sein Portfolio um die streitigen Anlagen zu bereinigen oder im besten Fall Anlagen, zu denen Umweltinformationen nicht im gewünschten Umfang beigebracht werden können, gar nicht erst ins Portfolio aufzunehmen. Der faktische Zwang zur Veräußerung von Wertpapieren greift in die unternehmerische Freiheit institutioneller Investoren erheblich ein und kann ihr gesamtes Geschäftsmodell nachhaltig stören; dies gilt umso mehr, als die Marktfähigkeit solcher Papiere erheblich reduziert wird und sich für sie innerhalb Deutschlands und ggf. auch der EU nicht einmal sicher ein Abnehmer finden wird. Anders stellt sich dies für künftige Erwerbe von Wertpapieren dar. Doch auch mit Blick darauf beschränken Informationspflichten in erheblicher Weise den freien Kapitalverkehr, der ja sogar im Verhältnis zu Drittstaaten garantiert ist, wenn sie zur Folge haben, dass ausländische Wertpapieremissionen für deutsche Investoren nicht mehr interessant sind.

Gewichtige Beschränkungen des Kapitalverkehrs wie diese können nur gerechtfertigt sein, wenn auch das mit den Regelungen verfolgte Ziel gleichermaßen gewichtig ist. Bei dieser Abwägung ist zu berücksichtigen, dass die gesetzliche Maßnahme nicht unmittelbar dem Umweltschutz dient, die Mitteilung der Informationen und die Kenntnis der Behörde, der Öffentlichkeit oder der Drittanleger von ihnen nicht direkt zu einer Verbesserung der Umweltbedingungen führt. Gestärkt wird vielmehr zunächst nur das Bewusstsein für die Umweltrelevanz von Investitionen, in der – aber keineswegs sicheren – Erwartung, dass umweltschonende Kapitalanlagen künftig stärker nachgefragt werden. „Umweltschädliche Kapitalanlagen“ bleiben erlaubt und dürfen, sofern der Informationspflicht genügt wird, im Portfolio verbleiben. Anderes könnte mit Blick auf den Verbraucherschutz gelten, der ja schon dann als beeinträchtigt angesehen werden kann, wenn Ungewissheit – wie hier über die Umweltauswirkungen des Gebarens eines wertpapieremittierenden Unternehmens – nicht ausgeräumt werden kann. Da dies für eine Vielzahl von Unternehmen mithilfe der Umweltinformationspflicht aber gelingen dürfte, Anlegern also ein insoweit hohes Maß an Transparenz eröffnet wird, kann die begrenzte Transparenz bei anderen Papieren für Verbraucher dann gleichsam als Warnsignal verstanden werden: Investitionen in solche Produkte bzw. die Produkte institutioneller Investoren, die sie im Portfolio halten, sind risikobehaftet. Ein faktisches Handelsverbot für (ausländische) Wertpapiere kann auch der Verbraucherschutz nicht rechtfertigen.

2.3.2.3.2.2.3 Eingeschränkte Berichtspflicht („report or explain“) mit Sanktionsdrohung

Haben also weder Sanktionen noch administrative Handelsbeschränkungen vor dem Unionsrecht Bestand, kommt allenfalls eine Regelung in Betracht, die dem institutionellen Investor ein „report or explain“ vorgibt: keine unbedingte Pflicht, sondern nur eine solche, sich um die Beibringung und Weitergabe der erforderlichen Angaben zu bemühen und, wenn dies nicht gelingt, schlüssig darzulegen, aus welchem Grund sie nicht zur Verfügung gestellt werden können. Auch einer solchen Regelung würde aus Verbrauchersicht eine ausreichende Warnfunktion innewohnen. Die betroffenen institutionellen Investoren wären weder zu rechtlich wie tatsächlich Unmöglichem noch zur Änderung von Geschäftsmodellen gezwungen, ausländische Emittenten wären nicht von der Veräußerung ihrer Wertpapiere an in Deutschland ansässige Unternehmen schlechterdings abgehalten. Durch die Erklärungspflicht, welche an die Stelle der Berichtspflicht rückt, wird das Unternehmen nicht unangemessen belastet und könnte sich auch für den Fall, dass die Erfüllung der Informationspflicht (oder jedenfalls ihre

⁴⁰⁸ Vgl. BVerfGE 123, 267, 413.

strikte Erfüllung) eine besondere Härte mit sich bringt, von ihr befreien. Ihre Praktikabilität wird durch die Erfahrungen mit der Pflicht zu „*comply or explain*“ im Rahmen von § 161 AktG untermauert.⁴⁰⁹

Ist einem institutionellen Investor bzw. einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, wie dargelegt, zuzumuten, Berichte über die Umwelterheblichkeit abzugeben, ist ihm grundsätzlich auch zuzumuten zu erklären, warum er bzw. sie von der Berichterstattung Abstand nimmt. Die Erfüllung der ersten Verpflichtung, wie im Kapitalmarktrecht üblich, durch Bußgeldandrohungen sicherzustellen, greift nicht übermäßig in die Rechte der Unternehmen und damit die Kapitalverkehrsfreiheit ein, sondern trägt zur Effizienz bei; dementsprechend kann es auch nicht als unverhältnismäßig angesehen werden, wenn der Gesetzgeber auch die Nichterfüllung der subsidiären Erklärungspflicht mit einer Bußgeldandrohung verbindet.

2.3.2.4 Exkurs: Junktim zwischen Auskunftspflicht und Umweltlabel

Inwieweit sich diese Beurteilung wandelt, wenn parallel zur Normierung von Umweltinformationspflichten auch die gesetzlichen Voraussetzungen für ein „grünes“ Investmentlabel geschaffen werden, ist eine offene Frage. Eine detaillierte Beurteilung der Rechtslage würde von der konkreten Ausgestaltung des Labels und den Voraussetzungen für seine Erteilung abhängen und kann an dieser Stelle daher nicht vorgenommen werden. Im Unterschied zu einer bloßen Auskunftspflicht, die umweltrelevante Daten – wie immer sie beschaffen sind – lediglich transformiert und über sie informiert, attestiert ein solches Label positiv, dass eine Investition tatsächlich umweltfreundlich ist. Ob die Chance, es zu erlangen, allerdings rechtfertigen kann, dass die zur Beurteilung der für die Erteilung des Prädikats erforderlichen Informationen zwangsweise erhoben werden, erscheint zweifelhaft. Zum einen steht auch hier entgegen, dass dem institutionellen Investor Unmögliches abverlangt werden könnte. Zum anderen sind beide Regelungsansätze nicht wirklich konsistent: Ein Umweltprädikat beruht auf der Annahme freiwilliger Qualifikation und freiwilliger Herstellung von Transparenz durch das Unternehmen und lässt sich mit der Auferlegung von Berichtspflichten als Junktim nur schwer vereinbaren. Im Übrigen ist bei der Abwägung zu berücksichtigen, dass auch ein Umweltlabel nicht per se zu mehr Umweltschutz führt, da Kapitalanlegern noch immer die Wahl bleibt, ob sie eine „grüne“ oder „weniger grüne“ Anlagestrategie verfolgen wollen.

2.3.2.5 Zwischenergebnis

Wie gezeigt, liegt in beiden Zugriffsvarianten eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit. Derartige Beschränkungen sind zwar prinzipiell verboten, aber – soweit sie, wovon in den vorliegenden Fällen auszugehen ist, nichtdiskriminierend wirken – einer Rechtfertigung aufgrund von „zwingenden Gründen des Allgemeininteresses“ zugänglich. Mit der Förderung des Umweltschutzes, konkreter: der Bekämpfung des Klimawandels, liegt den Auskunftsansprüchen auch ein legitimes Ziel zugrunde. Auskunftspflichten aufseiten von institutionellen Anlegern, die so weit gehen, dass sie eine Art „Garantenpflicht“ für die Erlangung umweltbezogener Informationen von ausländischen Emittenten statuieren, scheinen indessen als nicht erforderlich und damit im Ergebnis als Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit. Denn gerade gegenüber ausländischen Emittenten kann häufig die Situation eintreten, dass die relevanten Informationen nicht zu erlangen sind. Diesen Umstand dem Investor zu einem rechtlichen Nachteil gereichen zu lassen, geht über dasjenige hinaus, was diesem noch zugemutet werden kann.

2.3.3 Völkerrechtlicher Rahmen

Da die zu statuierenden Normen nur dann volle Wirksamkeit entfalten werden, wenn sie nicht nur gegenüber inländischen Emittenten und institutionellen Anlegern gelten, stellt sich auch die Frage, wie

⁴⁰⁹ Siehe dazu *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Aufl. (2015), § 13 Rn. 29 ff.; *Weiss*, Hybride Regulierungsinstrumente, 2011, S. 78 ff., 114 ff.

derartige Regelungen so ausgestaltet werden können, dass sie im Einklang mit dem allgemeinen Völkerrecht stehen. Denn in dem Maße, wie das Gesetz Rechtspflichten statuiert, die auch ausländische Akteure zu erfüllen haben, könnte es den zulässigen Rahmen der Personal- und u.U. auch Territorialhoheit überschreiten. Dies ist prinzipiell bereits dann denkbar, wenn in anderen Mitgliedstaaten niedergelassene Unternehmen, die nicht in Deutschland registriert sind, rechtlichen Pflichten unterworfen oder gar Ansprüchen Dritter ausgesetzt werden. Eine unzulässige Beschränkung der Souveränität anderer Staaten ist völkerrechtlich als Verstoß gegen das Interventionsverbot zu qualifizieren.⁴¹⁰

Völkerrechtliche Probleme stellen sich meist nicht, wenn der Gesetzgeber nur institutionelle Anleger in die Pflicht nimmt, da die Regelung in diesem Fall auf solche beschränkt sein werden, die in Deutschland ihren Geschäfts- und ggf. Registersitz haben. Damit unterliegen sie in vollem Umfang der Territorial- und in der Regel auch der Personalhoheit Deutschlands. Allerdings ist diese Regelungsbefugnis europarechtlich eingeschränkt: Denn soweit Finanzdienstleister aus anderen EU-Mitgliedstaaten vom sog. *Passporting* (auch: „Europäischer Pass“ oder „EU-Pass“) profitieren, können sie aufgrund ihrer Zulassung in einem Mitgliedstaat Finanzdienstleistungen in allen Mitgliedstaaten erbringen und sind dabei prinzipiell an das Recht ihres Heimatstaates sowie die unionsrechtlichen Vorgaben gebunden.⁴¹¹ Vergleichbares gilt auch in den Fällen, in denen Finanzdienstleister aus Drittstaaten vom *Passporting* profitieren, was aber die Feststellung der sog. Drittstaatenäquivalenz, also der weitgehenden Vergleichbarkeit der regulatorischen Vorgaben im Heimatstaat mit denen der EU, durch die EU-Kommission voraussetzt.⁴¹²

Auch unabhängig von der völkerrechtlichen Beurteilung sind Extensionen der gesetzlichen Normen, die institutionellen Anlegern gewisse Auskunftspflichten auferlegen, nicht von vornherein unproblematisch: Wird dem institutionellen Anleger aufgegeben, beim (ausländischen) Emittenten Informationen einzuholen, die er nicht von diesem beibringen kann, dürfte darin ein Verstoß gegen Art. 63 Abs. 1 AEUV zu sehen sein.⁴¹³ Die faktische Unmöglichkeit für den Investor, Pflichten zu erfüllen, kann sich als Grundrechtsverstoß manifestieren (vor allem gegen die Berufsfreiheit nach Art. 12 Abs. 1 GG).

Unter völkerrechtlichem Vorzeichen problematisch sind gesetzliche Regelungen, die an den Emittenten selbst anknüpfen und ihm aufgeben, entweder bestimmte umweltbezogene Hintergründe seiner Emission offenzulegen oder in Ergänzung einer dem institutionellen Anleger auferlegten Informationspflicht diesem zur Erfüllung der Pflicht notwendigen Informationen zu übermitteln, dem Investor womöglich einen Anspruch darauf einräumen und/oder die Nichterfüllung dieser Emittentenpflicht für bußgeldbewehrt erklären. Insoweit stellt sich die Frage, welche Voraussetzungen der Emittent erfüllen muss, damit Deutschland ihn auf solche Weise verpflichten kann, und ggf. auch, wie weit die Verpflichtung reichen darf, ohne die Regelungshoheit anderer Staaten zu verletzen. Dabei ist völkerrechtlich grundsätzlich zwischen der *jurisdiction to prescribe* (Legislative), der *jurisdiction to adjudicate* (Judikative) und der *jurisdiction to enforce* (Exekutive) zu differenzieren. Hier geht es einzig um die *jurisdiction to prescribe*, also um das Recht eines Staates, bestimmte Sachverhalte gesetzlich zu regeln.

2.3.3.1 Allgemeine Anforderungen für einen völkerrechtskonformen Regelungszugriff auf ausländische Emittenten

Für „*jurisdiction*“ bedarf es eines „*genuine link*“ oder einer „*genuine connection*“ – der BGH nennt es „echte Verknüpfung“⁴¹⁴. Dies gilt bereits für die Begründung der Personalhoheit⁴¹⁵ eines Staates, die aber nicht in Rede steht, wenn Emittenten nicht nach seinem Recht gegründet sind und nicht in diesem Staat – hier also Deutschland – ansässig sind. Oder, wie das Bundesverfassungsgericht formuliert:

⁴¹⁰ Vgl. Herdegen, Internationales Wirtschaftsrecht, 11. Aufl. (2017), § 7 Rn. 4.

⁴¹¹ Eingehend Kerkemeyer, Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten, 2018, S. 226 ff. i.E.

⁴¹² Siehe Moloney, European Law Review (42) 2017, 112.

⁴¹³ Siehe oben Abschnitt 2.3.2.3.2.2.

⁴¹⁴ BGHSt 53, 238, 254.

⁴¹⁵ IGH, Urt. v. 6.4.1955 *Nottebohm* (Liechtenstein vs. Guatemala), ICJ Reports 1955, S. 4, 23.

„Diese Anknüpfungsmomente und ihre Sachnähe müssen von Völkerrechts wegen einem Mindestmaß an Einsichtigkeit genügen.“⁴¹⁶ Damit scheint auch eine Verbotslinie angedeutet: Was gänzlich ohne Bezug zu einem Staat ist, darf dieser jedenfalls nicht regeln, weil es seiner Souveränität nicht unterliegt. Auf ausländische Emittenten kann Deutschland grundsätzlich nur unter Berufung auf das Territorialitätsprinzip oder ausnahmsweise auf das Universalitätsprinzip Zugriff nehmen. Ob das ebenfalls relevante „Auswirkungsprinzip“ eine Spielart des Territorialitätsprinzips oder eine weitere Form der „*genuine connection*“ ist, und ob es in diesem Fall den Zugriff legitimieren kann, ist eine weitere Frage.

2.3.3.1.1 Emittent ist auf dem deutschen Kapitalmarkt aktiv

Das Recht eines Staates, die Angelegenheiten zu regeln, die sich auf seinem Territorium – also auf seiner Landmasse, innerhalb seines Küstenmeers, in seinem Luftraum sowie an Flugzeugen und Schiffen, die unter seiner Flagge fahren – manifestieren, ist Ausfluss seiner staatlichen Souveränität. Unstreitig umfasst dies das Recht, alle Rechtsgeschäfte, die sich auf deutschem Hoheitsgebiet abspielen oder einen klaren Bezug zu ihm haben, zu regulieren. Dies ist bei Emittenten der Fall, wenn sie trotz Sitzes im Ausland auf inländischen Märkten agieren und nicht zuletzt dann, wenn ihre Wertpapiere zum Handel an einer innerdeutschen Börse – etwa an der Frankfurter Börse – zugelassen (und vom Investor womöglich dort auch erworben worden) sind. Schließlich liegt es in der Entscheidung des Emittenten, ob er seine Aktien hier zum Handel zulassen möchte und die damit verbundenen (rechtlichen) Konsequenzen in Kauf nehmen möchte.

2.3.3.1.2 Emittent ist nicht auf deutschen Kapitalmärkten aktiv

Anders könnte es sich verhalten, wo der Emittent nicht selbst auf den deutschen Märkten aktiv ist – und der in Deutschland ansässige institutionelle Anleger die Wertpapiere konsequenterweise auf einem ausländischen Markt erworben haben muss. Dies schließt die Regelungsbefugnis Deutschlands noch nicht kategorisch aus, wenn sich die „extraterritorialen“ Handlungen auf den deutschen Markt zumindest auswirken. Aus der Territorialhoheit eines Staates fließt jedenfalls das Recht, Sachverhalte, die sich außerhalb seines Territoriums abspielen, aber Auswirkungen auf sein Staatsgebiet haben, zu regulieren („Auswirkungsprinzip“ oder „*effects doctrine*“). Das „Auswirkungsprinzip“ wird in der Regel als eine Spielart des Territorialitätsprinzips geführt, seine völkerrechtliche Statthaftigkeit und Grenzen sind allerdings höchst umstritten.⁴¹⁷ Kartellbehörden nicht nur der USA, sondern auch Europas⁴¹⁸ und Deutschlands – sowie zahlreicher weiterer Staaten – führen wettbewerbsrechtliche Prüfungen bereits dann durch, wenn sich eine Vereinbarung oder Fusion zwischen ausländischen Unternehmen außerhalb des jeweiligen territorialen Geltungsbereichs ihres Rechts mehr als nur unwesentlich auf die Wettbewerbsslage innerhalb dieses Geltungsbereichs auswirkt. Diese Dimension ist – trotz Vernetzung der internationalen Kapitalmärkte – einem bloßen Handelsvorgang an einer ausländischen Börse grundsätzlich noch nicht zu attestieren. In den einschlägigen Kartellrechtsfällen wurde die Auswirkung – der Fusion – auch deswegen bejaht, weil die betroffenen Unternehmen wirtschaftlich in der Union aktiv waren. Dies ist aber gerade nicht der Fall, wenn ein deutscher institutioneller Anleger in anderen Staaten Wertpapiere eines Unternehmens kauft, das gerade nicht auf dem deutschen Markt aktiv wird.

⁴¹⁶ BVerfGE 63, 343, 369.

⁴¹⁷ Vgl. *Wagner-von Papp/Wurmnest*, in: MüKo-KartellR, 2. Aufl. (2015), Einl. Rn. 1551 ff; *Herdegen*, in: Maunz/Dürig, GG, 79. EL (2016), Art. 25 Rn. 50; etwas anders *Kau*, in: Graf Vitzthum/Proelß (Hrsg.), Völkerrecht, 7. Aufl. (2016), Rn. 155.

⁴¹⁸ So die vielfache Einschätzung der EU-Kommission. Siehe bereits KomE 72/238/EWG, ABl. Nr. L EWG 143, S. 39, 41 – *Raymond-Nagoya*. Im Ergebnis bereits auch die frühe Rspr. des EuGH. Siehe EuGH, Rs. 48/69, ECLI:EU:C:1972:70, Rn. 132 ff. – *ICI / Kommission*. Eingehend *Eilmansberger*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/AEUV, 2. Aufl. (2012), vor Art. 101 AEUV Rn. 21.

Erwogen werden könnte noch, Umweltschutzgesichtspunkte zur Anknüpfung zu machen. Dies könnte, da die Umwelt zu den „*global commons*“ gehört⁴¹⁹ und Umweltgüter in einem weltweiten ökosystematischen Zusammenhang stehen, möglicherweise eine Inpflichtnahme unabhängig von den Grenzen des Auswirkungsprinzips gestatten, wenn insoweit auf das Universalitätsprinzip rekurriert werden kann. Ob und inwieweit das Prinzip die Auferlegung von Umweltpflichten gegenüber Ausländern zu stützen vermag, kann dahinstehen; denn die hier betrachteten Regelungen sind nicht genuin umwelt-, sondern kapitalmarktrechtlich. Umweltschutz ist lediglich ihr mittelbares Ziel, und konkrete umweltbezogene Verhaltenspflichten werden nicht auferlegt.

2.3.3.1.3 Emittent ist Tochtergesellschaft des Investors

Auch ausländische Tochtergesellschaften eines deutschen Kapitalmarktunternehmens sind, formal gesehen, Unternehmen ausländischen Rechts. Deutschland darf sie nicht wie ein Organ der Muttergesellschaft behandeln und anordnen, dass sie Umweltinformationen an Anleger herausgeben, sofern die ausländische Tochter nicht in irgendeiner Weise unternehmerisch in Deutschland aktiv ist. Die Tochtergesellschaft wird nicht kraft Kontrolle durch die Mutter ein deutsches Unternehmen, mit der Folge, dass sie dann deutscher Personalhoheit unterliegen würde. Die wegweisende Entscheidung *Barcelona Traction*⁴²⁰, in der sich der IGH gegen die Völkerrechtskonformität der sog. Kontrolltheorie aussprach, wird im Schrifttum und in der Rechtspraxis trotz gewisser Aufweichungen⁴²¹ nach wie vor für maßgeblich erachtet.⁴²²

Allerdings zeichnet sich das Mutter-Tochter-Verhältnis ja gerade dadurch aus, dass die Muttergesellschaft die Anteile an der Tochtergesellschaft im eigenen Portfolio hat, weswegen Auskunft über die Umweltstrategie der Tochter (die im Übrigen auf Konzernierung durch die Mutter beruhen kann) am besten dadurch erlangt werden kann, dass der Muttergesellschaft eine Berichtspflicht auferlegt wird. Dies wird durch die *Barcelona Traction*-Entscheidung des IGH, die nur die Frage nach der Zurechnung einer ausländischen Gesellschaft, an der eigene Staatsangehörige Anteile halten, zum Staat der Anteilseigner betraf, nicht untersagt.

Im umgekehrten Fall – die in Deutschland registrierte, ansässige oder aktive Tochtergesellschaft eines in Deutschland weder aktiven noch gelisteten Mutterunternehmens wird in die Pflicht genommen – ist Deutschland kraft seiner Personalhoheit oder Territorialhoheit (zumindest in Gestalt des Auswirkungsprinzips) zum Regulierungszugriff berechtigt. Da es auf die Staatszugehörigkeit der Tochtergesellschaft nicht entscheidend ankommt, spielt auch die (nach den in *Barcelona Traction* herausgearbeiteten Maßstäben zu verneinende) Frage, ob diese den Anteilseignern staatszugehörigkeitsrechtlich zugerechnet werden darf, keine entscheidende Rolle.

2.3.3.2 Zwischenergebnisse

Deutschland hat bei der Etablierung der angestrebten Auskunftspflichten auch völkerrechtliche Grenzen zu beachten. Inländischen Emittenten und institutionellen Anlegern können Berichtspflichten auferlegt werden, ohne dass völkerrechtliche Hürden bestehen. Ausländischen Emittenten können Auskunftspflichten nur auferlegt werden, soweit sie auf dem deutschen Markt aktiv sind, sie also selbst Handel betreiben oder ihre Wertpapiere in Deutschland offiziell gehandelt werden. Darüber hinaus können ihnen keine Pflichten auferlegt werden. Ist also ein solcher ausländischer Emittent nicht willens, Umweltinformationen zur Verfügung zu stellen, kann Deutschland sie weder direkt von ihm noch

⁴¹⁹ Siehe *Voje*, in: Woyke/Varwick (Hrsg.), Handwörterbuch Internationale Politik, 13. Aufl. (2015), S. 131.

⁴²⁰ ICJ Reports 1970, S. 3.

⁴²¹ Vgl. Art. 13 Abs. 1 der 1985 beschlossenen Konvention über die Multilaterale Investitions-Garantie-Agentur (MIGA), BGBl. 1987 II, S. 454.

⁴²² *Herdegen*, Europarecht, 19. Aufl. (2017), § 25 Rn. 9; *von Arnould*, Völkerrecht, 3. Aufl. (2016), Rn. 598 ff.; zur Diskussion siehe auch *Weilert*, ZaöRV 2009, 883, 893.

vom Investor erzwingen, dem eine nicht erfüllbare Pflicht auferlegt wird. Insofern setzen das Völkerrecht und die Grundfreiheiten dem Spielraum für mögliche gesetzliche Regelungen im Verbund Grenzen.

2.3.4 Ergebnisse

Der Bundesgesetzgeber hat bislang nur im HGB Transparenzpflichten über Umweltbelange statuiert, die den hier begutachteten Regulierungsmodellen des französischen Rechts gleichkommen. Diese betreffen ausschließlich die Veröffentlichung nichtfinanzieller Informationen durch bestimmte Kapitalgesellschaften. Weder aus dem UIG noch aus dem IFG des Bundes und den IFGen der Länder ergeben sich Ansprüche auf Informationszugang, die in Ansatz und Wirkung mit den hier begutachteten Transparenzpflichten institutioneller Anleger und Kapitalverwaltungsgesellschaften nach französischem Recht vergleichbar wären.

Der deutsche Gesetzgeber darf Transparenzpflichten von institutionellen Anlegern über deren Umweltstrategie und die Umweltbelange deren Portfolios vorsehen. Er darf auch entsprechende Transparenzpflichten für Kapitalverwaltungsgesellschaft einführen. Ihm ist es aber verwehrt, für Wertpapierfirmen, die Wertpapierdienstleistungen i.S.d. MiFID II erbringen, umweltbezogene Transparenzpflichten einzuführen.

Gesetzliche Umweltauskunftspflichten beschränken die Kapitalverkehrsfreiheit, doch lassen sich diese Beschränkungen mit dem – wenn auch nur indirekt verfolgten – Ziel Umweltschutz rechtfertigen. Nicht zu rechtfertigen wäre die Auferlegung einer sanktionsbewehrten Pflicht gegenüber inländischen Investoren, die ausländische Papiere im Portfolio halten, auch über diese unbedingte und unbeschränkte Auskunft zu erstatten.

Die Auferlegung von Umweltberichtspflichten gegenüber nichtdeutschen Emittenten ist völkerrechtlich nicht zulässig, wenn diese auf dem deutschen Markt nicht aktiv bzw. wenn ihre Emissionen in Deutschland nicht zum Handel zugelassen sind.

2.4 Regelungsvorschläge

2.4.1 Überblick zum Investmentrecht

Das Investmentrecht ist auf mehrere Gesetzbücher verteilt. Für eine Diskussion von Regulierungsvorschlägen ist es zweckmäßig, zunächst die wesentlichen Grundzüge des Rechtsgebiets zu skizzieren. Es wird vor allem auf die Regulationsstrukturen des KAGB und VAG eingegangen und aufgezeigt, wie die institutionellen Investoren in diesen beiden Gesetzbüchern rechtlich verfasst sind.

2.4.1.1 Investmentfonds und Verwaltungsgesellschaften (KAGB)

2.4.1.1.1 Rechtliche Grundlagen

Das KAGB ist Aufsichtsrecht. Es regelt, was unter einem Investmentvermögen zu verstehen ist, wie dieses verwaltet wird und welche Grundsätze dabei zu beachten sind. Die Einhaltung dieser Regeln wird durch die BaFin beaufsichtigt (§ 5 Abs. 1 KAGB).

Als Investmentvermögen ist gem. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB jeder Organismus für gemeinsame Anlagen zu verstehen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Dabei handelt es sich um einen Oberbegriff (sog. materieller Fondsbegriff).⁴²³ Das KAGB kennt zwei Arten von Investmentvermögen: Organismen für gemeinsame Anla-

⁴²³ Volhard/Jung, in Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 2.

gen in Wertpapieren (OGAW) und Alternative Investmentfonds (AIF). Diese beiden Fondstypen werden in § 1 Abs. 2 und 3 KAGB definiert. Bei OGAW handelt es sich um Investmentvermögen, die den Anforderungen der OGAW-Richtlinie entsprechen, während AIF alle Investmentvermögen sind, die nicht als OGAW zu qualifizieren sind. Für OGAW und AIF gelten unterschiedliche Produkt- und Vertriebsregeln.⁴²⁴

Das Investmentvermögen ist nicht zwingend als Rechtssubjekt personifiziert. Der deutsche Gesetzgeber hat das Investmentvermögen als ein Rechtsobjekt konzipiert.⁴²⁵ Das Investmentvermögen benötigt daher einen Vermögensträger, der Rechtspersönlichkeit hat und das Vermögen verwaltet.⁴²⁶ In Betracht kommen nach dem KAGB zwei Konstruktionen. Erstens kann die Verwaltung des Investmentvermögens durch eine Gesellschaft (sog. Verwaltungsgesellschaft) erfolgen. Diese Konstruktion wird auch als vertragliches Investmentvermögen bezeichnet. Zweitens kann ein Investmentvermögen als Investment-AG oder Investment-KG aufgelegt werden. Diese Konstruktion wird auch als gesellschaftsrechtliches bzw. satzungsmäßiges Investmentvermögen bezeichnet. Die Verwaltung des Investmentvermögens erfolgt durch die AG bzw. KG selbst.

Der Begriff der Verwaltungsgesellschaft ist nach § 1 Abs. 14 KAGB der Oberbegriff für alle Verwaltungsgesellschaften von Investmentvermögen (insbesondere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und OGAW-Verwaltungsgesellschaft). Wenn die Verwaltungsgesellschaft ihren satzungsmäßigen Sitz und ihre Hauptverwaltung im Inland hat, wird sie als Kapitalverwaltungsgesellschaft bezeichnet (§§ 17, 18 KAGB). Bei EU-Gesellschaften oder Gesellschaften aus einem Drittstaat ist von einer Verwaltungsgesellschaft die Rede (§§ 17, 18 KAGB).

Wie bereits dargelegt, ist zwischen externer und interner Verwaltung zu unterscheiden. Eine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft ist vom Investmentvermögen bestellt (§ 17 Abs. 2 Nr. 1 KAGB). Sie ist aufgrund der Bestellung – durch einen schuldrechtlichen Geschäftsbesorgungsvertrag oder durch einen Geschäftsführungs- bzw. Vorstandsbeschluss⁴²⁷ – für die Verwaltung des Investmentvermögens zuständig. Dabei besteht ein Rechtsformenzwang: Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss eine AG, GmbH oder GmbH & Co. KG sein (§ 18 Abs. 1 KAGB). Handelt es sich um eine GmbH oder GmbH & Co. KG, ist aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben ein Aufsichtsrat bzw. Beirat zu bilden. Das Investmentvermögen selbst kann auch Kapitalverwaltungsgesellschaft sein (§ 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB). Das Gesetz spricht dann von interner Kapitalverwaltungsgesellschaft. Diese ist dann selbst Vermögensträgerin.⁴²⁸ In diesem Fall wird das Investmentvermögen als Kapitalverwaltungsgesellschaft zugelassen (§ 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB).

Auf weitere Einzelheiten des Investmentrechts, insbesondere auf offene Fonds (OGAW sind immer offene Fonds, ferner bestimmte AIF, vgl. § 1 Abs. 4 KAGB) und geschlossene Fonds (dies sind alle AIF, die keine offenen AIF sind, vgl. § 1 Abs. 5 KAGB), braucht hier nicht im Detail eingegangen zu werden. Es genügt festzuhalten, dass im deutschen Investmentrecht nur die Kapitalverwaltungsgesellschaft (AG, GmbH oder GmbH & Co. KG) sowie die Investment-AG und Investment-KG Rechtssubjektivität haben. Diese sind folglich potentielle Normadressaten von Berichterstattungspflichten.

⁴²⁴ Volhard/Jung, in Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 36.

⁴²⁵ Vgl. Köndgen/Schmies, in: Schimansky/Bunte/Lwoski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 59.

⁴²⁶ Vgl. Köndgen/Schmies, in: Schimansky/Bunte/Lwoski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 58; Volhard/Jung, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 47, 49.

⁴²⁷ Die Bestellung kann auch im Gesellschaftsvertrag erfolgen. Vgl. Winterhalder, in Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 36.

⁴²⁸ Vgl. Volhard/Jung, in Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 49 zu den in Betracht kommenden gesellschaftsrechtlichen Rechtsformen (Investment-AG und Investment-KG).

2.4.1.1.2 Rechtstatsachen

In der deutschen Investmentpraxis dominiert die vertragliche Konstruktion des Investmentvermögens.⁴²⁹ Kapitalverwaltungsgesellschaften haben folglich die größte praktische Bedeutung in Deutschland. Aus der von der BaFin geführten Datenbank⁴³⁰ geht hervor, dass es in Deutschland 461 Kapitalverwaltungsgesellschaften gibt. Davon sind 128 externe Kapitalverwaltungsgesellschaften (§§ 20 Abs. 2 und 21; 20 Abs. 3 und 22 KAGB), 6 interne Kapitalverwaltungsgesellschaften und 327 registrierte AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften (§ 44 KAGB). Es gibt ausweislich der Datenbank der BaFin keine KAGen und Investment-AGs. Verzeichnet sind 3 extern verwaltete Investmentgesellschaften, wovon alle extern verwaltete OGAW-InvAG (§ 113 Abs. 1 KAGB) sind.

Die Fondsdatenbank⁴³¹ gibt schließlich darüber Auskunft, ob die Fonds als OGAW oder AIF organisiert sind (unter den 1926 inländischen Fonds sind mit 1483 die meisten OGAW).

2.4.1.2 Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (VAG)

Das VAG ist ebenfalls Aufsichtsrecht. Es ordnet an, dass Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds der Aufsicht durch die BaFin unterstehen (§ 1 Abs. 1 VAG). Die BaFin überwacht, ob die Regeln des VAG beachtet werden. Dazu gehören insbesondere die Regelungen, die die aus Kapitalanlagen eines Versicherungsunternehmens und eines Pensionsfonds resultierenden Risiken zum Gegenstand haben. So sieht u.a. § 124 VAG Anlagegrundsätze vor.

Ein Versicherungsunternehmen kennzeichnet, dass es den Betrieb von Versicherungsgeschäften zum Gegenstand hat und nicht Träger der Sozialversicherung ist.⁴³² Was unter einem Versicherungsgeschäft zu verstehen ist, ist nicht legaldefiniert. In Rechtsprechung und Schrifttum hat sich die Auslegung durchgesetzt, dass ein Unternehmen ein Versicherungsgeschäft betreibt, wenn es gegen Entgelt für den Fall eines ungewissen Ereignisses bestimmte Leistungen übernimmt, wobei das übernommene Risiko auf eine Vielzahl von Personen verteilt wird, die durch das gleiche Risiko bedroht sind, und nach dem Gesetz der großen Zahl kalkuliert ist. Es muss außerdem ein Rechtsanspruch auf die Leistungen bestehen.⁴³³ Versicherungsgeschäfte darf ein Versicherungsunternehmen i.S.d. § 1 Abs. 1 Nr. 1, § 7 Nr. 33 VAG erst betreiben, wenn es eine Erlaubnis der BaFin hat. Voraussetzung ist, dass das Unternehmen eine bestimmte Rechtsform hat. Folgende Rechtsformen kommen in Betracht: Aktiengesellschaft (AG), einschließlich der Europäischen Gesellschaft (SE), Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (VVG) und Körperschaft bzw. Anstalt des öffentlichen Rechts (§ 8 Abs. 2 VAG).

Pensionsfonds sind in § 236 VAG legaldefiniert. Dabei handelt es sich um eine rechtsfähige Einrichtung, die den Versorgungsberechtigten einen eigenen Anspruch auf Versorgungsleistungen einräumt. Ein Pensionsfonds kann als Aktiengesellschaft/Europäische Gesellschaft oder Pensionsfondsverein auf Gegenseitigkeit geführt werden (§ 237 Abs. 3 Nr. 1 VAG).

Auf weitere Einzelheiten des Versicherungsaufsichtsrechts braucht hier nicht eingegangen zu werden. Es genügt festzuhalten, dass die als Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds qualifizierten Rechtsformen über Rechtssubjektivität verfügen. Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds sind folglich potentielle Normadressaten von Berichterstattungspflichten.

⁴²⁹ Vgl. *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwoski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 222.

⁴³⁰ Die Datenbank mit den zugelassenen Unternehmen in der Unternehmensdatenbank ist verfügbar unter <https://portal.mvp.bafin.de/database/InstInfo/sucheForm.do>.

⁴³¹ Die Datenbank ist unter <https://portal.mvp.bafin.de/database/FondsInfo/> verfügbar.

⁴³² Vgl. *Brand*, in: Brand/Baroch Castellvi (Hrsg.), Versicherungsaufsichtsgesetz, § 1 Rn. 3.

⁴³³ Vgl. *Brand*, in: Brand/Baroch Castellvi (Hrsg.), Versicherungsaufsichtsgesetz, § 1 Rn. 4.

2.4.2 Grundsatzfragen einer Reform des deutschen Investmentrechts

Bevor auf den möglichen Inhalt von Berichterstattungspflichten eingegangen wird, sollen vier Grundsatzfragen geklärt werden. Es ist zunächst der personelle Anwendungsbereich umweltspezifischer Berichterstattungspflichten zu erörtern. Im Anschluss ist zu entscheiden, in welchem Rechtsbereich eine Reform erfolgen sollte. Für Berichterstattungspflichten kommen zwei Regelungsbereiche in Betracht: entweder das rechtsformunabhängige Rechnungslegungsrecht des HGB oder das auf mehrere Gesetzbücher verteilte Finanzmarktaufsichtsrecht (KAGB/VAG/WpHG). Drittens stellt sich die Frage, wie die Berichterstattungspflichten konzeptionell ausgestaltet werden sollten. Empfiehlt sich ein *Report-or-explain*-Mechanismus oder sollten gesetzliche Pflichten vorgesehen werden, die von institutionellen Investoren unbedingt zu erfüllen wären? Das vierte Grundsatzthema betrifft die Aufsicht und Kontrolle. Sollte der Abschlussprüfer in die Kontrolle der Berichte eingebunden oder, nach dem Vorbild von Frankreich, eine eigene Institution/Stelle mit der Aufgabe betraut werden? Welche öffentlich-rechtlichen Sanktionen und zivilrechtlichen Instrumente der Rechtsdurchsetzung sollte der Gesetzgeber einführen, damit die institutionellen Anleger ihre Berichterstattungspflichten auch ernst nehmen?

2.4.2.1 Personeller Anwendungsbereich umweltspezifischer Berichterstattung

Das französische Recht verpflichtet diverse institutionelle Investoren, über Umweltbelange Bericht zu erstatten. Rechtssystematisch kann zwischen Privatrechtssubjekten und öffentlich-rechtlichen Subjekten unterschieden werden.

2.4.2.1.1 Privatrechtssubjekte als Normadressaten

Das französische Recht verfolgt einen zweistufigen Ansatz. Es verpflichtet zum einen institutionelle Investoren (Investmentgesellschaften, Versicherungsunternehmen und bestimmte Einrichtungen des öffentlichen Rechts) sowie Kapitalverwaltungsgesellschaften, über Umweltbelange zu berichten. Zum anderen nimmt es bestimmte Investoren von den Berichterstattungspflichten aus, wenn diese bestimmte Größenordnungen unterschreiten.⁴³⁴

Dieser Regelungsansatz trägt dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz Rechnung. Er ist auch im deutschen Unternehmens- und Finanzmarktrecht etabliert. Das Wertpapier- und Prospektrecht sieht für KMU geringere Anforderungen vor als für große Emittenten. Auch das Kapitalanlagerecht privilegiert kleine Fonds, wie etwa kleine Spezial-AIF. Schließlich unterwirft das Bilanzrecht kleine und mittelgroße Kapitalgesellschaften geringeren Anforderungen. Dies gilt insbesondere für die CSR-Berichterstattung gem. §§ 289c ff. HGB.⁴³⁵

Wo die Grenzen gezogen werden, ist eine rechtspolitische Entscheidung. Um sie sachgerecht zu treffen, wäre es ideal, ein Bild über die Rechtstatsachen zu haben. Es gibt aber keine öffentlich verfügbaren Informationen über das verwaltete Vermögen deutscher Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen. Die meisten geben darüber keine Auskunft. Bekannt ist, dass die großen Fondsgesellschaften gewaltige Vermögen verwalten. Die DWS (vormals Deutsche Asset Management) berichtet von 676 Mrd. Euro.⁴³⁶ Es gibt aber auch viele Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Vermögen lediglich im zweistelligen Millionenbereich verwalten. Es erscheint sachgerecht, sie von den Transparenzpflichten auszunehmen. Da die im französischen Recht vorgesehenen Schwellenwerte (500 Mio. Euro Bilanzsumme und 500 Mio. Euro Anlagevermögen)⁴³⁷ auch im deutschen Unterneh-

⁴³⁴ Allerdings müssen auch sie bestimmte Angaben machen. Siehe oben Abschnitt 2.2.3.3.3.

⁴³⁵ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.2.

⁴³⁶ Vgl. die Angaben der DWS auf ihrer Internetpräsenz: <https://dws.com/de-de/unser-profil/Zahlen-Fakten>.

⁴³⁷ Siehe oben Abschnitt 2.2.3.3.3.

mens- und Finanzmarktrecht anerkannt sind (wobei das KAGB den Begriff „verwaltete Vermögensgegenstände“ verwendet),⁴³⁸ kann die französische Regelung als Vorbild für eine gesetzliche Regelung in Deutschland dienen.

Das deutsche Investmentrecht ist, wie bereits dargelegt, durch ein materielles Verständnis des Investmentvermögens geprägt.⁴³⁹ Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist Investmentvermögen „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.“ Es wird unterschieden zwischen Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (§ 1 Abs. 2 KAGB) und Alternative Investmentfonds (AIF) (§ 1 Abs. 3 KAGB). Weder ein OGAW noch ein AIF verfügen über Rechtsfähigkeit. Sie können daher auch nicht zu einer Berichterstattung verpflichtet werden.⁴⁴⁰ Als Rechtssubjekt kommen aber Investmentgesellschaften in Betracht, also eine Investment-AG oder Investment-KG (§ 1 Abs. 11 KAGB). Darüber hinaus kommt auch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 1 Abs. 14, § 17 KAGB) als Normadressatin in Betracht.

Normadressaten im deutschen Recht sollten zum einen die Verwaltungsgesellschaften sein (§§ 17 ff. KAGB). Dafür spricht, dass sie für extern verwaltete Investmentvermögen die Anlageentscheidungen treffen.⁴⁴¹ Ihre praktische Bedeutung in Deutschland ist enorm.⁴⁴² Zum anderen sollten die Investment-AG (§§ 108 ff. KAGB) und die Investment-KG (§§ 124 ff. KAGB) zur Berichterstattung verpflichtet sein. Sie sind Investmentvermögen und treffen, soweit sie intern verwaltet werden, die Investmententscheidungen selbst.⁴⁴³

Schließlich sollten nach dem Vorbild des französischen Rechts auch Versicherungsunternehmen in die Pflicht genommen werden, denn sie sind als institutionelle Anleger ebenfalls aktiv. Dies würde bedeuten, dass auch Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds i.S.d. § 1 Abs. 1 Nr. 1 und 5 VAG zur Berichterstattung verpflichtet sein sollten.

2.4.2.1.2 Öffentlich-rechtliche Subjekte als Normadressaten

Der französische Gesetzgeber hat die umweltbezogenen Berichterstattungspflichten auch für bestimmte öffentlich-rechtliche Einrichtungen bzw. Institutionen vorgesehen. Die rechtspolitische Diskussion in Frankreich beschäftigt sich derzeit mit der Frage, ob noch weitere öffentlich-rechtliche Institute, Einrichtungen und Gebietskörperschaften zu einer Berichterstattung verpflichtet sein sollten.⁴⁴⁴

Es ist kein Grund ersichtlich, warum eine Reform in Deutschland auf Investmentfonds und sonstige institutionelle Anleger privater Rechtsform beschränkt sein sollte. Der Bund, die Länder, die Deutsche Bundesbank und andere Körperschaften nehmen als Anleger am Kapitalmarkt teil. Berichterstattungspflichten können dazu beitragen, dass sie bei der Finanzanlage verstärkt Umweltbelange berücksichtigen. Dies braucht im Einzelnen hier nicht entfaltet zu werden. Es ist letztlich eine rechtspolitische Entscheidung, ob und inwieweit der Gesetzgeber auch öffentlich-rechtliche Institutionen durch Berichterstattungspflichten zu nachhaltigen Investments bewegen will.

⁴³⁸ Vgl. § 2 Abs. 4 Nr. 4 Satz 1 KAGB.

⁴³⁹ Siehe oben Abschnitt 2.4.1.1.

⁴⁴⁰ Siehe oben Abschnitt 2.4.1.1.

⁴⁴¹ Vgl. *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 17 Rn. 14 ff. (wobei die Verwaltung von Investmentvermögen bereits dann erfolgt, wenn die Verwaltungsgesellschaft das Risikomanagement erbringt).

⁴⁴² Siehe oben Abschnitt 2.4.1.1.2.

⁴⁴³ In einer Investment-AG ist der Vorstand für den Erlass der Anlagebedingungen zuständig. Vgl. *Lorenz* in *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 111 Rn. 6.

⁴⁴⁴ Siehe oben Abschnitt 2.2.3.3.4.

2.4.2.2 Regelungsbereich

Für die Diskussion von Regelungsvorschlägen für das deutsche Recht ist zunächst von Interesse, dass der französische Gesetzgeber die Berichterstattungspflichten institutioneller Investoren im dortigen Investmentrecht und nicht im Rechnungslegungsrecht vorgesehen hat. Es handelt sich um eine sektorspezifische Reform. Dies kommt auch für Deutschland in Betracht, wo das Investmentrecht sich größtenteils im KAGB findet, das aufgrund des materiellen Fondsbegriffs⁴⁴⁵ alle denkbaren Konstellationen abschließend erfasst.⁴⁴⁶ Weitere einschlägige Gesetzbücher sind das VAG (Versicherungsunternehmen) und WpHG (Wertpapierdienstleistungsunternehmen).

Auf den ersten Blick liegt es nahe, die Berichterstattungspflichten institutioneller Investoren über Umweltbelange, im Unterschied zu Frankreich, im Rechnungslegungsrecht (des HGB) einzuführen. Der deutsche Gesetzgeber könnte nahtlos an die allgemeinen CSR-Berichterstattungspflichten (§ 289 Abs. 3 HGB; §§ 289c ff. HGB) anknüpfen und rechtsformunabhängig für bestimmte Sektoren des Finanzmarktrechts weitergehende Pflichten begründen.

Dagegen spricht, dass das HGB bislang keine speziellen Berichterstattungspflichten für Investment- und Kapitalverwaltungsgesellschaften vorsieht (es stellt stattdessen darauf ob, ob es sich um kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften handelt). Eine Regelung im Finanzmarktaufsichtsrecht (KAGB, VAG und WpHG)⁴⁴⁷ hat dagegen den Vorteil, dass dort die Regelungsziele einer auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Investitionspolitik am besten verwirklicht werden können. Die Offenlegungspflichten sollen sich zum einen auf die Investitionspolitik von Asset Managern auswirken und zum anderen (Klein-)Anleger schützen. Diese Themen werden nicht im HGB, sondern im KAGB, VAG und WpHG behandelt.

Eine Regelung im Finanzmarktaufsichtsrecht würde es nicht ausschließen, die Offenlegung (auch) im Lagebericht vorzuschreiben. Der Lagebericht, insbesondere dessen Inhalt, ist zwar rechtsformunabhängig im HGB geregelt. Dies bedeutet aber nicht, dass in Sondergesetzen des Wirtschafts(aufsichts)rechts, wie z.B. im KAGB und VAG, keine ergänzenden Regelungen vorgesehen werden können. Der deutsche Gesetzgeber ist diesen Weg bereits verschiedentlich gegangen, unter anderem auch im Finanzmarktaufsichtsrecht. Das KAGB nimmt in zahlreichen Vorschriften auf den Lagebericht Bezug und enthält ergänzende Vorschriften über den Inhalt und die Prüfung des Jahresabschlusses sowie des Lageberichts und flankierende Sanktionsnormen.⁴⁴⁸ Auch das VAG enthält manche Vorschriften zum Lagebericht.⁴⁴⁹

Insgesamt gesehen erscheint eine Regelung spezieller Berichterstattungspflichten institutioneller Anleger über Umweltbelange in den finanzmarktaufsichtsrechtlichen Gesetzen vorzugswürdig. Die Lageberichterstattung nach den Vorschriften des HGB dient vielfältigen Zwecken.⁴⁵⁰ Dies zeigt sich auch daran, dass die Adressaten des Lageberichts – Anleger, Aktionäre, Gläubiger, Arbeitnehmer und andere Stakeholder sowie allgemein die Öffentlichkeit⁴⁵¹ – vielfältig sind. Dies erschwert die Konzeption konsistenter und aussagekräftiger Informationspflichten. Eine Regelung in den Sondergesetzen des Finanzmarktaufsichtsrechts hätte zunächst den Vorteil, dass das Offenlegungsregime sich am Leitbild

⁴⁴⁵ Vgl. *Volhard/Jung*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 2.

⁴⁴⁶ Erfasst werden OGAW, AIF, inländische, EU und ausländische Fonds, geschlossene und offene Fonds, Publikums- und Spezialfonds; vgl. *Volhard/Jung*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders* (Hrsg.), KAGB, § 1 Rn. 2.

⁴⁴⁷ Nach den bereits erzielten Erkenntnissen zum Vollharmonisierungsansatz der MiFID II dürfte allerdings eine Regelung für Wertpapierdienstleistungsunternehmen unionsrechtlich unzulässig sein. Siehe oben Abschnitt 2.3.1.8.

⁴⁴⁸ Vgl. zum Lagebericht die speziellen Vorschriften in den §§ 38, 45, 46, 47, 48a, 120, 121, 123, 135, 136, 148, 291 und 340 KAGB.

⁴⁴⁹ Vgl. zum Lagebericht die speziellen Vorschriften in den §§ 37, 68, 144, 204, 216 VAG.

⁴⁵⁰ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.1.

⁴⁵¹ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.1.

des verständigen Anlegers⁴⁵² orientieren würde. Das Leitbild ist für die Ausgestaltung der Offenlegungspflichten hilfreich und kann für die Beantwortung von Auslegungsfragen fruchtbar gemacht werden. Ein weiterer Vorteil wäre, dass das Offenlegungsregime mit Blick auf die weiteren aufsichtsrechtlichen Anforderungen an *Governance* und Risikomanagement der beaufsichtigten Unternehmen ausgestaltet werden könnte.

2.4.2.3 Regelungsmechanismus

Der deutsche Gesetzgeber hat für die CSR-Berichterstattung – insoweit nicht über die unionsrechtlichen Vorgaben hinausgehend – einen *Report-or-explain*-Mechanismus vorgesehen. Die Unternehmen sind grundsätzlich frei darin, ob sie sich zu Umweltbelangen äußern wollen oder nicht. Nur die Pflicht zur Berichterstattung über nichtfinanzielle Indikatoren gem. § 289 Abs. 3 HGB ist als eine gesetzliche Pflicht ausgestaltet, die, wenn die tatbestandlichen Voraussetzungen erfüllt sind, unbedingt zu erfüllen ist.

Das französische Recht operiert bei den erweiterten Berichterstattungspflichten für institutionelle Investoren und Verwaltungsgesellschaften über Umweltbelange ebenfalls mit dem *Report-or-explain*-Mechanismus. Rechtspolitisch lassen sich für diesen „weichen“ Regelungszugriff mehrere Gründe anführen.

Festzuhalten ist zunächst, dass es sinnvoll sein kann, institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften einen gewissen Freiraum bei der Berichterstattung einzuräumen und zu akzeptieren, dass sie sich zu bestimmten Aspekten nicht äußern.⁴⁵³ Eine Berichterstattung kann für sie unzumutbar sein, weil die Beratungs- und Finanzindustrie noch keine Standards und Methoden entwickelt hat, die nutzbar gemacht werden können.⁴⁵⁴ So gibt es für einen großen Teil der portfoliobezogenen Informationen noch keine *best practices*. Es kann auch keine Rede davon sein, dass bereits für jede Asset-Klasse Methodologien bestehen, um Klimarisiken zu beurteilen.⁴⁵⁵ Dann kann es für institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften besonders kostenträchtig sein, die Information zu einem bestimmten Aspekt der Umweltbelange zu geben.⁴⁵⁶ Ein *Report-or-explain*-Mechanismus trägt dem die Unternehmensberichterstattung prägenden Verhältnismäßigkeitsgrundsatz Rechnung. Vorstellbar ist ferner, dass eine Investment-AG/Investment-KG oder eine Kapitalverwaltungsgesellschaft zu einem bestimmten Aspekt der portfoliobezogenen Berichterstattung keine sinnvolle Information geben können. Dann ist es sachgerechter, dass sie sich zu dem Aspekt nicht erklären und dies begründen, als von ihnen zu verlangen, Angaben zu machen, die keinen Informationswert besitzen und sogar irreführend sein können.

Ferner streiten auch rechtliche Gründe für einen *Report-or-explain*-Mechanismus. Institutionelle Investoren sind nicht immer in der Lage, die mitunter detailliert gewobenen Berichtspflichten bezüglich ihres Portfolios vollständig und durch Angaben mit hoher Aussagekraft zu erfüllen. Weder das Investment- noch das Gesellschaftsrecht gewähren den institutionellen Investoren Auskunftsansprüche gegenüber den Emittenten, deren Anteile sich im Portfolio des Investors befinden. So wird auch in zwei von zehn der exemplarisch ausgewerteten Berichten reklamiert, die Erfüllung der Berichterstattungspflichten leide darunter, dass kein gesicherter Informationszugang bestehen würde.⁴⁵⁷ Ein weiterer

⁴⁵² Vgl. zu diesem Leitbild Brinckmann, in: Veil, European Capital Markets Law, § 16 Rn. 26; siehe bereits oben Abschnitt 2.2.4.3 zum „Praxistest“.

⁴⁵³ Vgl. Mason/Martindale/Heath/Chatterjee, PRI, French Energy Transition Law, S. 5.

⁴⁵⁴ Vgl. Ramirez/Thomä/Braschi/Dupré, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies, S. 13 mit der Feststellung, dass es bislang nur ein Modell gebe, das *climate goal alignment* messe; ferner Vgl. Mason/Martindale/Heath/Chatterjee, PRI, French Energy Transition Law, S. 14.

⁴⁵⁵ Vgl. Delérable/Gazzo/Perez (Ernst&Young), How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017, S. 13.

⁴⁵⁶ Vgl. FCA, Climate Change and Green Finance, Discussion Paper 18/8, October 2018, Rn. 5.21.

⁴⁵⁷ Report Sycomore Asset Management 2016 vom 30.6.2017, S. 15; Report MAIF 2016, S. 21.

Bericht beklagt, dass die Datengewinnung langwierig sei.⁴⁵⁸ Die Auswertung der Berichte hat zwar offenbart, dass einige institutionelle Investoren auf Finanzdienstleister zurückgreifen.⁴⁵⁹ Es ist aber keineswegs gesichert, dass diese immer in der Lage sind, die notwendigen Informationen zu liefern. Dies liegt hauptsächlich daran, dass auch Finanzdienstleister keine rechtlich verbindlichen Auskunftsansprüche gegenüber Emittenten haben.

Es empfiehlt sich nicht, diesen Problemen durch eine gesetzliche Auskunftspflicht von Emittenten zu begegnen. Es wäre aus völkerrechtlichen Gründen nicht möglich, ausländische Emittenten zu verpflichten, über die Umweltauswirkungen ihrer geschäftlichen Tätigkeit Auskunft zu geben.⁴⁶⁰ Ein entsprechender Anspruch institutioneller Anleger wäre gegenüber ausländischen Emittenten rechtlich nicht durchsetzbar.

Insgesamt gesehen empfiehlt es sich daher, erweiterte Berichterstattungspflichten institutioneller Investoren über Umweltbelange „weich“ auszugestalten, indem (zumindest teilweise) ein *Report-or-explain*-Mechanismus vorgesehen wird. Es kommen dafür drei Ansätze in Betracht:

- ▶ Erstens könnte eine gesetzliche investorenbezogene und eine gesetzliche portfoliobezogene Berichterstattungspflicht vorgesehen werden, die der Normadressat beide nicht bzw. nicht vollständig erfüllen muss, vorausgesetzt, dass er erläutert, warum er zu den einzelnen Aspekten keine Informationen gibt. (Variante 1)
- ▶ Denkbar ist zweitens eine gesetzliche investorenbezogene und portfoliobezogene Berichterstattungspflicht, wobei der Normadressat die Letztere nicht bzw. nicht vollständig erfüllen muss, vorausgesetzt, dass er erläutert, warum er zu den einzelnen Aspekten der portfoliobezogenen Berichterstattung keine Informationen gibt. (Variante 2)
- ▶ Schließlich ist drittens zu erwägen, dass der Normadressat auf eine Berichterstattung verzichten darf, soweit er mangels Informationszugangs nicht in der Lage ist, die geforderten Angaben zu machen. (Variante 3)

Alle drei Varianten würden sich friktionslos in das deutsche Unternehmens- und Finanzmarktrecht einfügen. Dies zeigt sich eindrücklich an der Lageberichterstattung, die teilweise als eine gesetzliche Pflicht ausgestaltet ist,⁴⁶¹ teilweise aber auch auf dem *Report-or-explain*-Mechanismus beruht.⁴⁶²

- ▶ Variante 1 könnte folgenden Wortlaut haben: „Soweit von der Berichterstattung über investoren- und portfoliobezogene Umweltinformationen abgesehen wird, hat der Investor im Bericht zu erklären, in welchem Umfang und aus welchen Gründen keine Angaben gemacht werden.“
- ▶ Variante 2 könnte folgenden Wortlaut haben: „Soweit von der Berichterstattung über portfoliobezogene Umweltinformationen abgesehen wird, hat der Investor im Bericht zu erklären, in welchem Umfang und aus welchen Gründen keine Angaben gemacht werden.“
- ▶ Variante 3 (Eingeschränkte Compliance/Rechtfertigungslösung) könnte folgenden Wortlaut haben: „Soweit demjenigen, der nach diesem Gesetz zur Berichterstattung über portfoliobezogene Umweltinformationen verpflichtet ist, die Erfüllung seiner Berichterstattungspflicht nicht

⁴⁵⁸ Report ircantec, Bilan Actions Climat et ESG, 2016, S. 23.

⁴⁵⁹ Siehe oben Abschnitt 2.2.4.3.2.2.

⁴⁶⁰ Siehe oben Abschnitt 2.3.3.

⁴⁶¹ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.1.1.

⁴⁶² Siehe oben Abschnitt 2.1.2.2.

möglich ist, weil ein Informationsanspruch gegenüber dem Emittenten nicht besteht oder nicht durchgesetzt werden kann, ist dies im Bericht klar und begründet zu erläutern.

Allen drei Varianten ist gemein, dass ein institutioneller Investor frei darin ist, ob er zu den portfolio-bezogenen Aspekten informiert. Möchte er keine Angaben machen, hat er dies lediglich zu begründen. In der dritten Variante ist er aber nur befugt, von der Berichterstattung abzusehen, wenn ihm die Erfüllung dieser Pflicht nicht möglich ist. Es kann aber aus den dargelegten Gründen (Freiraum für die Entwicklung von *best practices*; Verhältnismäßigkeitsgrundsatz) sinnvoll sein, einem Investor generell zu erlauben, keine Angaben über die Umweltbelange seines Portfolios zu machen. Deshalb ist Variante 3 abzulehnen.

Variante 1 und 2 unterscheiden sich dadurch, dass der *Report-or-explain*-Mechanismus für die gesamte Berichterstattung (Variante 1) oder nur für die portfoliobezogene Berichterstattung (Variante 2) vorgesehen ist. Das französische Regelungsvorbild bedient sich der Variante 1. Institutionelle Investoren können in Frankreich auch zu den investorenbezogenen Aspekten schweigen, vorausgesetzt, dass sie erläutern, warum sie keine Angaben machen. Vorzugswürdig erscheint dennoch die Variante 2. Bei den investorenbezogenen Pflichten gibt es kein Bedürfnis dafür, der Finanzindustrie einen Freiraum zur Entwicklung von Standards einzuräumen. Es ist auch nicht ersichtlich, dass die investorenbezogene Berichterstattung mit unverhältnismäßigen Kosten verbunden ist. Ein institutioneller Investor kann auch keine Probleme haben, die für die Berichterstattung zu diesen Aspekten erforderlichen Informationen zu erlangen. Es ist daher auch unionsrechtlich nicht beanstanden, eine sanktionsbewährte gesetzliche Offenlegungspflicht vorzusehen.⁴⁶³

2.4.2.4 Aufsicht und Sanktionen

Das vierte Grundsatzthema betrifft die Instrumente der Rechtsdurchsetzung. Damit ist zunächst eine etwaige Aufsicht über die Normadressaten gemeint. Diese „Aufsicht“ kann zum einen durch den Abschlussprüfer erfolgen.⁴⁶⁴ Zum anderen ist es denkbar, eine Behörde mit dieser Aufgabe zu betrauen.

Der deutsche Gesetzgeber hat bezüglich der allgemeinen CSR-Berichterstattungspflichten im deutschen Recht keine Prüfung durch den Abschlussprüfer vorgesehen und auch keine Aufsicht durch die BaFin angeordnet.⁴⁶⁵ Das Kontrollniveau bleibt daher hinter demjenigen in Frankreich zurück.⁴⁶⁶

Bezüglich der erweiterten Berichterstattungspflichten institutioneller Investoren ist das französische Recht zurückhaltender. Eine Prüfung durch den Abschlussprüfer bzw. die unabhängige dritte Stelle ist zwar nicht vorgesehen. Die dortigen Aufsichtsbehörden sind aber sehr wohl bezüglich „ihrer“ institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften zuständig und müssen auf die Erfüllung der Berichtspflichten achten.⁴⁶⁷

Dies könnte auch ein Modell für das deutsche Recht sein. Sollten die erweiterten Berichterstattungspflichten im KAGB und VAG normiert werden, würde die BaFin im Rahmen ihrer Missstandsaufsicht⁴⁶⁸ die Erfüllung der Pflichten über die Offenlegung von Umweltbelangen prüfen. Sollte ein Investor Angaben zu den einzelnen Aspekten der investoren- und portfoliobezogenen Berichtsinhalte machen, würde die BaFin (voraussichtlich im Rahmen einer risikobasierten Aufsicht) die Ordnungsmäßigkeit dieser Angaben prüfen. Es erscheint dann vertretbar, aus Gründen der Verhältnismäßigkeit auf eine regelmäßige Prüfung durch den Abschlussprüfer zu verzichten.

⁴⁶³ Siehe zur Problematik bei den portfoliobezogenen Offenlegungspflichten oben Abschnitt 2.3.2.3.2.2.

⁴⁶⁴ Der Abschlussprüfer wird herkömmlich nicht als Aufsichtsinstanz begriffen, sondern als ein wichtiger Bestandteil der externen Corporate Governance. Vgl. *Hommelhoff*, BB 1998, 2567 ff., und 2625 ff.

⁴⁶⁵ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.2.2.

⁴⁶⁶ Siehe oben Abschnitt 2.2.2.6.

⁴⁶⁷ Siehe oben Abschnitt 2.2.3.9.

⁴⁶⁸ Vgl. § 5 KAGB; § 1 VAG.

Es bleibt zu klären, welche Sanktionen der deutsche Gesetzgeber für den Fall der Nichterfüllung oder fehlerhaften Erfüllung der Berichtspflichten vorsehen sollte. Verstöße gegen die allgemeinen CSR-Berichterstattungspflichten werden, wie dargelegt, straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlich geahndet (§§ 331 Nr. 1, 334 Abs. 1 Nr. 3 HGB). Eine privatrechtliche Haftung gegenüber Anlegern ist gesetzlich nicht explizit vorgesehen, kann sich aber aus den allgemeinen zivilrechtlichen Vorschriften (insbesondere des Deliktsrechts) ergeben.⁴⁶⁹

Dieser Regelungszugriff erscheint auch für die weitergehenden Berichterstattungspflichten institutioneller Anleger vorzugswürdig. Er würde sich friktionslos in das System kapitalmarktbezogener Offenlegung einfügen. Die Erfüllung von Publizitätspflichten wird traditionell mit Instrumenten des Straf- und Ordnungswidrigkeitenrechts sichergestellt. Ob Anleger berechtigt sein sollten, Schadensersatz wegen fehlerhafter Informationen über Umweltbelange zu verlangen, sollte im Einklang mit den anerkannten Regeln und Grundsätzen der Kapitalmarkthaftung beantwortet werden. Die Kapitalmarkthaftung ist ein gewaltiges Thema und kann hier nicht im Detail entfaltet werden.⁴⁷⁰ Es kann aber festgehalten werden, dass jedenfalls eine Schadensersatzpflicht gem. § 826 BGB begründet sein kann.⁴⁷¹ Ob sogar eine Pflicht zum Schadensersatz wegen Verletzung eines Schutzgesetzes (§ 823 Abs. 2 BGB) in Betracht kommen würde, könnte letztlich nur mit Rücksicht auf den Wortlaut der Vorschriften über Berichterstattungspflichten beurteilt werden. Es käme zudem darauf an, ob der Gesetzgeber individuelle vermögensrechtliche Interessen von Anlegern schützen will.⁴⁷²

2.4.3 Inhalt einer erweiterten Berichterstattung durch institutionelle Investoren

Eine Berichterstattungspflicht für institutionelle Investoren kann sich am französischen Regelungsvorbild orientieren. Der anhand von zehn Berichten institutioneller Investoren unternommene „Praxistest“ des französischen Rechts hat zwar Defizite bei der Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen offenbart. Daraus ist aber für die deutsche Gesetzgebung nicht der Schluss zu ziehen, dass auf die betreffenden Tatbestände einer portfoliobezogenen Berichterstattung verzichtet werden sollte. Dass institutionelle Investoren entweder keine Angaben oder nur wenig aussagekräftige Angaben gemacht haben, dürfte auch damit zu erklären sein, dass sie über die entsprechenden Informationen nicht verfügen haben und geeignete Methoden für die Asset-Klassen noch nicht entwickelt sind. Es erscheint sehr gut vorstellbar, dass sich bereits in wenigen Jahren ein Informationsmarkt etabliert hat und es institutionellen Investoren problemlos möglich ist, über Dienstleister (Nachhaltigkeitsratingagenturen) an die relevanten Informationen zu gelangen. In Frankreich scheint dies bereits verbreitet der Fall zu sein. Ferner erscheint es realistisch, dass Wissenschaft und Praxis geeignete Verfahren und Methoden entwickeln, um zu beurteilen, ob Investoren bestimmte Klimaziele erreichen können.

Es besteht deshalb auch kein dringendes Bedürfnis dafür, spezialgesetzliche Auskunftspflichten von Emittenten gegenüber institutionellen Investoren zu begründen. Hinzu kommt, dass ein gesetzlicher Informationszugang nicht zuverlässig etabliert werden kann. Wie bereits dargelegt, wäre eine Auskunftspflicht von Emittenten gegenüber institutionellen Investoren an völkerrechtlichen Regeln zu messen. Der deutsche Gesetzgeber hat grundsätzlich nicht die Befugnis, ausländische Emittenten einer Auskunftspflicht zu unterwerfen. Stattdessen sollte darauf vertraut werden, dass Investoren sich externer Dienstleister bedienen werden, um ihre portfoliobezogenen Berichterstattungspflichten zu erfüllen.

⁴⁶⁹ Siehe oben Abschnitt 2.1.2.2.2.

⁴⁷⁰ Vgl. *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 82 Rn. 4 ff.

⁴⁷¹ Vgl. BGHZ 160, 134, 138 f. und 160, 149 (sog. *Infomatec*-Rechtsprechung).

⁴⁷² Vgl. zu diesem Aspekt bei der Beurteilung der Schutzgesetzeigenschaft des Marktmanipulationsverbots BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800 – *IKB*.

2.4.3.1 Informationspflichten

Rechtssystematisch können die Informationspflichten des französischen Rechts in investorenbezogene und portfoliobezogene Informationspflichten unterschieden werden. Dies wird im Folgenden für die Diskussion von Regelungsvorschlägen zum deutschen Recht zugrunde gelegt. Andere Unterscheidungen, wie etwa zwischen *climate strategy reporting*, *climate goal alignment reporting* und *climate-related risk reporting*⁴⁷³ sind nicht falsch, für die Konzeption von Offenlegungspflichten aber nicht weiterführend.

2.4.3.1.1 Generalklauseln

Die Berichterstattungspflichten können grundsätzlich nach dem Vorbild des französischen Rechts konzipiert und formuliert werden. Eine Berichterstattungspflicht könnte alternativ noch stärker prinzipienartig konzipiert werden. Es würde dann nicht verlangt werden, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften und institutionelle Investoren (des KAGB bzw. VAG) sich dazu erklären müssen, welchen Beitrag sie leisten, um zur Energie- und Ökologiewende beizutragen. Stattdessen würde auf die Regelungsziele abgestellt werden, nachhaltige Investments zu ermöglichen und Anleger auf Klimawandelrisiken des Portfolios aufmerksam zu machen. Im Folgenden werden für beide Alternativen Vorschläge unterbreitet.

2.4.3.1.1.1 Berichterstattungspflicht für Verwaltungsgesellschaften

Die Berichterstattungspflicht für Verwaltungsgesellschaften i.S.d. §§ 17 ff. KAGB könnte sich am Vorbild des französischen Rechts (Art. L. 533-22-1 Abs. 1 franz. Währungs- und FinanzG) orientieren. Es würde sich um eine generalklauselartige Berichterstattungspflicht handeln. Das französische Vorbild verwendet im Satz 1 den Begriff der Kriterien (ESG). Hier wird stattdessen der Ausdruck Belange verwendet, weil die CSR-Berichterstattung nach § 289c HGB ebenfalls diesen Begriff vorsieht. Das französische Recht rekurriert auf die Investitionspolitik. Im KAGB wird stattdessen von „Anlagepolitik und -strategie“ gesprochen. Deshalb werden diese Termini verwandt. Im Satz 2 des französischen Vorbilds wird auf eine Standardpräsentation Bezug genommen. Der folgende Regelungsvorschlag erwähnt ein solches Informationsmedium nicht. Dies würde in Deutschland durch eine Verordnung des BMF/BMJV/BMUB geregelt werden.

Das französische Vorbild regelt im Satz 3 auch die Stimmrechtsausübung. Der Regelungsvorschlag greift dies auf und verlangt Transparenz bezüglich der Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien (vgl. hierzu auch § 94 KAGB). Dabei handelt es sich um ein Investmentvermögen in Vertragsform, das auf Rechnung von Anlegern gehalten wird. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist für die Stimmrechtsausübung zuständig.

Rechtssystematisch sollte die Berichterstattungspflicht im Unterabschnitt 2 des Abschnitts 2 des KAGB (über Verwaltungsgesellschaften) geregelt werden. Es empfiehlt sich, die Vorschrift im Anschluss an die Vorschrift über den Jahresabschluss und Lagebericht (§ 38) einzuführen (§ 38a KAGB).

§ 38a KAGB [Alternative 1]

(1) Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern von OGAW und AIF, die sie verwalten, eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen. Sie legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 genannten Belange ausüben.

⁴⁷³ In diesem Sinne etwa Ramirez/Thomä/Braschi/Dupré, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies, S. 5.

Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten sind traditionell nicht prinzipienartig, sondern tatbestandlich konzipiert. Die jüngere europäische Gesetzgebung ist allerdings dazu übergegangen, auch Informationspflichten stärker prinzipienbasiert auszugestalten.⁴⁷⁴ Daran orientiert sich der folgende alternative Regelungsvorschlag:

§ 38a KAGB [Alternative 2]

(1) Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern von OGAW und AIF, die sie verwalten, eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen, um Anlegern eine sachgerechte Kapitalanlage zu ermöglichen, die Nachhaltigkeit der Kapitalanlage zu verstehen und Klimawandelrisiken zu beurteilen. Dies umfasst insbesondere eine Information über die Auswirkungen des Klimawandels für das Sondervermögen und darüber, welchen Beitrag die verwalteten OGAW und AIF leisten, um dazu beizutragen, dass Treibhausgasemissionen reduziert werden. Kapitalverwaltungsgesellschaften legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 und 2 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 und 2 genannten Belange ausüben.

2.4.3.1.1.2 *Berichterstattungspflicht für Investmentgesellschaften*

Das französische Regelungsvorbild unterwirft institutionelle Investoren (Investmentgesellschaften, Versicherungsunternehmen und bestimmte Einrichtungen bzw. Institutionen des öffentlichen Rechts) derselben Berichterstattungspflicht wie Kapitalverwaltungsgesellschaften. Zusätzlich verlangt es von diesen Investoren, deren Beitrag zur Energie- und Ökologiewende offenzulegen. Dies empfiehlt sich auch für das deutsche Recht. Es wird im Folgenden zugrunde gelegt, dass der deutsche Gesetzgeber in einem Umweltschutzgesetz die Details der Energiewende regelt, insbesondere auch Dekarbonisierungsziele festlegt. Daran kann eine Berichterstattungspflicht für institutionelle Anleger anknüpfen.

An dieser Stelle genügt es, eine mögliche Vorschrift über die Berichterstattungspflicht für institutionelle Investoren i.S.d. KAGB zu entwerfen, d.h. für Investmentgesellschaften. Entsprechende Offenlegungspflichten sollten in das VAG für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds eingeführt werden.

Berichterstattungspflichten für institutionelle Investoren i.S.d. KAGB sollten für Investmentgesellschaften, d.h. für die Investment-AG und die Investment-KG, vorgesehen werden. Eine Regelung ist daher in den Vorschriften des Abschnitts 4 für die offene Investment-AG (Unterabschnitt 3) und Investment-KG (Unterabschnitt 4) sowie im Abschnitt 5 für die geschlossene Investment-AG (Unterabschnitt 2) und geschlossene Investment-KG (Unterabschnitt 3) einzuführen. Der Inhalt dieser Offenlegungspflichten ist für diese Gesellschaften identisch.

Die folgende Vorschrift orientiert sich an derjenigen für Verwaltungsgesellschaften. Satz 3 ist abweichend formuliert, weil eine Investment-AG und Investment-KG kein offenes Sondervermögen sind. Die Vorschrift betrifft die Investment-AG mit veränderlichem Kapital (§ 108 Abs. 1 KAGB). Für die Investment-AG mit fixem Kapital (vgl. § 140 KAGB) sind keine abweichenden Regelungen erforderlich. Es empfiehlt sich, die Vorschrift im Anschluss an die Vorschrift über den Jahresabschluss und Lagebericht

⁴⁷⁴ Vgl. etwa Art. 1 ff. PRIIPS-VO.

sowie Halbjahresbreicht und die Offenlegung und Vorlage von Berichten (§§ 120-123 KAGB) einzuführen (§ 123a KAGB). Darauf könnte im folgenden Unterabschnitt und jenen des nächsten Abschnitts entsprechend verwiesen werden. Die Vorschrift könnte somit folgenden Wortlaut haben:

§ 123a KAGB [Alternative 1]

(1) Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital müssen den Anlegern eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen und welchen Beitrag sie leisten, um zur Energiewende beizutragen. Sie legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zum Investmentvermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 genannten Belange ausüben.

Als Alternative zu der stark am französischen Vorbild orientierten Regelung bietet sich wiederum eine stärker prinzipienbasiert ausgestaltete Regelung an:

§ 123a KAGB [Alternative 2]

(1) Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital müssen den Anlegern eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen, um Anlegern eine sachgerechte Kapitalanlage zu ermöglichen, die Nachhaltigkeit der Kapitalanlage zu verstehen und Klimawandelrisiken zu beurteilen. Dies umfasst insbesondere eine Information über die Auswirkungen des Klimawandels für das Investmentvermögen und darüber, welchen Beitrag Investmentaktiengesellschaften leisten, um dazu beizutragen, dass Treibhausgasemissionen reduziert werden. Investmentaktiengesellschaften legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 und 2 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zum Investmentvermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 und 2 genannten Belange ausüben.

2.4.3.1.1.3 Verordnungsermächtigung

Das französische Regelungsvorbild regelt, welche Aspekte das konkretisierende Dekret zu berücksichtigen hat (Art. L. 533-22-1 Abs. 4 franz. Währungs- und FinanzG bezüglich institutioneller Investoren, ferner früher Art. L. 214-12 franz. Währungs- und FinanzG bezüglich Verwaltungsgesellschaften, bereits durch das Grenelle II-Gesetz im Jahr 2010 eingeführt, später in Art. L. 533-22-1 Abs. 2 franz. Währungs- und FinanzG überführt).

Dieser Regelungszugriff empfiehlt sich auch für das deutsche Recht. Dabei sollte mit Blick auf das französische Regelungsvorbild auch geregelt werden, welche Angaben mindestens zu den Sozialbelangen, Umweltbelangen und Unternehmensführungsbelangen zu machen sind. Im Unterschied zum französischen Recht wird im Folgenden eine weitgehend wortlautidentische Verordnungsermächtigung für Verwaltungsgesellschaften einerseits und institutionelle Investoren andererseits vorgeschlagen. In der Verordnung werden mit Rücksicht auf den Bestimmtheitsgrundsatz bestimmte Details der Offenlegungspflicht explizit erwähnt (insbesondere die Transparenz der Treibhausgasemissionen des Portfolios).

§ 38a und § 123a KAGB könnten somit folgenden Absatz enthalten:

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau- und Reaktorsicherheit durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über Inhalte, Umfang und Darstellung der Informationen nach Abs. 1 zu erlassen. Zu den Informationen über Umweltbelange gehören Informationen über Klimarisiken, denen das Sondervermögen/Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Sondervermögen/Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung der Ziele der Energiewende. Die näheren Bestimmungen berücksichtigen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft/Investmentaktiengesellschaft zur Bemessung des Beitrags angemessene Indikatoren festlegen soll. Eine Investmentaktiengesellschaft soll sich zur Einhaltung der indikativen Richtwerte erklären, ggbls. die Gründe darlegen, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter den indikativen Richtwerten liegt.

Mit den Verordnungsvorschriften würden die im KAGB (bzw. VAG) vorgesehenen Transparenzpflichten konkretisiert werden. Ein institutioneller Investor (des KAGB bzw. VAG) würde also keinen materiellen Pflichten unterworfen werden. Er wäre gesetzlich verpflichtet, sich zu den betreffenden Aspekten zu erklären, aber auch befugt, keine Angaben zu machen; im letzten Fall müsste er dies begründen (*Report-or-explain-Mechanismus*),

2.4.3.1.2 Investorenbezogene Berichterstattung

Das französische Regelungsvorbild unterwirft institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften bestimmten investorenbezogenen Berichterstattungspflichten über die Berücksichtigung von ESG-Belangen. Diese Pflichten können auch im deutschen Recht – ebenso wie in Frankreich in einer ministeriellen Verordnung – vorgesehen werden. Es soll für die Zwecke dieses Forschungsprojekts kurz dargelegt werden, welche Informationspflichten sinnvoll erscheinen. Dabei wird angegeben, ob diese Pflichten für institutionelle Investoren und/oder Kapitalverwaltungsgesellschaften gelten sollten.

Institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften sollten nach dem französischen Vorbild verpflichtet sein, ihr **grundlegendes Konzept** über die Berücksichtigung von Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung in ihrer Anlagepolitik und -strategie zu beschreiben (Vorbild Artikel D. 533-16-1 II 1°1. Spiegelstrich).

Institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften sollten nach dem französischen Vorbild verpflichtet sein, darzulegen, wie Anleger über die Berücksichtigung von Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung in der Anlagepolitik und -strategie informiert werden (**Informationspolitik gegenüber Anlegern**). Es sind Angaben zu machen über Inhalt, Regelmäßigkeit und Art und Weise der Information. Außerdem sollten institutionelle Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften gegebenenfalls verpflichtet sein, Anleger darüber zu informieren, wie Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung im Risikomanagement berücksichtigt werden (Vorbild Artikel D. 533-16-1 II 1°2. Spiegelstrich).

Verwaltungsgesellschaften sollten verpflichtet sein, eine **Liste der verwalteten OGAW** publik zu machen, die auch Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung berücksichtigen. In der Liste sollte der prozentuale Anteil des verwalteten Vermögens dieser Organismen an dem von der Verwaltungsgesellschaft verwalteten Gesamtvermögen angegeben werden (Vorbild Artikel D. 533-16-1 II 1°3. Spiegelstrich).

Das französische Vorbild sieht eine Informationspflicht für institutionelle Investoren über die **Mitgliedschaft in ESG-Initiativen** vor. Dabei handelt es sich um Charten, Kodizes, sonstige Initiativen und Labels, die Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung berücksichtigen. Eine solche Information kann für Anleger sinnvoll sein. Angesichts der Vielzahl der Initiativen empfiehlt es sich, institutionelle Anleger auch zu verpflichten, die betreffende Initiative oder das Label zusammenfassend zu beschreiben (Vorbild Artikel D. 533-16-1 II 1^o4. Spiegelstrich).

Sofern ein institutioneller Investor ein **Risikomanagementsystem** etabliert hat, sollte er, wie in Frankreich, verpflichtet sein, das interne Verfahren, Risiken zu identifizieren, die aus Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung resultieren, allgemein zu beschreiben. Dabei sollte er auch darauf eingehen, ob und wie seine Geschäftstätigkeit von diesen Risiken betroffen sein kann. Diese Risiken sollte er beschreiben (Vorbild Artikel D. 533-16-1 II 1^o5. Spiegelstrich).

2.4.3.1.3 Portfoliobezogene Berichterstattung

Die portfoliobezogene Berichterstattung ist in Frankreich detailliert in einer konkretisierenden Verordnung (Art. D533-16-1) geregelt. Hier sollen die wesentlichen Aspekte des französischen Vorbilds aufgegriffen werden, die eine Regelung im deutschen Recht auf Verordnungsebene berücksichtigen sollte. Dabei ist im Ausgangspunkt festzuhalten, dass institutionelle Investoren grundsätzlich in der Lage sind, die detaillierten Anforderungen an eine portfoliobezogene Berichterstattung zu erfüllen. Dies hat der „Praxistest“ eindrücklich gezeigt. Insbesondere hat eine relevante Anzahl von Investoren ein 2°-Szenario als Referenzwert für das eigene Portfolio zugrunde gelegt. In der internationalen Diskussion über Sustainable Finance wird die Szenario-Analyse als ein wichtiges Instrument der Risiko-berichterstattung begriffen.⁴⁷⁵

Ferner ist festzuhalten, dass die Regelung des Art. D. 533-16-1 II 2° franz. Währungs- und FinanzG über die Strukturierung des Berichts über portfoliobezogene Informationen sinnvoll ist. In Deutschland würde diese Regelung rechtssystematisch am Ende einer Vorschrift vorgesehen werden. Entsprechend dem französischen Vorbild sollten auch in Deutschland institutionelle Investoren (Investment-AG und Investment-KG) und Kapitalverwaltungsgesellschaften die Informationen nach Tätigkeit, Anlageklasse, Anlageportfolio, Emittent, Branche oder sonstiger sachdienlicher Kategorien unterscheiden können. Eine Unterscheidung sollten sie begründen. Dass Kapitalverwaltungsgesellschaften die Informationen für eine Reihe von Fonds mit ähnlichen Merkmalen aggregiert bereitstellen können, ist auch für Deutschland zu empfehlen.

2.4.3.1.3.1 Kriterien für Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. a), III 1° lit. a) und b) Währungs- und FinanzG)

Nach dem französischen Vorbild sind die Art und Natur der grundlegenden Kriterien bezüglich Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung, die ein institutioneller Investor und eine Verwaltungsgesellschaft berücksichtigt hat, zu beschreiben. Dies kann ebenso wie die Vorgabe zu den Auswahlgründen und die Unterscheidung zwischen physischen Risiken und Transitionsrisiken im deutschen Recht vorgesehen werden.⁴⁷⁶ Auch wenn in der bisherigen Berichtspraxis der Fokus auf den Transitionsrisiken liegt,⁴⁷⁷ sollte auf die Information über physische Risiken nicht verzichtet werden.

⁴⁷⁵ Vgl. etwa TCFD, Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, June 2017, S. 35.

⁴⁷⁶ Hilfreich für die Anwendung der Pflichten über eine Risikoberichterstattung TCFD, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, June 2017, S. 10 mit einer Auffächerung der verschiedenen Risiken des Klimawandels.

⁴⁷⁷ Vgl. Ramirez/Thomä/Braschi/Dupré, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies, S. 16.

Wiederum gilt, dass Wissenschaft und Praxis den Freiraum haben sollten, geeignete Methoden zu entwickeln, um Risiken zu bestimmen. Bislang gibt es offenbar nur ein „*top-down, cross-asset transition and physical risk model*“.⁴⁷⁸

2.4.3.1.3.2 Informationen, die für die Analyse anhand der Kriterien verwendet wurden (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. b), III 2° Währungs- und FinanzG)

Die Vorgabe des französischen Rechts, die allgemeinen Informationen, anhand derer die Emittenten hinsichtlich der ESG-Belange analysiert wurden, ist sinnvoll und daher auch für das deutsche Recht zu empfehlen. Es bestehen keine Bedenken dagegen, dies wie im französischen Recht zu konkretisieren (Art der verarbeiteten Daten, Herkunftsquelle der Daten, sonstige relevante Informationen), da es sich um eine Kann-Vorschrift handelt.

2.4.3.1.3.3 Methodik und Ergebnisse der Analyse (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. c), III 3° Währungs- und FinanzG)

Die im französischen Recht vorgesehenen Pflichten zur Transparenz über die Vorgehensweise/Methodik, anhand der die für die ESG-Belange relevanten Kriterien beurteilt werden, und über die Ergebnisse der Analyse sind ein essentielles Element eines Berichterstattungsregimes. Es braucht nicht explizit geregelt zu werden, dass Investoren ein 2°-Szenario als Referenzwert für ihr Portfolio zugrunde legen sollten. Die abstrakten Vorgaben zur Methodik lassen den Investoren einen Spielraum, geeignete Szenarien und verhältnismäßige Prozesse zu entwickeln.⁴⁷⁹

Es empfiehlt sich, zunächst die in Art. D. 533-16-1 III 3° lit. a) franz. Währungs- und FinanzG vorgesehenen allgemeine Angaben über Merkmale der Analysemethodik, die wichtigsten zugrundeliegenden Annahmen und zur Erläuterungen der Relevanz bzw. Sachdienlichkeit der gewählten Methode zu verlangen.

Darüber hinaus sollte das Berichterstattungsregime auch die teilweise sehr detaillierten Vorgaben des Art. D. 533-16-1 III 3° lit. b) franz. Währungs- und FinanzG berücksichtigen. Diese Vorschriften beschränken sich darauf, die Transparenz von Umweltbelangen konkreter auszugestalten.

Im Einzelnen handelt es sich um (i) die Auswirkungen des Klimawandels und von extremen Witterungsbedingungen, (ii) die Entwicklung der Verfügbarkeit und des Marktpreises natürlicher Ressourcen und ihre Nutzung im Einklang mit den Zielen des Klima- und Umweltschutzes, (iii) die Vereinbarkeit der Investitionsausgaben der Emittenten mit einer Dekarbonisierungsstrategie, (iv) staatliche Maßnahmen, die mit der Umsetzung internationaler Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung) sowie der Umsetzung der Energiewende verbunden sind, (v) Messungen von Treibhausgasemissionen, die auf einen Emittenten zurückzuführen sind, der sich im Anlagevermögen (bzw. verwalteten Vermögen) befindet und (vi) der Investitionsumfang in Fonds und Finanzinstrumente, die einen Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzziels leisten. Es ist schließlich sinnvoll, ebenfalls einen Auffangtatbestand über (vii) weitere Angaben vorzusehen, die es erlauben, in angemessener Weise die Anfälligkeit gegenüber den mit dem Klimawandel verbundenen Risiken und den Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzziels einzuschätzen.

2.4.3.1.3.4 Integration der Ergebnisse in die Anlagepolitik (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d), III 4° Währungs- und FinanzG)

Die Berichterstattungspflichten nach Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d) franz. Währungs- und FinanzG komplettieren die weiteren portfoliobezogenen Transparenzanforderungen. Sie können ebenfalls als Vorbild für ein Offenlegungsregime in Deutschland fungieren. Auf die Einzelheiten braucht hier nicht erneut eingegangen zu werden. Es genügt, festzuhalten, dass die Integration der Ergebnisse der Analyse

⁴⁷⁸ Vgl. Ramirez/Thomä/Braschi/Dupré, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies, S. 17.

⁴⁷⁹ Vgl. hierzu TCFD, Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, June 2017, S. 35 mit Vorschlägen.

in die Anlagepolitik und -strategie transparent gemacht werden sollte. Im Einklang mit dem französischen Recht empfiehlt sich, die (i) Beschreibung der infolge der Analyse vorgenommenen Änderungen bzw. Anpassungen der Portfoliostruktur sowie der (ii) Strategie der Einflussnahme gegenüber Emittenten und (iii) Verwaltungsgesellschaften.

Schließlich sind auch die in Art. D. 533-16-1 III 4° franz. Währungs- und FinanzG normierten konkretisierenden Angaben von Interesse, namentlich (i) zur Art und Weise, wie der institutionelle Investor die Übereinstimmung seiner Investitionspolitik mit den genannten Zielen überprüft, (ii) wie er die selbst gesetzten indikativen Richtwerte überprüft, (iii) zu den Maßnahmen, die er im Anschluss an die Analyse durchgeführt hat, sowie schließlich (iv) die Gründe für mögliche Abweichungen von selbst gesetzten Richtwerten.

2.4.4 Art und Ort der Offenlegung

Eine Erkenntnis des Rechtsvergleichs und „Praxistests“ ist, dass die Vergleichbarkeit der Informationen schwerfällt, obwohl der französische Gesetzgeber mit der Standardpräsentation das Ziel verfolgt hat, eine Vergleichbarkeit der Informationen sicherzustellen. Dies ist aber hauptsächlich eine Frage der Rechtsdurchsetzung.

Es bleibt weiterhin festzuhalten, dass der Ort der Offenlegung geregelt werden muss. Das französische Recht sieht eine Veröffentlichung im Jahresbericht sowie über die Internetpräsenz vor, wobei die Angaben dort jährlich zu aktualisieren sind. Die *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure* macht sich ebenfalls für eine Offenlegung in der handelsrechtlichen Jahresberichterstattung stark.⁴⁸⁰ Es empfiehlt sich auch für das deutsche Recht, die Lageberichterstattung entsprechend zu erweitern. Wie bereits dargelegt, wäre eine ergänzende Regelung im KAGB und VAG zum Inhalt des Lageberichts nicht systemwidrig.⁴⁸¹

Schließlich empfiehlt es sich, die Zulässigkeit eines Verweises auf andere Dokumente (*incorporation by reference*) zu regeln. Durch das Erfordernis eines spezifischen Verweises anhand elektronischer Verknüpfungen können die Informationskosten der Anleger verringert werden. Vorbild für eine gesetzliche Regelung könnte Art. 19 der Prospekt-VO⁴⁸² über die „Aufnahme von Informationen mittels eines Verweis“ sein.

2.5 Kommissionsvorschläge vom 24. Mai 2018

Die Europäische Kommission hat am 24. Mai 2018 ein Legislativpaket im Rahmen ihrer Initiative über nachhaltige Entwicklung veröffentlicht. Für die Themen dieses Forschungsprojekts sind zwei Regelungsvorschläge von Interesse. Der Vorschlag für eine Verordnung „über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ (2018/0178) hat die Kriterien zum Gegenstand, die zur Beurteilung der Nachhaltigkeit wirtschaftlicher Aktivitäten heranzuziehen sind (sog. Taxonomy). Der Vorschlag einer Verordnung „über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken sowie zur Änderung der Richtlinie (EU) 2016/2341“ (2018/0179) zielt darauf ab, Publizitätspflichten für institutionelle Anleger einzuführen. Auf ihn soll näher eingegangen werden, weil er vergleichbare Ziele verfolgt wie das dargestellte französische Transparenzrecht. Eine Detailanalyse ist im Rahmen dieses Forschungsprojekts nicht möglich. Es soll

⁴⁸⁰ Vgl. TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, June 2017, S. 17.

⁴⁸¹ Siehe oben Abschnitt 2.4.2.2.

⁴⁸² Verordnung EU Nr. 2017/1129 vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71, ABl. EU Nr. L 168 vom 30.6.2017, S. 12.

aber betrachtet werden, ob und inwieweit sich der Kommissionsvorschlag (2018/0179) [im Folgenden: KOM-E] von der französischen Regelung und den soeben entwickelten Reformvorschlägen für das deutsche Recht unterscheidet.

2.5.1 Regelungskonzept und Normadressaten

Der KOM-E will Transparenzregeln für Finanzmarktteilnehmer, Versicherungsintermediäre und Wertpapierfirmen harmonisieren. Er sieht erstens Transparenzregeln über den Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken vor. Zweitens will er die Transparenz von Finanzprodukten fördern, deren Ziel eine nachhaltige Investition ist, einschließlich der Reduktion von CO₂-Emissionen.⁴⁸³

Der KOM-E ist durch ein weites Verständnis des Begriffs der nachhaltigen Investition geprägt. Dabei handelt es sich um Investitionen in eine wirtschaftliche Aktivität, die (i) zur Erreichung eines Umweltziels⁴⁸⁴ oder eines sozialen Ziels beiträgt und (iii) um Investitionen in Unternehmen mit guten *Governance*-Praktiken.

Der Anwendungsbereich des KOM-E ist breit konzipiert.⁴⁸⁵ Die Verordnung soll für „Finanzmarktteilnehmer“ gelten. Darunter sind gem. Art. 2 (a) KOM-E (i) Versicherungsunternehmen,⁴⁸⁶ ein AIFM,⁴⁸⁷ eine Wertpapierfirma,⁴⁸⁸ eine EbAV⁴⁸⁹ oder ein Anbieter eines Altersvorsorgeprodukts,⁴⁹⁰ (ii) der Verwalter eines qualifizierten Risikokapitalfonds,⁴⁹¹ (iii) der Verwalter eines qualifizierten Fonds für soziales Unternehmertum⁴⁹² und eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft⁴⁹³ zu verstehen.

2.5.2 Inhalt der Berichterstattungspflicht

Der KOM-Vorschlag 2018/0179 sieht im Kern zwei Pflichtenregime vor: erstens eine investorenbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken, zweitens eine produktbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsinvestitionen. Der Inhalt beider Pflichtenregime lässt sich einstweilen noch nicht zuverlässig bestimmen, weil der KOM-Vorschlag 2018/0179 durch delegierte Rechtsakte der Kommission ergänzt werden soll, deren Inhalt aber (naturgemäß) noch nicht ersichtlich ist. Der KOM-Vorschlag 2018/0179 ist als ein Level 1-Gesetzgebungsakt gedacht, so dass er nur den wesentlichen Inhalt der Publizitätspflichten vorsieht. Im Folgenden kann daher nur darauf eingegangen werden.

Der KOM-E verlangt, dass die betreffenden Informationen auf der Website des Finanzmarktteilnehmers, in vorvertraglichen Informationen („*pre-contractual disclosures*“) und in regelmäßigen Berichten („*periodical reports*“) zu veröffentlichen sind. Das erste Veröffentlichungsmedium braucht nicht erläutert

⁴⁸³ Vgl. Art. 1 KOM-E.

⁴⁸⁴ Art. 2 (o) (ii) KOM-E verweist insoweit auf Art. 2 des KOM-E 2018/0178 (Taxonomie).

⁴⁸⁵ Vgl. zu den Regelungsoptionen Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SWD(2018) 264 final, 24.5.2018, S. 49 ff., 98 f.

⁴⁸⁶ Begriffsbestimmung in Art. 2 (b) KOM-E. Erfasst sind nur solche Unternehmen, die ein sog. IBIP anbieten. Mit dem Ausdruck IBIP werden Versicherungsprodukte beschrieben, vgl. Art. 2 (c) KOM-E.

⁴⁸⁷ Begriffsbestimmung in Art. 2 (d) KOM-E.

⁴⁸⁸ Begriffsbestimmung in Art. 2 (e) KOM-E. Erfasst sind nur solche Firmen, die Vermögensverwaltung betreiben.

⁴⁸⁹ Begriffsbestimmung in Art. 2 (g) KOM-E.

⁴⁹⁰ Bestimmung des Begriffs Pensionsprodukts in Art. 2 (h) KOM-E.

⁴⁹¹ Begriffsbestimmung unter Verweis auf Art. 14 Verordnung (EU) Nr. 345/2013.

⁴⁹² Begriffsbestimmung unter Verweis auf Art. 15 Verordnung (EU) Nr. 346/2013.

⁴⁹³ Begriffsbestimmung in Art. 2 (i) KOM-E.

zu werden. Bemerkenswert ist insoweit allein, dass teilweise eine Veröffentlichung in einem prominenten Bereich der Website verlangt wird.⁴⁹⁴ Die auf der Website zur Verfügung gestellten Informationen sind zudem zu aktualisieren.⁴⁹⁵ Unter vorvertraglichen Informationen sind Prospekte und Basisinformationsblätter gemeint.⁴⁹⁶ Mit regelmäßigen Berichten meint der KOM-E die Jahresabschlusspublizität (allerdings ist unklar, ob die Angaben auch im Lagebericht gemacht werden können).

2.5.2.1 Investorenbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken

Art. 4 KOM-E schreibt vor, dass Finanzmarktteilnehmer auf drei Aspekte der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in „vorvertraglichen Informationen“ eingehen müssen.⁴⁹⁷ Sie nehmen Angaben dazu auf, (a) welche Verfahren und Bedingungen angewandt werden, um bei Investitionsentscheidungen Nachhaltigkeitsrisiken Rechnung zu tragen; (b) inwieweit davon auszugehen ist, dass sich Nachhaltigkeitsrisiken wesentlich auf die Rendite der angebotenen Finanzprodukte auswirken; (c) inwieweit die Vergütungspolitik von Finanzmarktteilnehmern dem Erfordernis der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken und, soweit relevant, dem nachhaltigen Investitionsziel des Finanzprodukts entspricht.

Finanzmarktteilnehmer sind nach Art. 3 KOM-E ferner verpflichtet, eine schriftliche Darstellung der Strategien zu veröffentlichen, die sie im Hinblick auf die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken in Investitionsentscheidungsprozessen verfolgen. Dies wird nicht näher konkretisiert. Allerdings liegt die Auslegung nahe, dass die Strategieberichterstattung des Art. 3 KOM-E mit Rücksicht auf die in Art. 4 KOM-E geforderten Angaben in vorvertraglichen Informationen (Prospekte, Basisblätter) auszugestalten ist.

Die investorenbezogenen Offenlegungspflichten gelten unabhängig davon, ob ein Finanzmarktteilnehmer Finanzprodukte mit Nachhaltigkeitsbezug anbietet/verreibt oder nicht. Der KOM-E sieht keine Ausnahmen für Finanzmarktteilnehmer vor, die bestimmte Schwellenwerte nicht erreichen oder überschreiten.

2.5.2.2 Produktbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsinvestments

Die Transparenz über „Nachhaltigkeits-Finanzprodukte“ soll in vorvertraglichen Veröffentlichungen (Art. 5 KOM-E), auf der Website des Finanzmarktteilnehmers (Art. 6 KOM-E) und in regelmäßigen Berichten (Art. 7 KOM-E) erfolgen. Die Pflichten betreffen Finanzprodukte, mit denen eine nachhaltige Investition angestrebt wird.⁴⁹⁸ Der KOM-E unterscheidet zwischen Finanzprodukten, für die ein Index als Referenzwert bestimmt wurde,⁴⁹⁹ solchen, für die ein solcher Referenzwert nicht bestimmt wurde⁵⁰⁰ und Finanzprodukten, mit denen eine Reduktion von CO₂-Emissionen angestrebt wird⁵⁰¹.

Die in „vorvertraglichen Informationen“ zu machenden Angaben betreffen vor allem die Erreichung des Nachhaltigkeitsziels.⁵⁰² Die Transparenzpflicht differenziert nach den drei Arten der Finanzprodukte (mit und ohne Bezug zu einem Index sowie Finanzprodukte mit dem Ziel einer Reduktion von CO₂-Emissionen). Werden mit einem Finanzprodukt nachhaltige Investitionen angestrebt und wurde

⁴⁹⁴ Vgl. Art. 6 Abs. 1 KOM-E.

⁴⁹⁵ Vgl. Art. 8 Abs. 1 KOM-E.

⁴⁹⁶ Dies ergibt sich aus Art. 4 Abs. 3 KOM-E (Verweis auf die für Finanzmarktteilnehmer geltenden europäischen Richtlinien und Verordnungen).

⁴⁹⁷ Eine gleichsinnige Transparenzpflicht besteht gem. Art. 4 Abs. 2 KOM-E für Versicherungsintermediäre und Wertpapierfirmen, die jeweils Anlageberatung erbringen.

⁴⁹⁸ Vgl. Art. 5 Abs. 1 KOM-E: „Where a financial product has as its target sustainable investments or investments with similar characteristics“.

⁴⁹⁹ Vgl. Art. 5 Abs. 1 KOM-E.

⁵⁰⁰ Vgl. Art. 5 Abs. 2 KOM-E.

⁵⁰¹ Vgl. Art. 5 Abs. 3 KOM-E.

⁵⁰² Vgl. Art. 5 Abs. 1 bis 3 KOM-E. Die ESAs werden aufgefordert, Standards über den Inhalt der Informationen zu erarbeiten (Art. 5 Abs. 5 KOM-E).

ein Index als Referenzwert bestimmt, so sind Angaben dazu zu machen, in welcher Weise der bestimmte Index auf das angestrebte Ziel ausgerichtet ist, ferner Erläuterungen dazu, warum sich die Gewichtung und die Bestandteile des bestimmten, auf das betreffende Ziel ausgerichteten Index von denen eines breiten Marktindex unterscheiden. Auf der Website sind weitere Angaben publik zu machen, insbesondere zu dem nachhaltigen Investitionsziel und zu den Methoden, die angewandt werden, um die Auswirkungen der für das Finanzprodukt ausgewählten nachhaltigen Investitionen zu bewerten, zu messen und zu überwachen.⁵⁰³ Schließlich soll auch in den Rechnungslegungsunterlagen berichtet werden, insbesondere über die „Gesamtnachhaltigkeitswirkung des Finanzprodukts, belegt durch relevante Nachhaltigkeitsindikatoren“.⁵⁰⁴

Die Kommission scheint die Vorstellung zu haben, dass die Berichterstattung in regelmäßigen Berichten dadurch erfüllt werden kann, dass ein Finanzmarktteilnehmer die ESG-Informationen verwendet, die im Lagebericht oder der nicht-finanziellen Erklärung vorgesehen sind.⁵⁰⁵ Es hat sich freilich gezeigt, dass diese sog. CSR-Berichterstattungspflichten begrenzt sind.⁵⁰⁶ Es ist daher keineswegs gesichert, dass ein Finanzmarktteilnehmer über die erforderlichen Informationen verfügt, um seine Transparenzpflicht zu erfüllen.

2.5.3 Rechtsnatur

Der KOM-E schlägt vor, die Pflichten über Transparenz bezüglich nachhaltiger Investments und Nachhaltigkeitsrisiken mit einer Verordnung zu regeln. Der Level 1-Gesetzgebungsakt soll durch technische Standards ergänzt werden. Dabei dürfte es sich ebenfalls um Verordnungen handeln. Die dargestellten Transparenzpflichten wären daher unmittelbar in den Mitgliedstaaten anwendbar. Alternativ käme in Betracht, die für Finanzmarktteilnehmer bestehenden EU-Richtlinien um entsprechende Transparenzbestimmungen zu ergänzen. Die Kommission hat sich gegen diesen Regelungsansatz gewandt, weil die Gefahr einer unterschiedlichen Umsetzung in den Mitgliedstaaten bestehen würde.⁵⁰⁷ Überzeugend ist dies nicht. Harmonisierung kann durch vollharmonisierende Richtlinien erfolgen. Dies bannt weitgehend die Problematik divergierender Rechtslagen in der EU und hätte den Vorteil einer friktionslosen (sektorspezifischen) Reform.

Der KOM-E spricht das Thema der Rechtsdurchsetzung nicht an. Da die Finanzmarktteilnehmer der Aufsicht durch nationale Behörden unterliegen, würde die Einhaltung der Transparenzpflichten nach allgemeinen Regeln überwacht werden. Die Mitgliedstaaten wären zudem nach dem KOM-E frei darin, (verwaltungs- und/oder strafrechtliche) Sanktionen vorzusehen.

2.5.4 Harmonisierungsgrad

Allein aus dem Umstand, dass die Materie durch eine Verordnung geregelt werden soll, erlaubt keine Rückschlüsse auf die Art der Harmonisierung. Rat und Parlament können auch mindestharmonisierende Verordnungen erlassen. Der Wortlaut ist ebenfalls nicht ergiebig. In Art. 1 KOM-E ist lediglich davon die Rede, dass die Verordnung „harmonisierte Vorschriften“ vorsieht. Ob es sich dabei um Mindest- oder Voll- bzw. Maximalharmonisierung handelt, wird aus dem Wortlaut nicht ersichtlich. Die anderen Verordnungsvorschriften beschäftigen sich weder explizit noch implizit mit dem Harmonisierungsgrad.

Die Begründung des Verordnungsvorschlags (sog. Explanatory Memorandum) gibt allerdings Auskunft darüber, welche Vorstellungen die Europäische Kommission bezüglich des Harmonisierungsgrades

⁵⁰³ Vgl. Art. 6 Abs. 1 (b) KOM-E. Die ESAs werden wiederum aufgefordert, Standards über den Inhalt der Informationen zu erarbeiten (Art. 6 Abs. 2 KOM-E).

⁵⁰⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 1 KOM-E. Die ESAs haben erneut Standards über den Inhalt der Informationen zu erarbeiten (Art. 7 Abs. 4 KOM-E).

⁵⁰⁵ Vgl. Art. 7 Abs. 3 KOM-E.

⁵⁰⁶ Siehe oben Abschnitte 2.1.2.1.3 und 2.1.2.2.3.

⁵⁰⁷ Vgl. Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SWD(2018) 264 final, 24.5.2018, S. 50 f.

der Transparenzpflichten hat. So ist zunächst zu lesen, dass divergierende Maßnahmen der Mitgliedstaaten zu Hemmnissen für das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts führen und nachteilige Auswirkungen für die Finanzmarktteilnehmer haben könnten.⁵⁰⁸ Dies ist ein Indiz dafür, dass die Kommission eine einheitliche Rechtslage anstrebt und eine mitgliedstaatliche Gesetzgebung ausschließen möchte. Schließlich führt die Kommission im Kontext der Wahl des Regulierungsinstruments aus, ihr Vorschlag sehe eine „vollständige Harmonisierung“ (im englischen Text „full harmonisation“) vor, er sei der beste Weg, um ein „Höchstmaß“ (im englischen Text „maximum harmonisation“) sicherzustellen.⁵⁰⁹ Diese Formulierungen sind ein weiteres Indiz für die Auslegung, dass es der Kommission um eine Maximalharmonisierung der Transparenzregeln über nachhaltige Investments und Risiken gehen dürfte.

2.5.5 Fazit

Der persönliche Anwendungsbereich des KOM-E ist einerseits weiter als das französische Transparenzrecht für institutionelle Anleger und die soeben⁵¹⁰ entwickelten Regelungsvorschläge für das deutsche Recht. Es werden vor allem auch Finanzdienstleister (insbesondere Wertpapierfirmen) erfasst. Andererseits bezieht der KOM-E die öffentliche Hand nicht in das Transparenzregime ein. Das französische Recht geht insoweit weiter.

Der größte Unterschied besteht in der Konzeption der Transparenzregeln. Die Kommission beschränkt sich darauf, investorenbezogene Offenlegungspflichten, die vor allem Nachhaltigkeitsrisiken zum Gegenstand haben, und produktbezogene Offenlegungspflichten vorzusehen, die es Anlegern ermöglichen, die Nachhaltigkeit des Finanzprodukts beurteilen zu können.⁵¹¹ Ihnen soll ein „effektiver Vergleich“ ermöglicht werden. Die Informationen sollten „zu einer korrekten Einschätzung nachhaltigkeitsfördernder Investitionen beitragen“.⁵¹² Die Transparenzpflichten des KOM-E sollen also in erster Linie Anlegerschutz verwirklichen. Sie würden (konsequenterweise) nur greifen, wenn ein Finanzmarktteilnehmer mit einem Finanzprodukt nachhaltige Investitionen oder Investitionen mit ähnlichen Merkmalen anstrebt.

Das französische Recht geht mit den portfoliobezogenen Offenlegungspflichten (jedenfalls für institutionelle Anleger) weiter als der KOM-E. Es verfolgt (neben dem Anlegerschutz durch Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken) den Zweck, nachhaltige Investitionen zu fördern. Institutionelle Investoren werden nach französischem Recht angeregt, ihr Anlageverhalten kritisch mit Blick auf nachhaltige Investitionen zu prüfen und ggbls. neu zu gestalten. Zur Erinnerung: Institutionelle Investoren sehen sich aufgrund der Transparenzpflichten veranlasst, die CO₂-Bilanz ihres Portfolios zu bestimmen, sich selbst Ziele bezüglich der Reduktion von Treibhausgasemissionen zu setzen und den Beitrag des Portfolios zur Förderung der Energiewende einzuschätzen.

Der KOM-E sieht diesen Mechanismus nicht vor. Es ist zwar positiv zu beurteilen, dass der KOM-E den Anlegerschutz verbessern will. Die produktbezogenen Transparenzpflichten bleiben auf aber halbem Weg stehen. Aus den veröffentlichten Materialien wird nicht ersichtlich, warum die Kommission das französische Regelungsvorbild nicht aufgegriffen hat. Sie scheint das französische Transparenzrecht noch nicht einmal erwogen zu haben.⁵¹³

⁵⁰⁸ Vgl. Kommission, Explanatory Memorandum, COM(2018) 354 final, 24.5.2018, S. 6; ferner Erwägungsgrund 3 KOM-E.

⁵⁰⁹ Vgl. Kommission, Explanatory Memorandum, COM(2018) 354 final, 24.5.2018, S. 8; vgl. auch Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SWD(2018) 264 final, 24.5.2018, S. 51.

⁵¹⁰ Siehe oben Abschnitt 2.4.3.

⁵¹¹ Vgl. Erwägungsgrund 18 KOM-E: „Da die Ziele dieser Verordnung, nämlich die Verbesserung des Schutzes und der Information von Endanlegern ...“.

⁵¹² Erwägungsgrund 6 KOM-E.

⁵¹³ Vgl. Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SWD(2018) 264 final, 24.5.2018, S. 49 ff. (Beschreibung dreier Regulierungsoptionen, das französische Regelungsvorbild wird dort nicht erwähnt).

Vor diesem Hintergrund bleibt abzuwarten, ob der KOM-E sich im Gesetzgebungsverfahren durchzusetzen vermag. Dies kann man durchaus bezweifeln, denn die Kommission will die Materie abschließend regeln. Sollte die Verordnung über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken wie von der Kommission verabschiedet werden, wäre die Materie voll harmonisiert. Frankreich dürfte dann wohl sein 2015 eingeführtes Transparenz-Regime nicht beibehalten. In Frankreich wird dieses Regime aber sehr positiv beurteilt. Es erscheint daher vorstellbar, dass Frankreich sich gegen den konzeptionellen Ansatz des KOM-E wenden wird.

2.6 Ergebnisse

2.6.1 Grundlagen

Die Berichterstattung über ESG-Belange erfolgt in Deutschland nach handelsgesetzlichen Vorschriften. Die Pflicht zur Abgabe einer nicht-finanziellen Erklärung (§ 298c HGB) ist nicht ausreichend, um nachhaltige Investments zu fördern und Klimawandelrisiken transparent zu machen. Es empfiehlt sich, das Finanzmarktrecht nach dem Vorbild des französischen Rechts stärker an ESG-Belangen auszurichten. Der deutsche Gesetzgeber ist dazu grundsätzlich befugt. Die Europäische Kommission hat zwar am 24. Mai 2018 eine Verordnung über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken vorgeschlagen. Ob es zu dieser Reform kommen wird, lässt sich heute aber noch nicht sagen. Dies erklärt sich auch aus den konzeptionellen Schwächen des Kommissionsentwurfs.

Eine Reform des Finanzmarktrechts in Deutschland sollte eine erweiterte Berichterstattung über ESG-Belange zum Gegenstand haben. Berichterstattungspflichten sollten für Verwaltungsgesellschaften (§§ 17 ff. KAGB) und institutionelle Investoren, namentlich Investment-AGs (§§ 108 ff. KAGB), Investment-KGs (§§ 124 ff. KAGB), Versicherungsunternehmen (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 VAG) und Pensionsfonds (§ 1 Abs. 1 Nr. 5 VAG), gelten. Sie sollten in die Sondergesetze des Kapitalanlage- und Versicherungsrechts (KAGB und VAG) und nicht in das allgemein für Kapitalgesellschaften geltende Rechnungslegungsrecht (HGB) eingeführt werden. Darüber hinaus erscheint es rechtspolitisch sinnvoll, auch öffentlich-rechtliche Personen zur Berichterstattung zu verpflichten, sowie sie am Kapitalmarkt aktiv sind. Von der Berichterstattung sollten bestimmte Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften grundsätzlich ausgenommen werden. Dies betrifft Kapitalverwaltungsgesellschaften, deren Anlagevermögen geringer als 500 Mio. Euro ist, ferner Unternehmen (Investment-KGs und Investment-AGs, Versicherungsunternehmen), deren Bilanzsumme geringer als 500 Mio. Euro ist.

Eine erweiterte Berichterstattung würde sich auf investoren- und portfoliobezogene Informationen erstrecken. Es empfiehlt sich, gesetzliche Offenlegungspflichten zu begründen. Hinsichtlich der portfoliobezogenen Informationen sollte allerdings ein *Report-or-explain*-Mechanismus vorgesehen werden.

Der *Report-or-explain*-Mechanismus könnte folgenden Wortlaut haben:

„Soweit von der Berichterstattung über portfoliobezogene Umweltinformationen abgesehen wird, hat der Investor im Bericht zu erklären, in welchem Umfang und aus welchen Gründen keine Angaben gemacht werden.“

Es erscheint sachgerecht, auf eine Prüfung durch den Abschlussprüfer zu verzichten. Allerdings sollte die BaFin im Rahmen ihrer Aufgabe der Missstandsaufsicht die Einhaltung der Berichterstattungspflichten überwachen. Es sind zudem Sanktionen des Straf- und Ordnungswidrigkeitenrechts vorzusehen.

2.6.2 Inhalt der Berichterstattungspflicht

Die Berichterstattung sollte zunächst generalklauselartig konzipiert sein. Die Einzelheiten sollten in einer ministeriellen Verordnung geregelt werden. Es sind Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger und für Kapitalverwaltungsgesellschaften zu schaffen.

Die betreffende Vorschrift für Kapitalverwaltungsgesellschaften könnte folgenden Wortlaut haben:

(1) Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern von OGAW und AIF, die sie verwalten, eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen. Sie legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 genannten Belange ausüben.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau- und Reaktorsicherheit durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über Inhalte, Umfang und Darstellung der Informationen nach Abs. 1 zu erlassen. Zu den Informationen über Umweltbelange gehören Informationen über Klimarisiken, denen das Sondervermögen/Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Sondervermögen/Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung der Ziele der Energiewende. Die näheren Bestimmungen berücksichtigen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft/Investmentaktiengesellschaft zur Bemessung des Beitrags angemessene indikative Richtwerte festlegen soll. Eine Investmentaktiengesellschaft soll sich zur Einhaltung der indikativen Richtwerte erklären, ggf. die Gründe darlegen, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter den indikativen Richtwerten liegt.

Die Berichterstattungspflicht könnte auch prinzipienbasiert ausgestaltet werden. Diese Regelungsalternative könnte wie folgt formuliert sein:

(1) Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen den Anlegern von OGAW und AIF, die sie verwalten, eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen, um Anlegern eine sachgerechte Kapitalanlage zu ermöglichen, die Nachhaltigkeit der Kapitalanlage zu verstehen und Klimawandelrisiken zu beurteilen. Dies umfasst insbesondere eine Information über die Auswirkungen des Klimawandels für das Sondervermögen und darüber, welchen Beitrag die verwalteten OGAW und AIF leisten, um dazu beizutragen, dass Treibhausgasemissionen reduziert werden. Kapitalverwaltungsgesellschaften legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 und 2 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zu einem Sondervermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 und 2 genannten Belange ausüben.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau- und Reaktorsicherheit durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über Inhalte, Umfang und Darstellung der Informationen nach Abs. 1 zu erlassen. Zu den Informationen über Umweltbelange gehören Informationen über Klimarisiken, denen das Sondervermögen/Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Sondervermögen/Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung der Ziele der Energiewende. Die näheren Bestimmungen berücksichtigen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft/Investmentaktiengesellschaft zur Bemessung des Beitrags angemessene indikative Richtwerte festlegen

soll. Eine Investmentaktiengesellschaft soll sich zur Einhaltung der indikativen Richtwerte erklären, ggbfls. die Gründe darlegen, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter den indikativen Richtwerten liegt.

Die betreffende Vorschrift für institutionelle Investoren (Investmentgesellschaften nach dem KAGB; Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds nach dem VAG) könnte folgenden Wortlaut haben (dargestellt am Beispiel der Investmentaktiengesellschaft):

(1) Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital müssen den Anlegern eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen und welchen Beitrag sie leisten, um zur Energiewende beizutragen. Sie legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zum Investmentvermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 genannten Belange ausüben.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau- und Reaktorsicherheit durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über Inhalte, Umfang und Darstellung der Informationen nach Abs. 1 zu erlassen. Zu den Informationen über Umweltbelange gehören Informationen über Klimarisiken, denen das Sondervermögen/Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Sondervermögen/Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung der Ziele der Energiewende. Die näheren Bestimmungen berücksichtigen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft/Investmentaktiengesellschaft zur Bemessung des Beitrags angemessene indikative Richtwerte festlegen soll. Eine Investmentaktiengesellschaft soll sich zur Einhaltung der indikativen Richtwerte erklären, ggbfls. die Gründe darlegen, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter den indikativen Richtwerten liegt.

Die stärker prinzipienbasierte Regelungsalternative könnte wie folgt formuliert werden:

(1) Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital müssen den Anlegern eine Information über die Art und Weise bereitstellen, wie sie Sozialbelange, Umweltbelange und Unternehmensführungsbelange in ihrer Anlagepolitik und -strategie berücksichtigen, um Anlegern eine sachgerechte Kapitalanlage zu ermöglichen, die Nachhaltigkeit der Kapitalanlage zu verstehen und Klimawandelrisiken zu beurteilen. Dies umfasst insbesondere eine Information über die Auswirkungen des Klimawandels für das Investmentvermögen und darüber, welchen Beitrag Investmentaktiengesellschaften leisten, um dazu beizutragen, dass Treibhausgasemissionen reduziert werden. Investmentaktiengesellschaften legen dar, welche Kriterien sie für die Berücksichtigung der in Satz 1 und 2 genannten Belange heranziehen und wie sie diese Kriterien anwenden. Sie geben an, wie sie die Stimmrechte aus den zum Investmentvermögen gehörenden Aktien mit Rücksicht auf die in Satz 1 und 2 genannten Belange ausüben.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau- und Reaktorsicherheit durch Rechtsverordnung nähere Best-

immungen über Inhalte, Umfang und Darstellung der Informationen nach Abs. 1 zu erlassen. Zu den Informationen über Umweltbelange gehören Informationen über Klimarisiken, denen das Sondervermögen/Investmentvermögen ausgesetzt ist, insbesondere Treibhausgasemissionen, die mit dem Sondervermögen/Investmentvermögen verbunden sind, ferner Informationen über den Beitrag zur Einhaltung internationaler Ziele der Begrenzung der Erderwärmung und zur Verwirklichung der Ziele der Energiewende. Die näheren Bestimmungen berücksichtigen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft/Investmentaktiengesellschaft zur Bemessung des Beitrags angemessene indikative Richtwerte festlegen soll. Eine Investmentaktiengesellschaft soll sich zur Einhaltung der indikativen Richtwerte erklären, ggbls. die Gründe darlegen, warum ihr Beitrag für das letzte abgeschlossene Geschäftsjahr unter den indikativen Richtwerten liegt.

2.6.3 Konkretisierung der investoren- und portfoliobezogenen Berichterstattung

Die in einer Verordnung vorgesehenen detaillierten Informationspflichten sollten mit Rücksicht auf die Vorgaben der durch Parlamentsgesetz geschaffenen Generalklausel zwischen investoren- und portfoliobezogenen Pflichten unterscheiden.

Die investorenbezogenen Informationspflichten sollten folgende Aspekte beinhalten:

- a) Beschreibung des grundlegenden Konzepts über die Berücksichtigung von Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung in der Anlagepolitik und -strategie.
- b) Beschreibung, wie Anleger über die Berücksichtigung von Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung in der Anlagepolitik und -strategie informiert werden.
- c) Verwaltungsgesellschaften sollten verpflichtet sein, eine Liste der verwalteten OGAW publik zu machen, die auch Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung berücksichtigen.
- d) Information über die Mitgliedschaft des institutionellen Investors in ESG-Initiativen (Charten, Kodizes, sonstige Initiativen und Labels, die Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung berücksichtigen).
- e) Sofern ein institutioneller Investor ein Risikomanagementsystem etabliert hat, Beschreibung des internen Verfahrens, Risiken zu identifizieren, die aus Sozialbelangen, Umweltbelangen und Belangen der Unternehmensführung resultieren.

Die portfoliobezogene Berichterstattung sollte vier grundlegende Aspekte behandeln:

- a) Nach dem französischen Vorbild sind die Art und Natur der grundlegenden Kriterien bezüglich Sozialbelange, Umweltbelange und Belange der Unternehmensführung, die ein institutioneller Investor und eine Verwaltungsgesellschaft berücksichtigt hat, zu beschreiben.
- b) Allgemeine Informationen, anhand derer die Emittenten hinsichtlich der ESG-Belange analysiert wurden (Art der verarbeiteten Daten, Herkunftsquelle der Daten, sonstige relevante Informationen).
- c) Transparenz über die Vorgehensweise/Methodik, anhand der die für die ESG-Belange relevanten Kriterien beurteilt werden, und über die Ergebnisse der Analyse. Insbesondere sind über folgende Aspekte Angaben zu machen:

- Auswirkungen des Klimawandels und von extremen Witterungsbedingungen;

- ▶ Entwicklung der Verfügbarkeit und des Marktpreises natürlicher Ressourcen und ihre Nutzung im Einklang mit den Zielen des Klima- und Umweltschutzes;
 - ▶ Vereinbarkeit der Investitionsausgaben der Emittenten mit einer Dekarbonisierungsstrategie;
 - ▶ staatliche Maßnahmen, die mit der Umsetzung internationaler Klimaschutzziele (Begrenzung der Erderwärmung) sowie der Umsetzung der Energiewende verbunden sind;
 - ▶ Messungen von Treibhausgasemissionen, die auf einen Emittenten zurückzuführen sind, der sich im Anlagevermögen befindet;
 - ▶ Investitionsumfang in Fonds und Finanzinstrumente, die einen Beitrag zur Einhaltung des internationalen Klimaschutzziels leisten.
- d) Information über die Integration der Ergebnisse in die Anlagepolitik: Beschreibung der infolge der Analyse vorgenommenen Änderungen bzw. Anpassungen der Portfoliostruktur; Strategie der Einflussnahme gegenüber Emittenten und Verwaltungsgesellschaften. Ferner Angabe zur Art und Weise, wie der institutionelle Investor die Übereinstimmung seiner Investitionspolitik mit den genannten Zielen überprüft, wie er die selbst gesetzten indikativen Richtwerte überprüft, zu den Maßnahmen, die er im Anschluss an die Analyse durchgeführt hat, sowie schließlich die Gründe für mögliche Abweichungen von selbst gesetzten Richtwerten.

3 Label für Investmentfonds

3.1 Einführung

Die *EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) empfahl in ihrem Abschlussbericht, dass die Europäische Kommission ein grünes Label entwickeln solle, um das Marktwachstum zu verbessern und Kleinanlegern zu ermöglichen, Finanzprodukte zu identifizieren, die den Klima- und Ökologiewandel finanzieren.⁵¹⁴ Die Sachverständigen hatten auch konzeptionelle Vorstellungen über ein europäisches grünes Label. Es solle auf der EU-Nachhaltigkeits-Taxonomie basieren. Das Portfolio solle aus einem hohen Anteil an Gesellschaften mit grünen Aktivitäten bestehen. Bestimmte Geschäftsbereiche sollten ausgeschlossen sein. Ferner solle ein ESG-Risikoscreening vorgeschrieben sein. Nach Ansicht der HLEG könnte das Label in den bestehenden Rechtsrahmen des EU Ecolabel eingebettet werden. Das grüne Label habe Priorität und sollte möglichst Ende 2018/Anfang 2019 eingeführt werden. Ein soziales Label könne zu einem späteren Zeitpunkt etabliert werden.⁵¹⁵ Die HLEG machte ferner auf regulatorische Vorbilder aufmerksam. Ein EU Label sollte auf den bereits erprobten europäischen Labels aufbauen, namentlich dem französischen TEEC Label, LuxFlag *Climate Finance*, Climetrics, SEImetrics und dem Siegel des FNG in Deutschland.⁵¹⁶

Damit ist die rechtsvergleichende Analyse bereits vorgezeichnet. Im Folgenden werden zunächst die in Frankreich entwickelten Labels betrachtet. Das Hauptaugenmerk gilt dem Label „Energie- und ökologischer Wandel für das Klima“, auch Label TEEC genannt. Es soll außerdem das *Label Social Responsible Investment*, auch Label SRI genannt, dargestellt werden. Im Anschluss ist auf Labels einzugehen, die im Report der HLEG als weitere erfolgreiche Pioniere einer grünen Finanzanlage genannt sind. Es ist nicht erforderlich, alle Labels zu betrachten. Einzugehen ist auf das Label LuxFlag *Climate Finance*, weil es einen spezifischen Umweltbezug hat, ferner auf das Siegel des FNG, weil es im Unterschied zum Label TEEC kein binäres Kennzeichen ist, sondern differenziert über die Nachhaltigkeit des Investments Auskunft gibt. Schließlich soll das halbstaatliche *Nordic Swan Ecolabel* berücksichtigt werden. Es ist das einzige Umwelt-Label, das in das bestehende Regime von Umweltkennzeichen eingebettet ist. Diese internationalen Vorbilder ermöglichen eine konzeptionelle Reformdiskussion für das deutsche Recht.

3.2 Rechtslage in Frankreich

3.2.1 Label TEEC (Dekret Nr. 2015-1615 vom 10. Dezember 2015)

Das Label „Energie- und ökologischer Wandel für das Klima“, Label TEEC, wurde vom französischen Staat eingeführt, um sicherzustellen, dass Investitionsfonds zur Finanzierung des Energie- und ökologischen Wandels beitragen.⁵¹⁷ Es basiert auf einem anspruchsvollen Anforderungsprofil (sog. Taxonomie) und soll ein „Maßstab“ bzw. eine Referenzmarke (*repère de référence*) für Anleger sein, die sich an der Finanzierung der grünen Wirtschaft beteiligen wollen.⁵¹⁸

In Ergänzung zu den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten (*outil de financement*), die das Gesetz Nr. 2015-992 vom 17. August 2015 über die Energiewende für grünes Wachstum vorsieht, zielt das

⁵¹⁴ EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018, S. 29.

⁵¹⁵ EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018, S. 29 und 34.

⁵¹⁶ EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report 2018, S. 29.

⁵¹⁷ Franz. Umweltministerium, *Le label transition énergétique et écologique pour le climat pour les investisseurs qui s'engagent*, S. 1.

⁵¹⁸ Franz. Umweltministerium, *Le label transition énergétique et écologique pour le climat pour les investisseurs qui s'engagent*, S. 1.

Label TEEC darauf ab, Investitionen zugunsten des Energie- und ökologischen Wandels und des Kampfes gegen den Klimawandel zu erhöhen, entweder durch Hervorhebung bestehender „grüner“ Investmentfonds oder durch Schaffung neuer Fonds.⁵¹⁹

Bis heute (November 2018) haben 22 Investmentfonds das TEEC-Label erhalten,⁵²⁰ die zusammen mehr als 4,3 Milliarden Euro kapitalisieren.

3.2.1.1 Rechtsrahmen

3.2.1.1.1 Rechtsquellen

Das Dekret Nr. 2015-1615 vom 10. Dezember 2015 über das Label „Energie- und ökologischer Wandel für das Klima“, Label TEEC) hat das französische Umweltgesetzbuch (*Code de l'environnement*) um Art. D. 128-1 bis Art. D. 128-19 erweitert. Die Rechtsgrundlage für das Label TEEC ist somit ein Dekret, genauer ein vom Umweltministerium erlassener Rechtsakt mit Gesetzeskraft, und kein Parlamentsgesetz. Die Schaffung dieses Labels steht freilich im Einklang mit den Zielen des Gesetzes vom 17. August 2015 über die Energiewende für grünes Wachstum, insbesondere mit dessen Art. 2, der programmatisch unter anderem verfügt, dass der französische Staat eine ehrgeizige internationale Energiepolitik verfolgt und einen regulatorischen Rahmen gewährleistet, der die Attraktivität Frankreichs für grüne Investitionen begünstigt, um den Anstieg von CO₂-Emissionen zu verhindern und nachhaltiges Wachstum zu ermöglichen.

Das Dekret wird durch die „Leitlinien über die zu berücksichtigenden Voraussetzungen für eine Zertifizierung“ (*référentiel Label TEEC* – im Folgenden als *référentiel* bezeichnet) und den „Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen“ (*plan de contrôle et de surveillance cadre* – im Folgenden als *pcs* bezeichnet) ergänzt. Das *référentiel* und der *pcs* wurden durch Erlass bzw. Verwaltungsverordnung (*arrêté*) des Umweltministers verabschiedet (Art. D. 128-8 und Art. D. 128-10 franz. UmweltG: „est défini par arrêté du ministre chargé de l'environnement“).⁵²¹ Der Erlass ist eine Handlung, die von einer anderen Verwaltungsbehörde als dem Präsidenten der Republik oder dem Premierminister ausgeht, z.B. Minister, Präfekt, Bürgermeister, Präsident des Generalrats (*conseil général*) oder des Regionalrats (*conseil régional*). Er ist ein einseitiger Verwaltungsakt, der regulierend sein kann, wenn er eine allgemeine Regel vorgibt, oder der lediglich einzelfallbezogen wirkt. In der Normenhierarchie ist das Dekret die höher stehende Norm.

Sowohl das *référentiel* als auch der Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen sind rechtlich verbindlich.⁵²² Es handelt sich folglich nicht um unverbindliche soft-law-Instrumente. Der Regelungsrahmen ist allerdings flexibel. Dies zeigt sich eindrücklich am dynamischen Regulierungsverfahren. Das

⁵¹⁹ Franz. Umweltministerium, Le label transition énergétique et écologique pour le climat pour les investisseurs qui s'engagent, S. 1.

⁵²⁰ Siehe die Übersicht abrufbar unter <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/label-transition-energetique-et-ecologique-climat#e1>: Axa WF Planet Fund (Axa Investment Managers), Bridge IV (Edmond de Rothschild Asset Management), Crédit mutuel-CIC Green Bonds (Crédit mutuel-CIC Asset Management), Demeter 4 infra (Demeter Partners), Eiffel Energy Transition (Eiffel Investment Group), Ecureuil bénéfices environnement (Mirova), Euro Green Bonds (NN Investment Partners), Fonds de Modernisation Ecologique des Transports, FMET (Demeter Partners), Fructi actions environnement (Mirova), HGA Obligations Vertes (Humanis gestion d'actifs), Infragreen II (Rgreen Invest), Infragreen III (Rgreen Invest), LBPAM Responsable action environnement (banque postale asset management), Mirova Eurofideme 3 (Mirova), Mirova Green Bond Global (Mirova), New Energy Fund III (Impax Asset Management), Omnès capital CapEnergie 3 (Omnès capital), Predirec EnR 2030 (Acofi gestion), Scor Infrastructure Loans III (Scor Investment Partners), Sycomore Eco Solution (Sycomore), Transition énergétique France (Acofi gestion).

⁵²¹ Arrêté du 10 mars 2016 portant homologation du référentiel et du plan de contrôle et de surveillance cadre du label „Transition énergétique et écologique pour le climat“.

⁵²² Siehe insb. Art. D. 128-8 franz. UmweltG zum référentiel: „Le référentiel du label „Transition énergétique et écologique pour le climat“ définissant les critères prévus à l'article D. 128-2 auxquels un fonds d'investissement doit satisfaire pour être certifié est défini par arrêté du ministre chargé de l'environnement.“

référentiel und der Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen wurden in ihrer ursprünglichen Fassung vom Umweltministerium verfasst, Änderungen können aber vom Komitee für das Label zur Energie- und Umweltwende (*comité du label*) vorgenommen werden.⁵²³

Ferner können die Zertifizierungsstellen und Verwaltungsgesellschaften, die für ihre Fonds ein TEEC-Label erhalten haben, „motivierte Kommentare“ zum *référentiel* und Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen dem Label-Komitee mitteilen; diese Informationen können ebenfalls zur Revision der beiden Rechtstexte führen (Art. D. 128-9 Abs. 2 und Art. D. 128-11 Abs. 2 franz. UmweltG).

So wurde beispielsweise in der ersten Sitzung des Label-Komitees am 28. Juni 2017 das *référentiel* mehrfach geändert. Es wurden folgende Änderungen vorgenommen:

- ▶ Ausweitung des Labels auf Bankkredite;
- ▶ Neufassung der Kategorie „Kreislaufwirtschaft“, die es ermöglicht, die Unterkategorien „Öko-design-Produkte“ (*produits ayant fait l'objet d'une éco-conception*) und „Wirtschaft der Funktionalität“ (*économie de la fonctionnalité*) näher zu präzisieren;
- ▶ Integration der ökologischen Lebensmittelindustrie mit dem Hinweis auf die Europäische Verordnung zu Bio-Produkten und deren Kennzeichnung sowie zu Bio-Produkten, die bilateral anerkannt werden aus Nicht-EU-Ländern;
- ▶ Abschaffung der Schwelle von „75% europäische Unternehmen“ für Fonds mit börsennotierten Vermögensgegenständen und Festlegung eines Schwellenwertes, der als „Mehrheit“ für Fonds mit nicht börsennotierten Vermögenswerten definiert ist (mehr als 50%). Die ursprüngliche Fassung des *référentiel* sah vor, dass das Fondsvermögen zumindest zu 75% aus Finanzprodukten bestehen muss, deren Emittenten ihren Sitz in der EU haben; eine Ausnahme bildeten Anleihefonds (*fonds obligataire*), für die diese geografische Beschränkung aufgehoben wurde.

Seit kurzem kann das Label TEEC auch an Organismen für gemeinsame Anlagen in Immobilien (*organisme de placement collectif immobilier*) für nicht-professionelle und professionelle Investoren sowie zivile Immobilien-Investmentgesellschaften (*société civile de placement immobilier*, entspricht REITs in Deutschland⁵²⁴) vergeben werden,⁵²⁵ was vorher ausdrücklich ausgeschlossen war.

Die jüngste Version des *référentiels* datiert vom Juli 2018.⁵²⁶ Sie wird im Folgenden zugrunde gelegt. Es ist schließlich auf die Rubrik „Fragen & Antworten“ (*Réponses apportées aux questions posées par les labellisateurs*) auf der Website des Umweltministeriums hinzuweisen, der in der Praxis insbesondere für die Zertifizierungsstellen eine große Bedeutung zukommt.⁵²⁷

3.2.1.1.2 Inhalt und Aufbau des *référentiel*

Das *référentiel* ist neben dem Dekret von zentraler Bedeutung. Es regelt im Detail, für welche Fonds das Label TEEC beantragt werden kann und anhand welcher Kriterien die Nachhaltigkeit zu beurteilen ist. Außerdem enthält es die Taxonomie. Es soll daher überblicksartig vorgestellt werden.

Im ersten Abschnitt sind allgemeine Anforderungen aufgeführt, die ein Fonds erfüllen muss, um das TEEC-Label erhalten zu können. Der zweite Abschnitt enthält besondere Anforderungen, die ein Fonds erfüllen muss. Er besteht aus drei Säulen. Die erste Säule handelt von den Zielen des Fonds und der

⁵²³ Vgl. Art. D. 128-9 franz. UmweltG: „A compter de la première publication du référentiel, les révisions sont proposées par le comité du label“; Art. D. 128-11 franz. UmweltG: „A compter de la première publication du plan de contrôle et de surveillance cadre, les révisions sont proposées par le comité du label.“

⁵²⁴ Der Real-Estate-Investment-Trust (REIT) wurde in Deutschland durch das Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REITG) vom 28. Mai 2007, BGBl. I S. 914 eingeführt.

⁵²⁵ Abrufbar unter https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/2018.06.12_CP_Extension_labelTEEC.pdf.

⁵²⁶ Abrufbar unter https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/Label_TEEC_labellisation_r%C3%A9f%C3%A9rentiel_0.pdf

⁵²⁷ Abrufbar unter https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/Label_TEEC_labellisation_FAQ.pdf.

Methodologie für die Auswahl der Vermögenswerte, die zur Energie- und Ökologiewende beitragen sollen. Die zweite Säule betrifft die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Zusammensetzung und Verwaltung des Portfolios. Die dritte Säule handelt vom Beitrag des Portfolios zur Energie- und Ökologiewende.

An die beiden ersten Abschnitte schließen sich sechs Anhänge an. Der erste enthält die sog. Nomenklatur bzw. Taxonomie bezüglich der förderfähigen Aktivitäten, der zweite sieht bestimmte Ausschlüsse vor, der dritte Schwellenwerte für die Zusammensetzung des Portfolios, der vierte beschreibt die Informationen, die bezüglich der Messung der Auswirkungen auf die Umwelt zur Verfügung gestellt werden müssen, der fünfte enthält Anforderungen an den Einsatz derivativer Instrumente und im sechsten Abschnitt ist eine Liste der Dokumente aufgeführt, die mit dem Antrag auf Zertifizierung einzureichen sind.

Die in Anhang 1 vorgesehene Taxonomie soll näher dargestellt werden. Es werden ausführlich die Aktivitäten definiert, die zur Energie- und Ökologiewende beitragen. Das *référentiel* listet acht Kategorien von Aktivitäten (Bereiche) auf, die in den Rahmen des Energie- und ökologischen Wandels und der Bekämpfung des Klimawandels („Öko-Aktivitäten“) fallen und gefördert werden können:

- ▶ Energie,
- ▶ Gebäude,
- ▶ Kreislaufwirtschaft,
- ▶ Industrie,
- ▶ Saubere Transporte,
- ▶ Informations- und Kommunikationstechnologien,
- ▶ Land- und Forstwirtschaft,
- ▶ Anpassung an den Klimawandel.

Diese Taxonomie der förderfähigen Aktivitäten basiert auf derjenigen der *Climate Bond Initiative* (CBI). Sie ändert allerdings das Vorbild an einigen Stellen, um die Meinungen der Interessengruppen und der nationalen Politik zu berücksichtigen.⁵²⁸

Die Taxonomie ist in drei Spalten untergegliedert: Zunächst wird der Bereich beschrieben (Spalte 1). Dies ist einer der acht oben dargestellten Kategorien. Sodann werden der Bereich und die dazugehörige Aktivität spezifiziert (Spalte 2). Schließlich ist noch eine Beschreibung der Aktivität vorgesehen (Spalte 3). Beispielsweise ist in Spalte 1 die „Solarenergie“ genannt, in Spalte 2 „Photovoltaik“ und in Spalte 3 „Entwicklung, Konstruktion und Betrieb von Versorgungseinrichtungen“.

3.2.1.2 „Komitee für das Label zur Energie- und Umweltwende“

Das Dekret Nr. 2015-1615 vom 10. Dezember 2015 hat ein „Komitee für das Label zur Energie- und Umweltwende“ (*comité du label „Transition énergétique et écologique pour le climat“*) eingeführt (Art. D. 128-3 ff. franz. UmweltG). Im Folgenden werden die Aufgaben und die Zusammensetzung des Label-Komitees dargestellt.

3.2.1.2.1 Aufgaben

Die Aufgaben des Label-Komitees werden von Art. D. 128-3 franz. Umweltgesetz näher bestimmt. Es gibt erstens gegenüber dem Ministerium Stellungnahmen zu den Entwicklungen der Grundzüge des Zertifizierungsprozesses sowie zur Durchführung bzw. Umsetzung des Zertifizierungsverfahrens ab.⁵²⁹ Zweitens arbeitet es Änderungsvorschläge bezüglich des *référentiels* und bezüglich des Plans zum

⁵²⁸ Vgl. Franz. Umweltministerium, *Le label transition énergétique et écologique pour le climat pour les investisseurs qui s'engagent*, S. 5.

⁵²⁹ Vgl. Art. D. 128-3 1° : „Rend un avis au ministre chargé de l'environnement sur les évolutions des grandes orientations relatives au processus de labellisation ainsi que sur l'animation de l'ensemble du dispositif“.

Kontroll- und Überwachungsrahmen aus (Art. D. 128-3 2° franz. UmweltG). Die praktische Bedeutung des Komitees ist groß. Es spielt insbesondere eine wichtige Rolle für die Entwicklung der rechtlichen Anforderungen an das TEEC-Label.

3.2.1.2.2 Zusammensetzung

Das Label-Komitee besteht gemäß Art. D. 128-4 I franz. UmweltG aus 20 Mitgliedern. Die Zusammensetzung ist wie folgt geregelt:

- ▶ ein Kollegium (*collège*) bestehend aus fünf Vertretern des franz. Staats, inklusive dem Generalkommissar für nachhaltige Entwicklung;
- ▶ ein Kollegium bestehend aus fünf Vertreter von professionellen oder nicht-professionellen Anlegern und von Verwaltungsgesellschaften;
- ▶ ein Kollegium bestehend aus fünf Vertretern der Zivilbevölkerung;
- ▶ ein Kollegium bestehend aus fünf Personen, die im Bereich der Vermögensverwaltung oder Zertifizierung qualifiziert sind.

Mit „Kollegium“ ist keine rechtlich verfasste eigene Organisation gemeint. Stattdessen soll mit dem Begriff zum Ausdruck gebracht werden, dass das Komitee verschiedene Gruppen von Interessenvertretern hat. Den Vorsitz des Label-Komitees hat der Generalkommissar für nachhaltige Entwicklung (*commissaire général au développement durable*) (Art. D. 128-4 III franz. UmweltG).

Die Mitglieder des Gremiums werden vom Umweltminister durch Erlass ernannt. Eine Amtsperiode dauert drei Jahre, das Mandat kann aber erneut ausgesprochen werden (Art. D. 128-5 franz. UmweltG). Die Tätigkeit der Mitglieder erfolgt unentgeltlich; ihre Reise- und Aufenthaltskosten werden allerdings erstattet (Art. D. 128-6 Abs. 1 und 2 franz. UmweltG). Sie sind außerdem zur Geheimhaltung von Tatsachen, Handlungen und Informationen verpflichtet, die ihnen aufgrund ihrer Funktion bekannt werden (Art. D. 128-6 Abs. 3 franz. UmweltG).

Art. D. 128-7 franz. UmweltG bestimmt, dass die Arbeitsweise des Label-Komitees durch eine Geschäftsordnung präzisiert wird, die durch Erlass (*arrêté*) des Umweltministers festgelegt wird. Das Label-Komitee hat mit Beschluss Nr. 2017/1 vom 28. Juni 2017 die Geschäftsordnung angenommen und das Umweltministerium hat sie mit Erlass vom 5. Oktober 2017 bewilligt.⁵³⁰

3.2.1.3 Persönlicher Anwendungsbereich (berechtigte Fonds)

Art. D. 128-1 und Art. D. 128-2 franz. UmweltG, sowie Abschnitt 1 des *référentiels (critères d'éligibilité des fonds candidats)* legen den Anwendungsbereich für das TEEC-Label fest. Ein TEEC-Label können Investmentfonds erhalten (Art. D. 128-2 franz. UmweltG), die in Art. D. 128-1 2° franz. UmweltG und 1.I. des *référentiels (critères de l'éligibilité des fonds candidats)* definiert werden.

- Art. D. 128-1 2° franz. UmweltG:

- (i) Organismen für gemeinsame Anlagen (*organisme de placement collectif*), die in Art. 214-1 franz. Währungs- und FinanzG (*Code monétaire et financier*) genannt werden und der Richtlinie 2009/65/EG/Richtlinie 2014/91/EU unterfallen (OGAW);

⁵³⁰ Arrêté du 5 octobre 2017 portant approbation du règlement intérieur du comité du label « Transition énergétique et écologique pour le climat.

- (ii) AIF (*fonds d'investissement alternatif*) i.S.d. Art. L. 214-24 franz. Währungs- und FinanzG (Umsetzung von RL 2011/61/EU), die keine Hebelfinanzierung in beträchtlichem Umfang⁵³¹ einsetzen.

Bei Fonds, die in Frankreich vertrieben werden, handelt es sich dabei um alternative Anlagefonds, die unter Abschnitt 2 Kapitel IV Titel I des Buches II des franz. Währungs- und FinanzG fallen, außer sog. „Waldspargesellschaften“ (*société d'épargne forestière*, SEF) (1.I.ii. *référentiel*). Seit 2018 darf das Label TEEC ebenfalls an Organismen für gemeinsame Anlagen in Immobilien (*organisme de placement collectif immobilier*) für nicht-professionelle und professionelle Investoren sowie zivile Immobilien-Investmentgesellschaften (*société civile de placement immobilier*, entspricht REITs in Deutschland) vergeben werden.⁵³²

Das TEEC-Label kann zudem von bestimmten weiteren, in Gründung befindlichen AIF beantragt werden. Dies ist im Dekret nicht explizit erwähnt. Rechtsgrundlage ist insoweit das *référentiel*:

1.I.iii. *référentiel*: In Gründung befindliche Private Equity- und Infrastruktur-AIF (*FIA de capital-investissement et d'infrastructures en création*).

3.2.1.4 Regelungskonzeption

Bevor die Details der Fondsregulierung entfaltet werden, soll überblicksartig die Regelungskonzeption für das Label TEEC dargestellt werden. Ein Antragsteller (die Verwaltungsgesellschaft), der für einen (oder mehrere seiner) Fonds das Label TEEC beantragt, wendet sich an eine Zertifizierungsstelle, die ihrerseits durch die französische Akkreditierungsbehörde COFRAC oder eine äquivalente europäische Einrichtung, die Unterzeichnerin des multilateralen Abkommens zur europäischen Koordinierung von Zulassungsstellen ist, akkreditiert wurde. Diese Stelle erteilt auf der Grundlage der rechtlichen Anforderungen, insbesondere des *référentiel*, das Recht, das TEEC-Label zu verwenden. Der Antragsteller darf das Label nur für den Zeitraum von einem Jahr verwenden. Er hat organisatorisch sicherzustellen, dass die Anforderungen des Labels während des Verwendungszeitraums eingehalten werden.

Die Zertifizierungsstelle überwacht die Einhaltung der rechtlichen Anforderungen. Sie ist verpflichtet, dem Label-Komitee über ihre Tätigkeit am Ende eines Jahres zu berichten. Dieses Komitee hat die Befugnis, das rechtliche Regime (*référentiel* und Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen) an die Entwicklungen der Praxis anzupassen.

3.2.1.5 Fondsvermögen

Das Label TEEC gewährleistet, dass die zertifizierten Fonds bestimmte Kriterien erfüllen, die ihren direkten oder indirekten Beitrag zur Finanzierung des Energie- und ökologischen Wandels und die Qualität und Transparenz ihrer umweltbezogenen Eigenschaften betreffen (Art. D. 128-2 franz. UmweltG). Dieser Grundsatz wird im *référentiel* näher ausgestaltet.

3.2.1.5.1 Grundlagen

Das Dekret enthält keine Regelungen zum Fondsvermögen (*actif des fonds*). Diese finden sich im *référentiel*. Dort sind Kriterien für das Label TEEC vorgesehen. Unter 1.II. des *référentiels* ist bestimmt, welche Anforderungen für das Fondsvermögen bestehen. Es handelt sich um geografische Vorgaben.

⁵³¹ Das französische Recht nimmt in Bezug auf den beträchtlichen Umfang Bezug auf Art. 111 der delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung.

⁵³² S. https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/2018.06.12_CP_Extension_labelTEEC.pdf.

Das Fondsvermögen musste in der Vergangenheit mindestens zu 75% aus Finanzprodukten bestehen, deren Emittenten ihren Sitz in der EU haben; eine Ausnahme bildeten Anleihefonds (*fond obligataire*), für die diese geografische Beschränkung nicht bestand. In der seit Juli 2018 geltenden Fassung des *référentiels* bestehen diese prozentualen Schwellenwerte, die nicht wissenschaftlich begründet waren, nicht mehr. Bei Fonds mit nicht börsennotierten Vermögenswerten müssen die Vermögenswerte der Fonds nunmehr *zum überwiegenden Teil (majoritairement)* aus Finanzprodukten bestehen, deren Emittenten ihren Sitz in der Europäischen Union haben. Für solche mit börsennotierten Aktiva entfällt die geografische Beschränkung.

Schuldtitel (*titre de créance*), die von Staaten, Gebietskörperschaften und öffentlichen oder internationalen Behörden ausgegeben werden, können in die Zusammensetzung der berechtigten Fonds einbezogen werden, sofern die in Kriterium 1.2 b) des zweiten Abschnitts von dem *référentiel* festgelegten Regeln strikt eingehalten werden.

3.2.1.5.2 Sonderfälle

Das *référentiel* sieht zwei Sonderfälle eines zulässigen Fondsvermögens vor (1.III. *référentiel*). Der erste Sonderfall betrifft – zumindest der Überschrift nach – Dachfonds und Multi-Manager-Fonds (1.III.a) *référentiel: Fonds de fonds ou multi-gestion*), der zweite Sonderfall betrifft Feeder-Fonds (1.III.b) *référentiel: Fonds nourriciers*).⁵³³ Dachfonds müssen zu mindestens 90% in Fonds mit dem TEEC-Label investieren. Die restlichen 10% müssen in Wertpapiere und Geldmarktinstrumente i.S.v. Art. 50 (2)(a) RL 2009/65/EG angelegt sein. Auf Multi-Manager-Fonds geht die Regelung, abgesehen von der Überschrift, nicht weiter ein. Feeder-Fonds (*fond nourricier*) können das TEEC Label beantragen, sofern der Master-Fonds ein solches Label vorweisen kann.⁵³⁴ Diese Kriterien können sich allerdings entsprechend nach den Kategorien der Investmentfonds und ihrer möglichen thematischen Gewichtung unterscheiden.

3.2.1.6 Leitlinien und Kriterien für eine TEEC-Zertifizierung

Die Voraussetzungen für eine Zertifizierung von Fonds werden gemäß Art. D. 128-8 I franz. UmweltG im *référentiel* präzisiert (Abschnitt 2 des *référentiels, critères de labellisation par pilier*). Ein Fonds muss danach verschiedene Voraussetzungen erfüllen, um das TEEC-Label erhalten zu können. Diese betreffen den grünen Anteil des Fonds, etwaige Ausschlüsse, die Behandlung von ESG-Kontroversen und die tatsächlichen Auswirkungen auf den Energie- und ökologischen Wandel.⁵³⁵ Im Folgenden werden diese Themen im Einklang mit der Systematik des *référentiel* dargestellt. Dieses unterscheidet, wie bereits skizziert,⁵³⁶ zwischen drei Säulen.

3.2.1.6.1 Ziele und Methoden

3.2.1.6.1.1 Allgemeine finanzielle und umweltbezogene Ziele als Teil der Investitionspolitik (*critère 1.1 référentiel*)

Der Antragsteller muss für jeden seiner Fonds folgende Informationen geben bzw. auf die Fragen antworten, und dabei die kommerziellen Medien (*support commercial*), in denen diese Informationen erscheinen, bezeichnen (der Begriff der kommerziellen Medien muss in einem weiten Sinne verstanden werden: Broschüren, Website, Transparenzcode usw.):

⁵³³ Siehe zu den Fondskategorien ausführlich unten Abschnitt 3.5.7.1.

⁵³⁴ Das deutsche Recht kennt ebenfalls Feederfonds und Masterfonds. Die Begriffe sind in § 1 Abs. 19 Nr. 11-14 KAGB definiert. Auf die Eigenarten wird an späterer Stelle bei der Reformdiskussion für Deutschland näher eingegangen. Siehe Abschnitt 3.5.7.1.

⁵³⁵ Franz. Umweltministerium, Le label transition énergétique et écologique pour le climat pour les investisseurs qui s'engagent, S. 4.

⁵³⁶ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 3.2.1.1.2.

- a) Welche allgemeinen Ziele (Auswirkungen auf Unternehmen) werden mit der Berücksichtigung von Umweltkriterien in der Investitionspolitik angestrebt, insbesondere im Hinblick auf die angestrebten Auswirkungen? Wie werden die Ziele für Investoren definiert und beschrieben?
- b) Bestehen Ziele finanzieller Art (mittelfristiger Leistungsüberschuss, Risikoreduzierung oder Gewinn / Risiko-Arbitrage usw.) oder andere Ziele (ethische usw.) im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von Umweltkriterien? Wenn ja, welche und wie werden sie für Investoren definiert und beschrieben?
- c) Welche Umweltziele werden mit der Berücksichtigung von Umweltkriterien in der Investitionspolitik angestrebt? Wie werden diese Ziele für Investoren definiert und beschrieben?

3.2.1.6.1.2 Methodische Vorgehensweise bei der Auswertung der „grünen Anteile“ im Portfolio (*critère 1.2 référentiel*)

Die Verwaltungsgesellschaft des Fonds stellt dem Anleger eine Dokumentation (*documentation accessible aux investisseurs*) bereit, in der die Methode zur Schätzung des Umsatzanteils beschrieben wird, der zum Energie- und Umweltwandel für jede bestehende Portfolio-Linie (bestehende Fonds) oder jede Zielgruppe (in der Gründung befindliche Fonds) beiträgt. Sie beschreibt außerdem, wie die Umsetzung dieser Methode ihre Investitionspolitik beeinflusst.

Der Fonds erstellt und veröffentlicht außerdem ein vollständiges (einschließlich der Anzahl der Wertpapiere (*titre*) und der letzten Einschätzung des grünen Vermögensanteils) und aktualisiertes Verzeichnis seines Portfolios, wobei bestimmte Mindestangaben gemacht werden müssen. Entsprechend der Fondstypen sind unterschiedliche Angaben vorgeschrieben, namentlich für (i) Private-Equity-Fonds, (ii) Fonds mit börsennotierten Anleihen, (iii) Organismen für gemeinsame Anlagen in Immobilien und (iv) für alle weiteren Fonds, die in börsennotierte Wertpapiere (*titre*) investieren. Der Fonds muss jeweils die Informationsquellen mitteilen, die er für seine Antwort genutzt hat.

- (i) Für Private-Equity-Fonds (*fonds de capital-investissement*), die ganz oder teilweise in nicht börsennotierte Wertpapiere (*titre*) investiert sind:
 - Mindestens 75 % des gesamten Vermögens (*encours*) des Fonds muss in Unternehmen investiert sein, deren Umsatz zu mindestens 50% aus Beiträgen zur Umsetzung der Energie- und Umweltwende gemäß der in Anhang 1 definierten Taxonomie⁵³⁷ resultieren.

(ii) Für Fonds mit börsennotierten Anleihen (*obligation*)

Der Anteil des Fondsvermögens, der in *Green Bonds* (*obligation verte*) investiert ist, muss mindestens 75% des gesamten Fondsvermögens betragen. Im Sinne des TEEC-Labels ist ein *Green Bond* eine Anleihe, die gleichzeitig die folgenden drei Kriterien erfüllt:

- Die Anleihe entspricht den *Green Bond Principles* (GBP) der *International Capital Market Association* (ICMA).
- Die Anleihe finanziert Projekte, die unter die in Anhang 1 definierte Taxonomie⁵³⁸ fallen.
- Die Anleihe finanziert keine ausgeschlossenen Aktivitäten (siehe Anhang 2).

⁵³⁷ Das *référentiel* des Labels listet acht Kategorien von Aktivitäten auf, die in den Rahmen des Energie- und ökologischen Wandels und der Bekämpfung des Klimawandels („Öko-Aktivitäten“) fallen und gefördert werden können. Dazu näher oben Abschnitt 3.2.1.1.2.

⁵³⁸ Dazu näher oben Abschnitt 3.2.1.1.2.

Besondere Regeln bestehen für Organismen für gemeinsame Anlagen in Immobilien (*organisme de placement collectif immobilier*) sowie für zivile Immobilien-Investmentgesellschaften (*société civile de placement immobilier*, entspricht REITs in Deutschland), sowie für Anleihen, die teilweise Projekte betreffen, die unter die in Anhang 1 definierte Nomenklatur fallen, und teilweise für soziale oder gesellschaftliche Wertschöpfungsprojekte (*projet à valeur ajoutée sociale ou sociétale*).

(iii) Für alle weiteren Fonds, die in börsennotierte Wertpapiere (*titre*) investieren, gilt:

- Mindestens 20% des Vermögens muss in Unternehmen investiert sein, deren Umsatz zu mindestens 50% aus Beiträgen zur Umsetzung der Energie- und Umweltwende resultiert
- Nicht mehr als 25% des Vermögens darf in Unternehmen investiert sein, deren Umsatz zu unter 10% aus Beiträgen zur Umsetzung der Energie- und Umweltwende resultiert.
- Das restliche Vermögen muss sich aus Unternehmen zusammensetzen, deren Umsatz zwischen 10% und 50% aus Beiträgen zur Umsetzung der Energie- und Umweltwende resultiert.

Für in Gründung befindliche Fonds beschreibt die Verwaltungsgesellschaft die Anlagepolitik, die sie für den Fonds umzusetzen beabsichtigt. In diesem Zusammenhang werden zwei Sonderfälle im *référéntiel* behandelt.

- ▶ Es sind zum einen besondere Anforderungen für Private-Equity-Fonds bei der Beschaffung von Mitteln (*en cours de levée de fonds*) vorgesehen. Die Vorgaben betreffen den Anteil des Vermögens, das in Gesellschaften investiert wird, deren Umsatz zu mindestens 50% die Energie- und Umweltwende unterstützt. Das *référéntiel* schreibt vor, dass dieser Anteil mindestens 75% des gesamten Fondsvermögens betragen muss.
- ▶ Ferner gelten besondere Anforderungen für den Sonderfall der Schuldeninfrastrukturfonds (*fonds d'infrastructures en dettes*) bei der Beschaffung von Mitteln: Der Prozentsatz des Vermögens, das in Infrastrukturanleihen entsprechend Anhang 1 investiert werden soll, muss mindestens 75% des Gesamtvermögens des Fonds betragen (vor der Reform lag der Anteil bei 83,5%).

Bezüglich des Sonderfalls der Dachfonds und der Feeder-Fonds bestimmt das *référéntiel* lediglich, dass die in den vorhergehenden Punkten definierten Regeln anwendbar sind („*Les règles définies aux points précédents sont applicables*“), ohne jedoch darauf näher einzugehen.

3.2.1.6.1.3 Ausschluss bestimmter Investitionen (*critère 1.3, Annex 2 référéntiel*)

Das *référéntiel* schließt vom Anwendungsbereich des TEEC-Labels bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten aus, die dem Energie- und ökologischen Wandel entgegenstehen oder derzeit umstritten sind: „Es darf in keine Finanztitel (*titre*) von Gesellschaften, Projekten oder Aktivitäten investiert werden, die zu den in Anhang 2 definierten ausgeschlossenen Sektoren gehören, mit Ausnahme von grünen Anleihen, wenn diese die oben genannten Anforderungen erfüllen“ (*critère 1.3*).

Es handelt sich dabei gemäß Anhang 2 um Aktivitäten im Zusammenhang mit der Förderung und dem Abbau fossiler Rohstoffe (Förderung-Produktion und Nutzung von fossilen Brennstoffen) und der gesamten Nuklearindustrie (Uranabbau, Konzentrierung, Raffinierung, Umwandlung und Anreicherung von Uran, Herstellung von Kernbrennelementen, Bau und Betrieb von Kernreaktoren, Behandlung von abgebranntem Kernbrennstoff, nukleare Stilllegung und Entsorgung radioaktiver Abfälle).

Teilausschlüsse werden ebenfalls im Anhang 2 des *référentiels* definiert. Sie umfassen:

- a) Dienstleistungsgesellschaften oder solche Gesellschaften, deren Geschäftsfeld den Transport und die Produktion von Ausrüstung und Erbringung von Dienstleistungen beinhaltet, wenn ihr Umsatz zu 33% oder mehr aus Leistungen für Kunden aus strikt ausgeschlossenen Sektoren (wie oben definiert) generiert wird.
- b) Gesellschaften, die 33% oder mehr ihres Umsatzes durch eine der folgenden Geschäftstätigkeiten generieren:
 - ▶ Betrieb von Lager- und Deponieanlagen ohne Abscheidung und Speicherung von Treibhausgasen;
 - ▶ Betrieb von Verbrennungsanlagen ohne Energierückgewinnung;
 - ▶ Maßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz von nicht erneuerbaren Energien und Energieeinsparungen, die in Zusammenhang mit der Optimierung von Gewinnung, Transport und Stromerzeugung aus fossilen Rohstoffen stehen;
 - ▶ Abholzung, sofern nicht in nachhaltiger Form unternommen, und die landwirtschaftliche Nutzung von Sumpfgebieten.

3.2.1.6.2 Berücksichtigung von ESG-Belangen

3.2.1.6.2.1 Mechanismen für den Umgang mit Widersprüchen zu ESG-Belangen (*critère 2.1 référentiel*)

Die Säule 2 des *référentiels* behandelt die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Zusammensetzung und Anpassung des Portfolios. Entsprechend dem *critère 2.1* sollen *ex-ante*- und *ex-post*-Mechanismen im Umgang mit Widersprüchen zu ESG-Belangen vorgesehen werden.

Der Fonds, für den der Antrag auf Verwendung des Labels TEEC gestellt wird („Kandidatenfonds“), gewährleistet eine aktive Überwachung von Umwelt-, Sozial- und *Governance*-Kontroversen und legt deren Auswirkungen auf das Portfolio dar. Er beschreibt außerdem den Prozess der Überwachung und des Managements von ESG-Kontroversen und die dafür mobilisierten Mittel.

Das *référentiel* nimmt sich dieser Thematik in der Spalte 2 wiederum detailliert an. Im konkreten Zugriff unterscheidet das *référentiel* zwischen existierenden Fonds und in der Gründung befindliche Fonds. Insbesondere soll gegebenenfalls eine Liste von Unternehmen angegeben werden, die bei erwiesenen Kontroversen ausgeschlossen wurden, sowie eine Liste der im Portfolio aufgrund einer ESG-Kontroverse untergewichteten Unternehmen. Ausdrücklich ausgeschlossen sind Emittenten, die gegen die Übereinkommen über das Verbot der Verwendung, Lagerung, Herstellung und Überführung von Antipersonenminen und deren Vernichtung (bekannt als das Ottawa-Übereinkommen, 1997) und über Streumunition (bekannt als Oslo-Konvention, 2008) verstoßen.

Die von einem Kandidatenfonds zur Verfügung zu stellenden Informationen sind zwar ausführlich geregelt. Dennoch stellen sich in der Zertifizierungspraxis zahlreiche Fragen. Die Zertifizierungsstellen sind daher darum bestrebt, sich mit dem Umweltministerium abzustimmen. Das Umweltministerium kann bei Zweifeln kontaktiert werden.

3.2.1.6.2.2 Transparenz bestimmter Praktiken der Fondsverwaltung (*critère 2.2 référentiel*)

Sowohl für Anleihen als auch für Aktien ist der Einsatz von Derivaten möglich, er unterliegt jedoch bestimmten Anforderungen. Nach *critère 2.2 référentiel* müssen derivative Finanzinstrumente auf Techniken beschränkt sein, die das effektive Management des Portfolios von Wertpapieren ermöglichen.

Diese generalklauselartige Vorgabe wird im Anhang 5 des *référéntiel* näher bestimmt. Dort ist festgelegt, dass Derivate als Ergänzung zu einem Portfolio genutzt werden dürfen, das aus „TEEC analysierten Wertpapieren“ besteht. Sie sollen in erster Linie bei der Verwaltung des bestehenden Fondsvermögens eingesetzt werden (*management of the life of the fund*). Dies wird für ein Anleihe-Portfolio und ein Aktien-Portfolio näher dargelegt. So dürfen Derivate grundsätzlich nur zu Hedging-Zwecken eingesetzt werden. Die Nutzung von Derivaten darf nicht zu einer wesentlichen Änderung der Investitionspolitik des Fonds führen.

Wenn der Fonds Derivate einsetzen möchte, muss er nach *critère 2.2 référéntiel* folgende Informationen geben:

- ▶ die Art des Derivats;
- ▶ die mit dem Derivat verfolgten Ziele und deren Vereinbarkeit mit den auf Langfristigkeit ausgerichteten Zielen des Fonds;
- ▶ festgelegte mengenmäßige oder zeitliche Grenzen.

Der Anhang 5 des *référéntiel* sieht weitere Informationspflichten vor, die dem Nachweis dienen, dass der Fonds die im Anhang 5 niedergelegten Voraussetzungen für den Einsatz von Derivaten erfüllt.

3.2.1.6.3 Auswirkungen auf die Energie- und Umweltwende

3.2.1.6.3.1 Mechanismus zur Beurteilung des Beitrags der Investitionen zur Energie- und Umweltwende (*critère 3.1 référéntiel*)

Die dritte Säule behandelt den Beitrag der Investitionen zur Energie- und Umweltwende. Nach *critère 3.1 référéntiel* muss der Fonds einen Mechanismus etabliert haben, der diesen Beitrag bemisst. In Spalte 2 werden korrespondierende Informationspflichten etabliert. Der Fonds, für den der Antrag gestellt wird, das Label TEEC zu verwenden, gibt Informationen über die „Organisation“, die er zur Messung der Umweltauswirkungen seiner Investitionen eingeführt hat. Damit sind die Verfahren gemeint, die der Fonds etabliert hat.

Im Einzelnen hat der Fonds Informationen über die folgenden Aspekte zur Verfügung zu stellen:

- ▶ die eingesetzten Mittel, insbesondere die Personalressourcen;
- ▶ die Folgenabschätzungsmethode und die ausgewählten Wirkungsindikatoren;
- ▶ falls zutreffend:
 - Versicherungsbescheinigungen oder Verifizierungsbescheinigungen der vorgelegten Indikatoren durch eine externe dritte Organisation;
 - Vergleich der ausgewählten Indikatoren mit möglichen Benchmarks, falls vorhanden.

Der Fonds hat schließlich anzugeben, ob die erzielten Wirkungen mit den Zielen vereinbar sind, die der Fonds definiert hat (wie nach *critère 1.1 référéntiel* vorgeschrieben).

3.2.1.6.3.2 Wirkungsindikatoren zugunsten der Energie- und Umweltwende (*critère 3.2 référéntiel*)

Der Fonds soll Indikatoren vorweisen können, mit denen Auswirkungen auf die Energie- und Umweltwende festgestellt werden. Es wird zwischen bestehenden und in Gründung befindlichen Fonds unterschieden. Ein bereits bestehender Fonds muss den tatsächlichen Beitrag seiner Investitionen messen und deren Entwicklung in einem der folgenden, nicht abschließenden, vier Bereiche erläutern:

1. Klimawandel,
2. Wasser,
3. Natürliche Ressourcen,

4. Biodiversität.

Einzelheiten zu den vorgeschlagenen Indikatoren sind in Anhang 4 des *référentiels* vorgesehen.

In Gründung befindliche Fonds müssen Indikatoren zu den Umweltauswirkungen angeben, die der Fonds in mindestens einem der vier oben genannten Bereiche umzusetzen und zu überwachen gedenkt.

3.2.1.7 Zertifizierungsstellen

Gemäß Art. 128-14 franz. UmweltG prüfen und kontrollieren die Zertifizierungsstellen die Einhaltung des *référentiels* des TEEC-Labels durch Investmentfonds auf der Grundlage eines Evaluierungsverfahrens, welches vom „Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen“ geregelt wird.

3.2.1.7.1 Taugliche Zertifizierungsstellen (Art. 128-13 II franz. UmweltG, I.1.1.1 pcs):

Taugliche Zertifizierungsstellen sind nur solche, die entsprechend dem Standard NF EN ISO/IEC 17065 von der französischen Akkreditierungsbehörde COFRAC (*Comité français d'accréditation*) oder jeder äquivalenten europäischen Einrichtung, die Unterzeichner des multilateralen Abkommens zur europäischen Koordinierung von Zulassungsstellen ist, akkreditiert wurden.⁵³⁹ Eine Zertifizierungsstelle erhält ihre Akkreditierung innerhalb von zwölf Monaten (I.1.1.1 pcs). Eine Liste der akkreditierten Zertifizierungsstellen steht auf der Website des Ministeriums für Umwelt, Energie und das Meer zur Verfügung (www.developpement-durable.gouv.fr). Derzeit sind die folgenden Dienstleister als Zertifizierungsstelle akkreditiert: *Novethic*, *EY France* und *Afnor Certification*.

3.2.1.7.2 Besetzung der Zertifizierungsstellen (I.1.1.2 pcs)

Die Zertifizierungsstellen müssen qualifizierte Prüfer haben, die für die Prüfung, die Kontrolle und die Beobachtung der Fonds verantwortlich sind. Sie werden aufgrund ihrer Fähigkeiten, Ausbildung, Erfahrung und Unabhängigkeit (keine Interessenkonflikte) ausgewählt und müssen von der Zertifizierungsstelle speziell qualifiziert werden, um folgende Anforderungen zu erfüllen:

- ▶ Kenntnis von Prüfungsmethoden, insbesondere des Standards ISO 19011,
- ▶ Kenntnis der Prüfer von den mit der Einführung des Labels TEEC verfolgten Zielen und dessen Zertifizierungsverfahren und
- ▶ Kenntnisse über den Wirtschaftszweig der Verwaltungsgesellschaften.

3.2.1.8 Kontroll- und Überwachungssystem

Das französische Umweltgesetzbuch (Art. D. 128-12 ff.) und der Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen sehen ein detailliertes Kontroll- und Überwachungssystem für TEEC-Zertifizierungen von Fonds vor. Es besteht aus drei Elementen; dem Zertifizierungsverfahren, der Überwachung der zertifizierten Fonds sowie den Sanktionen seitens der Zertifizierungsstelle.

3.2.1.8.1 Zertifizierungsverfahren

Das Zertifizierungsverfahren ist komplex. Es muss dabei unterschieden werden, ob es sich um die Ausstellung eines Erst-Labels oder die jährliche Erneuerung des Labels, bei der die Erteilungsvoraussetzungen erneut geprüft werden, handelt.

3.2.1.8.1.1 Antragstellung für ein Erst-Label (Art. D. 128-12 franz. UmweltG, 2.1 pcs)

Gemäß Art. D. 128-12 franz. UmweltG ersucht die Verwaltungsgesellschaft, die für einen ihrer Investmentfonds das TEEC-Label erhalten möchte, eine Zertifizierungsstelle, die sie frei wählen kann, ihre

⁵³⁹ Vgl. Art. 128-13 II franz. UmweltG und I.1.1.1 Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen.

Vorgehensweise zu bestätigen bzw. zu validieren (*valider*); sie legt ihr zu diesem Zweck ein Informationsblatt vor, das insbesondere angibt, wie sie die Anforderungen des *référentiels* und den damit verbundenen internen Kontrollprozess erfüllt. Die Antragstellung kann wie folgt näher beschrieben werden:

Jede Verwaltungsgesellschaft, die das Label TEEC für eines oder mehrere ihrer Fonds verwenden möchte, muss diesen (oder diese) vorher durch eine akkreditierte Zertifizierungsstelle zertifizieren lassen. Sie stellt deshalb bei der Zertifizierungsstelle einen Antrag auf Zertifizierung und stellt dieser die Informationen zur Verfügung, die für die Erstellung eines Kostenvoranschlags und eines Zertifizierungsvertrags benötigt werden.

Dieser Antrag, formalisiert durch ein Informationsformular (*fiche de renseignement*), enthält folgende Elemente:

- ▶ „Unternehmensgrund“ (*raison sociale de la société postulante*) und Kontaktperson(en) der Verwaltungsgesellschaft;
- ▶ Liste der zu zertifizierenden Fonds, und Art der Beziehung zwischen der „Struktur“ (d.h. des Fonds) und ihren Anlegern (Anlagepolitik des Fonds, die im Fondsreglement, im Prospekt, im Management-Delegationsvertrag (*contrat de délégation de gestion*) oder in einem anderen für das Verwaltungsunternehmen rechtlich verbindlichen Dokument enthalten sein kann);
- ▶ allgemeine Merkmale jedes dieser Fonds und Informationen über die Erfüllung der Kriterien des Labels TEEC;
- ▶ Regeln für die Leitung und die interne Kontrolle, die von der Verwaltungsgesellschaft auf den oder die zu zertifizierenden Fonds angewandt werden;
- ▶ ggf. Zertifizierungen, die bereits erhalten wurden.

Die Zertifizierungsstelle soll sicherstellen, dass der Antragsteller über alle Anforderungen des *référentiels* informiert wurde („*L'organisme de certification s'assure que le demandeur est informé de l'ensemble des exigences du référentiel*“). Wie dies genau geschehen soll, wird im *référentiel* allerdings nicht präzisiert.

3.2.1.8.1.2 Vertragsschluss (I.2.2 pcs)

Vor der Prüfung wird ein Vertrag zwischen der Verwaltungsgesellschaft und der Zertifizierungsstelle geschlossen, der die Reichweite, die Dauer der Prüfung und die Voraussetzungen des Zertifizierungsverfahrens regelt.

- ▶ Die Zertifizierungsstelle prüft vor Vertragsschluss, dass das Label TEEC auf den/die Fonds anwendbar sind.
- ▶ Der Antragsteller muss sicherstellen, dass die von ihm kontaktierte Zertifizierungsstelle eine solche ist, die TEEC-Label ausstellen darf.
- ▶ Die Zertifizierungsstelle muss durch Anfrage beim Umweltministerium sicherstellen, dass die Erteilung des Labels TEEC nicht durch eine andere Zertifizierungsstelle ausgesetzt oder zurückgenommen wurde.
- ▶ Antragssteller, die von einer Zertifizierungsstelle eine Kennzeichnungsverweigerung für einen oder mehrere ihrer Fonds erhalten haben, können vor Ablauf von zwölf Monaten keine Schritte bei einer anderen Zertifizierungsstelle unternehmen. Im Falle eines erneuten Antrags bei einer anderen Zertifizierungsstelle nach Ablauf dieses Zeitraums muss der Antragsteller die von der bisherigen Zertifizierungsstelle festgestellten Verfehlungen offenlegen und zeigen, dass diese inzwischen behoben worden sind.
- ▶ Jeder Kandidat, der die Zertifizierungsstelle wechseln möchte, muss einen neuen Antrag bei einer akkreditierten Zertifizierungsstelle einreichen, die den Antrag analysiert und die entsprechenden Bewertungsmodalitäten definiert.

Der Vertrag gibt die Verwaltungsgesellschaft, alle von dem Antrag auf Zertifizierung betroffenen Fonds und die Dauer des Zertifizierungsverfahrens an. Das *référéntiel* und alle Anforderungen an das Label TEEC werden zeitgleich mit dem Zertifizierungsvertrag an die Verwaltungsgesellschaft des Kandidatenfonds übermittelt. Mit der Vertragsunterzeichnung verpflichtet sich die Verwaltungsgesellschaft, innerhalb ihrer Organisation die Bestimmungen umzusetzen, die es ihr ermöglichen, die Voraussetzungen des *pcs* und die des *référéntiels* das TEEC-Label betreffend zu erfüllen. Mit der Annahme des Vertrags durch den Antragsteller informiert die Zertifizierungsstelle das Umweltministerium über die Verpflichtung (*engagement*) seitens der Verwaltungsgesellschaft.

3.2.1.8.1.3 Prüfungsverfahren

Prüfung (I.3. *pcs*): Die Zertifizierungsstelle entscheidet auf der Grundlage der Ergebnisse eines Erst-Audits mittels Auswertung der eingereichten Unterlagen und Interviews mit den Teams der Verwaltungsgesellschaft über die Zulassung der „Kandidatenfonds“ der Verwaltungsgesellschaft. Die Verwaltungsgesellschaft und die Zertifizierungsstelle müssen die aktualisierte Version des *référéntiels* verwenden. Bei diesem Audit müssen alle Voraussetzungen des aktuellen *référéntiels* des Labels TEEC vom Auditor bewertet werden.

Die Zertifizierungsstelle erstellt einen Auditplan. Dieser Plan enthält Elemente zum Prüfungsumfang und beinhaltet die Analyse jedes einzelnen Bewertungskriteriums. Wenn das Audit von einem Auditteam durchgeführt wird, sollte der Auditplan klar angeben, welcher Teil des Audits von welchem Auditor durchgeführt wurde. Wird das Audit TEEC in Kombination mit einem anderen *référéntiel* oder einer anderen normativen Grundlage durchgeführt, muss im Auditplan klar angegeben sein, welche(s) *référéntiel(s)* oder Teile davon auditiert wurden und wann.

Die Verwaltungsgesellschaft muss den Auditor bei der Prüfung unterstützen. Im Rahmen des Audits werden Interviews mit den Management- und Analyseteams durchgeführt.

Die Auditoren führen das erste Audit durch, indem sie alle Voraussetzungen des Labels TEEC, die für den geprüften Fonds gelten, bewerten. Der Auditor (oder der leitende Auditor im Falle eines Auditteams) präsentiert seine Ergebnisse und Kommentare zu allen Verfehlungen, die in Bezug auf den *référéntiels* des Labels identifiziert wurden.

Die Zertifizierungsstelle ist für die Zertifizierungsentscheidung und die Erstellung des formellen Prüfberichts zuständig (*responsable*). Ein Prüfungsverfahren dauert normalerweise, in Abhängigkeit von der Fondsgröße, zwischen drei bis fünf Tage.

Abschluss der Prüfung mit Vorlage eines Prüfungsberichts (I.4. *pcs*): Nach jedem Audit wird von der Zertifizierungsstelle ein vollständiger schriftlicher Bericht erstellt. Der Prüfungsbericht soll dem Leser Vertrauen geben („*Le rapport d’audit doit donner confiance au lecteur*“); deshalb muss er insbesondere ein hohes Maß an Transparenz gewährleisten. Der Bericht muss von der akkreditierten Zertifizierungsstelle (juristische Person) ausgestellt und von einer Person mit Vertretungsmacht unterschrieben werden.

Der Prüfungsbericht ist in mehrere Abschnitte unterteilt:

- ▶ Allgemeine Informationen über die Verwaltungsgesellschaft und den geprüften Fonds,
- ▶ allgemeines Ergebnis der Prüfung mit einer detaillierten Beschreibung der für die zu prüfenden Kriterien relevanten Eigenschaften der Investition,
- ▶ Zusammenfassung in tabellarischer Form,
- ▶ Zusammenfassung aller festgestellten Verfehlungen und
- ▶ festgestellte Verfehlungen für jedes Kriterium.

Der Prüfungsbericht wird an die Verwaltungsgesellschaft gesendet.

Erteilung des Labels mit einjähriger Gültigkeit: Wenn die Zertifizierungsstelle nach ihrem Audit zu dem Ergebnis gelangt, dass ein Fonds, für den die Verwaltungsgesellschaft einen Antrag auf Zertifizierung gestellt hat, die im *référentiel* nach Art. D. 128-8 franz. UmweltG festgelegten Kriterien erfüllt, wird das TEEC-Label für einen Zeitraum von einem Jahr erteilt (Art. D. 128-15 franz. UmweltG).

Die Zertifizierungsstellen übermitteln dem Label-Komitee innerhalb eines Monats ihre Entscheidung über die Erteilung der Zertifizierung (Art. D. 128-17 I franz. UmweltG). Die Entscheidung der Erteilung des TEEC-Labels an einen Fonds durch die Zertifizierungsstellen muss auch auf der Internetseite des Umweltministeriums bekannt gegeben werden (Art. D. 128-19 Abs. 2 franz. UmweltG).

3.2.1.8.1.4 Jährliche Erneuerung des Labels (Art. D. 128-17 I und Art. D. 128-19 Abs. 2 franz. UmweltG, II.3.1 pcs)

Die Erneuerung der Vergabe des Labels TEEC setzt zwingend die Durchführung eines Folgeaudits durch die Zertifizierungsstelle, der auch als Erneuerungsaudit (*audit de renouvellement*) bezeichnet wird, voraus. Sie wird ein Jahr nach dem ersten Audit (Vergabe des Labels bzw. Zertifizierung) durchgeführt. Diese Prüfung, bei der die Voraussetzungen erneut von der Zertifizierungsstelle überprüft werden, führt zur Vergabe eines neuen Labels.

Das Datum des Erneuerungsaudits muss ab dem Datum der Erstprüfung und nicht ab dem Datum der Ausstellung der Zertifizierung berechnet werden. Darüber hinaus muss das Erneuerungsaudit nicht früher als acht Wochen vor und nicht später als zwei Wochen nach dem Jahrestag der Prüfung stattfinden. Verwaltungsgesellschaften sind für die Beibehaltung des Labels ihrer Fonds selbst verantwortlich. Die Verwaltungsgesellschaften mit Fonds, an die das Label TEEC vergeben wurde, erhalten allerdings drei Monate vor Ablauf der Zertifizierung eine Erinnerung von ihrer Zertifizierungsstelle.

Schließlich übermitteln die Zertifizierungsstellen dem Label-Komitee ihre Entscheidungen über die Erneuerung der Zertifizierung, und zwar innerhalb eines Monats. Die Entscheidung der Erneuerung des Labels durch die Zertifizierungsstellen ist ebenfalls auf der Internetseite des Umweltministeriums bekannt zu geben.

3.2.1.8.1.5 Prüfung im Falle eines Wechsels der Ausrichtung der Investitionspolitik oder einer Änderung der Anlagebedingungen (II.3.2 pcs)

Falls ein Fonds im Laufe des Jahres der Gültigkeit des TEEC-Labels seine Anlagepolitik oder seine Anlagebedingungen ändert, so muss die betreffende Verwaltungsgesellschaft ein neues Folgeaudit von der Zertifizierungsstelle durchführen lassen. Der Prüfbericht soll dabei als Anhang dem geltenden Prüfbericht beigelegt werden. Die Bedingungen für eine erfolgreiche Prüfung sind dieselben wie für eine Erneuerung des Labels.

3.2.1.8.2 Überwachung der zertifizierten Fonds

3.2.1.8.2.1 Investoreninformation seitens der Verwaltungsgesellschaften (II.1.1 pcs)

Im Rahmen der öffentlichen Investorenkommunikation, genauer gesagt in „Dokumenten rechtlicher oder kommerzieller Natur in Bezug auf die Beziehung zwischen der Vermögensverwaltungsgesellschaft und ihren Anlegern, Zeichnern oder Erwerbern eines zertifizierten Fonds“ (*„les documents de nature juridique ou commerciale relatifs aux relations entre la société de gestion de portefeuille et ses investisseurs, souscripteurs ou acquéreurs, d'un fonds labellisé“*), müssen die Verwaltungsgesellschaften, im Interesse der Transparenz, zusammenfassen, inwiefern die folgenden Voraussetzungen des TEEC-Labels eingehalten werden:

- ▶ die allgemeinen, finanziellen und umweltpolitischen Ziele, die mit der Berücksichtigung von Umweltbelangen als Teil der Investitionspolitik des Fonds verfolgt werden,
- ▶ die angestrebte Aufteilung des Fonds zwischen den verschiedenen „grünen“ Anlagemöglichkeiten,

- ▶ die Methode zur Schätzung der Höhe des grünen Anteils der Emittenten, in die der Fonds investiert hat,
- ▶ Indikatoren für Umweltauswirkungen, die der Fonds eigens schaffen und überwachen möchte.

In Prospekten sind nur zu den ersten beiden Punkten Angaben zu machen.

3.2.1.8.2.2 Interne Kontrollen von Seiten der Verwaltungsgesellschaften (II.1.2 pcs)

Jede Verwaltungsgesellschaft soll interne Kontrollen (mindestens einmal pro Jahr) für ihre mit dem TEEC-Label zertifizierten Fonds durchführen, um die Einhaltung des *référéntiels* sicherzustellen.

Interne Kontrollen werden unter der Verantwortung der betreffenden Verwaltungsgesellschaft durchgeführt und müssen bei Nichteinhaltung des *référéntiels* unverzüglich zur Umsetzung aller notwendigen Korrekturmaßnahmen führen. Die Aufdeckung und Korrektur von internen Verfehlungen durch die Verwaltungsgesellschaft wird regelmäßig von der Zertifizierungsstelle im Rahmen von Folgeaudits (*audit de suivi*) überprüft.

3.2.1.8.3 Mechanismus zur Überwachung der Gefahren einer „Kontroverse“ (II.1.3 pcs)

Die Verwaltungsgesellschaft muss das Verfahren (*mécanisme*) zur Überwachung der Risiken einer „Kontroverse“ (*risque de controverse*) durchführen. Diese Anforderung knüpft daran an, dass nach dem *référéntiel* der Prozess der Überwachung und des Managements von ESG-Kontroversen und die dafür mobilisierten Mittel zu beschreiben sind.⁵⁴⁰

3.2.1.8.4 Benutzungsbedingungen der mit dem Label TEEC verbundenen Marke (II.1.4 pcs)

Das Label TEEC ist mit einem spezifischen vom Staat geschaffenen Markenzeichen (*marque*) verbunden. Verwaltungsgesellschaften, die das TEEC-Label ihrer Fonds in ihrer Kommunikation verwenden möchten, verpflichten sich insbesondere, die Benutzungsbedingungen (*règlement d'usage*) zu beachten. Sie müssen namentlich folgende Bestimmungen einhalten:

- ▶ Die gesamte Kommunikation, die das TEEC-Label erwähnt, muss im Einklang mit den Benutzungsbedingungen der mit dem TEEC-Label verbundenen Marke erfolgen.
- ▶ Die Bezugnahme auf das TEEC-Label, ungeachtet des Mediums (Papier oder Internet), darf nicht zu Unklarheiten oder Mehrdeutigkeiten über gekennzeichnete und nicht gekennzeichnete Fonds führen.
- ▶ Wenn eine Liste von Fonds mehrere Fonds enthält, von denen einige kein TEEC-Label haben, sollte bei der Angabe des TEEC-Labels klar angegeben werden, um welche Fonds es sich dabei handelt.

3.2.1.8.5 Folgeprüfungen durch die Zertifizierungsstelle (II.2. pcs)

Folgeaudits bzw. Folgeprüfungen werden von der Zertifizierungsstelle als Teil der Überwachungsverfahren für gekennzeichnete Fonds durchgeführt. Im Vergleich zum Erstzertifizierungsaudit besteht der Hauptzweck des Folgeaudits darin, festzustellen, ob die Verwaltungsrichtlinien des Fonds, einschließlich aller relevanten Verfahren und Dokumente, den Voraussetzungen des TEEC-Labels entsprechen.

3.2.1.8.5.1 Umfang der Prüfung (II.2.1 pcs)

Über die Einhaltung der Kriterien für die Vergabe des TEEC-Labels hinaus, sind die Kontroll- und Anpassungsmechanismen der Verwaltungsgesellschaft sowie die Korrektur von in vorangegangenen Prüfungen festgestellten Verfehlungen zu überwachen. In den Folgeaudits wird überprüft, dass:

⁵⁴⁰ Siehe oben Abschnitt 3.2.1.6.2.1.

- ▶ das aktuelle *référentiel* jederzeit angewendet wird, wobei alle Voraussetzungen, die für das TEEC-Label gelten, vom Prüfer zu bewerten sind; insbesondere müssen die speziellen Regeln, die von der Zertifizierungsstelle umgesetzt werden, um die Anwendung des *référentiels* für die in der Gründung befindlichen Fonds sicherzustellen, von der Zertifizierungsstelle präzisiert werden;⁵⁴¹
- ▶ die Benutzungsbedingungen der mit dem TEEC-Label verbundenen Marke eingehalten werden;
- ▶ die Maßnahmen zur Überwachung der Gefahren von Kontroversen sowie die Kontrollmethoden „gut“ (*bien*) umgesetzt sind;
- ▶ interne Kontrollmechanismen existieren;
- ▶ dass die erkannten Verfehlungen verfolgt und behandelt werden; besondere Aufmerksamkeit gilt auch den bei dem vorherigen Folgeaudit festgestellten Verfehlungen und Abweichungen sowie der Wirksamkeit und Einführung von Korrektur- und Präventivmaßnahmen des zu diesem Zweck eingerichteten Aktionsplans.

Folgeaudits werden von der von der Verwaltungsgesellschaft benannten Zertifizierungsstelle durchgeführt. Die Verwaltungsgesellschaft muss der Zertifizierungsstelle mitteilen, dass es sich um ein Folgeaudit handelt, so dass der Prüfer den Korrekturmaßnahmenplan eines früheren Folgeaudits prüfen kann.

3.2.1.8.5.2 Prüfungsbericht und Maßnahmenplan (Art. D. 128-16 Abs. 1 und 2, II.2.3 pcs)

Infolge der Überprüfung erstellt die Zertifizierungsstelle einen vorläufigen Prüfungsbericht und einen Vorschlag für einen Maßnahmenkatalog, den sie an die Verwaltungsgesellschaft weiterleitet. Die Verwaltungsgesellschaft hat innerhalb von fünfzehn Tagen nach Erhalt des Vorschlags einen vollständigen Maßnahmenplan vorzulegen, der die Korrektur der Verfehlungen, präventive Maßnahmen zur Vermeidung einer Wiederholung der Verfehlungen sowie einen Zeitplan für deren Umsetzung beinhalten muss. Alle Verfehlungen werden in diesem separaten Aktionsplan dargestellt.

Die Fristen für die Durchführung der Korrekturmaßnahmen dürfen die im Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen je nach Schwere der Verfehlung spezifisch festgelegten Fristen nicht überschreiten. Die Zertifizierungsstelle überprüft, durch eine Tatsachen- oder eine Vor-Ort-Kontrolle, dass diese Maßnahmen auch tatsächlich durchgeführt werden.

3.2.1.8.5.3 Zusätzliche Prüfungen (II.3.3 pcs)

Es liegt im Ermessen der Zertifizierungsbehörden, zusätzliche Prüfungen vorzunehmen. Die Regelmäßigkeit und den Umfang solcher Folgeaudits werden von der Zertifizierungsbehörde festgelegt. Eine Erhöhung der Häufigkeit oder die Durchführung dieses zusätzlichen Folgeaudits kann von der Zertifizierungsstelle auf der Grundlage des Ergebnisses einer Risikoanalyse erfolgen.

3.2.1.8.6 Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsstelle

Der Zertifizierungsstelle stehen zwei Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung: Suspendierung oder Rücknahme eines erteilten Labels. Die Zertifizierungsstelle kann beschließen, die Entscheidung der Erteilung des TEEC-Labels unter den im Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen festgelegten Bedingungen auszusetzen oder zurückzuziehen (Art. D. 128-16 Abs. 3 franz. UmweltG). Die Zertifizierungsstellen übermitteln dann innerhalb eines Monats dem Label-Komitee ihre Entscheidungen über die Rücknahme oder Aussetzung der Zertifizierung (Art. D. 128-17 I franz. UmweltG).

⁵⁴¹ Die Anforderung hat folgenden Wortlaut: „les règles particulières mises en œuvre par l’organisme de certification pour s’assurer de l’application du référentiel pour les fonds en cours de création devront en particulier être précisées par l’organisme de certification“.

Gemäß Art. D. 128-17 II franz. UmweltG übermitteln sie außerdem dem Label-Komitee, spätestens zwei Monate nach Ablauf des Zeitraums vom 1. Oktober eines Jahres bis zum 30. September des folgenden Jahres, einen jährlichen Tätigkeitsbericht. Dieser Bericht, der nicht öffentlich ist, enthält eine Beurteilung der Zertifizierung, die Liste der Fonds, die das TEEC-Label erhalten haben und ihrer Hauptmerkmale, eine Zusammenfassung der von den zertifizierten Fonds geforderten Korrekturmaßnahmen, und die gegen sie ausgesprochenen Sanktionen.

Schließlich ist die Entscheidung der Rücknahme oder der Aussetzung des erteilten TEEC-Labels durch die Zertifizierungsstellen auf der Internetseite des Umweltministeriums zu erwähnen (Art. D. 128-19 Abs. 2 franz. UmweltG).

3.2.2 Label ISR (Dekret Nr. 2016-10 vom 8. Januar 2016)

Nach Initiativen verschiedener Berufsstände, unterstützt vom Investitionsstandort *Place de Paris* und den öffentlichen Behörden in Frankreich, wurde das Label „sozial verantwortliche Investition“ (*label „Investissement socialement responsable“*, Label ISR) vom französischen Finanzminister (*ministre des Finances et des Comptes publics*) Michel Sapin am Eröffnungstag der ISR-Woche am 28. September 2015 angekündigt.

Unter ISR bzw. „sozial verantwortliches Investment“ versteht man eine Managementmethode, mit der über finanzielle Kriterien hinaus auch Faktoren berücksichtigt werden, die sich auf die Auswirkungen des Emittenten auf die Umwelt, die Gesellschaft und die *Governance* beziehen.⁵⁴² Das ISR-Label soll Anlegern, insbesondere „Sparern“, eine bessere Sichtbarkeit (*visibilité*) von ISR-Produkten bieten, indem sichergestellt wird, dass das Management auf soliden Methoden mit einem hohen Anspruch an Transparenz und Qualitätsinformationen basiert. Das Label zielt darauf ab, ISR-Produkte für Anleger in Frankreich und Europa sichtbarer zu machen.⁵⁴³ Es ist ein Instrument für Anleger, um verantwortungsvolle und nachhaltige Investitionen tätigen zu können. Das ISR-Label, das in einem strengen Zertifizierungsverfahren durch unabhängige Stellen vergeben wird, bietet eine Orientierung für Anleger, die sich an einer nachhaltigeren Wirtschaft beteiligen möchten.⁵⁴⁴

Das Label ISR wurde mit dem Dekret (*décret*) Nr. 2016-10 vom 8. Januar 2016 über das Label für sozial verantwortliche Investitionen eingeführt; der zugehörige Erlass bzw. Verwaltungsverordnung (*arrêté*) vom 8. Januar 2016 definiert die Auflagen (*cahier des charges*) und regelt das Kontrollverfahren.⁵⁴⁵

Die ersten Labels wurden im September 2016 herausgegeben. Insgesamt haben derzeit (November 2018) 170 Fonds, die von 36 Verwaltungsgesellschaften (*société de gestion*) verwaltet werden, das Label ISR erhalten; zusammen kapitalisieren diese 46 Milliarden Euro.⁵⁴⁶ Die beiden Prüfer (*auditeur*) des Labels ISR sind *Afnor Certification* und *EY France*.

3.2.2.1 Regelungsrahmen

Das Dekret Nr. 2016-10 vom 8. Januar 2016 über das Label für sozial verantwortliche Investitionen definiert das Label ISR. Es legt außerdem die Verfahren für die Erstellung, Überprüfung und Genehmigung bzw. Anerkennung (*homologation*) des *référéntiel* fest, welches wiederum die Kriterien bestimmt, die bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW) erfüllen müssen, um das Label ISR zu erhalten. Es beschreibt ferner die Verfahren zur Zertifizierung von Fonds und definiert die Rolle

⁵⁴² https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/12541_cahier-des-charges-du-label-isr-soutenu-par-les-pouvoirs-publics-

⁵⁴³ <https://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/>

⁵⁴⁴ <https://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-isr/>; siehe auch Communiqué de presse, Le label ISR, 18. Nov. 2016, S. 4.

⁵⁴⁵ https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/12541_cahier-des-charges-du-label-isr-soutenu-par-les-pouvoirs-publics-

⁵⁴⁶ <https://www.lelabelisr.fr/fonds-isr/>

der Zertifizierungsstellen und die Verfahren zur Überwachung und Kontrolle von Fonds, die das Label ISR beantragen.

Das Dekret wird durch die „Leitlinien über die zu berücksichtigenden Voraussetzungen für eine Zertifizierung“ (*référentiel Label ISR* – im Folgenden als *référentiel* bezeichnet) und den „Kontroll- und Überwachungsplan“ (*plan de contrôle et de surveillance* – im Folgenden als *pcs* bezeichnet) ergänzt. Das *référentiel* und der *pcs* wurden durch Erlass bzw. Verwaltungsverordnung (*arrêté*) des Finanzministers vom 8. Januar 2016 verabschiedet.

Das *référentiel* des Labels ISR, auch „Pflichtenheft des Labels“ (*cahier des charges du label*) genannt, wird gem. Art. 4 des Dekrets durch Erlass bzw. Verwaltungsverordnung des Finanzministers festgelegt. Es definiert die Anwendungskriterien (*critère d'éligibilité*) für das Label, einschließlich der erforderlichen Informationen und der Methoden zur Überprüfung der Einhaltung dieser Kriterien. Der Kontroll- und Überwachungsplan, ebenfalls vom Finanzminister durch Erlass bzw. Verwaltungsverordnung erlassen, legt die Grundsätze fest, die für das Zertifizierungsverfahren von Investmentfonds gelten, aber auch die Akkreditierung, die Rolle der Zertifizierungsstellen und die Überwachungs- und Kontrollverfahren der Fonds, die das Label bereits erhalten haben.

Die Zertifizierungsstellen übermitteln gemäß Art. 6 V des Dekrets und Art. 16 des Kontroll- und Überwachungsplans dem Finanzministerium jährlich einen Bericht über ihre Zertifizierungstätigkeit. Dieser Jahresbericht enthält qualitative und quantitative Angaben zu ihrer Tätigkeit. Er weist aber auch auf Schwierigkeiten hin, insbesondere im Hinblick auf die Auslegung der Kriterien bzw. Anforderungen des *référentiel*. Er kann auch Änderungen vorschlagen.

Ferner ist das Komitee für das Label ISR (*Comité du label*), ein unabhängiges Kollegium, dafür verantwortlich, den Behörden Änderungen des *référentiel* für dieses Label vorzuschlagen.⁵⁴⁷ Dieses Gremium setzt sich aus Vertretern aller ISR-Stakeholder zusammen: Spezialisten für Mitarbeiterersparnisse (*épargne salariale*) und *Corporate Finance*, Vermögensverwaltern, Experten für institutionelle Investments und Anlageexperten zur Förderung von Sparprodukten (*produits d'épargne*), Vertreter von Verbraucherverbänden usw.⁵⁴⁸ Zur Durchführung seiner Arbeit stützt sich das Komitee auf einen wissenschaftlichen Ausschuss, der sich aus auf dieses Thema spezialisierten Wissenschaftlern zusammensetzt.⁵⁴⁹

3.2.2.2 Anwendungsbereich des Labels

Gemäß Art. 1 des Dekrets können nur Investmentfonds das Label ISR erhalten. Diese werden in Art. 2 des Dekrets definiert:

- Organismen für gemeinsame Anlagen (*organisme de placement collectif*), die in Art. 214-1 franz. Währungs- und FinanzG (*Code monétaire et financier*) genannt werden und der Richtlinie 2009/65/EG unterfallen (OGAW);
- AIF i.S.d. Art. L. 214-24 franz. Währungs- und FinanzG, die der Richtlinie 2011/61/EU unterfallen und die keine Hebelfinanzierung in beträchtlichem Umfang (*effet de levier substantiel*)⁵⁵⁰ einsetzen. Dies sind laut *référentiel* (*I. Critères d'éligibilité*) *fonds d'investissement à vocation générale* („Allzweck-Investmentfonds“⁵⁵¹) gemäß Art. 214-24-24 franz. Währungs- und FinanzG

⁵⁴⁷ Communiqué de presse, Le label ISR, 18. Nov. 2016, S. 5.

⁵⁴⁸ Communiqué de presse, Le label ISR, 18. Nov. 2016, S. 5.

⁵⁴⁹ Communiqué de presse, Le label ISR, 18. Nov. 2016, S. 5.

⁵⁵⁰ Das französische Recht nimmt hinsichtlich des beträchtlichen Umfangs Bezug auf Art. 111 der delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung.

⁵⁵¹ Allzweck-Investmentfonds sind Fonds, die nichtprofessionellen Anlegern offenstehen, die OGAW-ähnliche Managementstrategien anwenden, siehe <https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Produits-et-SICAV/FIA/Fonds-a-vocation-generale>.

und *fonds d'épargne salariale* (Mitarbeiter-Sparfonds) gemäß Art. 241-163 franz. Währungs- und FinanzG.

3.2.2.3 Inhaltlicher Gegenstand des Labels

Das Label soll für Investitionen in Unternehmen gelten, die für eine nachhaltige Entwicklung stehen, unabhängig von deren Geschäftsfeld. Nach Art. 1 des Dekrets ist das Label ISR ein „Unterscheidungszeichen“ (*signe distinctif*), das die Konformität eines Anlageprodukts oder -dienstes mit dem *référentiel* gemäß den im Dekret festgelegten Verfahren zertifiziert. Mit dem Erhalt des Labels wird gewährleistet, dass der Investmentfonds eine Reihe von Kriterien in Bezug auf seine Verwaltungsmethoden einhält. Diese Kriterien zielen darauf ab, eine Investition zu qualifizieren, die wirtschaftliche Leistung und soziale und ökologische Auswirkungen miteinander verbindet, indem Unternehmen und öffentliche Einrichtungen, die unabhängig von ihrem Tätigkeitsbereich zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen, finanziert werden. Die Verwaltungsgesellschaften können für einen oder mehrere ihrer Investmentfonds, den sie verwalten, das Label ISR beantragen (Art. 3 Dekret).

3.2.2.4 Leitlinien für die Kriterien einer Zertifizierung

Um das Label ISR zu erhalten, muss der Fonds eine Reihe von Kriterien erfüllen, die im *référentiel* in sechs Themenbereiche unterteilt sind (II. des *référentiel*: *critères de labellisation*):

- ▶ Die vom Fonds angestrebten allgemeinen Ziele (Finanzierung und ESG). Es ist zu überprüfen, dass diese Ziele den Anlegern genau definiert und beschrieben werden und dass sie bei der Festlegung der Anlagepolitik des Fonds berücksichtigt werden (*critère 1 référentiel*);
- ▶ die von den Unternehmen, in die der Fonds investiert, implementierte ESG-Kriterienanalyse und Ratingmethode (*critère 2 référentiel*);
- ▶ die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Aufbau und Entwicklung des Portfolios (*critère 3 référentiel*);
- ▶ die ESG-Verpflichtungspolitik gegenüber den Unternehmen, in die der Fonds investiert (Abstimmung und Dialog) (*critère 4 référentiel*);
- ▶ die Transparenz der Fondsverwaltung (*critère 5 référentiel*);
- ▶ die Messung der positiven Auswirkungen des ESG-Managements auf die Entwicklung einer nachhaltigen Wirtschaft (*critère 6 référentiel*).

Die Zertifizierungsstelle kann die Prüfung des Kandidatenfonds auf unterschiedliche Art und Weise durchführen. In Betracht kommen die Analyse verschiedener Dokumente sowie Interviews mit den Managern des Fonds, um bestimmte Fragen zu vertiefen und/oder weitere Informationen anzufordern. Mit der Prüfung soll sichergestellt werden, dass der Fonds, der das Label ISR erhalten möchte, die im *référentiel* aufgeführten Kriterien erfüllt.

3.2.2.4.1 Strukturelle Voraussetzungen

Für bestimmte Fonds gelten ausweislich des *référentiel* besondere strukturelle Voraussetzungen für das Label ISR. Die drei Sonderfälle (*cas particulier*) sind unter I. *Critères d'éligibilité* geregelt:

- ▶ Mischfonds (*fonds mixte Corporate / souverains*): Anleihen, die von Staaten, Gebietskörperschaften (*collectivité territoriale*) oder nationalen und internationalen öffentlichen Stellen (*agence gouvernementale ou internationale publique*) ausgegeben werden, die nicht „grüne“ Anleihen sind, fallen nicht in den Anwendungsbereich (*champ*) der ISR-Vermögenswerte, die von dem Label betroffen sind. Das Portfolio muss zu mindestens 30% aus anderen Werten als den genannten Anleihen bestehen.

- ▶ Dachfonds (*fonds de fonds ou multi-gestion*) müssen zu mindestens 90% in Fonds mit dem Label ISR oder in Fonds mit einem europäischen Label, das vom Eigentümer des Labels als gleichwertig anerkannt wird, investieren.
- ▶ Feeder-Fonds (*fonds nourricier*) sind zu einem Label berechtigt, sofern der Master-Fonds (*fonds maître*) ein Label vorweisen kann.

3.2.2.4.2 Asset-bezogene Voraussetzungen

Um das Label ISR zu erhalten, muss der Fonds eine Reihe von Kriterien erfüllen, die im *référéntiel* in sechs Themenbereiche unterteilt sind (II. des *référéntiel: critères de labellisation*).

3.2.2.4.2.1 Themenbereich 1: Allgemeine, finanzielle und umweltbezogene Ziele

Die allgemeinen, finanziellen und spezifischen ESG-Ziele, die unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien in der Investitionspolitik angestrebt werden, sind in den für Anleger bestimmten Handelsdokumenten (*document commercial*) klar zu beschreiben.

3.2.2.4.2.2 Themenbereich 2: Implementierte ESG-Kriterienanalyse und ESG-Ratingmethode

Nach *critère 2.1 référéntiel* ist überdies die methodische Vorgehensweise klar zu beschreiben und die Verwaltungsgesellschaft hat ihre Fähigkeit darzulegen, diese Kriterien in ihrer Anlagepolitik auch zu berücksichtigen. Im Einzelnen müssen

- ▶ Informationen über die zugrunde gelegte methodische Vorgehensweise den Investoren zugänglich sein;
- ▶ die methodische Vorgehensweise mindestens jährlich einer Überprüfung unterzogen werden.

Die Verwaltungsgesellschaft des Fonds hat gem. *critère 2.2 référéntiel* verlässliche interne oder externe Mittel zur Durchführung ihrer Analyse zu verwenden und Maßnahmen zu ergreifen, um die ihr zur Verfügung stehenden Informationen zu analysieren und zu verstehen.

3.2.2.4.2.3 Themenbereich 3: Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Aufbau des Portfolios

Der Fonds muss gem. *critère 3.1 référéntiel* ein Konzept zur Integration von ESG-Belangen entwickeln. Ferner ist es erforderlich, dass das Ergebnis der Umsetzung dieses Konzepts evaluiert wird.

- ▶ Der Kandidatenfonds stellt ein vollständiges und aktuelles Inventar seines Portfolios bereit, das insbesondere für jeden Vermögenswert Folgendes angibt:
 - die erteilte ESG-Bewertung (Note, Ergebnis, Meinung, etc.);
 - der Ursprung dieser ESG-Bewertung;
 - die Mindest-ESG-Bewertung, die für die Aufnahme in das Portfolio erforderlich ist.
- ▶ Jederzeit müssen über 90% der Emittenten hinsichtlich der ESG-Belange beurteilt sein. Maßstab zu Berechnung der Prozentzahl kann entweder die Anzahl der Emittenten oder deren Wertanteil sein.
- ▶ Um den Erfolg seines Konzepts nachzuweisen, muss der Antragsteller Folgendes alternativ darlegen können:
 - Eine Umschichtung der Investitionen, so dass aus ESG-Belangen in Frage kommende Investitionsmöglichkeiten im Vergleich zu den Ausgangsinvestitionen des Fonds um 20% gesunken sind (d.h. die Beseitigung der schlechtesten 20%);
 - Eine signifikante Verbesserung der durchschnittlichen Bewertung des Portfolios hinsichtlich der ESG-Belange im Vergleich zum Ausgangswert. Keinesfalls darf der momentane Durchschnittswert nach der oben beschriebenen Umschichtung des Portfolios um 20% (d.h. nach Beseitigung der schlechtesten 20%) unter dem Ausgangswert liegen.

Die Verwaltung des Fonds muss gem. *critère 3.2 référentiel* einen langfristigen Investitionshorizont verfolgen. Die Investitionspolitik bezüglich derivativer Finanzprodukte muss mit den Zielen des Fonds vereinbar sein und im Einklang mit seinen langfristigen Investitionszielen stehen.

Der Einsatz von Finanzderivaten soll auf Techniken beschränkt sein, die eine effiziente Verwaltung des Wertpapierbestands ermöglichen. Hinsichtlich der Nutzung derivativer Finanzprodukte sind folgende Informationen mitzuteilen:

- ▶ Art des Derivats;
- ▶ Ziele und Vereinbarkeit mit den langfristigen Zielen des Fonds;
- ▶ mögliche mengenmäßige oder zeitliche Grenzen in Bezug auf die Exposition;
- ▶ falls gegeben, ihre Auswirkungen auf die ESG-Qualität des Fonds.

Die Nutzung von Derivaten darf die ESG-Auswahlpolitik nicht wesentlich oder dauerhaft verzerren.

Wenn der Fonds Wertpapierleihgeschäfte (*prêt/emprunt de titres*) tätigt, gibt er die Wertpapiere (*titre*) zur Ausübung der Stimmrechte zurück (*rapatrie*), sofern dies nicht physisch unmöglich ist; er gibt außerdem an, ob die Kontrahentenauswahlregeln (*règle de sélection des contreparties*) ESG-Kriterien enthalten. Schließlich darf der Fonds keine *short*-Positionen mit solchen Produkten eingehen, die entsprechend seiner eigenen Bewertung den ESG-Belangen dienlich sind (*actif sélectionné comme ESG*).

3.2.2.4.2.4 Themenbereich 4: Richtlinien der Abstimmungspolitik

Der Antragsteller muss Richtlinien für seine in den jeweiligen Gesellschaften verfolgte Abstimmungspolitik vorweisen, die mit den Zielen des Fonds vereinbar sind:

- ▶ Die Abstimmungspolitik ist von der Verwaltungsgesellschaft zu formalisieren und auf deren Internetseite zu veröffentlichen. In diesem Rahmen legt die Verwaltungsgesellschaft den letzten internen Prüfungsbericht des Verantwortlichen für Compliance und interne Kontrolle (RCCI, *responsable de la conformité et du contrôle interne*) über die Umsetzung der Abstimmungspolitik vor.
- ▶ Der Fonds beschreibt seine Abstimmungspolitik, insbesondere im Hinblick auf seiner Suche nach ESG-Auswirkungen.
- ▶ Der Fonds beschreibt alle anderen Maßnahmen, die mit den Emittenten des Portfolios getroffen werden.

3.2.2.4.2.5 Themenbereich 5: Transparenz der Fondsverwaltung

Die Verwaltungsgesellschaft soll gem. *critère 5.1 référentiel* formalisierte Kommunikationswege etablieren, um Investoren und Fondshändler die Anlagestrategie und Ziele des Fonds zu erläutern.

- ▶ In diesem Rahmen muss den Investoren mindestens einmal jährlich ein Bericht über die Berücksichtigung der ESG-Belange bereitgestellt werden
- ▶ Der Fonds stellt den Anlegern die letzten Geschäftsberichte (*rapport de gestion*) unter Angabe ihrer Häufigkeit und Zielgruppen zur Verfügung.
- ▶ Der Fonds informiert über seine Kommunikationspolitik mit den Investoren und Händlern.

Die Einhaltung der Regeln sozial verantwortlicher Investitionen (ISR-Verwaltungsvorschriften) muss gem. *critère 5.2 référentiel* einer internen Kontrolle unterliegen und den Anlegern klar beschrieben werden. Die Verwaltungsgesellschaft hat des Weiteren ihre ESG-Risikomanagement- und Anlegerkommunikationspolitik darzulegen. Sie legt außerdem Nachweise vor, dass der Verantwortliche für Risikokontrolle (*responsable du contrôle des risques*) und der Verantwortliche für Compliance und interne Kontrolle (RCCI) sich der spezifischen Fragen des ESG-Managements bewusst sind und dass sie die ordnungsgemäße Anwendung der ESG-Strategie wirksam kontrollieren.

Der Fonds verfügt über eine interne und regelmäßige Kontrollorganisation, die es ihm ermöglicht, entweder intern oder über Dienstleister einen ESG-Compliance-Aspekt in einen Compliance-Bericht zu integrieren.

3.2.2.4.2.6 Themenbereich 6: Einfluss der Fondsverwaltung auf die im Portfolio aufgenommenen Emittenten

In einer Nachprüfung soll der Einfluss ermittelt werden, den die ESG-Belange berücksichtigende Fondsverwaltung auf die im Portfolio aufgenommenen Emittenten hat.

Der Fonds gibt Informationen darüber, wie er die Auswirkungen seiner Verwaltung auf die ausgewählten Emittenten in seinem Portfolio überwacht. Der Fonds legt die eingesetzten Mittel einschließlich der Personalressourcen, die Folgenabschätzungsmethode und die erzielten Ergebnisse dar. Die Einzelheiten der vorzulegenden Informationen sind in Anhang 3 des *référéntiel* aufgeführt.

3.2.2.5 Zertifizierungsstellen

Der Antrag auf Zertifizierung eines Fonds wird durch die Verwaltungsgesellschaft gestellt. Diese gibt den Antrag gegenüber einer Zertifizierungsstelle ab. Nach Art. 6 I 1° des Dekrets bewerten und kontrollieren die Zertifizierungsstellen (*organisme de certification*) gemäß dem Kontroll- und Überwachungsplan die Einhaltung des *référéntiel* des Labels ISR durch den Investmentfonds.

Zertifizierungsstellen werden in Artikel 2 Nr. 4 des Dekrets als Stellen definiert, die eine Zulassung bzw. Akkreditierung (*accréditation*) gem. Art. L. 115-28 franz. VerbraucherschutzG (*Code de la consommation*) erhalten haben. Art. 2 des Kontroll- und Überwachungsplans definiert das Zulassungsverfahren für Zertifizierungsstellen. Die Zulassung erfolgt entsprechend dem Standard NF EN ISO/CEI 17065. Sobald eine Zertifizierungsstelle die Zulassung erhalten hat, schickt sie dem Finanzminister eine schriftliche Anfrage mit einer Kopie ihrer Zulassungsurkunde, um auf der Liste der zugelassenen Zertifizierungsstellen für dieses Label zu erscheinen. Diese Liste wird auf der Website des Finanzministeriums veröffentlicht. Jede Zertifizierungsstelle ernennt einen Vertreter (*réfèrent*), der sie gegenüber dem Finanzministerium vertritt.

3.2.2.6 Kontroll- und Überwachungssystem

Die Entscheidung, das Label ISR zu vergeben, wird von der unabhängigen Zertifizierungsstelle auf der Grundlage eines Prüfungsberichts (*rapport d'audit*) getroffen. Sobald die Prüfung (*audit*) abgeschlossen ist, erstellt die Zertifizierungsstelle einen Bericht, in dem ihre Schlussfolgerungen und Kommentare zu den möglichen Mängeln im Zusammenhang mit den Zertifizierungskriterien dargelegt werden. Aus diesem Bericht ergibt sich die Entscheidung, das Label ISR zu vergeben.

Das Label ISR wird dann von der Zertifizierungsstelle für einen Zeitraum von drei Jahren vergeben (Art. 6 II Dekret) und kann verlängert werden. Während des Dreijahreszeitraums sollen Zwischenkontrollen sicherstellen, dass der Fonds die Anforderungen des Labels weiterhin erfüllt. Innerhalb eines Monats informiert die Zertifizierungsstelle das Finanzministerium über die ISR-Zertifizierung eines Fonds (Art. 6 II Dekret).

3.2.2.6.1 Zertifizierungsverfahren

Art. 5 des Dekrets bestimmt, dass eine Verwaltungsgesellschaft, die das Label ISR für einen ihrer Investmentfonds erhalten möchte, bei einer von ihr frei wählbaren Zertifizierungsstelle (siehe auch Art. 3 pcs), anfragt, die gewählte Vorgehensweise (*démarche*) zu bestätigen (*valider*). Die Verwaltungsgesellschaft legt zu diesem Zweck ein Informationsblatt vor. Aus diesem geht insbesondere hervor, wie die Anforderungen des *référéntiel* erfüllt werden. Es ist außerdem der interne Kontrollprozess gemäß dem Kontroll- und Überwachungsplan zu beschreiben.

3.2.2.6.1.1 Schriftlicher Antrag für ein Erst-Label

Der Antrag der Verwaltungsgesellschaft auf ISR-Zertifizierung eines oder mehrerer ihrer Fonds enthält eine spezifische Erklärung über die für ein Label zu erfüllenden Voraussetzungen (Art. 9 II pcs). Der Antrag stellt die Grundlage für einen Kostenvoranschlag seitens der Zertifizierungsstelle sowie für den anschließenden Abschluss eines Prüfungsvertrags dar (Art. 9 II pcs). Im Falle der Ablehnung eines Antrags durch eine Zertifizierungsstelle darf der Antragsteller für die Dauer von sechs Monaten keinen erneuten Antrag stellen. Im Falle eines erneuten Antrags bei einer anderen Zertifizierungsstelle nach Ablauf dieses Zeitraums muss der Antragsteller die von der anderen Zertifizierungsstelle festgestellten Verfehlungen offenlegen (Art. 4 pcs).

3.2.2.6.1.2 Vertragsschluss

Vor dem Vertragsschluss zwischen der Verwaltungsgesellschaft und der Zertifizierungsstelle prüft letztere (Art. 9 II pcs)

- ▶ die Anwendbarkeit des Labels auf den Fonds;
- ▶ dass dem Fonds nicht zuvor das Label entzogen wurde;
- ▶ dass eine von dem Antragsteller beantragte Kennzeichnung von Fonds nicht in einem vorangegangenen Zeitraum von sechs Monaten abgelehnt wurde.

Der Antragsteller muss sicherstellen, dass die von ihm kontaktierte Zertifizierungsstelle eine solche ist, die das Label ISR auch ausstellen darf (Art. 3 Abs. 2 pcs). Der Vertrag hat die Reichweite, Dauer und Voraussetzungen des Zertifizierungsverfahrens zum Gegenstand (Art. 9 III pcs).

3.2.2.6.1.3 Prüfungsverfahren

Art. 8 des Kontroll- und Überwachungsplans beschreibt den allgemeinen Zertifizierungsprozess. Danach wird die Zertifizierung der Übereinstimmung mit dem *référéntiel* von einer akkreditierten Zertifizierungsstelle auf schriftlichen Antrag der antragstellenden Verwaltungsgesellschaft durchgeführt. Der Zertifizierungszyklus dauert von der Ausstellung der Zertifizierung an bis zu drei Jahre, einschließlich zweier Zwischen-Folgeaudits (*audit de suivi*). Folgeaudits müssen jeweils innerhalb von zwölf Monaten plus oder minus drei Monate, und vierundzwanzig Monaten plus oder minus drei Monate nach Ausstellung der Zertifizierung durchgeführt werden.

Ein Erneuerungsaudit (*audit de renouvellement*) wird innerhalb von sechsunddreißig Monaten, plus oder minus drei Monate, nach der Ausstellung der Zertifizierung durchgeführt. Am Ende des Erneuerungsaudits muss die Entscheidung vor Ablauf der Zertifizierung ausgesprochen werden. Im Falle einer Verlängerung wird sie am Ablaufdatum der vorherigen Zertifizierungsentscheidung wirksam. Bei Ablehnung der Zertifizierung oder Rücknahme (*retrait*) des bereits erteilten Labels ISR führt die antragstellende Verwaltungsgesellschaft den Zertifizierungszyklus erneut durch, wenn sie dies wünscht. In Fällen, in denen während des ersten Zertifizierungsaudits oder während der Folgeaudits Verfehlungen festgestellt wurden, die korrigiert werden müssen, können spezifische Folgeaudits von der Zertifizierungsstelle anberaumt werden.

Schließlich bestimmt Art. 8 des Kontroll- und Überwachungsplans, dass im Falle einer wesentlichen Änderung der Investitionspolitik oder der Abwicklung (*règlement*) eines oder mehrerer zertifizierter Investmentfonds ein und derselben Verwaltungsgesellschaft ebenfalls Folgeaudits durchgeführt werden können.

Prüfung:

Der Ablauf des ersten Zertifizierungsaudits (Organisation der Prüfung und Auditplan) wird von Art. 9 IV Nr. 1 und 2 des Kontroll- und Überwachungsplans präzisiert. Danach erfolgt die Bewertung der Einhaltung der aus dem *référéntiel* hervorgehenden Beurteilungskriterien mittels Interviews vor Ort mit den Teams der Verwaltungsgesellschaft und mittels Auswertung der eingereichten Unterlagen. Bei

diesem Audit müssen alle Anforderungen des *référéntiel* des Labels ISR vom Auditor bewertet werden. Die Konformität mit den Punkten 1, 2.1, 3.2, 4 und 5.1 des *référéntiel* können ausschließlich anhand der eingereichten Dokumente überprüft werden, es sei denn, die Zertifizierungsstelle hält eine Begutachtung vor Ort für notwendig. Die Zertifizierungsstelle erstellt außerdem einen Auditplan (*plan d'audit*). Dieser legt den Umfang der Prüfung fest und beinhaltet die Analyse jedes einzelnen Kriteriums des *référéntiel*. Wenn die Prüfung von einem Auditteam durchgeführt wird, sollte dieser Plan klar angeben, welcher Teil des Audits von welchem Auditor durchgeführt wurde.

Das Audit besteht aus mehreren Phasen; die Details werden im Kontroll- und Überwachungsplan geregelt. Es soll an dieser Stelle herausgestellt werden, dass die Zertifizierungsstelle für die Zertifizierungsentscheidung und die Erstellung des formellen Prüfberichts verantwortlich ist. Die Dauer eines ersten Zertifizierungsaudits hängt von der Größe und Anzahl der zu überprüfenden Fonds ab; die Prüfung vor Ort darf allerdings nicht weniger als zwei Tage betragen.

Abschluss der Prüfung – Vorlage eines Prüfungsberichts:

Der Abschluss der Prüfung wird ebenfalls von Art. 9 IV Nr. 3 des Kontroll- und Überwachungsplans näher bestimmt. Danach wird nach jedem Audit von der Zertifizierungsstelle ein vollständiger schriftlicher Bericht erstellt. Der Prüfungsbericht muss vom Auditor erstellt und gegebenenfalls von der für das Auditteam verantwortlichen Person gegengezeichnet werden. Der Bericht wird für jeden einzelnen Fonds gründlich und transparent verfasst.

Der Prüfungsbericht ist unterteilt in:

- ▶ grundlegende Informationen über die Verwaltungsgesellschaft und den geprüften Fonds;
- ▶ Ergebnisse der Prüfung mit genauer Beschreibung der für die zu prüfenden Kriterien relevanten Eigenschaften des Investmentfonds;
- ▶ Zusammenfassung in tabellarischer Form;
- ▶ Auflistung aller festgestellten Verfehlungen für jedes einzelne im *référéntiel* aufgeführte Kriterium.

Erteilung des Labels mit einer Gültigkeit von drei Jahren (Art. 6 II Dekret):

Gem. Artikel 9 IV Nr. 4 des Kontroll- und Überwachungsplans wird die Zertifizierungsentscheidung von der unabhängigen Zertifizierungsstelle auf der Grundlage des Prüfungsberichts, der Analyse festgestellter Abweichungen und Verfehlungen sowie der von der antragstellenden Verwaltungsgesellschaft zur Verfügung gestellten erläuternden Elemente getroffen. Wenn die Zertifizierungsstelle feststellt, dass ein Fonds die im *référéntiel* festgelegten Kriterien erfüllt, wird das Label für einen Zeitraum von drei Jahren ausgestellt (Art. 6 II Dekret). Es informiert den Finanzminister innerhalb eines Monats darüber (Art. 6 II Dekret).

3.2.2.6.1.4 Erneuerung des Labels

Ein Erneuerungsaudit wird, wie bereits erwähnt, innerhalb von sechsunddreißig Monaten, plus oder minus drei Monate, nach der Ausstellung der Zertifizierung durchgeführt; am Ende des Erneuerungsaudits muss die Entscheidung vor Ablauf der Zertifizierung ausgesprochen werden (Art. 8 Abs. 3 pcs).

Art. 10 des Kontroll- und Überwachungsplans präzisiert diesen Erneuerungsaudit, bei dem die Erteilungsvoraussetzungen des Labels ISR erneut geprüft werden. Danach setzt die Verlängerung der Vergabe des Labels ISR den Abschluss eines Erneuerungsaudits voraus, das drei Jahre nach der Erteilung der Zertifizierung infolge des ersten Audits durchgeführt wird. Diese Prüfung führt zum Erhalt eines neuen Zertifikats. Ab dem Datum des ersten Audits darf das Erneuerungsaudit nicht früher als zehn Wochen vor und nicht später als zwei Wochen nach dem Jahrestag der Prüfung geplant werden. Die Verlängerungsentscheidung muss von der Zertifizierungsstelle vor dem Ablaufdatum des Zertifikats getroffen werden. Außerdem sind die Verwaltungsgesellschaften für die Aufrechterhaltung ihrer

Zertifizierung verantwortlich. Alle Verwaltungsgesellschaften, deren Fonds zertifiziert sind, erhalten drei Monate vor Ablauf der Zertifizierung eine Erinnerung von ihrer Zertifizierungsstelle.

3.2.2.6.2 Überwachung der zertifizierten Fonds durch die Zertifizierungsstelle

Während des Dreijahreszeitraums sollen Zwischenkontrollen durch die Zertifizierungsstelle sicherstellen, dass der zertifizierte Fonds die Anforderungen des Labels ISR auch weiterhin erfüllt.

3.2.2.6.2.1 Regelmäßigkeit

Die Folgeprüfungen sind gem. Art. 8 Abs. 2 und Art. 11 Satz 1 des Kontroll- und Überwachungsplans jährlich, also 12 und 24 Monate nach Erteilung des Labels mit einer Toleranz von drei Monaten (plus oder minus drei Monate), durchzuführen. Außerdem können nach Art. 8 Abs. 4 und Artikel 11 Satz 2 des Kontroll- und Überwachungsplans außerordentliche Prüfungsverfahren (*audit de suivi supplémentaire*) von der Zertifizierungsstelle eingeleitet werden, wenn Verfehlungen des Antragstellers i.R.d. Erstzertifizierungsverfahrens oder einer Folgeprüfung festgestellt wurden.

Schließlich ist noch auf Art. 12 des Kontroll- und Überwachungsplans hinzuweisen. Danach muss im Falle einer wesentlichen Änderung der Investitionspolitik oder der Fondsbestimmungen die Verwaltungsgesellschaft ihre Zertifizierungsstelle innerhalb eines Monats informieren, damit diese die Auswirkungen der Änderungen auf die Zertifizierung beurteilen und, falls erforderlich, beschließen kann, eine zusätzliche Prüfung durchzuführen.

3.2.2.6.2.2 Umfang der Prüfung

Die Prüfung hat nicht nur die Einhaltung der Kriterien für die Vergabe des Labels zum Gegenstand. Sie erstreckt sich auch auf die Kontroll- und Anpassungsmechanismen der Verwaltungsgesellschaft sowie die Korrektur von in vorangegangenen Prüfungen festgestellten Verfehlungen und daraufhin getroffene Präventivmaßnahmen. Die Einzelheiten sind in Art. 13 des Kontroll- und Überwachungsplans geregelt.

3.2.2.6.2.3 Prüfungsbericht und Maßnahmenplan

Infolge der Überprüfung erstellt die Zertifizierungsstelle einen vorläufigen Bericht (*pré-rapport d'audit*) und den Entwurf für einen Maßnahmenplan (*plan d'action*), der alle während der Folgeprüfung festgestellten Verfehlungen identifiziert. Die Zertifizierungsstelle leitet den Entwurf innerhalb von zwei Wochen nach dem Audit an die Verwaltungsgesellschaft weiter (Art. 14 Abs. 2 pcs). Die Verwaltungsgesellschaft hat innerhalb von 15 Tagen nach Erhalt des Entwurfs einen Maßnahmenplan vorzulegen, der die Korrektur der Verfehlungen, präventive Maßnahmen zur Vermeidung einer Wiederholung der Verfehlungen sowie einen Zeitplan für deren Umsetzung beinhalten muss (Art. 14 Abs. 3 pcs, Art. 6 III Satz 1 Dekret). Bei Folgeprüfungen überprüft die Zertifizierungsstelle, ob diese Maßnahmen umgesetzt werden (Art. 6 III Satz 2 Dekret).

3.2.2.6.3 Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsbehörde

Art. 6 IV des Dekrets sieht zwei Sanktionsmöglichkeiten vor: Suspendierung oder Rücknahme eines erteilten Labels ISR: Die Zertifizierungsstelle kann beschließen, die Entscheidung zur Erteilung des Labels unter den im Kontroll- und Überwachungsplan festgelegten Bedingungen (Art. 15) zu suspendieren oder zurücknehmen. Sie setzt den Finanzminister unverzüglich davon in Kenntnis.

3.2.3 Fazit

Die wichtigste Erkenntnis der Analyse des französischen Rechts ist, dass der französische Gesetzgeber sich für eine gesetzliche Fondsregulierung entschieden und nicht darauf vertraut hat, dass die Finanzindustrie Standards für grüne und soziale Fonds selbst entwickelt. Blind für die bis dato etablierte Praxis war der französische Gesetzgeber aber nicht. Erstens beruht die ökologische Taxonomie im Wesentlichen auf Vorarbeiten aus der Finanzmarktpraxis. Die französische Regulierung überantwortet

zweitens wichtige Entscheidungen privaten Akteuren bzw. bindet diese in die Rechtsentwicklung ein. So erfolgt die Zertifizierung der beiden Labels TEEC und ISR durch (akkreditierte) Privatrechtssubjekte und der Rechtsrahmen, insbesondere die Prüfungsstandards, wird durch ein Komitee weiterentwickelt, in dem verschiedene Stakeholder-Gruppen repräsentiert sind.

Dennoch bleibt zu konstatieren, dass es sich um eine gesetzliche Regulierung und nicht um rechtlich unverbindliche Industriestandards handelt. Dies ist zunächst damit zu erklären, dass die Fondsregulierung (vor allem des Labels TEEC) ein Element der umfassend angelegten Umwelt- und Energiewende in Frankreich ist, die auf gesetzlicher Grundlage erfolgte. Ferner ist eine staatliche Regulierung geeignet, das Vertrauen der Anleger zu gewährleisten, dass es sich bei den Fonds tatsächlich um solche handelt, die einen Beitrag zur Energie- und Ökologiewende leisten. Bei der späteren Reformdiskussion für Deutschland wird zu erörtern sein, ob es aus verfassungsrechtlichen Gründen sogar geboten sein könnte, eine gesetzliche Grundlage für die Zertifizierung grüner Fonds vorzusehen.

Die Analyse der französischen Regelungsvorbilder (insbesondere des Labels TEEC) führt zu der weiteren Erkenntnis, dass eine Fondsregulierung drei Themen zum Gegenstand haben sollte. Erstens ist zu regeln, für welche Fonds eine Zertifizierung in Betracht kommen soll. Das zweite Thema betrifft die Beurteilung der grünen Anlage. Es sind bestimmte Mindestanforderungen an das Fondsvermögen und dessen Beitrag zu bestimmten Umweltzielen festzulegen. Drittens ist das Verfahren der Zertifizierung zu regeln, namentlich Zuständigkeitsfragen, Prüfungsanforderungen, die Zertifizierung und Folgeaudits nach Ablauf des Zertifikats.

Das zweite Thema ist das Herzstück einer Fondsregulierung. Der Regelungsansatz des französischen Rechts klingt vertraut, denn er stimmt im Kern mit dem Regelungsansatz des französischen Rechts für die Transparenzpflichten institutioneller Anleger⁵⁵² überein. Es wird zwischen drei Aspekten unterschieden. Eine Verwaltungsgesellschaft muss (i) Ziele einer Umweltbelange berücksichtigenden Investition und eine Methodik festlegen, (ii) die Berücksichtigung von ESG-Belangen bei der Zusammensetzung des Portfolios beschreiben und (iii) die Auswirkungen des Fondsvermögens auf die Umwelt- und Energiewende darlegen. Die Informationspflichten werden flankiert durch organisatorische Anforderungen, die sicherstellen sollen, dass die selbst gesteckten Ziele eingehalten werden.

Der Rechtsrahmen für grüne Finanzprodukte ist flexibel, weil Verwaltungsgesellschaften nicht verpflichtet sind, eine Investition in einem bestimmten Wirtschaftszweig oder in eine bestimmte Gesellschaft oder Anlageklasse vorzunehmen. Andererseits bestehen abstrakte Vorgaben an das Portfolio und es ist eine ausdifferenzierte Nomenklatur (Taxonomie) vorgesehen. Dieser Zugriff reduziert Auslegungsspielräume und trägt dazu bei, dass das Label eine klare Kontur erhält.

Die prozeduralen und materiellen Anforderungen allein können freilich nicht gewährleisten, dass die Investitionen auch tatsächlich nachhaltig sind. Es ist vielmehr erforderlich, eine Prüfung durch eine dritte Stelle vorzusehen. Der französische Gesetzgeber hat für beide Label ein intensives und unabhängiges Kontrollsystem vorgesehen, das sicherlich auch Ausdruck der weitreichenden Investitionsfreiheit ist; die Fonds bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften entscheiden selbst, welche Wirtschaftstätigkeiten sie fördern. Die Zertifizierungsstelle hat zu kontrollieren, ob die selbst gesteckten Ziele und selbst gewählten Methoden mit den rechtlichen Anforderungen übereinstimmen und ob sie bei den Investitionen verfolgt und angewandt wurden. Damit nicht genug. Der Zertifizierungsstelle wird die Überwachung der zertifizierten Fonds anvertraut und die Befugnis eingeräumt, Zertifizierungen zurückzunehmen. Das französische Recht vertraut nicht allein auf die organisatorischen Vorkehrungen, die eine Verwaltungsgesellschaft einzurichten hat, um sicherzustellen, dass der Fonds nachhaltige Investitionen tätigt.

⁵⁵² Diese Transparenzpflichten sind in Abschnitt 2.2 ausführlich dargestellt.

3.3 Ecolabel der Finanzindustrie und halbstaatliche Label

Die Finanzindustrie hat in den letzten zehn Jahren zahlreiche Labels entwickelt, die die Nachhaltigkeit von Investitionen zum Ausdruck bringen sollen. Im Folgenden werden drei Label näher betrachtet: das von der *Luxembourg Finance Labelling Agency* (LuxFlag) entwickelte *Climate Finance Label*, das Label des Forums Nachhaltige Geldanlage (FNG) und das *Nordic Swan Ecolabel*. Diese drei Label unterscheiden sich in konzeptioneller Hinsicht und sind daher für die Reformdiskussion von besonderem Interesse.

3.3.1 LuxFlag

Die *Luxembourg Finance Labelling Agency* (LuxFlag) ist eine unabhängige non-profit Gesellschaft. Sie wurde 2006 in Luxemburg gegründet. Das Ziel der LuxFlag ist es, verantwortliches Investment zu fördern. Die Gesellschaft hat zu diesem Zweck vier Labels entwickelt; (i) das *Microfinance Label*; (ii) das *Environmental Label*; (iii) das *ESG Label*; (iv) das *Climate Finance Label*. Die beiden ausschließlich umweltbezogenen Label werden zunächst überblicksartig vorgestellt. Dabei ist auch auf die Rechtsgrundlagen einzugehen. Danach soll exemplarisch anhand des *Climate Finance Label* erörtert werden, wie die Nachhaltigkeit des Portfolios bestimmt wird.

3.3.1.1 Überblick zu den Labels

Das *Environmental Label* kennzeichnet Fonds, die hauptsächlich in Vermögenswerte aus umweltbezogenen Wirtschaftszweigen investieren. Diese Vermögenswerte müssen mindestens 75 % der gesamten Vermögenswerte des Fonds ausmachen. Im August 2018 gab es acht *Environmental Investment Fonds* und einen Fonds, der das Label beantragt hatte.⁵⁵³

Der Zweck des LuxFlag *Climate Finance Label* besteht darin, zu den Zielen des Pariser Abkommens beizutragen. Es kann von Fonds beantragt werden, die mindestens 75 % des Gesamtvermögens für Investitionen eingesetzt haben, die einen klaren und direkten Bezug zur Minderung und/oder Anpassung des Klimawechsels haben. Im August 2018 hatte LuxFlag dieses Label an fünf Fonds vergeben.⁵⁵⁴

Einen gesetzlichen Rechtsrahmen für die Labels gibt es nicht. LuxFlag hat selbst Kriterien für eine Zertifizierung entwickelt. Diese Kriterien sind in Dokumenten niedergelegt. LuxFlag hat ein für alle Labels relevantes Dokument herausgegeben, das durch spezifische Dokumente ergänzt wird. Für jedes Label gibt es ein Komitee, das beurteilt, ob ein Fonds die Kriterien erfüllt. Wie die Dokumente rechtlich relevant werden, ergibt sich aus den Informationen, die über die Internetpräsenz zugänglich sind, nicht. Vermutlich werden die in den Dokumenten festgehaltenen Punkte in den Vertrag einbezogen, der zwischen dem antragstellenden Fonds und der Prüfungsgesellschaft geschlossen wird.

Die Anforderungen an die Vergabe der Labels erklären sich aus deren Zweck, eine bestimmte nachhaltige Wirtschaftstätigkeit zu fördern. Im Folgenden soll exemplarisch anhand des *Climate Finance Label* betrachtet werden, welche Anforderungen vorgesehen sind. Juristische Literatur zum *Climate Finance Label* gibt es nicht. Deshalb kann im Folgenden nur auf die Informationen abgestellt werden, die über die Internetpräsenz von LuxFlag zugänglich sind.⁵⁵⁵

3.3.1.2 Climate Finance Label

3.3.1.2.1 Überblick

Die von LuxFlag für eine Zertifizierung aufgestellten Anforderungen für das *Climate Finance Label* sind in einem eigenen Dokument vorgesehen. Dieses Dokument sieht zunächst acht Kriterien vor, die ein

⁵⁵³ Weitere Informationen unter <https://www.luxflag.org/labels/environment/>.

⁵⁵⁴ Weitere Informationen unter <https://www.luxflag.org/labels/climate-finance/>.

⁵⁵⁵ Abrufbar unter https://www.luxflag.org/media/pdf/criteria_procedures/LuxFLAG_Climate_Finance_Label_Eligibility_Criteria.pdf.

Fonds erfüllen muss. Dazu gesellen sich vier Anhänge, die konkretisierende Bestimmungen zu einzelnen Kriterien enthalten. Die beiden ersten Anhänge haben die Taxonomie zum Gegenstand. So werden im ersten Anhang die „Common Principles for Climate Change Mitigation“ und im zweiten Anhang die „Common Principles for Climate Adaptation Finance“ definiert. Der dritte Anhang führt Investitionen auf, die ausgeschlossen sind. Im Anhang 4 wird im Einzelnen dargelegt, wie die Anforderung zu verstehen ist, dass der Antragsteller die Methoden zu erläutern hat, die er anwendet, um die Klimaauswirkungen der Vermögenswerte zu bemessen.

3.3.1.2.2 Kriterien

Das erste Kriterium betrifft die Zusammensetzung des Fonds. Es ist ähnlich wie im französischen Recht ausgestaltet. Der Investmentfonds muss über ein Investitionsportfolio verfügen, bei dem 75% des Gesamtvermögens Investitionen betrifft, die eine klare und direkte Verbindung zur Minderung des Klimawandels und/oder Anpassung an den Klimawandel haben, wie dies in Anhang 1 und 2 (über die Taxonomie) definiert ist. Bis zu 25 % der Assets können aus Bargeld, liquiden Vermögensgegenständen oder anderen Investitionen bestehen. Es sind Anforderungen an die Investitionen je nach Asset-Klasse vorgesehen. Bezüglich Investitionen in eine börsennotierte oder geschlossene Gesellschaft ist es erforderlich, dass mindestens 50 % des Umsatzes der Gesellschaft aus *Climate Finance*-Aktivitäten (wie in der Taxonomie bestimmt) besteht. Bezüglich Anlagen in Anleihen ist vorgesehen, dass mindestens 75 % der Investitionen in *Green Bonds* erfolgt, die den *Green Bond Principles* (GBP) der *International Capital Market Association* (ICMA), der *Climate Bond Initiative* (CBI) oder einer anderen international anerkannten Initiative entsprechen.

Auch das zweite Kriterium klingt vertraut. Der Fonds muss seine *Climate Finance*-Ziele darlegen. Außerdem muss er gegenüber Investoren transparent sein. Dies betrifft die Zusammensetzung des Portfolios. Der Fonds hat Kategorien und/oder Unterkategorien seiner Investitionen vorzusehen. Dies wird im Anhang 4 näher konkretisiert.

Das dritte Kriterium betrifft das Monitoring. Der Investmentfonds muss über einen Messmechanismus verfügen und jährlich anhand von Indikatoren einen Bericht über erwartete und erzielte Ergebnisse vorlegen. Im Anhang 4 werden Indikatoren bezüglich der Minderung der Auswirkungen des Klimawandels, der Anpassung an den Klimawandel und der Reduktion von Emissionen aufgrund Entwaldung und Waldzerstörung aufgeführt.

Mit dem vierten Kriterium wird die Berücksichtigung von ESG-Standards geregelt. Der Fonds muss nachweisen, dass er Umwelt-, Sozial- und *Governance*-Standards (ESG-Standards) in den Anlageprozess einbezogen und auf das gesamte Anlageportfolio angewendet hat. Zu diesem Zweck hat der Fonds seine ESG/SRI-Politik zur Verfügung zu stellen und/oder zu bestätigen, dass er sich zu international anerkannten Standards oder Prinzipien bekennt, wie beispielsweise UNPRI, UN Global Impact, UNCCD guidelines, OECD RIO DAC, etc.

Das Kriterium 5 setzt sich mit Investitionen auseinander, die für den Fonds ausgeschlossen sind. Der Investmentfonds muss nachweisen, dass er eine Ausschlusspolitik für sein gesamtes Portfolio anwendet. Seine Ausschlussrichtlinien müssen mit der in Anhang 3 des Dokuments definierten Liste über ausgeschlossene Investitionen (beispielsweise in nukleare Projekte, etc.) übereinstimmen.

Das sechste Kriterium besagt schlicht, dass der Fond eine Kapitalrendite anstreben muss. Dies wird im Dokument für das *Climate Finance Label* nicht näher konkretisiert.

Nach dem siebten Kriterium muss der Investmentfonds bestimmte Rechts- und *Governance*-Kriterien erfüllen. Er muss entweder eine eigenständige juristische Person sein oder ein Fonds unter kollektiver Verwaltung. Die Funktionen der Hinterlegung und Verwaltung von Vermögenswerten müssen voneinander getrennt sein. Der Fonds muss geprüfte Jahresabschlüsse für Investoren publik machen. Außerdem hat er das Prinzip der Risikodiversifikation anzuwenden.

Schließlich verlangt das achte Kriterium, dass der Fonds von einem EU-Mitgliedstaat zugelassen sein oder einer Aufsicht unterstehen muss, die der in den EU-Mitgliedstaaten gleichwertig ist.

3.3.1.2.3 Fazit

Die Voraussetzungen für eine Vergabe des Labels ähneln denjenigen für das Label TEEC im französischen Recht. Das Dokument für das LuxFlag *Climate Finance Label* legt im Ausgangspunkt dar, dass eine Aktivität als mit der Eindämmung des Klimawandels in Zusammenhang stehend eingestuft wird, wenn sie Bemühungen zur Verringerung oder Begrenzung von Treibhausgasemissionen oder zur Erhöhung der Treibhausgasbindung fördert. Sodann werden verschiedene in Betracht kommende Wirtschaftstätigkeiten kategorisiert (Taxonomie).

Das französische Recht ist zwar im Ausgangspunkt ähnlich schwammig. Das Label TEEC soll zum Ausdruck bringen, dass die zertifizierten Fonds zur Finanzierung des Energie- und ökologischen Wandels beitragen.⁵⁵⁶ Ein großer Unterschied besteht zwischen „Beitrag“ (Frankreich) und „Förderung“ (Luxemburg) nicht. Die Anforderungen an die Zusammensetzung des Fondsvermögens unterscheiden sich gleichfalls nur minimal, etwa bezüglich der Investitionen in börsennotierte Gesellschaften.⁵⁵⁷ Allerdings ist die Taxonomie im französischen Recht detaillierter als diejenige für das LuxFlag *Climate Finance Label*. Das Regime für das LuxFlag *Climate Finance Label* eröffnet daher größere Beurteilungsspielräume, die nachteilig genutzt werden könnten. Es liegen zwar keine wissenschaftlichen Erkenntnisse über die Zertifizierungspraxis in Luxemburg vor. Bemerkenswert ist aber, wie das luxemburgische Fondsregime von sachverständiger Seite gesehen wird. So hat sich *Sabine Dörry*, Finanzgeografin mit Forschungsschwerpunkt zu *Sustainable Finance*, zu den von LuxFlag entwickelten Fonds wie folgt in einem Interview geäußert:

„Die Kapitalmenge, die aufgrund der Green Finance-Gütesiegel in diese Fonds einfließt, ist viel größer als die Zahl der vorhandenen Anlageprodukte. Das Kapital, das investiert werden möchte, findet also unter Umständen gar keine Anlageziele, die unter Projekte fallen, die der Fonds bewirbt. Das führt dazu, dass die Regeln, die sowieso noch nicht so etabliert sind, mehr und mehr aufgeweicht werden, um Angebot zu schaffen. So betrachtet wäre Green Finance Opfer ihres eigenen Erfolges.“⁵⁵⁸

Wie berechtigt diese Sorge ist, kann in diesem Forschungsprojekt nicht beantwortet werden. Das Interview wirft aber ein Schlaglicht auf zwei Grundsatzthemen einer Reformdiskussion: erstens, ob sich eine gesetzliche Regulierung empfiehlt oder ob Deutschland weiterhin auf selbstregulative Ansätze der Finanzindustrie vertrauen sollte, und zweitens, wie das Zertifizierungsverfahren ausgestaltet werden sollte, insbesondere, ob ein Kontrollsystem etabliert werden sollte. Die Gefahr einer Regulierungsarbitrage ist im Falle eines gesetzlichen Regimes, das einer staatlichen Aufsicht unterliegt, geringer.

3.3.2 Forum Nachhaltige Geldanlagen

Das FNG (Forum Nachhaltige Geldanlagen) ist der Fachverband für Nachhaltige Geldanlagen in Deutschland, Österreich, Liechtenstein und der Schweiz. Er hat mehr als 170 Mitglieder. Dazu zählen nach den Angaben auf der Internetpräsenz des FNG u.a. Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen, Ratingagenturen, Investmentgesellschaften, Vermögensverwalter, Finanzberater und NGOs, sowie rund 30 interessierte Privatpersonen.⁵⁵⁹

⁵⁵⁶ Siehe zum französischen Recht oben Abschnitt 3.2.1.

⁵⁵⁷ Siehe zum französischen Recht oben Abschnitt 3.2.1.5.

⁵⁵⁸ *Adami*, Green Finance: Wird der Finanzplatz grün?, Interview mit Sabine Dörry und Christian Schulz, woxx, 4. Mai 2018, abrufbar unter <http://www.woxx.lu/green-finance-wird-der-finanzplatz-gruen/>.

⁵⁵⁹ <https://forum-ng.org/de/fng/ueber-uns.html>

3.3.2.1 Transparenzlogo

Seit mehr als 10 Jahren ist das FNG darum bestrebt, mit einem Transparenzlogo für nachhaltige Publikumsfonds die Transparenz im nachhaltigen Anlagemarkt zu verbessern. Die Grundlage bildet der sog. Europäische Transparenz Kodex für Nachhaltigkeitsfonds. Die Unterzeichner dieses Kodex erhalten das Europäische Transparenzlogo für Nachhaltigkeitsfonds. Dieses Logo hat den Zweck, Anlegern eine nachhaltige Anlagestrategie zu ermöglichen. Anbieter nachhaltiger Geldanlagen, die den Kodex unterzeichnet haben, machen durch das Transparenzlogo sichtbar, dass sie ihre Fonds transparent managen.

Der Kodex wird vom *European Sustainable and Responsible Investment Forum* (Eurosif) herausgegeben. Die letzte Fassung des Kodex (4.0)⁵⁶⁰ berücksichtigt die Empfehlungen der HLEG, der TCFD und die Vorschriften des französischen Rechts (Art. 173). Es handelt sich nicht um eine Produktregulierung, sondern um Transparenz- und Governanceanforderungen für institutionelle Investoren.

3.3.2.2 FNG-Siegel

Das FNG-Siegel ist im Unterschied zum Transparenzlogo ein Produkt-Kennzeichen.⁵⁶¹ Voraussetzung für eine Zertifizierung nach den FNG-Kriterien ist, dass der Fonds bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Ein Fonds kann darüber hinaus eine Auszeichnung für besondere Leistungen erhalten. Voraussetzung ist, dass der Fonds sich in den Bereichen Produktstandards, institutionelle Glaubwürdigkeit, Selektion und direkte Einflussnahme auf die Unternehmen durch eine besonders konsequente und stringente Nachhaltigkeitsstrategie abhebt.⁵⁶² Der Fonds kann dafür maximal drei Sterne erhalten.⁵⁶³

Nach den Angaben auf der Internetpräsenz haben im August 2018 insgesamt 45 Fonds das FNG-Siegel erhalten (Rentenfonds, Aktienfonds und Mischfonds), davon haben 9 Fonds jeweils 3 Sterne erhalten.⁵⁶⁴

3.3.2.2.1 Mindestanforderungen

Das Siegel hat vier Mindestanforderungen. Erstens muss ein Fonds Transparenz- und Prozesskriterien erfüllen. Die Fondsgesellschaft muss in einem FNG-Nachhaltigkeitsprofil Informationen über die Nachhaltigkeitsstrategie des Fonds offenlegen. Ferner muss sie den Transparenz-Kodex von Eurosif unterzeichnet haben.

Zweitens ist es erforderlich, dass der Fonds mindestens 90% des Portfolios hinsichtlich ESG-Kriterien analysiert. Drittens sind Mindestanforderungen an die im „Fonds enthaltenen Unternehmen und Staaten“ vorgesehen. So muss ein Fonds berücksichtigen, dass bestimmte Unternehmen ausgeschlossen sind, etwa solche, die Waffen herstellen oder Kernkraftanlagen betreiben. Der Fonds darf schließlich nur Finanzinstrumente bestimmter Staaten halten. Es muss sich um Staaten handeln, die u.a. die Menschenrechte einhalten und eine demokratische Grundordnung haben.

⁵⁶⁰ Der Kodex ist abrufbar unter www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf.

⁵⁶¹ Die Informationen über die Vergabe des Siegels sind abrufbar unter <http://fng-siegel.org/de/siegelkriterien.html>.

⁵⁶² Die relevanten Begriffe werden auf folgender Internetpräsenz des FNG erläutert: <https://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>

⁵⁶³ Die Informationen über die Punktevergabe sind abrufbar unter http://fng-siegel.org/images/Logos/Dokumente/FNG-Siegel_Stufenmodell-Kriterien.pdf.

⁵⁶⁴ Die Informationen über prämierten Fonds sind abrufbar unter <http://fng-siegel.org/de/zertifizierte-fonds/fng-siegel-2018.html>.

3.3.2.2 Besondere Leistungen

Das Stufenmodell des FNG berücksichtigt besonders anspruchsvolle Nachhaltigkeits-Strategien. Im Einzelnen handelt es sich um folgende Aspekte (die in Klammern dargestellten Prozentangaben bestimmen die Relevanz des jeweiligen Aspekts):

- ▶ institutionelle Glaubwürdigkeit (10 %);
- ▶ Produktstandards (20 %);
- ▶ Auswahl (35 %);
- ▶ Dialog (25 %);
- ▶ ESG KPIs (10 %).

Die größte Bedeutung hat der Aspekt der Auswahl von Kapitalanlagen. Von Bedeutung sind vor allem Positivkriterien. Es wird dabei zwischen dem *Best-in-Class*-Ansatz und dem Themenansatz unterschieden.

Mit dem „*Best-in-Class*-Ansatz werden Unternehmen oder Schuldner evaluiert, die bezüglich Umwelt-, Sozial- und Governanceaspekten (ESG-Kriterien) besonders führend sind. Kriterien, die dabei zur Anwendung gelangen, sind z.B. ein gut etabliertes Umwelt- und Risikomanagementsystem, Effizienzsteigerungen im Energie- und Ressourcenverbrauch, umfassende Schulungsprogramme für Mitarbeitende, Massnahmen gegen Diskriminierung, ein unabhängiger Verwaltungs- oder Aufsichtsrat oder das Vorhandensein von Einheitsaktien.“⁵⁶⁵ Dagegen stellt der Themenansatz darauf ab, ob der Fonds die Nachhaltigkeitsaktivität definiert hat, etwa durch Vorgaben bezüglich des Anteils nachhaltiger Tätigkeit am Umsatz der Gesellschaft.

3.3.2.3 Fazit

Das FNG-Siegel ist von besonderem Interesse, weil es sich konzeptionell vom TEEC-Label und den LuxFlag-Labels unterscheidet. Letztere sind binäre Label, während das FNG-Siegel die Nachhaltigkeit der Investition graduell kennzeichnet. Abgestufte Informationen sind aus der Zertifizierung von Elektrogroßprodukten bekannt, um den Energieverbrauch präzise zu kennzeichnen.⁵⁶⁶ Es gibt sie auch im Finanzmarktrecht. Ratingagenturen geben differenziert durch Buchstabenkombinationen Auskunft über die Bonität von Emittenten. Einerseits ist dieser Ansatz am besten geeignet, einen informations-effizienten Markt zu schaffen. Andererseits ist er komplex und daher potentiell kostenträchtiger als der binäre Ansatz. Darauf wird bei der Reformdiskussion zurückzukommen sein. Es wird dann auch erörtert, ob (vermittelnd) ein Multi-Label-Ansatz verfolgt werden könnte, wie dies beispielsweise durch LuxFlag geschieht (das zwei Labels mit Bezug zu Umweltbelangen anbietet).

Das FNG-Siegel mag differenziert Auskunft geben über die Nachhaltigkeit eines Fonds. Es trifft aber keine Aussage zum tatsächlichen Beitrag des Portfolios zur Erreichung von Klimaschutzzielen oder anderen Umweltzielen. Es ist geprägt durch den Ansatz, dass die Fondsgesellschaft den Anteil nachhaltiger Investitionen selbst bestimmt. Dies wird durch prozedurale Anforderungen sichergestellt. Materielle Vorgaben, etwa in dem Sinne, dass ein bestimmter prozentualer Anteil der Kapitalanlagen nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten betrifft, sind nicht vorgesehen. Schließlich wird aus den Angaben über die Internetpräsenz des FNG nicht ersichtlich, unter welchen Voraussetzungen 1, 2 oder 3 Sterne vergeben werden.

⁵⁶⁵ Siehe die Definition unter <https://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>.

⁵⁶⁶ Vgl. Verordnung (EU) Nr. 2017/1369 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2017 zur Festlegung eines Rahmens für die Energieverbrauchskennzeichnung und zur Aufhebung der Richtlinie 2010/30/EU, Abl. EU Nr. L 198, S. 1.

3.3.3 Halbstaatliches Label: Nordic Swan Ecolabel

3.3.3.1 Überblick

Das *Nordic Swan Ecolabel* wurde 1989 durch den Nordischen Rat eingeführt. Es wird in Schweden, Norwegen, Island, Dänemark und Finnland nach im Wesentlichen einheitlichen Regeln verwandt. Der *Nordic Swan* ist ein eingetragenes Warenzeichen (Label). Das Label wird für mehr als 10.000 Produkte genutzt, wie beispielsweise Taschentücher, Reinigungsmittel und Druckerpatronen. Es soll Verbraucher über Nachhaltigkeitsaspekte informieren.

Nordic Ecolabelling ist in jedem der nordischen Staaten eine vom Staat gehaltene Gesellschaft. Diese wird auf einer Non-profit-Basis tätig und soll daher unabhängig sein. Dies wird dadurch erreicht, dass das jeweilige *Ecolabelling Board* Mitglieder aus zahlreichen Interessenverbänden hat.⁵⁶⁷ Das Lizenzierungsverfahren besteht aus einer gründlichen Prüfung.

3.3.3.2 Nordic Ecolabel for Fonds

Das *Nordic Swan Ecolabel* kann seit 2017 auch für Fonds beantragt werden. Die Regeln wurden am 14. Juni 2017 verabschiedet⁵⁶⁸ und am 14. März 2018 überarbeitet.⁵⁶⁹

Ein Fonds muss drei Voraussetzungen erfüllen, um den *Nordic Swan* verwenden zu dürfen. Er muss erstens berücksichtigen, dass er bestimmte Investitionen nicht tätigen darf (*exclusion requirement*), zweitens muss er über hauptsächlich nachhaltige Investitionen verfügen (*inclusion requirement*) und drittens hat er bestimmte Monitoring- und Transparenzanforderungen zu erfüllen (*responsible ownership and transparency*).

Das *Nordic Ecolabel* ist, ähnlich wie das Siegel des FNG, zweistufig konzipiert. Ein Fonds muss in jedem Fall bestimmte Voraussetzungen erfüllen (*obligatory requirements*). Darüber hinaus muss er mindestens 6 von 16 möglichen Punkte erhalten (*point-score requirements*). Der Vorteil dieses Systems bestehe darin, den verschiedenen Arten von Fonds eine größere Flexibilität einzuräumen.⁵⁷⁰

Die drei Themenbereiche sind aus den bereits dargestellten Label-Regimen bekannt und brauchen hier nicht im Detail dargestellt zu werden. Von Interesse ist aber, welche Anforderungen bestehen, um sicherzustellen, dass ein Fonds nachhaltige Investitionen mit Umweltbezug tätigt.

Es bestehen mehrere Anforderungen an das Fondsvermögen. Zunächst ist festzuhalten, dass mindestens 50% des Fondsvermögens im Durchschnitt der letzten 12 Monate aus Aktien, Unternehmensanleihen und/oder qualifizierten Nicht-Corporate-Green-Bonds bestehen muss. Dies wird damit begründet, dass das *Nordic Ecolabelling* eine schlechte Steuerbarkeit aufweist, um Umweltverbesserungen durch *Ecolabelling*-Fonds mit Hauptvermögenswerten außerhalb dieser Asset-Klassen zu erreichen.⁵⁷¹ Zweitens sind Investitionen in bestimmten Wirtschaftszweigen, wie etwa Waffen und Tabak, ausgeschlossen. Drittens wird gefordert, dass für mindestens 90 % der direkt gehaltenen Anteile im Portfolio eine ESG-Analyse erfolgt sein muss. Diese Analyse soll genutzt werden, um die Zusammensetzung des Portfolios auf Umweltbelange auszurichten. Je stärker dies geschieht, desto größer die Punktzahl, die der Fonds erreichen kann. Wenn eine Gesellschaft, in die der Fonds investiert ist, mindestens 10 % ihrer gesamten Einkünfte aus nachhaltigen Geschäftsbereichen erzielt, beträgt die Punktzahl 1, bei mindestens 22 % beträgt sie 2, bei mindestens 35 % beträgt sie 3 und bei mindestens 50 % beträgt

⁵⁶⁷ Vgl. etwa für Schweden die Angaben auf der Internetpräsenz <http://www.svanen.se/en/About-us/FAQ/Nordic-Ecolabel/>

⁵⁶⁸ Nordic Ecolabelling, Investment Funds, Version 1.0, 14 June 2017.

⁵⁶⁹ Background Document 1.1, abrufbar unter file:///C:/Users/ru28mad/AppData/Local/Packages/Microsoft.MicrosofEdge_8wekyb3d8bbwe/TempState/Downloads/Background%20document%20-%20Investment%20Funds%20-%20version%201.1.pdf.

⁵⁷⁰ Background Document 1.1, 14.3.2018, S. 6.

⁵⁷¹ Background Document 1.1, 14.3.2018, S. 11.

sie 4.⁵⁷² Die nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten sind näher erläutert; es gibt also ebenfalls eine Taxonomie.

Die Erfüllung der Voraussetzungen wird extern geprüft. Darüber hinaus kann *Nordic Labelling* auch während der Lizenz-Periode prüfen, ob die Voraussetzungen weiterhin erfüllt sind. Dies schließt eine Begehung vor Ort ein. Die Lizenz kann zurückgenommen werden, wenn der Fonds die Voraussetzungen nicht erfüllt.

3.3.3.3 Fazit

Der *Nordic Swan* soll eine hohe Reputation in den nordischen Ländern haben.⁵⁷³ Er wird deshalb auch für Investmentfonds als geeignet angesehen. Das Label soll dazu beitragen, dass Verbraucher sich über nachhaltige Investitionen kundig machen können. Mit der größeren Transparenz verspricht man sich, dass Finanzmittel für nachhaltige Projekte verfügbar gemacht werden. Das *Nordic Swan Ecolabel* soll dazu beitragen, dass die Ziele der UN Agenda 2030 erreicht werden.⁵⁷⁴

Das *Nordic Swan Ecolabel* für Investmentfonds ist eingebettet in das allgemeine Regime für Umweltkennzeichen. Dies äußert sich zunächst darin, dass es sich um dasselbe Kennzeichen handelt. Bemerkenswert ist sodann, dass das Verfahren der Vergabe im Grundsatz dasselbe ist wie für andere Produkte. Allein die materiellen Kriterien für eine Vergabe des *Nordic Swan* sind eigens für Investmentfonds konzipiert.

Trotz des kombinierten Systems von Mindestvoraussetzungen und zusätzlichen Punkten handelt es sich um ein binäres Label. Es ist nicht ersichtlich, warum ein Fonds Anreize haben sollte, mehr als die für die Vergabe des Labels erforderlichen 6 Punkte zu erzielen. Für Anleger ist es folglich auch nicht ohne Weiteres transparent, welchen Anteil am Fondsvermögen Gesellschaften haben, die hauptsächlich nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten haben.⁵⁷⁵ Dies liegt auch daran, dass das Punktesystem nicht nur die Inklusion besonders nachhaltiger Gesellschaften honoriert, sondern auch andere Themen, wie etwa *Active Ownership* und Transparenz bei der Berichterstattung über das Fondsvermögen.

3.3.4 Ergebnisse

Die in Luxemburg, Deutschland und den nordischen Ländern entwickelten Labels haben gemein, dass sie keine gesetzlichen Grundlagen haben. Es handelt sich um Labels der Finanzindustrie. Sie zielen in erster Linie darauf ab, nachhaltige kollektive Kapitalanlagen sichtbar zu machen (Investorenschutz). Die relevanten Kriterien beschränken sich nicht darauf, nachhaltige, Umweltbelange berücksichtigende Investitionen zu erfassen (durch Positiv- und Negativ-Kriterien), sondern umfassen auch *Governance*-Aspekte, einschließlich Anforderungen an das Engagement der Verwaltungsgesellschaft, insbesondere bezüglich der Ausübung von Stimmrechten.

Herzstück einer „grünen Fondsregulierung“ sind die Voraussetzungen für eine grüne kollektive Kapitalanlage. Das französische Recht sieht bezüglich des TEEC-Labels ein anspruchsvolles und detailliertes Regime vor, das wesentlich darauf abstellt, dass die Vermögenswerte einen erheblichen Beitrag zur Umwelt- und Energiewende leisten. Dieser Regelungsansatz ist bei den drei Labels der Finanzindustrie weniger anspruchsvoll und weniger detailliert ausgestaltet. Am schwächsten präsentiert sich insoweit der *Nordic Swan*.

⁵⁷² Näher Background Document 1.1, 14.3.2018, S. 23.

⁵⁷³ Vgl. die Angaben auf der Internetpräsenz der schwedischen Gesellschaft für Ecolabelling: „It is one of the most well-known trademark in Sweden with 96 % of Swedes both recognizing and understanding what it stands for.“ Vgl. auch Nordic Ecolabelling, Background Document 1.1, 14.3.2018, S. 3 f.

⁵⁷⁴ Nordic Ecolabelling, Background Document 1.1, 14.3.2018, S. 4.

⁵⁷⁵ Dies hat auch der schwedische Fondsverband kritisiert und gefordert, das Punktesystem müsse stärker auf den Umweltbezug der Vermögenswerte abstellen. Die Stellungnahme ist abrufbar unter <http://fondbolagen.se/en/Regulations/Position-papers/2017/Documents/Nordic-Swan-Ecolabelled-Investment-Funds/>.

Schließlich ist das Prüfungs- und Kontrollverfahren bei allen Labels der Finanzindustrie nur skizzenhaft konzipiert. Rechtstechnisch erfolgt die Überwachung durch das Vertragsrecht; die in den Vergabegrundlagen dargelegten Kriterien werden in den Vertrag einbezogen, der zwischen dem antragstellenden Fonds (bzw. der Verwaltungsgesellschaft) und der Zertifizierungsstelle geschlossen wird. Ob es sich dabei um AGB handelt und ob eine zivilrechtliche AGB-Kontrolle stattfindet, wird nicht diskutiert. Wiederum ist festzustellen, dass das französische Recht für das TEEC-Label detaillierter ausgestaltet ist.

3.4 Der „Blaue Engel“ im deutschen Umweltrecht

3.4.1 Überblick

Der „Blaue Engel“ ist ein Zeichen des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit. Er hat den Zweck, „Verbraucherinnen und Verbraucher, öffentliche Hand und gewerbliche Wirtschaft durch verlässliche Produktinformationen in die Lage zu versetzen, durch eine gezielte Nachfrage nach umweltfreundlichen Produkten ökologische Produktinnovationen zu fördern und damit Umweltbelastungen zu reduzieren.“⁵⁷⁶ Das Umweltzeichen wurde 1978 begründet.

Der „Blaue Engel“ wird durch die „Jury Umweltzeichen“ vergeben. Dabei handelt es sich um ein weisungsfreies, unparteiisches und ehrenamtlich tätiges Gremium. Die Mitglieder werden durch das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit bestellt. Das Gremium entscheidet, für welche Produkte und Dienstleistungen der „Blaue Engel“ vergeben werden soll. Es ist ferner mit den Vergabegrundlagen betraut. Deren inhaltliche Ausgestaltung erfolgt durch die Geschäftsstelle der Jury Umweltzeichen in Zusammenarbeit mit den Fachabteilungen des Umweltbundesamtes oder durch von diesem beauftragte Dritte. Die Jury hat sich selbst eine Geschäftsordnung gegeben.

Das Umweltzeichen „Blauer Engel“ wird für Produkte und Dienstleistungen vergeben. Es darf vom Antragsteller für produkt- und dienstleistungsbezogene Werbung genutzt werden. Die Vergabegrundsätze unterscheiden zwischen dem Logo und dem Aktionszeichen des Umweltzeichens „Der Blaue Engel“. Das Logo bzw. Aktionskennzeichen kann einem bestimmten Schutzziel zugeordnet werden: (i) Klimaschutz; (ii) Ressourcenschutz; (iii) Schutz von Umwelt und Gesundheit; (iv) Schutz des Wassers. Die Zuordnung eines Produktes zu mehr als einem Schutzziel ist unzulässig.

3.4.2 Rechtsrahmen

Der Rechtsrahmen besteht aus den „Grundsätzen zur Vergabe des Umweltzeichens Blauer Engel“ (im Folgenden: Vergabegrundsätze), der „Geschäftsordnung der Jury Umweltzeichen“ (im Folgenden: Geschäftsordnung), den für die jeweiligen Produkte beschlossenen Vergabegrundlagen (im Folgenden: Vergabegrundlagen), der „Vereinbarung über die Zusammenarbeit und der Entgeltordnung für die Vergabe des Umweltzeichens“. Im Folgenden werden diese Rechtsquellen mit Ausnahme der Entgeltordnung dargestellt.

3.4.2.1 Vergabegrundsätze

Die Vergabegrundsätze wurden zuletzt im März 2011 vom BMU festgelegt und der Jury Umweltzeichen bekannt gegeben. Sie sind von essentieller Bedeutung, weil sie die wesentlichen Aspekte des Kennzeichens und die Aufgaben und Befugnisse der am Verfahren Beteiligten regeln. Allerdings haben die Vergabegrundsätze nicht den Rang eines Gesetzes oder einer Verordnung. Es handelt sich um allgemeine Verwaltungsvorschriften, die das Ermessen bei der Vergabe des Umweltkennzeichens konkretisieren (sog. gesetzesunabhängige Verwaltungsvorschrift).⁵⁷⁷

⁵⁷⁶ Grundsätze zur Vergabe des Umweltzeichens Blauer Engel, S. 1.

⁵⁷⁷ Vgl. *Ossenbühl*, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, S. 24; *Zakrzewski*, *Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel*, S. 34 f.

Unter Ziff. 2 der Vergabegrundsätze ist bestimmt, dass mit dem Umweltzeichen Produkte und Dienstleistungen ausgezeichnet werden, „die in einer ganzheitlichen Betrachtung besonders umweltfreundlich sind und zugleich hohe Ansprüche an Arbeits- und Gesundheitsschutz sowie an die Gebrauchstauglichkeit erfüllen. Produkte, die gesellschaftlich besonders umstritten sind, wie solche rassistischen, gewalttätigen oder pornografischen Inhalts, sind von der Nutzung des Zeichens ausgeschlossen.“ Die „Einzelheiten werden je nach Erfordernis in den konkreten Vergabegrundlagen festgelegt.“

Die Vergabegrundsätze regeln ferner die Zusammensetzung und Aufgaben der Jury Umweltzeichen, die Aufgaben der Geschäftsstelle der Jury Umweltzeichen, insbesondere bei der Entgegennahme von Anträgen zur Entwicklung eines neuen Umweltzeichens, die Erarbeitung von Umweltzeichen sowie die Ausgestaltung und Verwendung des Umwelt- und Aktionszeichens „Der Blaue Engel“.

3.4.2.2 Geschäftsordnung

Die Jury Umweltzeichen hat die Aufgabe, das Arbeitsprogramm des Umweltzeichens „Der Blaue Engel“ und damit dessen Schwerpunkte festzulegen. Zur Erfüllung ihrer Aufgaben hat sich die Jury im Einvernehmen mit dem BMU eine Geschäftsordnung gegeben (Stand: 4. Juni 2013). Eine Änderung ist nur im Einvernehmen mit dem BMU möglich, da die Jury nicht die Befugnis hat, sich selbst eine Ordnung zu geben. Die Geschäftsordnung ist dem BMU zuzurechnen. Die Rechtsnatur ist umstritten; teilweise wird angenommen, dass es sich um eine Verwaltungsvorschrift handle,⁵⁷⁸ teilweise wird die Ansicht vertreten, die Geschäftsordnung sei weder autonomes Satzungsrecht noch Verwaltungsvorschrift, sondern eine Regelung eigener Art.⁵⁷⁹

In der Geschäftsordnung hält die Jury Umweltzeichen fest, dass sie Produkte und Dienstleistungen mit dem Umweltzeichen „Blauer Engel“ auszeichnet, „die in einer ganzheitlichen Betrachtung besonders umweltfreundlich sind und zugleich hohe Ansprüche an den Arbeits- und Gesundheitsschutz sowie an die Gebrauchstauglichkeit erfüllen. Die Kennzeichnung erfolgt jeweils auf Grundlage eines wissenschaftlich untermauerten Kriterienkatalogs, der periodisch im Hinblick auf neue Entwicklungen überarbeitet wird“ (§ 1 Abs. 1). Ferner ist festgehalten, dass „innovative Produkte und Dienstleistungen“ gekennzeichnet werden, „die jeweils eine umweltfreundlichere Alternative innerhalb ihres Marktsegments darstellen, mit der Zielsetzung, Innovationen in der Breite des Marktes voran zu bringen“ (§ 1 Abs. 2 Satz 1).

3.4.2.3 Vergabegrundlagen und Zeichenbenutzungsvertrag

Die Jury Umweltzeichen verabschiedet für Produkte und Dienstleistung die Vergabegrundlagen für Umweltzeichen. Dies geschieht unter Einbeziehung der Ergebnisse aus Anhörungen von Experten in Zusammenarbeit mit dem BMU. Die Vergabegrundlagen legen fest, unter welchen Voraussetzungen das Umweltzeichen vergeben wird und welche Nachweise bei der Antragstellung zu erbringen sind, indem sie auf technische Normen, wie beispielsweise DIN-, VDE- oder DVGW-Normen verweisen. Die Rechtsnatur der Vergabegrundlagen wird unterschiedlich beurteilt. Es dürfte sich ebenfalls um Verwaltungsvorschriften handeln.⁵⁸⁰

Die Zeichenbenutzung wird in einem Vertrag zwischen dem Zeichennehmer und der RAL gGmbH geregelt. Der Zeichennehmer verpflichtet sich darin, die in den Vergabegrundlagen dargelegten Anforderungen zu beachten. Die Geltungsdauer des Vertrags ist in den Vergabegrundlagen explizit bestimmt.

⁵⁷⁸ Vgl. *Ossenbühl*, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, S. 26.

⁵⁷⁹ Vgl. *Zakrzewski*, *Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel*, S. 37.

⁵⁸⁰ Vgl. *Ossenbühl*, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, S. 27. A.A. *Janiszewski*, *Das Umweltzeichen*, S. 231 ff.

In rechtlicher Hinsicht ist er als öffentlich-rechtlicher Vertrag zu qualifizieren.⁵⁸¹ Die Vergabegrundlagen werden trefflich als „Bindeglied zwischen den in den Grundsätzen zur Vergabe des Umweltzeichens enthaltenen allgemeinen Kennzeichnungsvoraussetzungen und dem Abschluss der Zeichenbenutzungsverträge“ beschrieben.⁵⁸²

3.4.2.4 Vereinbarung über die Zusammenarbeit

Die Vereinbarung über die Zusammenarbeit zwischen dem Umweltbundesamt und dem RAL Deutsches Institut für Gütesicherung und Kennzeichnung e.V. (im Folgenden: der RAL) ist die rechtliche Grundlage für die Vergabe von Umweltzeichen durch den RAL. Die aktuelle Fassung ist nicht öffentlich zugänglich. Die vom 8.5.1991 verfügbare Fassung sieht in Ziff. 3.1 vor, dass der RAL vom UBA ermächtigt und verpflichtet wird, nach den von der Jury Umweltzeichen festgelegten besonderen Bedingungen das Umweltzeichen an Hersteller von Produkten bzw. Leistungen zu vergeben und deren Einhaltung zu kontrollieren. Der RAL führt gem. Ziff. 2.1 nach der Vorentscheidung der Jury über geeignete Produktgruppen und Leistungskategorien und dem Abschluss der fachlichen Vorarbeiten im UBA Anhörungen mit betroffenen Interessengruppen und ggf. Sachverständigen durch (Ziff. 2.3), die der Jury Umweltzeichen als Beratungsbasis für ihre Entscheidung zu den Vergabegrundlagen dienen soll.⁵⁸³

3.4.3 Vergabeverfahren

Das Vergabeverfahren ist in den Grundsätzen zur Vergabe des Umweltzeichens Blauer Engel geregelt. Unter Ziff. 6 ist festgehalten, dass Vorschläge für die Entwicklung neuer Umweltzeichen von jedermann bei der Geschäftsstelle der Jury Umweltzeichen im Umweltbundesamt eingereicht werden können. Die Geschäftsstelle nimmt eine Plausibilitätsprüfung vor und trifft eine Vorauswahl, die nach den von der Jury festgelegten Prioritäten erfolgt. Auf dieser Grundlage schlägt die Geschäftsstelle der Jury Produktgruppen und Dienstleistungen vor, für die Kriterien zur Vergabe des Umweltzeichens erarbeitet werden sollen.

Daran schließt sich eine Anhörung von verschiedenen gesellschaftlichen Interessengruppen an. Sobald die Jury Umweltzeichen die Vergabegrundlagen beschlossen hat, nimmt die Zeichenvergabestelle (der RAL) die Einzelanträge der Antragsteller aus der Wirtschaft entgegen, prüft die Einhaltung der Anforderungen und die vollständige Erbringung der Nachweise (Ziff. 7 der Vergabegrundsätze). Wenn alle Vergabevoraussetzungen erfüllt sind, schließt der RAL mit den Antragstellern Zeichenbenutzungsverträge ab. Der RAL überwacht die Einhaltung der im Zeichenbenutzungsvertrag eingegangenen Verpflichtungen.

3.4.4 Ergebnisse und Fazit

Eine gesetzliche Grundlage für das Umweltkennzeichen gibt es in Deutschland nicht.⁵⁸⁴ Ob sie erforderlich ist, ist bislang höchstrichterlich nicht entschieden.⁵⁸⁵ Der „Blaue Engel“ ist ein Kind des *soft law*. Verantwortlich für das Kennzeichen ist das BMU. Es hat die „Grundsätze zur Vergabe des Umweltzeichens“ verabschiedet und bestellt die Mitglieder der Jury Umweltzeichen. Es wäre für das BMU möglich, das Regime auf Finanzprodukte, insbesondere grüne Fonds auszuweiten.

Auf die Vor- und Nachteile dieses Lösungsansatzes ist später bei der Reformdiskussion näher einzugehen. An dieser Stelle soll festgehalten werden, dass die weiche Regulierung des Zertifizierungsverfahrens den Vorteil der Flexibilität hat. Diese äußert sich darin, dass die Vergabegrundlagen bloß abstrakte Grundsätze für das Umweltzeichen enthalten („in einer ganzheitlichen Betrachtung besonders

⁵⁸¹ Vgl. *Ossenbühl*, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, S. 59 ff.; *Zakrzewski*, *Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel*, S. 38 ff.

⁵⁸² *Zakrzewski*, *Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel*, S. 42.

⁵⁸³ *Roller*, *EuZW* 1992, 499, 500.

⁵⁸⁴ Vgl. auch *Klinger/Hartmann/Krebs*, *ZUR* 2015, 270, 272; *Roller*, *EuZW* 1992, 499, 500.

⁵⁸⁵ In der Tendenz ablehnend *Ossenbühl*, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, S. 33 ff. („dürfte eher zu verneinen sein“).

umweltfreundlich“). Dies ermöglicht es der Jury Umweltzeichen, für den Einzelfall Regeln der Vergabe zu entwickeln, die dem aktuellen Stand der Technik entsprechen. Das BMU hat zudem die Befugnis, die Vergabegrundlagen zu ändern, ohne dies mit anderen Ministerien abstimmen zu müssen.

Andererseits ist zu konstatieren, dass eine gesetzliche Regelung des Umweltzeichens besser in der Lage wäre, potentiell Vertrauen der Verbraucherinnen und Verbraucher in die Verlässlichkeit des Labels zu stärken. Aus der Perspektive des antragstellenden Fonds mag zudem das Verfahren der Vergabe des Umweltzeichens als unbefriedigend erscheinen. Dies liegt zunächst daran, dass ein Anspruch des Antragstellers auf die Auswahl einer bestimmten Produktgruppe oder Dienstleistung zur Überprüfung ihrer Umweltfreundlichkeit mit dem Ziel der Zeichenvergabe nicht besteht.⁵⁸⁶ Sodann sind keine Verfahrensgarantien für den Antragsteller vorgesehen. Es handelt sich eben nicht um ein öffentlich-rechtliches Verwaltungsverfahren.

3.5 Reform in Deutschland

3.5.1 Kommissionsentwurf vom 24. Mai 2018 als Rechtsrahmen einer nationalen Fonds-Regulierung

Die Europäische Kommission hat am 24. Mai 2018 ein Legislativpaket zu *Sustainable Finance* angenommen. Dieses Paket besteht aus drei Verordnungsvorschlägen. Der (bereits behandelte) Vorschlag für eine Verordnung über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken sowie zur Änderung der Richtlinie (EU) 2016/2341 (COM(2018) 354 final; im Folgenden: VO-Transparenz-KOM)⁵⁸⁷ wird flankiert durch den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments (COM(2018) 353 final; im Folgenden: VO-Rechtsrahmen-KOM). Er kann als Herzstück des Reformpakets begriffen werden, weil er die grundlegende Frage behandelt, wie die Nachhaltigkeit von Investitionen bestimmt werden kann. Der dritte Kommissionsvorschlag betrifft eine Verordnung, die Benchmarks für CO₂-arme Investitionen und Investitionen mit günstiger CO₂-Bilanz (COM(2018) 355 final) zum Gegenstand hat. Dieser dritte Kommissionsvorschlag ist für die in diesem Gutachten behandelten Forschungsfragen nicht von Bedeutung.

Der Rechtsvergleich mit Frankreich und die Analyse der von der Finanzindustrie entwickelten grünen Label lehren, dass ein Kennzeichnungssystem essentiell für die Regulierung von ökologisch nachhaltigen Finanzprodukten ist. Die Entwicklung von Standards und Kriterien ist eine Herkulesaufgabe. Der Vorschlag für eine Verordnung über den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments nimmt sich ihr an und legt

„eine einheitliche EU-weite Definition dessen fest, was für Investitionszwecke als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit gelten soll. Ziel [...] ist es, das Konzept der ökologisch nachhaltigen Investitionen in der gesamten Union zu vereinheitlichen und damit Investitionen in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten in einem oder mehreren EU-Ländern zu erleichtern.“⁵⁸⁸ Der Verordnungsvorschlag beschränkt sich nicht darauf, ein EU-einheitliches Klassifizierungssystem einzuführen, sondern sieht auch „eine Offenle-

⁵⁸⁶ Vgl. Ziff. 6 Vergabegrundsätze.

⁵⁸⁷ Siehe dazu bereits oben Abschnitt 2.5.

⁵⁸⁸ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 4.

gungspflicht für diejenigen Finanzmarktteilnehmer vor, die nach eigener Auffassung ökologisch nachhaltige Finanzprodukte anbieten. Die Offenlegungspflicht ist erst dann anwendbar, wenn das EU-Klassifizierungssystem entwickelt worden ist.“⁵⁸⁹

3.5.1.1 Mitgliedstaatliche Regelungsautonomie bezüglich eines Eco-Labels

Die HLEG hatte der Europäischen Kommission empfohlen, bis Ende 2018/Anfang 2019 ein europäisches Label für grüne Investitionen zu entwickeln.⁵⁹⁰ Das am 24. Mai 2018 publik gemachte Legislativpaket der Europäischen Kommission sieht ein solches Label nicht vor. Dies hatte sich bereits in der Mitteilung der Europäischen Kommission vom 8. März 2018 angedeutet, mit der die Kommission die Vorschläge der HLEG zu einem an den Vorbildern in der Finanzindustrie ausgerichteten Nachhaltigkeitslabel aufgriff. Sie legte in der Mitteilung dar, dass Kennzeichnungssysteme „insbesondere für Kleinanleger nützlich sein [können], die ihre Investitionspräferenzen für nachhaltige Tätigkeiten zum Ausdruck bringen möchten. Sie könnten Kleinanlegern als Entscheidungshilfe dienen, indem sie schrittweise in Instrumente wie Vergleichswebsites oder Finanzplanungsdienste eingebunden werden, die derzeit im Rahmen des Aktionsplans der Kommission ‚Finanzdienstleistungen für Verbraucher‘ entwickelt werden. Umfragen zufolge [hätten] Kleinanleger zunehmend den Wunsch, dass bei ihren Investitionen Klima-, Umwelt- und Sozialaspekte berücksichtigt werden. Der Mangel an entsprechend gekennzeichneten Finanzprodukten [könne] Anleger jedoch daran hindern, ihre Mittel direkt in nachhaltige Investitionen zu lenken.“⁵⁹¹ Einen Regelungsvorschlag kündigte die Kommission in der Mitteilung aber nicht an, sondern führte aus, sie werde „untersuchen, inwieweit der Rechtsrahmen des EU-Umweltzeichens für bestimmte Finanzprodukte genutzt und nach Verabschiedung der EU-Nachhaltigkeitstaxonomie angewendet werden kann.“⁵⁹² Es bleibt einstweilen abzuwarten, ob die jüngsten Aktivitäten der Kommission nicht doch noch in einer Regelung zu einem Eco-Label resultieren.⁵⁹³

Der Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission vom 24. Mai 2018 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen hat daher (noch) kein EU-Nachhaltigkeitslabel zum Gegenstand. Stattdessen anerkennt er in einem gewissen Umfang mitgliedstaatliche Regelungsautonomie:

„Mit der vorliegenden Verordnung wird keine Kennzeichnung für nachhaltige Finanzprodukte eingeführt. Sie gibt vielmehr den Rahmen vor, um die Kriterien festzulegen, die bei der Einführung solcher Kennzeichnungen auf nationaler oder EU-Ebene berücksichtigt werden müssen. Die Verordnung hindert die Mitgliedstaaten daher nicht daran, Kennzeichnungssysteme beizubehalten oder weiterzuentwickeln, sofern sie mit den hier festgelegten Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten in Einklang stehen.

Falls künftig nach Maßgabe der Verordnung über das EU-Umweltzeichen eine Kennzeichnung für Finanzprodukte entwickelt wird, können bereits bestehende nationale Kennzeichnungssysteme parallel zu dieser Kennzeichnung weiterbestehen, sofern sie die in Artikel 11 der Verordnung über das EU-Umweltzeichen festgelegten Bedingungen erfüllen.“⁵⁹⁴

⁵⁸⁹ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 5.

⁵⁹⁰ Siehe oben Abschnitt 3.1.

⁵⁹¹ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, 8.3.2018, S. 6.

⁵⁹² Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final, 8.3.2018, S. 6 Maßnahme 2 Ziff. 3.

⁵⁹³ Siehe: http://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/documents.html (zuletzt abgerufen am 1.2.2019, 18:49 Uhr).

⁵⁹⁴ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 14.

Weiter heißt es in der Begründung des Verordnungsvorschlags, dass

„der Ansatz dieses Vorschlags den Mitgliedstaaten genügend Flexibilität [gibt], um über spezifische Einzelheiten der nationalen Kennzeichnungen zu entscheiden, wie etwa die Flexibilität für die Finanzmarktteilnehmer in Bezug auf den Grad, in dem das angebotene Finanzprodukt Vermögenswerte enthält, die nach dem EU-Klassifizierungssystem als ökologisch nachhaltig gelten.“⁵⁹⁵

Fraglich ist, ob die partielle Regelungsautonomie der Mitgliedstaaten nur für zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der EU-Verordnung bereits existierende Nachhaltigkeits-Label bestehen oder sich auch auf solche Label erstrecken würde, die mit dem Inkrafttreten der EU-Verordnung oder später geschaffen würden. Die bereits zitierten Ausführungen der Kommission, dass die Mitgliedstaaten befugt wären, Kennzeichnungssysteme beizubehalten oder weiterzuentwickeln, könnte darauf hindeuten, dass nur bereits existierende Nachhaltigkeits-Label einen Bestandsschutz haben sollen. Dagegen spricht, dass ein *Grandfathering*-Ansatz weder in den Verordnungsvorschriften noch in den Erwägungsgründen ersichtlich ist. Die Kommission geht vielmehr an anderer Stelle in der Begründung des Verordnungsvorschlags davon aus, dass die Mitgliedstaaten mit der Einführung des EU-Rechtsrahmens eigene Label schaffen, die auch dann weiter bestehen können sollen, falls die EU ein EU-weites Eco-Label entwickeln sollte.⁵⁹⁶ Der EU-Kommission geht es mit dem Vorschlag für eine Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen vor allem darum, zu verhindern, dass die Mitgliedstaaten eigene Taxonomien zur Klassifizierung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten entwickeln.⁵⁹⁷ Ein nationales Nachhaltigkeitslabel, das auf der europäischen Taxonomie beruht, stünde damit im Einklang.

Es kann damit festgehalten werden, dass der deutsche Gesetzgeber befugt wäre, ein nationales Label für grüne Finanzprodukte zu schaffen. Die von der Kommission vorgeschlagene Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen würde nicht entgegenstehen. Der deutsche Gesetzgeber müsste allerdings den Rechtsrahmen des EU-Rechts für ökologisch nachhaltige Finanzprodukte, insbesondere die Taxonomie zur ökologischen Nachhaltigkeit von Wirtschaftsaktivitäten, zugrunde legen.

Rechtstechnisch wird dies in Art. 1 Abs. 2 VO-Rechtsrahmen-KOM umgesetzt. Nach dieser Vorschrift „gilt“ die Verordnung „für a) von den Mitgliedstaaten oder der Union verabschiedete Maßnahmen zur Festlegung von Anforderungen an Marktteilnehmer in Bezug auf Finanzprodukte oder Unternehmensanleihen, die als ökologisch nachhaltig vermarktet werden; b) Finanzmarktteilnehmer, die Finanzprodukte als ökologisch nachhaltige Investitionen oder Investitionen mit ähnlichen Merkmalen anbieten.“

Der Begriff des Finanzprodukts wird erstmals als zentraler Begriff in das europäische Kapitalanlage-recht eingeführt. Die Begriffsbestimmung ist in der VO-Transparenz-KOM vorgesehen, auf die die VO-Rechtsrahmen-KOM verweist.⁵⁹⁸ Als Finanzprodukt i.S.d. Art. 1 Abs. 2 VO-Rechtsrahmen-KOM wäre insbesondere ein OGAW und ein AIF zu verstehen. Wenn ein Mitgliedstaat für einen ökologisch nachhaltigen OGAW oder AIF ein Label vorsehen will, würde daher die Verordnung über den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments Anwendung finden.⁵⁹⁹

⁵⁹⁵ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 5.

⁵⁹⁶ Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 14.

⁵⁹⁷ Vgl. Erwägungsgrund 9 Satz 4-7 VO-Rechtsrahmen-KOM.

⁵⁹⁸ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. c) VO-Rechtsrahmen-KOM i.V.m. Art. 2 lit. j) VO-Transparenz-KOM: „Finanzprodukt eine Portfolioverwaltung, einen AIF, ein IBIP, ein Altersvorsorgeprodukt, ein Altersversorgungssystem oder einen OGAW“.

⁵⁹⁹ Eine andere Frage ist, ob die Verordnung auch für die von der Finanzindustrie entwickelten Labels gelten würde. Der Wortlaut ist nicht eindeutig. Art. 1 Abs. 2 lit. a) VO-Transparenz-KOM bezieht sich auf „von den Mitgliedstaaten oder der Union verabschiedete Maßnahmen“, Art. 1 Abs. 2 lit. b) VO-Transparenz-KOM sieht diese Einschränkung aber nicht vor, sondern besagt, dass die Verordnung für Finanzmarktteilnehmer gilt.

3.5.1.2 Konzeption des Kommissionsentwurfs

Die Europäische Kommission hat die Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen am 24. Mai 2018 vorgeschlagen. Es ist einstweilen nicht absehbar, wann die Verordnung vom europäischen Gesetzgeber verabschiedet werden wird. Für die weitere rechtspolitische Diskussion über ein Label für grüne Fonds soll der Verordnungsentwurf aber berücksichtigt werden. Es ist nicht erforderlich, die Vorschriften im Detail darzustellen. Im Folgenden ist aber aufzuzeigen, welche Aspekte der Verordnung für eine nationale Label-Regulierung relevant wären.

Festzuhalten ist im Ausgangspunkt, dass Art. 5 VO-Rechtsrahmen-KOM sechs Umweltziele bestimmt. Art. 3 VO-Rechtsrahmen-KOM, regelt unter welchen Voraussetzungen eine Wirtschaftstätigkeit erheblich zu den Umweltzielen beiträgt. Eine der vier Voraussetzungen lautet, dass die Wirtschaftstätigkeit nach Maßgabe der Art. 6-11 VO-Rechtsrahmen-KOM wesentlich zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umweltziele beiträgt. Es ist folglich für jedes Umweltziel eine eigene Vorschrift vorgesehen, die prinzipienartig bestimmt, unter welchen Voraussetzungen eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum betreffenden Umweltziel leistet. Die Grundsätze werden ergänzt durch technische Evaluierungskriterien, die in delegierten Rechtsakten der Kommission geregelt werden sollen. Der Kommission wird in Art. 6 Abs. 2-4, 7 Abs. 2-4, 8 Abs. 2-4 und 9 Abs. 2-4, 10 Abs. 2-4 und 11 Abs. 2-4 VO-Rechtsrahmen-KOM die Befugnis eingeräumt, diese Kriterien in einem delegierten Rechtsakt festzulegen.

Die Kommission soll beim Erlass der delegierten Rechtsakte durch eine „Plattform für nachhaltiges Finanzwesen“ unterstützt werden (Art. 15 VO-Rechtsrahmen-KOM). Dabei handelt es sich um eine Multi-Stakeholder-Plattform, der Vertreter europäischer Agenturen,⁶⁰⁰ der Europäischen Investitionsbank, des Europäischen Investitionsfonds und Stakeholder⁶⁰¹ angehören sollen. Die Plattform soll eine beratende Funktion haben. Ein Vorbild für diese Plattform gibt es im europäischen Finanzmarktrecht nicht. Hintergrund dieser Ausgestaltung der Rechtssetzung dürfte sein, dass einerseits die ESAs keine gewachsene Expertise in ökologischen Angelegenheiten haben, andererseits die Europäische Umweltagentur über keine gewachsene Expertise zum Finanzmarktrecht verfügt.

Der Kommissionsentwurf beschränkt sich einstweilen darauf, Umweltziele zu bestimmen und Kriterien für ökologisch nachhaltige Tätigkeiten festzulegen. Auf soziale Ziele und sozial nachhaltige Tätigkeiten geht er nicht ein; eine Sozialtaxonomie ist nicht vorgesehen. In der Zukunft soll aber geprüft werden, ob die Verordnung auf soziale Nachhaltigkeitsziele ausgedehnt werden sollte.⁶⁰²

3.5.1.2.1 Umweltziele

Art. 5 VO-Rechtsrahmen-KOM legt „für die Zwecke dieser Verordnung“ folgende Umweltziele fest:

- a) Klimaschutz;
- b) Anpassung an den Klimawandel;
- c) Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen;
- d) Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und Recycling;
- e) Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung;
- f) Schutz gesunder Ökosysteme.

Die Umweltziele sind durch das Pariser Abkommen inspiriert.⁶⁰³

⁶⁰⁰ Europäische Umweltagentur; Europäische Aufsichtsbehörden (ESAs).

⁶⁰¹ Sachverständige, die einschlägige private Interessenträger vertreten; *ad personam* ernannte Sachverständige.

⁶⁰² Vgl. Erwägungsgrund 35 VO-Rahmen-KOM.

⁶⁰³ Vgl. Begr. S. 11.

3.5.1.2.2 Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten

Art. 3 VO-Rechtsrahmen-KOM verfügt, dass eine Investition zum Zweck der Ermittlung des Grades der ökologischen Nachhaltigkeit als ökologisch nachhaltig gilt, wenn die folgenden vier Kriterien erfüllt sind:

- a) Die Wirtschaftstätigkeit muss wesentlich zur Verwirklichung eines oder mehrerer der in Art. 5 VO-Rechtsrahmen-KOM festgelegten Umweltziele beitragen. Dies bestimmt sich im Einzelnen nach den in Art. 6 bis 11 VO-Rechtsrahmen-KOM vorgesehenen Vorschriften.
- b) Die Wirtschaftstätigkeit darf zu keiner erheblichen Beeinträchtigung der Umweltziele führen.⁶⁰⁴
- c) Die Wirtschaftstätigkeit muss unter Einhaltung eines Mindestschutzes ausgeübt werden. Damit sind gem. Art. 13 VO-Rechtsrahmen-KOM bestimmte internationale Abkommen gemeint.
- d) Die Wirtschaftstätigkeit muss im Einklang mit technischen Evaluierungskriterien stehen. Diese Kriterien werden von der Kommission in delegierten Rechtsakten festgelegt.

Von besonderem Interesse sind die Vorschriften über den wesentlichen Beitrag zu einem Umweltziel. Es ist an dieser Stelle nicht erforderlich, sie umfassend darzustellen. Es soll aber exemplarisch anhand der in Art. 6 VO-Rechtsrahmen-KOM vorgesehenen Vorschrift über den wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz aufgezeigt werden, wie die Regelungen konzipiert sind.

Im ersten Absatz wird zunächst prinzipienartig bestimmt, unter welchen Voraussetzungen eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Umweltziel leistet. Bezüglich des Klimaschutzes ist dies wie folgt formuliert:

„Eine Wirtschaftstätigkeit leistet einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz, wenn sie wesentlich dazu beiträgt, die Treibhausgaskonzentrationen in der Atmosphäre auf einem Niveau zu stabilisieren, auf dem eine gefährliche anthropogene Störung des Klimasystems verhindert wird, indem auf einem der folgenden Wege, einschließlich durch Prozess- oder Produktinnovationen, Treibhausgasemissionen vermieden oder verringert werden oder der Abbau von Treibhausgasen verstärkt wird.“

Im nächsten Satz werden dann mit höherer Granularität die potentiellen Wege aufgezeigt:

- a) Erzeugung, Speicherung oder Nutzung erneuerbarer Energien oder klimaneutraler Energien (einschließlich kohlenstoffneutraler Energie), unter anderem durch den Einsatz innovativer Technologien mit Potenzial für erhebliche zukünftige Einsparungen oder durch einen notwendigen Netzausbau;
- b) Steigerung der Energieeffizienz;
- c) Ausbau sauberer oder klimaneutraler Mobilität;
- d) Umstellung auf erneuerbare Materialien;
- e) verstärkte Nutzung von Kohlenstoffabscheidung und -speicherung;
- f) schrittweise Einstellung anthropogener Emissionen von Treibhausgasen, auch aus fossilen Brennstoffen;
- g) Einrichtung der für die Dekarbonisierung der Energiesysteme erforderlichen Energieinfrastruktur;
- h) Erzeugung sauberer und effizienter Kraftstoffe aus erneuerbaren oder kohlenstoffneutralen Quellen.

⁶⁰⁴ Auch dies ist in einer eigenen Vorschrift, Art. 12 VO-Rechtsrahmen-KOM, detailliert geregelt.

Schließlich ist in Art. 6 Abs. 2 VO-Rechtsrahmen-KOM bestimmt, dass die Kommission konkretisierende Bestimmungen trifft, und zwar in „delegierte(n) Rechtsakte(n)

- a) zur Ergänzung von Absatz 1, um technische Evaluierungskriterien festzulegen, anhand deren bestimmt wird, unter welchen Bedingungen für die Zwecke dieser Verordnung davon auszugehen ist, dass eine bestimmte Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz leistet;
- b) zur Ergänzung von Artikel 12, um technische Evaluierungskriterien für jedes relevante Umweltziel festzulegen, damit festgestellt werden kann, ob für die Zwecke dieser Verordnung davon auszugehen ist, dass eine Wirtschaftstätigkeit, für die gemäß Buchstabe a dieses Absatzes Evaluierungskriterien festgelegt werden, eines oder mehrere dieser Ziele erheblich beeinträchtigt.“

Die technischen Evaluierungskriterien sollen also sowohl in positiver (Bestimmung bestimmter Tätigkeiten als nachhaltig) als auch in negativer Hinsicht (Ausschluss bestimmter Tätigkeiten als nicht nachhaltig) nutzbar gemacht werden können. Schließlich ist in Art. 14 VO-Rechtsrahmen-KOM geregelt, welchen Anforderungen die technischen Evaluierungskriterien genügen müssen. Diese Anforderungen sind nicht Umweltziel-spezifisch.

3.5.1.3 Zwischenergebnisse

Die Europäische Kommission will die ökologische Nachhaltigkeit von Wirtschaftstätigkeiten einheitlich definieren. Es soll für das gesamte Finanzmarktrecht ein einheitliches Verständnis entwickelt werden. Dies wird in Art. 4 Abs. 1 VO-Rechtsrahmen-KOM umgesetzt, indem die Mitgliedstaaten auf das europäische Kennzeichnungssystem verpflichtet werden: „Die Mitgliedstaaten wenden die in Artikel 3 genannten Kriterien zur Bestimmung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten für die Zwecke aller Maßnahmen an, mit denen sie Anforderungen an die Marktteilnehmer in Bezug auf als ‚ökologisch nachhaltig‘ bezeichnete Finanzprodukte oder Unternehmensanleihen festlegen.“

Wenn der deutsche Gesetzgeber ein grünes Label für Fonds schaffen würde, müsste er daher auf die „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ rekurrieren. Ein nationales Label wäre folglich teilweise unionsrechtlich determiniert. Es bliebe aber ein weitreichender Gestaltungsspielraum, denn die VO-Rechtsrahmen-KOM beschränkt sich darauf, die Kriterien zur Bestimmung der ökologischen Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit zu regeln.

Zunächst ist festzuhalten, dass die Art des Labels nicht unionsrechtlich vorgezeichnet wäre. Deutschland könnte ein übergreifendes, alle sechs Umweltziele berücksichtigendes Label schaffen. Es könnten aber auch für jedes Umweltziel eigene Label (Label Klimaschutz; Label Anpassung an den Klimawandel; etc.). konzipiert werden.

Sodann bestünde Gestaltungsspielraum bezüglich der Vorgaben über die Zusammensetzung des Fonds als Qualifikationsvoraussetzung für das Label. Dies hat die Europäische Kommission in der Begründung ihres Verordnungsvorschlags ausdrücklich anerkannt.⁶⁰⁵ Der deutsche Gesetzgeber müsste zugrunde legen, dass die Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten in Art. 3 der „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ bestimmt sind.

⁶⁰⁵ Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investments, COM(2018) 353 final, 24.5.2018, S. 5: „Flexibilität [...] in Bezug auf den Grad, in dem das angebotene Finanzprodukt Vermögenswerte enthält, die nach dem EU-Klassifizierungssystem als ökologisch nachhaltig gelten.“

Schließlich bliebe das Zertifizierungsverfahren jedenfalls solange ganz in den Händen des deutschen Gesetzgebers, wie die Union kein eigenes Label entwickelt hat.⁶⁰⁶ Dies schließt auch die Überwachung und Kontrolle ein. Eine Reform in Deutschland wird einerseits das gewachsene Zertifizierungssystem in Gestalt des Blauen Engels berücksichtigen. Andererseits dient das französische Regime als Quelle der Inspiration.

3.5.2 Unionsrechtliche Anforderungen

Ob die Zertifizierung den Anforderungen des Unionsrechts, insbesondere der Grundfreiheiten, entspricht, wird im Folgenden für eine nationale Regelung unabhängig davon untersucht, ob, in welchem Umfang und mit welchem Inhalt sie künftig unionsrechtlich determiniert wird. Die dabei erhobenen Befunde können in dem Maße jedoch auch im Falle einer unionsrechtlichen Regelung Geltung beanspruchen, als europäische und nationale Zertifikate einer einheitlichen „Taxonomie“ unterliegen sollen und die Union und die Mitgliedstaaten an grundfreiheitsrechtliche Standards gleichermaßen gebunden sind⁶⁰⁷.

3.5.2.1 Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit

3.5.2.1.1 Grundfreiheitsverpflichtung und Wirkungsweise der Grundfreiheiten

Ob und in welcher Weise Zertifikate die Kapitalverkehrs- und u.U. auch die Dienstleistungsfreiheit⁶⁰⁸ beeinträchtigen können, hängt von ihrer Ausgestaltung und der Art der Beteiligung staatlicher Stellen an der Zertifizierung ab. Grundsätzlich binden Grundfreiheiten die Mitgliedstaaten,⁶⁰⁹ insbesondere beim Erlass von Gesetzen, die sich mit Fragen der Zertifizierung befassen oder an sie Rechtsfolgen knüpfen. Unabhängig hiervon ist es dem Mitgliedstaat grundsätzlich verwehrt, in irgendwelcher Form, und sei es durch Realhandlungen, an Aktionen Privater zu beteiligen, die sich in einer Beschränkung der Grundfreiheiten manifestieren.⁶¹⁰ Selbst wenn der Staat nicht aktiv an solchen Aktionen beteiligt ist, trifft ihn, wenn er eine rechtliche Plattform für die Zertifizierung eingerichtet hat, eine grundfreiheitliche Schutzpflicht⁶¹¹ dafür, dass das Handeln der auf dieser agierenden (und staatlicherseits autorisierten) Zertifizierer im Einklang mit den Grundfreiheiten steht. Selbst dann, wenn keine gesetzliche Grundlage für Zertifikate vorhanden ist und die Zertifizierer keiner staatlichen Autorisierung bedürfen, können Grundfreiheiten maßstäblich sein. Der EuGH hat wiederholt festgehalten, dass private Akteure, die mit ähnlicher Verbindlichkeit wie staatliche Stellen „Recht“ setzen, dabei unmittelbar an die Grundfreiheiten gebunden sind.⁶¹² Dies ist bei der Erteilung von Zertifikaten durch Private, mit denen ein bestimmter Standard autoritativ bescheinigt wird, anzunehmen.⁶¹³ Festgehalten werden kann jedenfalls, dass Grundfreiheiten unabhängig davon, ob die Zertifizierung gesetzlich geregelt wird (und werden muss) oder nicht, einen rechtlichen Prüfungsmaßstab bilden.

⁶⁰⁶ Wenn die EU ein Nachhaltigkeitslabel für Finanzprodukte schafft, kann das nationale Kennzeichnungssystem weiterbestehen, vorausgesetzt, dass es mit dem EU-Umweltrecht in Einklang steht (vgl. Art. 11 (EG) Nr. 66/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 über das EU-Umweltzeichen, Abl. EU Nr. L 27 vom 30.01.2010. S. 1).

⁶⁰⁷ Siehe *Terhechte*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 63. EL (2017), Art. 3 EUV Rn. 40; zusammenfassend *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 36 AEUV Rn. 104 ff., der allerdings eine Bindung der Union an die Grundfreiheiten im Ergebnis ablehnt.

⁶⁰⁸ Zur Frage, welche der beiden Grundfreiheiten wann anwendbar ist, siehe bereits oben in Abschnitt 2.3.2.

⁶⁰⁹ Einhellige Ansicht; siehe statt aller *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 36 AEUV Rn. 104.

⁶¹⁰ EuGH, Rs. 249/81, ECLI:EU:C:1982:402 – *Buy Irish*.

⁶¹¹ Siehe aus der Rspr. EuGH, Rs. C-265/95, ECLI:EU:C:1997:595 – *Kommission ./. Frankreich (Spanische Erdbeeren)*; Rs. C-415/93, ECLI:EU:C:1995:463 – *Bosman*. Zusammenfassend *Kingreen*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 36 AEUV Rn. 12.

⁶¹² EuGH, Rs. C-438/05, ECLI:EU:C:2007:772 – *Viking*; Rs. C-341/05, ECLI:EU:C:2007:809 – *Laval un Partneri*.

⁶¹³ Vgl. EuGH, Rs. C-171/11, ECLI:EU:C:2012:453, Rn. 24 ff. – *DVGW*.

3.5.2.1.2 Grenzüberschreitende Wirkungen

Der Anwendungsbereich aller Grundfreiheiten ist immer nur dann eröffnet, wenn ein grenzüberschreitender Bezug gegeben ist, die in Rede stehende Maßnahme also nicht nur im Mitgliedstaat selbst wirkt. Eine Zertifizierungsmöglichkeit (oder -pflicht) ist also nur dann an den Grundfreiheiten zu messen, wenn sie sich auch auf ausländische Anbieter auswirkt oder aber Inländer von der Entfaltung wirtschaftlicher Aktivitäten im Ausland abhält (sog. Ausgangsfreiheit).

Es ist davon auszugehen, dass Bestimmungen über die Zertifizierung von Finanzprodukten – anders als Regelungen über Berichtspflichten – auch für ausländische Anbieter gelten sollen, die auf deutschen Finanzmärkten tätig sind. Bereits dann handelt es sich nicht mehr um einen rein nationalen Sachverhalt, sondern um einen solchen, der aufgrund seiner grenzüberschreitenden Effekte an den Grundfreiheiten zu messen ist. Schließlich wirkt sich die Möglichkeit der bzw. die Pflicht zur Zertifizierung auch auf ausländische Finanzintermediäre aus. Dies wäre aber sogar dann der Fall, wenn nur Produkte deutscher Finanzmarktakteure der Zertifizierung nach nationalem Recht zugänglich wären. Denn Zertifikate, insbesondere die hier betrachteten Umweltzertifikate, dienen nicht nur der Verge-
wisserung, dass Umweltstandards erfüllt sind, sondern fördern und erleichtern auch die Vermarktung der zertifizierten Finanzprodukte bei denjenigen, die auf umweltfreundliche Finanzanlagen achten. Wird einem ausländischen Finanzprodukt die Möglichkeit einer Zertifizierung in Deutschland vorenthalten, wirkt sich dies im Ergebnis ebenfalls auf den Handel zwischen Mitgliedstaaten aus. Eine solche Regelung wäre angesichts der positiven Effekte der Zertifizierung deshalb auch keine tatbestandslose „Inländerdiskriminierung“.⁶¹⁴

3.5.2.1.3 Betroffene Grundfreiheiten

Die betroffenen Grundfreiheiten unterscheiden sich nicht wesentlich von denjenigen, an denen die Einführung von umweltbezogenen Berichtspflichten zu messen wäre.⁶¹⁵ Insoweit allerdings, als auch ausländische Fondsanbieter in den Geltungsbereich einer nationalen Regelung einbezogen sind, können die Kapitalverkehrs- und die Dienstleistungsfreiheit auf mehreren Ebenen betroffen sein: mit Blick auf Fonds, die ihren Sitz im Unionsausland haben, und – indirekt – mit Blick auf Anleihen oder Anlagen dritter Finanzmarktdienstleister aus der Union, die die Anbieter von Finanzprodukten im Portfolio haben. Will der ausländische Finanzdienstleister einen Fonds nach deutschem Recht gründen, kann auch die Niederlassungsfreiheit (sekundäre Niederlassung) betroffen sein. Anbieter aus Drittstaaten sind nicht in ihrer Dienstleistungsfreiheit und auch nicht in ihrer Niederlassungsfreiheit, aber in der Kapitalverkehrsfreiheit betroffen, die – wie an anderer Stelle dargelegt⁶¹⁶ – auch für den Kapitaltransfer zwischen der Union und dritten Staaten gilt.

Ein divergierender Prüfungsmaßstab ergibt sich hieraus nicht. Denn jedenfalls in der Binnenmarktkonstellation, also bei grenzüberschreitender wirtschaftlicher Tätigkeit zwischen mindestens zwei Mitgliedstaaten, hat sich eine weitgehend äquivalente Schrankendogmatik herausgebildet (Konvergenz der Grundfreiheiten).⁶¹⁷ Dies gilt nicht uneingeschränkt für die Kapitalverkehrsfreiheit, weil diese (sowie die Zahlungsverkehrsfreiheit) – anders als die anderen in Frage kommenden Grundfreiheiten – auch im Verhältnis zu Drittstaaten gilt. Allerdings hat der EuGH insoweit sogar angedeutet, dass er in diesem Fall auch Rechtfertigungen akzeptieren wird, die er in der Binnenmarktkonstellation nicht goutiert. So hat er zum einen betont, dass sich der Kapitalverkehr mit Drittstaaten in einem anderen

⁶¹⁴ Zur Tatbestandslosigkeit von Inländerdiskriminierungen siehe EuGH, Rs. 98/86, ECLI:EU:C:1987:89, Rn. 7, 9 – *Mathot*; verb. Rs. 35 und 36/82 ECLI:EU:C:1982:368, Rn. 13 ff. – *Morson und Jhanjan*; zusammenfassend: *Ludwigs*, in: Dausen/Ludwigs (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrechts, 44. EL (2018), E. I. Rn. 38 ff.

⁶¹⁵ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 2.3.2.

⁶¹⁶ Siehe oben Abschnitt 2.3.2.1.

⁶¹⁷ Überblick bei: *Behrens*, EuR 1992, 145; *Jarass*, EuR 2000, 705; kritisch hingegen: *Holst*, EuR 2017, 633.

rechtlichen Rahmen bewege als derjenige zwischen den Mitgliedstaaten, und andererseits ganz allgemein formuliert, dass es sich nicht ausschließen lasse, dass „eine Beschränkung des Kapitalverkehrs mit dritten Ländern aus einem bestimmten Grund gerechtfertigt ist, auch wenn dieser Grund keine überzeugende Rechtfertigung für eine Beschränkung des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten darstellen würde“.⁶¹⁸ Mit anderen Worten: Im Zweifel sind die Gestaltungsspielräume der Mitgliedstaaten insoweit weiter als in der reinen Binnenmarktkonstellation.

3.5.2.1.4 Art der Beschränkung

Eine gesetzliche Regelung, die ausländische Fondsanbieter von der Möglichkeit ausschließen würde, ein Umweltzertifikat zu erwerben, würde diese offen diskriminieren. Ob eine solche Regelung noch zielführend wäre, muss bezweifelt werden, da mit ihr ein Teil des deutschen Fondsmarktes – wenn auch in einer Größenordnung von weniger als 10 % des Marktvolumens⁶¹⁹ – nicht zertifizierungsfähig wäre. Dann wäre aber schon an der Eignung einer solchen Regelung, umweltfreundliche von möglicherweise weniger umweltfreundlichen Anlagen zu unterscheiden, zu zweifeln. Auch zugunsten der Erforderlichkeit eines Ausschlusses ausländischer Anbieter ließe sich wenig darlegen. Deren Zertifizierung ist nicht umständlicher und aufwändiger als die Zertifizierung inländischer Akteure. Auch kann Deutschland die Fondsanbieter nicht auf die Möglichkeit verweisen, im Heimatstaat ein Zertifikat zu erlangen: Selbst dann, wenn die Standards durch die geplante Verordnung nunmehr vereinheitlicht werden („Taxonomie“) und das ausländische Zertifikat vergleichbare Umweltstandards bescheinigt, bleibt der nationale Bekanntheitsgrad eines inländischen Zertifikats für die Anlageentscheidung von großer Relevanz. Deutschland wird sich also schon aus rechtlichen Gründen daran gehindert sehen, ausländische Fonds von einer zertifizierungsbezogenen Regelung auszuschließen – von der rechtspolitischen Signalwirkung ganz zu schweigen. Ob sich diese Beurteilung ändert, wenn die Union, wie geplant, ein eigenes Zertifikat begründet, ist zu bezweifeln: Das Unionszertifikat soll neben die nationalen Zertifikate treten, ohne sie zu verdrängen. Damit aber wird supponiert, dass nationale Zertifikate – ungeachtet eines unionsrechtlich intendierten „*Streamlining*“ von Standards – als Orientierungsgrößen ihren marktbezogenen Eigenwert behalten. Somit wird Deutschland auch künftig ausländische Anbieter nicht mit der Begründung von der Zertifizierung ausschließen können, es bleibe ihnen ja unbenommen, das europäische Zertifikat oder dasjenige ihres Heimatstaats zu erwerben, zumal die Verordnung den Mitgliedstaaten aller Voraussicht nach nicht vorschreiben wird, ein nationales Zertifikat einzuführen.

Gilt eine künftige Regelung über Umweltzertifikate für Finanzprodukte (wie anzunehmen ist) für alle Anbieter auf dem deutschen Markt ungeachtet ihrer Rechtsform und ihres Sitzes, diskriminiert sie also nicht, kann eine nichtdiskriminierende Beschränkung der angesprochenen Grundfreiheiten vorliegen. Wie bereits an früherer Stelle erwähnt, ist der (an der *Dassonville*-Formel⁶²⁰ angelehnte) Beurteilungsmaßstab hierfür, ob durch eine Maßnahme der grenzüberschreitende Verkehr (von Dienstleistungen oder Kapital) unmittelbar oder mittelbar, tatsächlich oder potenziell beschränkt wird.⁶²¹ Ohne weiteres ist dies anzunehmen, wenn Anbietern die Zertifizierung zur Pflicht gemacht wird, schon weil der mit einer Zertifizierung verbundene finanzielle und zeitliche Aufwand ausländische Anbieter – potenziell – davor abschreckt, auf dem deutschen Markt tätig zu werden, zu bleiben oder ihre Geschäftstätigkeit hier auszuweiten. Schwieriger zu beurteilen ist der Fall, dass die Zertifizierung freiwillig bleibt: Es bleibt den Anbietern von Finanzprodukten hier anheimgestellt, ob sie eine Umweltzertifizierung vornehmen oder nicht; entscheiden sie sich aber dafür, sind sie den normativen Zertifizierungsstandards

⁶¹⁸ EuGH, Rs. C-101/05, ECLI:EU:C:2007:804, Rn. 32 – 37 – A.

⁶¹⁹ <http://www.institutional-investment.de/content/am-reports/artikel//bvi-zahlen-fondsbranche-erreicht-rekordvermoe-gen-von-ueber-3-billionen-euro.html>

⁶²⁰ EuGH, Rs. 8/74, ECLI:EU:C:1974:82, Rn. 5 – *Dassonville*.

⁶²¹ Siehe hierzu bereits oben Abschnitt 2.3.2.2.

unterworfen. Mit der gesetzlichen Umhegung der Zertifizierung scheint auf den ersten Blick keine Beschränkung der Marktprozesse einherzugehen, wird doch für einen Vorgang zwischen Privaten nur ein „Gefäß“ bereitgestellt. So schlicht liegen die Dinge jedoch nicht. Der Beschränkungsmaßstab ist nämlich insoweit ausgesprochen weit, als auch eine mittelbar wirkende Maßnahme als Beschränkung von Grundfreiheiten anzusehen ist. Wenn das Ziel einer gesetzlichen Zertifizierungsregelung also darin besteht, umweltfreundliche Anlagen von weniger umweltfreundlichen unterscheidbar zu machen und damit eine Grundlage für den Erwerb von Fondsanteilen auf dem Markt zu schaffen, wird ökonomischer Druck zur Zertifizierung auf jene Anbieter ausgelöst, deren Finanzprodukte sich für das Zertifikat prinzipiell qualifizieren: Ohne ein solches sind sie schlechter zu vermarkten; umweltbewusste Anleger werden vor einem ökologisch ausgerichteten Fonds zurückschrecken, wenn er das Umweltlabel nicht trägt. Die intendierte Wirkung auf das Konsumentenverhalten erzeugt also „peer pressure“ in Richtung Zertifizierungsaufwand, was als mittelbare Erschwerung des grenzüberschreitenden Kapital- bzw. Dienstleistungsverkehrs anzusehen ist. Dies gilt aber auch mit Blick auf jene Anbieter, die sich nicht für ein Zertifikat qualifizieren können: Sie werden dann zwar nicht dazu veranlasst, den Aufwand eines Zertifizierungsverfahrens zu betreiben, das Fehlen eines verkaufsfördernden Zertifikats kann sich aber auf dem Markt als ein Stigma erweisen, das geeignet ist, sie von der Begründung, Fortsetzung oder Intensivierung ihrer Tätigkeit auf dem deutschen Finanzmarkt abzuschrecken.

3.5.2.1.5 Rechtfertigung der Beschränkung

3.5.2.1.5.1 Umwelt- und Verbraucherschutz

Nichtdiskriminierende Beschränkungen von Grundfreiheiten lassen sich, wie an anderer Stelle bereits dargelegt, mit zwingenden Gründen (des Gemeinwohls) rechtfertigen, in deren Lichte die Beschränkung verhältnismäßig sein muss (*Gebhard*-Standard).⁶²² Die Zertifizierung hat, ebenso wie etwaige Berichtspflichten, zum Ziel, umweltfreundliche Finanzanlagen zu identifizieren und damit an ökologischen Anlageprodukten interessierten Investoren die Anlage zu erleichtern, aber auch, die Umweltfreundlichkeit von Fonds insgesamt zu fördern. Dies wird durch die „Prämiierung“, als welche das Umweltlabel aufgefasst wird, sichtbar. Insofern bietet sich der Umweltschutz als rechtfertigender Belang an, flankiert aber auch hier durch den Verbraucher- bzw. Anlegerschutz vor disruptiven Risiken für Wertpapieranlagen durch Umweltgefahren – deren mögliches Vorhandensein daraus kenntlich wird, dass ein Finanzprodukt ein Umweltlabel nicht erhalten hat oder nicht erneut erhält. Sowohl Umwelt-, als auch Verbraucherschutz sind, wie im ersten Teil des Gutachtens festgehalten worden ist,⁶²³ zwingende Gründe, die eine Beschränkung von Grundfreiheiten rechtfertigen können, und im vorliegenden Fall auch einschlägig.

3.5.2.1.5.2 Geeignetheit

Mit den Regelungen soll das Bewusstsein für die Umwelterheblichkeit von Investitionen, insbesondere Portfolioinvestitionen, geschärft werden; Anleger sollen ressourcenschonende und schadstoffbegrenzende Produkte oder Dienstleistungen, die verbrieft werden, als „gute Investition“ betrachten. Zudem soll die Zertifizierung (wenn auch nur indirekt) über mögliche Risiken Auskunft geben, die daraus resultieren, dass die Finanzanlagen nicht hinreichend dem Ziel einer nachhaltigen Wirtschaft dienen – bis hin zu disruptiven Effekten. Die Erteilung eines Zertifikats (Ökolabel) ist zwar nicht einer Garantie für die Abwesenheit solcher Risiken gleichzusetzen, zumal in der Regel nicht gefordert werden kann, dass das gesamte Portfolio ökologischen Maßstäben entspricht, doch kann das Label einen ersten Orientierungspunkt für eine Investitionsentscheidung geben. Der Gegenschluss gilt allerdings nicht: Solange die Zertifizierung nicht verbindlich ausgestaltet wird, kann das Fehlen eines Ökolabels nicht als Beleg für die Umweltschädlichkeit einer Anlage betrachtet werden, sondern attestiert nur, dass ein solches Risiko nicht ausgeschlossen ist. Insoweit jedenfalls, als Anbietern von nachhaltigen Fonds die

⁶²² Vgl. EuGH, Rs. C-55/94, ECLI:EU:C:1995:411 – *Gebhard*.

⁶²³ Siehe oben Abschnitt 2.3.2.3.

ökologische Zertifizierung ermöglicht wird, wäre eine diese Zertifizierung arrondierende gesetzliche Regelung den Umweltzielen und letztlich auch dem Anlegerschutz förderlich. Dies bestätigen auch Verbraucheranalysen bei bereits etablierten Zertifikaten wie dem „Blauen Engel“.⁶²⁴

3.5.2.1.5.3 *Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit*

Die Maßnahme muss die am wenigsten beschränkende unter allen gleichermaßen geeigneten Optionen sein (Erforderlichkeit) und darf nicht außer Verhältnis stehen zum Regelungsziel (Angemessenheit).⁶²⁵ Die beschränkende Wirkung einer normativen Regelung, die Zertifizierung nicht verbindlich vorschreibt und an die erfolgte Zertifizierung keine wesentlichen Rechtsfolgen knüpft, wäre sehr moderat. Es würde ein gesetzlicher Rahmen für Vorgänge geschaffen, die womöglich auch gesetzessfrei zwischen Privatrechtssubjekten stattfinden könnten. Sinnvoll wäre eine gesetzliche Regelung allerdings nur, wenn nicht nur – deklaratorisch – das Recht der Zertifizierer zur Vergabe eigener Zertifikate bestätigt wird, sondern sie sich auf die Erteilung eines landesweit einheitlichen Zertifikats in der Art des „Blauen Engels“ bezieht. Solange dies nicht mit einem Verbot anderer, privater, Umweltzertifikate einhergeht, wirkt eine solche Regelung gegenüber ausländischen Fondsanbietern nur wenig beschränkend. Sie hätte vornehmlich zur Folge, dass ein Zertifikat von besonderer Autorität und hohem Vergleichswert entstünde. Insoweit lässt sich der Effekt, der von dem „Grünen Bullen“ ausgehen soll, mit dem von klassischen Umweltlabels, die sich auf Kaufgegenstände beziehen, vergleichen: In beiden Fällen sollen Kaufentscheidungen vereinfacht und beeinflusst werden.

Eine verpflichtende Zertifizierung – die, soweit ersichtlich, nicht ins Auge gefasst ist – wäre mit einer wesentlich höheren Eingriffsintensität verbunden; sie wäre für das Erreichen des Regelungsziels allerdings insoweit besser geeignet als eine freiwillige Zertifizierung, als die Nichterteilung des Zertifikats dann ganz eindeutig den Schluss zuließe, dass ein Finanzprodukt den normativen Anforderungen an ökologische Nachhaltigkeit nicht genügt. Ob eine verbindliche Zertifizierung noch als angemessen angesehen werden könnte, muss schon angesichts des finanziellen und zeitlichen Aufwands, der mit ihr verbunden ist, bezweifelt werden, zumal ökologische Nachhaltigkeit nur eines von mehreren denkbaren Anlagekriterien darstellt, bei den meisten Anlegern nicht im Vordergrund stehen dürfte und durch ein solches Verfahren überakzentuiert würde. Zudem ist das Zusammenspiel mit einer künftigen Auskunftspflicht zu berücksichtigen: Fonds sowohl zu einem Nachhaltigkeitsbericht als auch zur umweltbezogenen Zertifizierung zu verpflichten, könnte angesichts des identischen Regelungsziels übermäßig belastend und im Ergebnis daher unverhältnismäßig erscheinen. Ob und wann dies der Fall ist, hängt von der konkreten Ausgestaltung der Regelungen auf beiden Seiten ab und kann hier nicht abstrakt im Einzelnen dargelegt werden.

Gleiches lässt sich für eine fakultative Zertifizierung jedenfalls nicht sagen. Mildere Mittel mit gleicher Eignung zur Erreichung des Regelungszwecks sind nicht denkbar. Im Verhältnis zur sehr moderaten Belastung des grenzüberschreitenden Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs wiegt das Umweltschutzziel, zu dem auch die Erfüllung internationaler Umweltstandards (Klimaschutzübereinkommen) gehört, schwer. Insofern deutet nichts auf die Unverhältnismäßigkeit einer solchen Regelung hin.

3.5.2.1.6 **Zwischenergebnis**

Im Ergebnis steht damit die Einführung einer Zertifizierungsmöglichkeit für Finanzprodukte im Einklang mit den Grundfreiheiten. Hingegen spricht vieles dafür, dass eine Pflicht zur Zertifizierung im Ergebnis unverhältnismäßig wäre und damit gegen die einschlägigen Grundfreiheiten verstoßen würde.

⁶²⁴ https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/378/publikationen/texte_22_2014_komplett_neu.pdf

⁶²⁵ Vgl. Kingreen, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 5. Aufl. (2016), Art. 36 AEUV Rn. 93 ff.

3.5.2.2 Maßgeblichkeit des geplanten unionsrechtlichen Sekundärrechtsrahmens

Bislang sind die aus dem primären Unionsrecht folgenden Anforderungen an die Ausgestaltung eines Umweltlabels für Finanzprodukte herausgearbeitet worden. Da dem Unionsrecht *in toto* Anwendungsvorrang vor dem nationalen Recht zukommt, ist im Folgenden zu fragen, inwieweit Deutschland verpflichtet wäre, bei der Einführung eines nationalen Umweltlabels dem geplanten Sekundärrechtsakt (d.h. die VO-Rechtsrahmen-KOM) Folge zu leisten.

Art. 4 Abs. 1 VO-Rechtsrahmen-KOM verpflichtet die Mitgliedstaaten, „die in Artikel 3 genannten Kriterien zur Bestimmung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten für die Zwecke aller Maßnahmen an[zuwenden], mit denen sie Anforderungen an die Marktteilnehmer in Bezug auf als „ökologisch nachhaltig“ bezeichnete Finanzprodukte oder Unternehmensanleihen festlegen.“ Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen die „europäische Taxonomie“ für Zertifizierung nach nationalem Recht maßgeblich ist. Der Wortlaut des Verordnungsentwurfs ist an diesem Punkt nicht durchweg geglückt; so ist nicht ganz klar, was der Passus „für die Zwecke aller Maßnahmen“ zum Ausdruck bringen soll und was genau den Zweck ausmacht. Klar ist aber, dass die Anwendung der Kriterien des Art. 3 VO-Rechtsrahmen-KOM eine Maßnahme des Mitgliedstaats und die Festlegung von Anforderungen durch den Mitgliedstaat voraussetzt. Dies impliziert nicht, dass der Mitgliedstaat auch die Evaluation bzw. inhaltliche Prüfung der Anforderungen selbst durchzuführen hat. Er muss aber in irgendeiner Form Maßstäbe – inhaltlicher und/oder verfahrensrechtlicher Art – für die Bestimmung der ökologischen Nachhaltigkeit von Finanzprodukten gesetzt haben.

Bei rein privaten Labels ist dies nicht der Fall. So wird etwa das Umweltlabel des Forums Nachhaltige Geldanlage von diesem Fachverband, einem eingetragenen Verein, nach von diesem selbst gesetzten Regeln vergeben. Die mehr als 160 Mitglieder des Vereins umfassen Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen, Ratingagenturen, Investmentgesellschaften, Vermögensverwalter, Finanzberater und Privatpersonen; die öffentliche Hand ist nicht beteiligt.⁶²⁶ Vergibt das Forum auch künftig sein eigenes und nicht das bundesweit vereinheitlichte Label, ist es an die Vorgaben der Verordnung nicht gebunden.

Würde hingegen auf Initiative der Bundesregierung bzw. des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit ein Label („Grüner Bulle“) geschaffen und eine Einrichtung mit der Zertifizierung und Erteilung dieses Labels beauftragt, würde sich dies anders darstellen. Art. 4 Abs. 1 VO-Rechtsrahmen-KOM setzt keine gesetzliche Regelung voraus, sondern gilt für jede Maßnahme eines Mitgliedstaats, mit denen Anforderungen „in Bezug auf“ (also nicht einmal unbedingt für) ökologisch nachhaltige Finanzprodukte festgelegt werden. Hierzu gehört das Label als Kenntlichmachung ebenso wie die Bestimmung der Zertifizierungsstelle und ggf. das von ihr zu beachtende Verfahren. Auch ein Zertifikat nach Art des „Blauen Engels“ würde also den Anforderungen der Verordnung zu genügen haben.

3.5.2.3 Ergebnisse

Eine nationale Regelung, die einen Rechtsrahmen für die freiwillige Zertifizierung von Finanzprodukten als „ökologisch nachhaltig“ schafft, ist mit europäischen Grundfreiheiten grundsätzlich vereinbar. Sie geht mit Beschränkungen der Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit einher, die jedoch von geringem Gewicht und im Lichte des umwelt- und verbraucherpolitischen Regelungsziels verhältnismäßig sind. Die Etablierung einer Zertifizierungspflicht stünde hingegen nicht im Einklang mit den Grundfreiheiten. Bei der Ausgestaltung der Regelungen hat sich Deutschland – unabhängig davon, ob ein Gesetz erlassen wird oder nicht – künftig an den Vorgaben und an der Taxonomie der europäischen Rechtsrahmenverordnung auszurichten.

⁶²⁶ Vgl. <https://forum-ng.org/de/mitglieder-6/fng-mitglieder.html>.

3.5.3 Verfassungsrechtliche Anforderungen

3.5.3.1 Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung

3.5.3.1.1 Verfassungsrechtliche Grundlagen

Ob die Erteilung eines Umweltzertifikats gesetzlich geregelt werden muss oder nicht, hängt davon ab, ob der Gegenstand wesentlich im Lichte der Grundrechtsgeltung ist (sog. Wesentlichkeitsrechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts).⁶²⁷ Eingriffe in Grundrechte bedürfen stets einer gesetzlichen Grundlage; dies folgt aus dem Vorbehalt des Gesetzes als Ausprägung des Rechtsstaatsprinzips und ist in einer Vielzahl von Grundrechten auch explizit verankert (Grundrechtsvorbehalt). Dazu zählt auch die Berufsfreiheit (Art. 12 Abs. 1 GG) als das Grundrecht, auf das sich Anbieter von Finanzprodukten bei ihrer Tätigkeit berufen können. Soll ihre Berufsausübung geregelt werden – womit gemeint ist: wird in sie eingegriffen⁶²⁸ –, ist dies nur durch ein Gesetz oder auf der Basis eines Gesetzes zulässig.

3.5.3.1.2 „Faktischer Grundrechtseingriff“?

3.5.3.1.2.1 Anbieter von Finanzprodukten/Unternehmen

Gesetzliche Vorgaben über die – freiwillige – Zertifizierung von Finanzprodukten und die Vergabe eines Labels geben den Finanzmarktakteuren nichts durch Befehl und Zwang vor und sind aus ihrer Sicht nicht als Grundrechtseingriff im klassischen Sinne zu betrachten.⁶²⁹ Es ist daher zweifelhaft, ob sie die Eingriffsschwelle überhaupt überschreiten.

Allerdings hat die Rechtsprechung des BVerfG den Eingriffsbegriff deutlich erweitert und geht (bei weitgehender Zustimmung der Literatur) bereits dann von einem Eingriff aus, wenn das dem Staat zurechenbare Handeln ein grundrechtlich geschütztes Verhalten ganz oder teilweise unmöglich macht.⁶³⁰ Die Eingriffsschwelle ist, soweit – wie hier – ein nicht-finaler Eingriff in die von Art. 12 Abs. 1 GG geschützte Berufsfreiheit in Rede steht, eher hoch anzusetzen, weil sich nahezu jede gesetzliche Regelung mittelbar auf berufliche Tätigkeiten auswirkt.⁶³¹ Rechtsprechung und h.M. verlangen, um den Schutz von Art. 12 Abs. 1 GG nicht ausufern zu lassen, einschränkend eine „berufsregelnde Tendenz“ der Regelung, um einen nicht-finalen Eingriff annehmen zu können.⁶³² Wenngleich unklar bleibt, anhand welcher abstrakter Maßstäbe diese Frage beurteilt werden soll, ist doch ersichtlich, dass das BVerfG versucht, den Eingriffsbegriff insoweit eher restriktiv zu handhaben. Ein Beispiel für einen Grundrechtseingriff im modernen Sinne ist die Vorgabe, dass ein Bieter tariftreu sein muss, um an einem Verfahren der staatlichen Auftragsvergabe teilnehmen zu können.⁶³³ Von dieser Konstellation unterscheidet sich die hier betrachtete aber darin, dass keine Verbotsfolge ausgesprochen wird: Wer das Label nicht erhält, muss keine rechtlichen Nachteile, wie etwa den Ausschluss von Vergabeverfahren, gewärtigen. Die zu besorgenden Nachteile sind allenfalls indirekter Natur und gehen unmittelbar vom Konsumentenverhalten aus.

Das BVerfG hat sich jüngst mit Fragen einer gesetzlich angeordneten Zertifizierungspflicht auseinandersetzen müssen und in der betreffenden Entscheidung einen Grundrechtseingriff festgestellt.⁶³⁴ Die

⁶²⁷ Vgl. bereits BVerfGE 47, 46, 78 ff.; siehe jüngst auch: BVerfGE 141, 143, 164 ff.

⁶²⁸ Hofmann, in: Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Henneke, GG, 14. Aufl. (2018), Art. 12 Rn. 50 ff.

⁶²⁹ Zu diesem siehe umfassend Sachs, in: Stern (Hrsg.), Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Bd. III/2, 1994, § 78.

⁶³⁰ Vgl. BVerfGE 66, 39, 60; 105, 252, 273; 105, 279, 294 ff.; aus der Literatur siehe etwa Kingreen/Poscher, Grundrechte, 33. Aufl. (2017), Rn. 294.

⁶³¹ Kämmerer, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 12 Rn. 46.

⁶³² BVerfGE 13, 181, 185 f.; 55, 7, 25 f.; 70, 191, 214; 111, 191, 213; aus der Literatur siehe etwa: Kämmerer, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 12 Rn. 46; Wieland, in: Dreier (Hrsg.), GG, Bd. I, 3. Aufl. (2013), Art. 12 Rn. 71.

⁶³³ BVerfGE 116, 202 ff.

⁶³⁴ BVerfGE 141, 143.

Entscheidung betraf allerdings eine Konstellation, die mit der hiesigen nicht vergleichbar ist. Im zu entscheidenden Fall ging es um die Pflicht zur Akkreditierung von Hochschulstudiengängen durch externe Dienstleister.⁶³⁵ Da die (Nicht-)Akkreditierung, sofern sie gesetzlich angeordnet wird, aber direkte und schwerwiegende Auswirkungen auf die Freiheit von Forschung und Lehre hat,⁶³⁶ ist sie nicht mit der Einführung eines Umweltlabels zu vergleichen. Denn bei Letzterem geht es – soweit keine Zertifizierungspflicht statuiert wird – um Konstellationen, in denen die Marktakteure aufgrund autonomer Entscheidungen eine Zertifizierung vorgenommen wird oder nicht.

Allerdings ist in der Rechtsprechung anerkannt, dass auch die Lenkung von Konsumenten als mittelbare Wirkung einer (schlichthoheitlichen) staatlichen Maßnahme Eingriffscharakter annehmen kann.⁶³⁷ Das sei der Fall, wenn der Staat zielgerichtet Rahmenbedingungen zulasten bestimmter Unternehmen verändere, um einen bestimmten Erfolg herbeizuführen, bei der systemimmanenten Verschärfung des marktwirtschaftlichen Konkurrenzdrucks hingegen noch nicht.⁶³⁸ Für die Vergabe des Umweltzeichens „Blauer Engel“ hat das OVG Münster in einem Urteil aus dem Jahre 2001 diese Voraussetzungen für nicht erfüllt erachtet: Sie wirke nicht wirtschaftslenkend, sondern diene dem Umweltschutz und sei insoweit nur ein „Wegweiser“ für diejenigen, die umweltfreundliche Produkte suchten. Die Nichtvergabe des „Blauen Engels“ lasse noch keinen Schluss auf die Umweltschädlichkeit eines Produkts zu. Mit Blick darauf verneint das Gericht einen Grundrechtseingriff, der bei Art. 12 Abs. 1 GG ja auch stets den Nachweis einer „berufsbezogenen Tendenz“ erfordert.⁶³⁹ Das Bundesverfassungsgericht hat bislang keine Gelegenheit erhalten, sich zu dieser Frage zu äußern.

Im Ergebnis kann die Ansicht wenig überzeugen, dass ein Prädikat wie der „Blaue Engel“, das ausschließlich für Waren und Dienstleistungen erteilt wird, deren Anbieter mit Gewinnerzielungsabsicht auf dem Markt aktiv sind, keine spezifisch wettbewerbslenkende Wirkung haben soll. Auch wenn der eigentliche Zweck einer solchen Maßnahme im Schutz der Umwelt besteht, wird er nicht bereits durch Kenntlichmachung der ökologischen Nachhaltigkeit von Gütern und Dienstleistungen verwirklicht, sondern erst dadurch, dass Konsumenten sich auch bevorzugt bzw. verstärkt für jene Produkte entscheiden: Der „Blaue Engel“ wäre – wie jedes Umwelt- oder Nachhaltigkeitslabel – ohne Lenkungswirkung sinnlos. Dies gilt umso mehr, als Werbemaßnahmen, die sich des jeweiligen Umweltlabels bedienen, eine hohe emotionale Wirkung bei den Rezipienten hervorrufen.⁶⁴⁰ Die beschriebene Lenkungswirkung zeigt sich bei Finanzprodukten noch manifester: Was ein Anleger hier erwirbt, hat jedenfalls keinen unmittelbaren Umweltschutzeffekt für Konsumenten wie energiearme Kühlschränke oder Recyclingpapier. Die umweltfördernde Wirkung wird nicht dadurch herbeigeführt, dass sich jemand für ein nachhaltiges Produkt entscheidet, das sie oder er durch Kauf noch erwerben muss, sondern nur, mittelbar, aus bestimmten Anlagestrategien, die durch Prädikate staatlich gefördert werden. In erster Linie wird damit der Markt gesteuert, also das Handeln der Marktakteure beeinflusst. Die „berufsregelnde Tendenz“ der Maßnahme dürfte sich jedenfalls dann abzeichnen, wenn das Label Erfolg hat, also die intendierten Wirkungen (weitgehend) flächendeckend eintreten. Ob dies der Fall ist, hängt von einer ganzen Reihe von Faktoren ab, die zudem nicht alle vom Gesetzgeber beeinflusst werden können (bspw. vom Faktor „Umweltbewusstsein bei der Kapitalanlage“). Daher erscheint es – selbst wenn das Gesetz bereits ausgearbeitet ist – schwierig, die genauen Folgewirkungen zu prognostizieren. Kommt es aber dazu, dass das Label zu einem umfassenden gesellschaftlichen Umdenken bei der

⁶³⁵ Vgl. BVerfGE 141, 143, 145 ff.

⁶³⁶ Siehe bereits *Kämmerer*, DVBl. 2008, 1005, 1015.

⁶³⁷ Vgl. BVerfGE 86, 28

⁶³⁸ BVerwG, NJW 1985, 2274, 2276; siehe auch BVerfGE 86, 28, 37, wonach die Eingriffsschwelle bereits dann überschritten ist, wenn „durch staatliche Maßnahmen der Wettbewerb beeinflusst und die Ausübung einer beruflichen Tätigkeit dadurch behindert wird“.

⁶³⁹ OVG Münster, NVwZ 2001, 824.

⁶⁴⁰ Vgl. BGHZ 105, 277, 280 f.

Anlage von Kapital führt, entsteht eine Situation, in der auch eine „berufsregelnde Tendenz“ entfaltet wird.

Ähnlich dürften sich die Auswirkungen auf Kapitalgesellschaften, deren Geschäftstätigkeit nicht den Anforderungen an das Umweltsiegel genügt, darstellen. Denn in dem Maße, in dem wie intendiert, die Nachfrage nach nachhaltigen Fonds zunimmt, verringert sich diejenige nach Fonds, die diesen Anforderungen nicht entsprechen. Das gilt auch dann, wenn nicht das gesamte Portfolio eines Fonds „grün“ zu sein hat, weil durch die Mindestanforderungen in jedem Fall die „Aufnahmekapazitäten“ des Fonds für weniger nachhaltige Finanzprodukte begrenzt werden. Zwar setzen die Regelungen des Gesetzes ausschließlich an den Fonds an, doch sollen damit Veränderungen auf den Wertpapiermärkten herbeigeführt werden. Für Kapitalgesellschaften, deren Tätigkeiten unter Umweltaspekten eher problematisch ist, wirkt sich dieser Ansatz nachteilig aus; sie könnten sich mit nachlassendem Interesse der Fondsanbieter Refinanzierungsproblemen ausgesetzt sehen. Zugleich kann ein gewisser Anpassungsdruck erwachsen, der sich in Extremfällen auch zu einem Zwang zum Wechsel des Geschäftsmodells verdichten kann. Vor diesem Hintergrund liegt die Annahme einer Regelung mit berufsregelnder Tendenz auch im Hinblick auf dritte Emittenten und damit eines faktischen Eingriffs zumindest nicht ganz fern.

3.5.3.1.2.2 Zertifizierungsstellen

Zu berücksichtigen ist auch, dass nicht nur die Anbieter von Finanzprodukten, sondern auch die künftig zur Zertifizierung Berufenen Träger der Berufsfreiheit sind. Wird ihnen vorgegeben, dass sie sich um die Erteilung der Befugnis (Akkreditierung) für die Erteilung des Zertifikats zu bewerben und bei der Zertifizierung bestimmte Vorgaben und Maßstäbe zu beachten haben, wird regelmäßig in die Berufsfreiheit eingegriffen, denn diese Vorgaben betreffen die Art und Weise, wie sie ihren Beruf ausüben, kurz: ihre Berufsausübungsfreiheit. Folglich bedarf es jedenfalls aus diesem Grund eines formellen Parlamentsgesetzes. Schließlich wirken sich derartige Vorgaben deutlich auf die Tätigkeit der Zertifizierungsstellen sowie ihre innere Organisation aus. Dies gilt umso mehr, als Deutschland künftig der „EU-Taxonomie“ und ihren doch recht spezifischen Vorgaben zu folgen haben wird.

3.5.3.1.2.3 Anbieter alternativer Zertifikate

Schließlich sind als möglicherweise betroffene Grundrechtsträger auch diejenigen zu berücksichtigen, die, wie das Forum Nachhaltige Geldanlage, eigene Zertifikate bzw. Labels vergeben. Diese Tätigkeit wird durch die Einführung eines bundeseinheitlichen Labels zwar nicht ausgeschlossen, sie könnte hierdurch aber eine Entwertung erfahren. In Betracht kommt damit ein Eingriff in das, auch durch Art. 12 Abs. 1 GG geschützte,⁶⁴¹ Geschäftsmodell. Das Forum Nachhaltige Geldanlage ist allerdings nicht mit Gewinnerzielungsabsicht am Markt aktiv und kann sich insoweit nur auf die Vereinigungsfreiheit gemäß Art. 9 Abs. 1 GG berufen. Auch insoweit ist zweifelhaft, ob die Eingriffsschwelle erreicht wird; das ist nur der Fall, wenn die Erfüllung des Vereinszwecks durch die Maßnahme infrage gestellt wird⁶⁴². Auf der Hand liegt dies nicht, solange das Forum künftig mit einem aussagekräftigen Zertifikat aufwarten kann.

Soweit Zertifizierer Träger der Berufsfreiheit sind, wird man hingegen einen „Eingriff durch Wettbewerb“ annehmen können. Ein solcher liegt jedenfalls dann vor, wenn die öffentliche Hand nicht nur wie alle anderen Akteure am Markt teilnimmt, sondern Sonderrechte in Anspruch nimmt.⁶⁴³ Dies könnte hier, auch dann, wenn der Bund nicht selbst das Prädikat vergibt, angenommen werden: Der Bund „monopolisiert“ die Erteilung eines bestimmten Zertifikats, dem eine herausgehobene Stellung

⁶⁴¹ Nach BVerfGE 50, 290, 363, umfasst die Berufsfreiheit auch die „Unternehmerfreiheit“, verstanden als „freie Gründung und Führung von Unternehmen“.

⁶⁴² Siehe etwa Kannengießer, in: Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Henneke (Hrsg.), GG, 14. Aufl. (2018), Art. 9 Rn. 11, 14.

⁶⁴³ So die Rechtsprechung des BVerwG: BVerwGE 17, 306, 313; 39, 329, 337; aus der Literatur siehe: Kämmerer, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 12 Rn. 50. Eingriffsschwelle sehr str. siehe Jarass, DÖV 2002, 489, 494; unklar Mann, in: Sachs (Hrsg.), GG, 6. Aufl. (2011), Art. 12 Rn. 95.

und höhere Autorität im Verhältnis zu anderen Zertifikaten zukommen soll. Damit schafft er eine Situation, in der er nicht nur wie andere Mitbewerber am Markt teilnimmt, sondern in das Marktgeschehen eingreifen möchte. Insoweit erscheint ein Eingriff in die Berufsfreiheit aufgrund einer Gemengelage, die der einer Monopolstellung durchaus ähnelt, jedenfalls nicht ausgeschlossen.

3.5.3.1.3 Zwischenergebnis

Abschließend beantwortet werden kann die Frage nach der Erforderlichkeit einer gesetzlichen Grundlage an dieser Stelle nicht – auch deshalb, weil die Antwort davon abhängt, was der Bund in einem Gesetz zu regeln beabsichtigt. Nicht nur die mit der streitigen Eingriffsschwelle verbundene Rechtsunsicherheit und die damit verbundene Gefahr, dass eine Zertifizierungspraxis für verfassungswidrig erklärt wird, sprechen für eine gesetzliche Regelung. Der Bund wird auch für künftige normative Schritte Vorsorge zu treffen haben: Führt er jetzt ohne gesetzliche Grundlage ein Umweltlabel ein, dürfte es schwerfallen, an seine Erteilung in Zukunft bestimmte rechtliche Folgen knüpfen zu wollen.

3.5.3.2 Zertifizierungsstellen und demokratische Legitimation

Der Zertifizierungsakt ist für den Erfolg eines Umweltlabels (und damit auch für die intendierte Steuerungswirkung) von zentraler Bedeutung, da das Verfahren der Zertifizierung die Einhaltung der festgelegten (Umwelt- oder Verbraucher-)Standards sicherstellt und somit das Grundvertrauen in das Label selbst sichert. Die inhaltliche Richtigkeit der jeweiligen Zertifizierungsentscheidung erscheint deshalb als „Gelingensvoraussetzung“ von produktbezogenen Labels. Die personelle Zusammensetzung der Zertifizierungsstelle ist, soweit sie für das Vertrauen in das Zertifikat bedeutsam ist, zum einen ein rechtspolitischer Belang. Darüber hinaus stellt sich aber auch die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen die Zertifizierungsstelle, ihre Zusammensetzung und Verfahrensstandards und die Aufsicht über sie auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen des Demokratieprinzips unterliegt und welche Postulate sich für die Ausgestaltung einer normativen Regelung sich hieraus ergeben.

Verfassungsrechtlich stellen sich insoweit zwei Grundfragen. Die erste lautet, ob sich aus dem Grundgesetz Verbote oder Beschränkungen der Übertragung von Entscheidungskompetenzen auf Private ableiten lassen. Zum anderen fragt sich, welchen verfassungsrechtlichen Anforderungen die Struktur und die Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstellen gegebenenfalls genügen müssen.

3.5.3.2.1 Anforderungen aus dem Demokratieprinzip an die Legitimation der staatlichen Gewalt

Das GG fordert in Art. 20 Abs. 1 und 2 die umfassende demokratische Legitimation der Staatsgewalt. Diese umschließt nicht nur eine sachlich-inhaltliche Komponente, sondern gebietet auch eine personelle Legitimation all derjenigen, die für den Staat handeln. Gefordert ist, dass die Ausübung der Staatsgewalt (und nur dieser) vollumfänglich auf Wahlen und Abstimmungen des Volkes zurückgeführt werden kann.⁶⁴⁴ Handlungen Privater bedürfen hingegen regelmäßig keiner demokratischen Legitimation.

Das Erfordernis hinreichender demokratischer Legitimation wirkt also nur dort, wo es um die Ausübung von Staatsgewalt geht.⁶⁴⁵ In der Formel des BVerfG ist hierunter „jedenfalls alles amtliche Handeln mit Entscheidungscharakter“ zu verstehen.⁶⁴⁶ Die erforderliche demokratische Legitimation umfasst nach traditioneller Lesart eine personelle, sachlich-inhaltliche sowie eine funktionell-institutionelle Legitimation.⁶⁴⁷ Während die sachlich-inhaltliche Legitimation die Steuerung durch ein Parlamentsgesetz beschreibt – und sich insoweit mit der bereits erwähnten Wesentlichkeitsrechtsprechung

⁶⁴⁴ Siehe BVerfGE 123, 267, 330 ff.

⁶⁴⁵ Siehe *Grzeszick*, in: Maunz/Dürig, GG, 82. EL (2018), Art. 20 Rn. 95 ff.; *Hofmann*, in: Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Henneke (Hrsg.), GG, 14. Aufl. (2018), Art. 20 Rn. 40.

⁶⁴⁶ BVerfGE 83, 60 (73).

⁶⁴⁷ Siehe *Schnapp*, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 20 Rn. 26 f.

überschneidet –, betrifft die personelle Legitimation die einzelnen Amtswalter und wird über „ununterbrochene Legitimationsketten“⁶⁴⁸ (vom Wahlvolk, zum Parlament, über die jeweiligen Ministerinnen und Minister, die über das Weisungsrecht die untergeordneten Amtswalterinnen und Amtswalter kontrollieren) sichergestellt.⁶⁴⁹ Die Anforderungen an die hinreichende Legitimation⁶⁵⁰ sind nicht starr. So kann u.U. eine geringere personelle Legitimation durch stärkere sachlich-inhaltliche Legitimation ausgeglichen werden.⁶⁵¹ Anders ausgedrückt: Abstriche in einem Legitimationsstrang können durch Aufwertungen eines anderen kompensiert werden.

3.5.3.2.2 Das Demokratieprinzip als Übertragungshindernis

Aus dem grundgesetzlichen Demokratieprinzip kann kein allgemeines Verbot der Überantwortung von Entscheidungen an Private abgeleitet werden. Wird eine Dienstleistung ausschließlich von Privaten gegenüber Privaten erbracht, fehlt es insoweit an staatlichem Handeln als der zentralen Voraussetzung für die Anwendung des Demokratieprinzips. Dieses kann weder einen Maßstab für Handlungsweise und Zusammensetzung des privaten Dienstleistungserbringers bilden, noch ergeben sich daraus Schranken für die Überantwortung der Dienstleistung auf Private durch staatlichen Rechtsakt: Wenn das Demokratieprinzip am Ende nicht gilt, kann es diese Überantwortung auch nicht beschränken.⁶⁵²

Darauf deutet auch der bereits erwähnte Beschluss des BVerfG zur externen Akkreditierung von Studiengängen. Das Gericht nahm eine explizite Prüfung der entsprechenden Regelungen am Demokratieprinzip gar nicht erst vor, sondern erhob die Wesentlichkeitsrechtsprechung (die vorwiegend grundrechtlich bestimmt ist) zum Prüfungsmaßstab. Vor diesem Hintergrund, so ließ das BVerfG erkennen, sei eine externe Akkreditierung durch private Agenturen nicht per se verfassungswidrig.⁶⁵³ Wenn aber schon eine hochschulrechtliche Akkreditierungsentscheidung, die im Lichte der Wissenschaftsfreiheit und der Berufsfreiheit von Absolventen gravierende Auswirkungen auf Grundrechte hat, von Verfassung wegen nicht zwingend einer Behörde überlassen werden muss, hat dies erst recht für die hier in Rede stehenden Zertifizierungsentscheidungen zu gelten, an die keine Verbote oder Beschränkungen administrativer oder gesetzlicher Art geknüpft werden – insbesondere wenn die Zertifizierung auf freiwilliger Basis erfolgt.

Das BVerfG ordnet solche Zertifizierungsentscheidungen als nicht-staatliche bzw. nicht genuin hoheitliche Entscheidungen ein. Es ist jedoch prinzipiell auch möglich, die Entscheidung nicht vollständig in die „private Sphäre“ zu entlassen, sondern die Zertifizierungsstelle als verlängerten Arm einer Behörde auszugestalten, mit der sie ständig kooperiert, oder den Privaten mit – hoheitlich verstandenen – Zertifizierungsbefugnissen zu beleihen. Je näher die Stelle an staatlichen Behörden steht, desto stärker kommt nicht nur das Demokratieprinzip zur Geltung, sondern auch Art. 33 Abs. 4 GG, welcher gebietet, dass hoheitsrechtliche Entscheidungen vorwiegend von Statusbeamten getroffen werden. Das BVerfG hat im Urteil zum Strafvollzug in Hessen⁶⁵⁴ klargestellt, dass sich eine schematische Anwendung der Vorschrift verbietet und eine gewichtet-materielle Betrachtung⁶⁵⁵ vorgenommen werden muss, bei welcher die Eingriffsintensität als auch die quantitative Zuordnung zu einem Rechtsbereich

⁶⁴⁸ Böckenförde, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts, Bd. I, 1987, § 22 Rn. 16.

⁶⁴⁹ Schnapp, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 20 Rn. 26.

⁶⁵⁰ Schnapp, in: von Münch/Kunig (Hrsg.), GG, Bd. I, 6. Aufl. (2012), Art. 20 Rn. 27; Sommermann, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, GG; Bd. II, 7. Aufl. (2018), Art. 20 Rn. 170.

⁶⁵¹ Siehe bereits BVerfGE 83, 60, 72 (mit Verweis auf BVerfGE 49, 89, 125); Böckenförde, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts, Bd. I, 1987, § 22 Rn. 14.

⁶⁵² Näher hierzu Kämmerer, Privatisierung, 2001, S. 191 ff.

⁶⁵³ BVerfGE 141, 143, 173 ff. Schon Ossenbühl, VVDStRL 29 (1971), 137, 164 hat darauf hingewiesen, dass es keinen „Anspruch darauf [gibt], dass der Staat oder die Verwaltung eine bestimmte Organisation aufweist“.

⁶⁵⁴ BVerfGE 130, 76, 114 ff.

⁶⁵⁵ So bereits Kämmerer, in: Stober/Olschok (Hrsg.), Handbuch des Sicherheitsgewerberechts, 2004, D. II. Rn. 20 ff. m.w.N.; sowie ders./Ehlers/Fehling/Pünder (Hrsg.), Besonders Verwaltungsrecht, Bd. I, 3. Aufl. (2012), Rn. 54 f.; ders., Begegnungen im Recht, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, 2011, S. 195, 206 f.

von Bedeutung sind. Ergeben sich aus einer Zertifizierung oder ihrer Versagung keine unmittelbaren rechtlichen Nachteile, dürfte Art. 33 Abs. 4 GG in der Gesamtschau keine relevante Hürde für die Überantwortung der Zertifizierung auf einen privaten Träger bilden, der dabei noch (teils) hoheitlich agiert.

3.5.3.2.3 Anforderungen an die Struktur und die Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstellen

Als Zertifizierungsstellen sollen, aller Voraussicht nach, Privatrechtssubjekte in Betracht kommen, an denen der Staat nicht beteiligt ist und deren Handeln durch staatliche normative Vorgaben im Wesentlichen nur determiniert wird. Diese Vorgaben machen die Zertifizierungsstellen aber noch nicht zu einem hoheitlichen Akteur. Ob Zertifizierungsstellen gleichwohl ein gewisses, durch das Demokratieprinzip determiniertes Legitimationsniveau erreichen müssen, hängt von der Ausgestaltungsvariante ab. Hierbei wird (zunächst) unterstellt, dass die Zertifizierungsstellen die Grundzüge der materiellen Prüfungsstandards nicht selbst bestimmen dürfen. In Betracht kommen drei Modelle, die hier als Beleihungs-, Kooperations- und Konzessionsmodell bezeichnet werden sollen.

3.5.3.2.3.1 Beleihungsmodell

Werden die Zertifizierungsstellen beliehen, müssen sie auch hinreichend demokratisch legitimiert sein.⁶⁵⁶ Unter welchen Voraussetzungen eine Beleihung erforderlich ist, ist bis heute nicht abschließend geklärt.⁶⁵⁷ Wenig hilfreich erscheint die Aussage, dass der Beliehene nicht ein-, sondern angegliedert sei.⁶⁵⁸ Während die „Rechtsstellungstheorie“ darauf abstellt, dass staatliche Aufgaben sowie öffentlich-rechtliche Kompetenzen Privaten zugewiesen werden, erachtet die „Aufgabentheorie“ bereits dann eine Beleihung für erforderlich, wenn Aufgaben „materiell-rechtlicher“ Art auf Private übertragen werden.⁶⁵⁹ Auch der Gesetzgeber scheint sich der Grenze zwischen Beleihung und bloßer Verwaltungskooperation nicht immer sicher zu sein.⁶⁶⁰ So werden im Öko-Landbaugesetz⁶⁶¹ die Landesregierungen ermächtigt, durch Rechtsverordnung die Aufgaben des Gesetzes an private Kontrollstellen zu übertragen (also: zu beleihen) oder aber sie an der Aufgabenerfüllung zu beteiligen (§ 2 Abs. 3 Nr. 1). Eine Beleihung der Zertifizierungsstellen durch oder aufgrund eines Gesetzes ist jedenfalls dann, wenn, und insoweit erforderlich, als diesen Hoheitsrechte – etwa Kontroll- und/oder Betretungsrechte – eingeräumt werden.⁶⁶² Das Demokratieprinzip gebietet dann regelmäßig jedenfalls eine Rechts-⁶⁶³, wenn nicht gar auch eine Fachaufsicht über ihre Tätigkeiten.⁶⁶⁴ Hintergrund ist die Überlegung, dass sich der Staat nicht durch die Beleihung Privater seiner Verantwortung für die Wahrnehmung hoheitli-

⁶⁵⁶ Vgl. BremStGH, NVwZ 2003, 81, 83; *Schönenbroicher*, in: Mann/Sennekamp/Uechtritz (Hrsg.), VwVfG, § 1 Rn. 65.

⁶⁵⁷ Siehe *Kämmerer*, *Begegnungen im Recht*, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, 2011, S. 195 (196, 200, 205 ff.).

⁶⁵⁸ Vgl. *Kämmerer*, *Begegnungen im Recht*, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, 2011, S. 195, 197 m.w.N.

⁶⁵⁹ Siehe *Kiefer*, LKRZ 2009, 441, 442.

⁶⁶⁰ Siehe *Kiefer*, LKRZ 2009, 441, 442.

⁶⁶¹ BGBl. I 2008, S. 2358.

⁶⁶² Siehe *Kastner*, in: Fehling/Kastner/Störmer (Hrsg.), VerwR, 4. Aufl. (2016), § 1 VwVfG Rn. 31 f.; zu einzelnen Fragen des „Wie“ der Beleihung *Kämmerer*, *Von der Renaissance der Beleihung*, in: *Begegnungen im Recht*, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, 2011, S. 195, 210; aus der Rspr. siehe BVerwG, NVwZ 2011, 368, 370.

⁶⁶³ Nach *Kastner*, in: Fehling/Kastner/Störmer (Hrsg.), VerwR, 4. Aufl. (2016), § 1 VwVfG Rn. 33, unterliegt der Beliehene jedenfalls stets der Rechtsaufsicht.

⁶⁶⁴ Dafür: *Schönenbroicher*, in: Mann/Sennekamp/Uechtritz (Hrsg.), VwVfG, § 1 Rn. 65; allgemein für eine wirksame Aufsicht über den Beliehenen: *Ehlers/Schneider*, in: Schoch/Schneider/Bier (Hrsg.), VwGO, 33. EL (2017), § 40 Rn. 276.

cher Aufgaben entledigen und durch Unterbindung von Kontrollmöglichkeiten auch die parlamentarische Kontrolle ausschließen darf.⁶⁶⁵ Hinzu kommt, dass private Träger nicht so leicht zu kontrollieren sein dürften wie die in der Verwaltungshierarchie agierenden Beamten.⁶⁶⁶

An einer Beleihung der Zertifizierungsstellen führt kein Weg vorbei, wenn es notwendig erscheint, sie zu ermächtigen, in Rechte, insbesondere Grundrechte, von Personen einzugreifen, welche das Zertifikat beantragt oder erhalten haben. Dies dürfte zu verneinen sein. Die Einräumung einer Erlaubnis, ein Umweltlabel für ein gewisses Finanzprodukt zu verwenden, ist für sich genommen kein Grundrechtseingriff. Der Umstand, dass das Label vom Staat geschaffen worden ist, dürfte nicht ausreichen, um seine Nichterteilung durch eine nichtstaatliche Stelle zum hoheitlichen Eingriff zu stilisieren. Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass weiter oben⁶⁶⁷ die Frage, ob es eines Gesetzes bedarf, um die Wesentlichkeitsrechtsprechung des BVerfG einzuhalten, bejaht worden ist. Denn insoweit ergibt sich die Grundrechtsrelevanz (mit der Folge, dass der Gesetzgeber selbst eine Regelung zu treffen hat) erst aus einer Wirkungskette und nicht aus der einzelnen Zertifizierungsentscheidung. Anders würde es sich verhalten, wenn den Zertifizierungsstellen von Gesetzes wegen Auskunfts- und Kontrollrechte gegenüber Inhabern von Zertifikaten⁶⁶⁸ oder gar Betretens- und/oder Durchsuchungsrechte eingeräumt würden. Nun erscheinen derlei Befugnisse teils sinnvoll, um sicherzustellen, dass der Inhaber des Zertifikats nicht im Nachhinein die zertifizierten Umweltstandards unterläuft. Es ist jedoch nicht notwendig, solche Befugnisse als hoheitliche Eingriffsrechte auszugestalten. Sieht die gesetzliche Regelung vor, dass sich der Zertifizierer und der Inhaber des Zertifikats auf einen Kontrollmodus verständigen, also eine vertragliche Regelung darüber treffen, bedarf es dafür keiner Beleihung.

Man kann dieser Betrachtung entgegenhalten, dass letztlich zwischen privaten Akteuren nur simuliert bzw. nachgestaltet wird, was zwischen Hoheitsträgern und Privaten gilt: Der Zertifizierer kann Bedingungen und Auflagen festlegen, überwachen und erforderlichenfalls das Zertifikat auch wieder entziehen. Insoweit ist die Frage nicht unberechtigt, ob ein „privates Verwaltungsverfahren“ ganz außerhalb des Demokratieprinzips gestellt werden kann. Antworten finden sich in Rechtsprechung und Lehre hierauf kaum. Selbst wenn man das Demokratieprinzip für maßstäblich halten wollte, würde es sich auf die Ausgestaltung der Aufsicht über den Zertifizierer beschränken. Vorgaben für die Binnenstruktur der Zertifizierungsstelle ergeben sich daraus nicht. Soweit sich aus dem Urteil zur Hochschulakkreditierung Anforderungen für eine binnenplurale Gestaltung der Akkreditierungsstellen ergeben, sind sie den Besonderheiten der Wissenschaftsfreiheit und ihrer institutionellen Dimension geschuldet und lassen sich auf den vorliegenden Fall nicht übertragen. Zwar hat das BVerfG im bereits erwähnten Beschluss zur externen Akkreditierungspflicht von Studiengängen eine Pflicht zur Beteiligung der Wissenschaft an den Bewertungskriterien, anhand derer die Zulässigkeit eines Studiengangs beurteilt wird, gefordert.⁶⁶⁹ Erklärtes Ziel war insoweit die „Vermeidung wissenschaftsinadäquater Steuerungspotenziale“⁶⁷⁰, also die Überwölbung der Lehre mit Überlegungen, die „abseits“ der wissenschaftlichen Eigenrationalitäten liegen (Beispiel: Nichtakkreditierung eines Studienganges, weil in der Wirtschaft derzeit kein Bedarf nach einem bestimmten Abschluss besteht).

3.5.3.2.3.2 Kooperationsmodell

Beim Kooperationsmodell, wie es hier bezeichnet werden soll, wird die Zertifizierungsentscheidung zwar von der Zertifizierungsstelle vorbereitet und geprägt, sie erfolgt aber stets im Einvernehmen mit einer Behörde, die sie formal mitträgt oder im Wege eines „endorsement“ möglicherweise sogar nach

⁶⁶⁵ Siehe BVerfGE 130, 76, 123; BremStGH, NVwZ 2003, 81, 83.

⁶⁶⁶ *Kämmerer*, Von der Renaissance der Beleihung, in: *Begegnungen im Recht*, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, 2011, S. 195, 209.

⁶⁶⁷ Siehe oben in Abschnitt 3.5.3.1.

⁶⁶⁸ Siehe aus der Rspr. BVerwG, NVwZ 2011, 368, 370 f. (zur Kontrolle von Öko-Landbau-Unternehmen durch private Kontrollstellen).

⁶⁶⁹ BVerfGE 141, 143, 170 ff., insbes. 178 f.

⁶⁷⁰ BVerfGE 141, 143, 171.

außen hin trifft. Den Anforderungen des Demokratieprinzips ist hier in der Regel genüge getan, wenn die Behörde jederzeit mitwirken und Einfluss nehmen kann und die Zertifizierungsstelle nicht aus eigener Machtvollkommenheit agiert. Dieses Modell liegt der Vergabe des „Blauen Engels“ zugrunde. Die Vergabe des „Blauen Engels“ erfolgt durch die gemeinnützige GmbH RAL („Deutsches Institut für Gütesicherung und Kennzeichnung“; die Abkürzung geht auf den früheren Namen des damaligen Vereins „Reichsausschuss für Lieferbedingungen“ zurück)⁶⁷¹, der keine Vorgaben hinsichtlich seiner Organisation und seiner Zusammensetzung gemacht worden sind.⁶⁷² Allerdings entscheidet die RAL stets in Übereinstimmung mit den Stellungnahmen des UBA, das wiederum weisungsgebunden ist.⁶⁷³ Auch wenn die finale Entscheidung erst von der RAL getroffen wird, wird sie im Ergebnis von der Ministerialverwaltung mitverantwortet, so dass keine „Lücke“ in der personellen Legitimationskette zu besorgen ist. Für die Zertifizierung von Finanzprodukten heißt dies, dass den Anforderungen des Demokratieprinzips genüge getan ist, wenn die staatliche Verwaltung die Entscheidungen der Zertifizierungsstellen mitverantwortet, weil sie auf sie Einfluss nehmen kann.

3.5.3.2.3.3 Konzessionsmodell

Denkbar ist schließlich noch eine „Konzessionslösung“, bei der die Zertifizierungsstellen Zertifizierungsentscheidungen im eigenen Namen treffen, ohne dass der Staat auf individuelle Entscheidungen Einfluss nimmt. Dies setzt eine Akkreditierung bzw. Zulassung der Zertifizierungsstelle voraus, die nur bei fachlicher Qualifikation und Zuverlässigkeit erteilt wird. Sie berechtigt die Zertifizierungsstellen – von denen es dann eine Mehrzahl geben kann –, das Label bzw. Zertifikat auf dem Markt zu vergeben. Auch hier stellt sich die Frage, welche verfassungsrechtlichen Legitimationsanforderungen für wen gelten. Letztlich hängt dies davon ab, ob – bei einer wertenden Gesamtbetrachtung – noch ein „amtliche[s] Handeln mit Entscheidungscharakter“⁶⁷⁴ vorliegt. Dies ist, wie bereits im Zusammenhang mit der Beleihung dargelegt, nicht der Fall: Die Vergabe eines Umweltzeichens durch private Akteure ist, auch wenn es ein vom Staat geschaffenes ist, nicht notwendigerweise eine staatliche Aufgabe. Dass sie kraft ihrer Grundrechtsrelevanz eine gesetzliche Regelung erfordert – was ja auch auf das Arbeitsrecht zutrifft –, ändert an dieser Betrachtung nichts. Diese gesetzliche Regelung muss die materiellen und verfahrensrechtlichen Maßstäbe für die Erteilung eines Zertifikats in den wesentlichen Zügen vorzeichnen und um der Grundrechte willen eine administrative Kontrolle der Zertifizierer ermöglichen. Erforderlich sind insoweit mindestens Regelungen die die Zulassung von Akkreditierungsstellen, die Überwachungsbefugnisse der Behörden sowie die Befugnis, eine erteilte Akkreditierung zu widerrufen oder zurückzunehmen vorsehen. Insoweit als Rücknahme und Widerruf bereits im VwVfG des Bundes vorgesehen sind (§§ 48 f.) bedarf es insoweit keiner gesonderten Regelung im geplanten Gesetz. Diese administrative Kontrolle ist dann keine behördliche Aufsicht über Verwaltungsstellen, wie das Demokratieprinzip sie gebietet, sondern letztlich eine grundrechtlich geprägte Marktaufsicht, auch wenn sie den Aufsichtsmechanismen innerhalb der Verwaltung im Ergebnis recht nahekommt.

Würde man dies anders sehen, also ein hinreichendes *demokratisches* Legitimationsniveau der Zertifizierungsstellen für geboten erachten, wäre eine Konzessionslösung mit Modifikationen gleichwohl möglich. Es ist bereits herausgearbeitet worden,⁶⁷⁵ dass eine schwach ausgeprägte personelle Legitimation durch eine verstärkte sachlich-inhaltliche Legitimation kompensiert werden kann. Sofern die „Steuerung durch Gesetz“ den ansonsten entstehenden Steuerungsverlust kompensiert, also detaillierte Anforderungen an die innere Organisation der Zertifizierungsstellen und an die Verfahren der Entscheidungsfindung stellt,⁶⁷⁶ ist im Ergebnis ein ausreichendes Legitimationsniveau gegeben. Hierzu

⁶⁷¹ Ossenbühl, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, 1994, S. 5.

⁶⁷² Zum Vergabeverfahren siehe Ossenbühl, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, 1994, S. 5 ff.

⁶⁷³ Ossenbühl, *Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung*, 1994, S. 36, 7; siehe auch Klinger/Hartmann/Krebs, ZUR 2015, 270, 273.

⁶⁷⁴ BVerfGE 83, 60, 73.

⁶⁷⁵ Siehe oben Abschnitt 3.5.3.2.1.

⁶⁷⁶ Siehe Dreier, in: Dreier (Hrsg.), GG, 3. Aufl. (2015), Art. 20 Rn. 138.

kann etwa festgelegt werden, dass, wer über die Zertifizierung entscheidet, dem Arbeitgeber (dem Inhaber des Zertifikats) gegenüber insoweit nicht weisungsgebunden sind. Auch sind nähere Anforderungen an die Qualifikation und Unabhängigkeit des entscheidenden Personals denkbar.⁶⁷⁷

3.5.3.2.3.4 Zur Binnenpluralität der Zertifizierungsstelle

Aus dem Gesagten folgt, dass keine der drei Varianten – und auch nicht das Demokratieprinzip – eine bestimmte Binnenstruktur der Zertifizierungsstelle gebietet. Die besondere Ratio der Forderung nach einer gesetzlichen Regelung der Zusammensetzung von Hochschulakkreditierungsstellen wurzelt, wie bereits erwähnt, nicht so sehr dem Demokratieprinzip als in Eigenrationalitäten der Wissenschaftsfreiheit und lässt sich auf die Vergabe marktbezogener Umweltzertifikate nicht übertragen.

Sollte sich der Staat für ein Umweltlabel entscheiden, dessen Vergabe privaten Zertifizierungsstellen obliegt, ist eine Regelung über die Zusammensetzung der über die Erfüllung der gesetzlichen Standards entscheidenden – und diese ggf. konkretisierenden – Gremien nach alledem verfassungsrechtlich nicht zwingend geboten, jedenfalls wenn – was überwiegend wahrscheinlich ist – eine „Konzessionslösung“ verfolgt wird. Rechtspolitisch kann über Vorgaben über die Zusammensetzung der Gremien, die in der Zertifizierungsstelle über die Standards entscheiden, gleichwohl nachgedacht werden, um einen angemessenen Interessensausgleich herzustellen und fachliche Expertise sicherzustellen.

3.5.3.3 Ergebnisse

Festzuhalten ist, dass eine gesetzliche Regelung schon deshalb verfassungsrechtlich geboten ist, weil sich die Zertifizierung von Finanzanlagen wesentlich auf die grundrechtlich geschützte Tätigkeit anderer Zertifizierer auswirkt. Des Weiteren ist auch nicht auszuschließen, dass sich die Einführung eines Umweltlabels für Finanzanlagen jedenfalls faktisch auf die Grundrechtspositionen von Anbietern von Finanzprodukten, die nicht zertifiziert werden sollen, und Anbieter alternativer Zertifikate auswirkt. Eine gesetzliche Regelung erscheint deshalb erforderlich.

Schwieriger zu beantworten sind Fragen nach der hinreichenden demokratischen Legitimation der Zertifizierungsstelle. Über die Maßstäbe, die auf den „Graubereich“ zwischen Staat und Gesellschaft Anwendung finden, und die Zuordnung von Phänomenen innerhalb dieser Zwischensphäre besteht weder Gewissheit noch Einigkeit. Dies gilt insbesondere für die neue Rechtsfigur der Zertifizierung, die, ohne genuines Verwaltungshandeln darzustellen, Züge aufweist, die dem Verwaltungsverfahren verwandt bzw. ihm entlehnt sind. Geht die Akkreditierung der Zertifizierungsstelle mit Beleihung einher, muss der Gesetzgeber, soweit die Beleihung reicht, für die Rechts-, wenn nicht gar die Fachaufsicht der zuständigen Behörden über den Beliehenen Sorge tragen. Entscheidet sich der Gesetzgeber hingegen für ein kooperatives Modell, bei dem die Zertifizierungsstelle und eine staatliche Behörde bei der Vergabe eines Labels zusammenwirken, ist die demokratische Legitimation der Entscheidungen durch die Beteiligung der Behörde in der Regel sichergestellt. Bei der „Konzessionslösung“ ist der Staat auf eine Marktaufsichtsinstanz über die Zertifizierungsstelle beschränkt. Wollte man dies anders sehen, würden Vorgaben für eine plurale und transparente innere Organisation und Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstelle ausreichen, um den Legitimationsanforderungen an sie zu genügen.

Der Gesetzgeber kann sich gegen eine drohende Verfassungswidrigkeit wegen Verletzung von Grundrechten, aber auch des Demokratieprinzips insoweit absichern, als er qualitative Standards, soweit möglich, selbst festlegt und nicht den Zertifizierungsstellen überlässt und im zu erarbeitenden Gesetz möglichst detaillierte Vorschriften über die innere Organisation und das Verfahren der Entscheidungsfindung vorsieht.

3.5.4 Schutz durch das UWG bei unzulässiger Nutzung des Labels

Das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG) beinhaltet die zentralen Vorschriften betreffend die Nutzung von Produktkennzeichnungen im Geschäftsverkehr. Die Regelungen des UWG bezwecken

⁶⁷⁷ Vgl. Klinger/Hartmann/Krebs, ZUR 2015, 270, 274 (zum Bio-Siegel).

den Schutz sowohl von Verbrauchern als auch von Mitbewerbern vor einer unzulässigen Nutzung eines Gütesiegels,⁶⁷⁸ hier in Gestalt des Fonds-Labels.

3.5.4.1 Anwendbarkeit des UWG

Möchte ein Unternehmen ein Gütesiegel nutzen, muss es sein Verhalten aufgrund seiner wettbewerbliehen Motivation an den Maßstäben des UWG messen lassen.⁶⁷⁹ Obwohl die hoheitliche Zeichenvergabe wettbewerbsrechtlich neutral ist und somit nicht in den Anwendungsbereich des UWG fällt, sind auch die Grundlagen der Zeichenvergabe *incidenter* Gegenstand der wettbewerbsrechtlichen Überprüfung.⁶⁸⁰ So hat die Rechtsprechung bezüglich der Kriterien des Blauen Engels bzw. des Vorgänger-Labels in der Vergangenheit einen strengen Maßstab zugrunde gelegt und teilweise die Nutzung des Labels zu Werbezwecken untersagt.⁶⁸¹

3.5.4.2 Schutzmöglichkeiten durch das UWG

Zum Schutz vor unzulässigen geschäftlichen Handlungen sieht das UWG u.a. die Möglichkeit der Geltendmachung von Unterlassungs- und Beseitigungsansprüchen nach § 8 UWG und von Schadensersatzansprüchen nach § 9 UWG vor. Während die zuerst genannten Ansprüche gem. § 8 Abs. 3 UWG von Mitbewerbern, Wirtschaftsvereinigungen, Verbraucherverbänden, Industrie- und Handelskammern sowie Handwerkskammern erhoben werden können, steht der Weg über § 9 UWG ausschließlich Mitbewerbern offen (siehe § 9 S. 1 UWG).⁶⁸²

3.5.4.3 Unzulässige geschäftliche Handlungen

Die maßgeblichen Vorschriften, aus denen die Unzulässigkeit geschäftlicher Handlungen hervorgeht, bilden neben der *lex specialis* aus § 3 Abs. 3 i.V.m. Anhang zu § 3 Abs. 3 UWG (Anh.), § 5 i.V.m. § 3 Abs. 1 UWG, die allgemeine Auffangklausel aus § 3 Abs. 1 UWG sowie die hierzu speziellere Verbrauchergeneralklausel gem. § 3 Abs. 2 UWG.⁶⁸³

3.5.4.3.1 Finanzprodukte als Gegenstand geschäftlicher Handlungen i.S.d. UWG

Anknüpfungspunkt für eine geschäftliche Handlung im Sinne des UWG ist gemäß der Definition in § 2 Abs. 1 Nr. 1 UWG ein Geschäftsabschluss über Waren oder Dienstleistungen. Waren sind alle handelbaren Wirtschaftsgüter, die Gegenstand eines Kaufvertrags sein können.⁶⁸⁴ Dazu zählen auch unkörperliche Gegenstände, wie z.B. Wertpapiere.⁶⁸⁵ Dementsprechend beschreiben Verträge, die auf den Erwerb eines Fonds-Anteils gerichtet sind, ebenfalls einen Geschäftsabschluss im Sinne des UWG.

3.5.4.3.2 In Betracht kommende unzulässige geschäftliche Handlungen

Verwendet ein Fonds ein Label, ohne eine Zertifizierung erhalten zu haben, verwirklicht die dahinter stehende Kapitalverwaltungsgesellschaft den Tatbestand aus § 3 Abs. 3 UWG i.V.m. Nr. 2 Anh. Wirbt

⁶⁷⁸ Vgl. *Revermann/Petermann/Poetzsch*, Chancen und Kriterien eines allgemeinen Nachhaltigkeitssiegels – Arbeitsbericht Nr. 163, Dezember 2014, S. 64.

⁶⁷⁹ *Roller*, ZUR 2014, 211, 212.

⁶⁸⁰ *Lell*, Umweltbezogene Produktkennzeichnung im deutschen, europäischen und internationalen Recht, S. 92 f.; *Zakrzewski*, Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel, S. 281 ff.

⁶⁸¹ Vgl. für eine übersichtliche Aufarbeitung der Rechtsprechung: *Roller*, ZUR 2014, 211, 213; *Bornkamm/Feddersen*, in: Köhler/Bornkamm, Feddersen (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 UWG, Rn. 2.190 ff.; *Zakrzewski*, Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel, S. 278 ff.

⁶⁸² *Hermann/Keimeyer/Israel* (Öko-Institut e.V.), Rechtliche Rahmenbedingungen eines Allgemeinen Nachhaltigkeitssiegels, 2013, S. 28 ff.

⁶⁸³ Vgl. zu dem Verhältnis von § 3 Abs. 1 UWG zu § 3 Abs. 2 UWG: *Sosnitza*, in: Ohly/Sosnitza (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 3 Rn. 7 f.

⁶⁸⁴ *Köhler*, WRP 2009, 898, 900.

⁶⁸⁵ *Sosnitza*, in: Ohly/Sosnitza (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 2 Rn. 47.

ein Fonds mit einem Label, obwohl er dieses mangels Antrags oder mangels Erfüllung der Vergabekriterien nicht erhalten hat, liegt nach Nr. 4 Anh. eine unzulässige geschäftliche Handlung im Sinne des § 3 Abs. 3 UWG vor.

Daneben dürften hinsichtlich des Tatbestands der Irreführungsgefahr (§ 5 UWG) im Kontext der staatlichen Fonds-Zertifizierung hauptsächlich § 5 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 UWG und § 5 Abs. 2 UWG von Relevanz sein.⁶⁸⁶ Der zuerst genannte § 5 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 UWG kommt bei Irreführung über wesentliche Merkmale des Produkts wegen irreführender Nutzung des Fonds-Labels in Betracht.⁶⁸⁷ Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn ein Fonds mit einem Umwelt-Label beworben wird, die durch das Label zum Ausdruck kommenden Charakteristika des Portfolios hingegen mittlerweile nicht mehr bestehen.⁶⁸⁸ Nach § 5 Abs. 2 UWG kann Werbung mit einem unternehmenseigenen Label eine unzulässige geschäftliche Handlung darstellen, wenn sie eine Verwechslungsgefahr mit einem anderen, z.B. einem staatlichen, Gütesiegel hervorruft. Die in § 5 UWG beschriebenen Handlungen sind nicht *per se* unzulässig, sondern es bedarf überdies einer Interessenabwägung⁶⁸⁹ sowie einer Verhältnismäßigkeitsprüfung,⁶⁹⁰ um einen Rechtsverstoß zu beurteilen. Ein Überwiegen der Erhaltungs- gegenüber den Verbotsinteressen bleibt allerdings ein Ausnahmefall, wenn die sonstigen Voraussetzungen der Irreführungsgefahr erfüllt sind.⁶⁹¹ Das gilt insbesondere unter Berücksichtigung des zunehmenden Stellenwerts von der in Art. 20a GG festgehaltenen Staatszielbestimmung des Umweltschutzes.

Ein weiteres § 5 UWG einschränkendes Erfordernis ist jenes der wettbewerbsrechtlichen Relevanz. In Ansehung des Zwecks eines „grünen“ Fonds-Labels, der darin besteht, es Anlegern zu erleichtern, ökologisch nachhaltige Investitionen zu tätigen, wird das Erfordernis jedoch zumeist erfüllt sein.⁶⁹²

3.5.4.4 Fazit

Das UWG ermöglicht einen weitreichenden Schutz von Verbrauchern und Mitbewerbern vor der unlauteren Nutzung eines Fonds-Labels. Das *private enforcement* stellt zugleich einen wirkungskräftigen Mechanismus zur Verhinderung der unzulässigen Nutzung des Labels dar, welcher die administrative Kontrolle der Label-Nutzung komplementiert.

3.5.5 Grundsatzfragen einer Reform

3.5.5.1 Regulierungsstrategien

Eine Reform ökologisch nachhaltiger kollektiver Kapitalanlagen in Deutschland ist auf vielfältige Art und Weise möglich. In Betracht kommt erstens, die Fondsregulierung weiterhin der Finanzindustrie zu überlassen (freiwillige Produktregulierung). Das FNG hat ein Siegel für grüne Fonds entwickelt und es beständig überarbeitet. Darauf könnte weiterhin vertraut werden. Da das Siegel in der Vergangenheit

⁶⁸⁶ Vgl. zu denkbaren irreführenden Handlungen im Einzelnen: *Fischer*, WRP 2009, 408, 409 ff.; *Köhler*, WRP 2009, 898 ff.; *Weidert*, GRUR-PRax 2010, 351, 352 ff. Vgl. allgemein zu § 5 Abs. 2 UWG: *Bornkamm/Feddersen*, in: Köhler/Bornkamm, Feddersen (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 UWG, Rn. 9.1 ff.

⁶⁸⁷ Vgl. zur Umweltverträglichkeit als Beschaffenheit i.S.v. § 5 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 UWG: *Bornkamm/Feddersen*, in: Köhler/Bornkamm, Feddersen (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 UWG, Rn. 2.180 ff.

⁶⁸⁸ Vgl. BGH, Urt. v. 19.2.2014, GRUR 2014, 578. Bei körperlichen Gegenständen handelt es sich um eine Irreführung über die Beschaffenheit, was entsprechend für unkörperliche Gegenstände gelten muss.

⁶⁸⁹ Vgl. zur Interessenabwägung: *Bornkamm/Feddersen*, in: Köhler/Bornkamm, Feddersen (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 UWG, Rn. 1.201, 1.203 ff.; *Sosnitza*, in: Ohly/Sosnitza (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 Rn. 218 ff.

⁶⁹⁰ Vgl. zur Verhältnismäßigkeitsprüfung: *Bornkamm/Feddersen*, in: Köhler/Bornkamm, Feddersen (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, § 5 UWG, Rn. 1.214; *Hermann/Keimeyer/Israel* (Öko-Institut e.V.), Rechtliche Rahmenbedingungen eines Allgemeinen Nachhaltigkeitssiegels, 2013, S. 27 ff.

⁶⁹¹ Vgl. *Ruess*, in: Heermann/Schlingloff (Hrsg.), MüKo Lauterkeitsrecht, § 5 UWG Rn. Rn. 224; *Hermann/Keimeyer/Israel* (Öko-Institut e.V.), Rechtliche Rahmenbedingungen eines Allgemeinen Nachhaltigkeitssiegels, 2013, S. 27.

⁶⁹² Vgl. *Lell*, Umweltbezogene Produktkennzeichnungen im deutschen, europäischen und internationalen Recht, S. 108. Konkret zur wettbewerbsrechtlichen Relevanz des Blauen Engels: *Zakrzewski*, Umweltschutzbezogene Verbraucherinformation durch das Umweltzeichen Der Blaue Engel, S. 254 f.

bereits mit Blick auf Rechtsentwicklungen in anderen Ländern, insbesondere auch in Frankreich, reformiert wurde, erscheint es durchaus realistisch, dass das Siegel an die durch die VO-Rechtsrahmen-KOM entwickelte Taxonomie angepasst würde.

Zweitens könnte das BMU das Regime des „Blauen Engels“ nutzen und auf Finanzprodukte erweitern. Es bedürfte dann eines Vorschlags aus der Fondsindustrie, ein neues Umweltzeichen für kollektive Kapitalanlagen zu entwickeln. Die Geschäftsstelle der Jury Umweltzeichen würde der Jury empfehlen, Kriterien zur Vergabe des Umweltzeichens zu erarbeiten. Die Produktregulierung würde also durch die Jury Umweltzeichen erfolgen. Dabei müsste die Jury die VO-Rechtsrahmen-KOM berücksichtigen.

Eine Reform kann schließlich auf gesetzlichem Wege erfolgen (hoheitliches Regulierungsmodell). Dies würde in Form eines Parlamentsgesetzes geschehen, das die wesentlichen Aspekte der Produktregulierung enthält. Die technischen Aspekte würden in einer Verordnung eines Bundesministers oder der Bundesregierung geregelt werden. Der deutsche Gesetzgeber müsste wiederum die VO-Rechtsrahmen-KOM berücksichtigen.

Für eine Selbstregulierung durch die Finanzindustrie spricht zunächst der Aspekt der Markteffizienz. Da sich nur solche Labels durchsetzen werden, die am Markt Erfolg haben, kommt es so allenfalls zu geringen Marktverzerrungen. Die beiden ersten Strategien dürften zudem die geringsten Kosten aufwerfen. Außerdem hätten sie den Vorteil, dass die Anforderungen an eine Zertifizierung flexibel geändert werden könnten.

Dennoch ist die Strategie einer gesetzlichen Reform vorzugswürdig. Für sie spricht, dass sie besser als eine Produktregulierung durch die Industrie in der Lage ist, durch konkrete Anforderungen an eine Zertifizierung Verbraucher vor einer Irreführung zu schützen.⁶⁹³ Die rechtsverbindliche Ausgestaltung des Portfolios stärkt das Vertrauen der Anleger, dass die Kapitalanlage ökologisch nachhaltig ist. Das französische Vorbild zeigt eindrucksvoll, dass eine gesetzliche Regelung die Sichtbarkeit des ökologischen Labels fördert. Das finale Ziel eines derartigen Zertifikats besteht im Schutz der Umwelt. Dieser dürfte eher durch ein Umweltlabel erreicht werden, dessen Qualitätsstandards im Wesentlichen gesetzlich festgelegt wurden. Denn die staatliche Festlegung der Qualitätsstandards schützt auch vor der vertrauenserschütternden Vermutung, dass bei der Erarbeitung der Standards Industrieinteressen ein überproportionales Gewicht beigemessen wurde.

Eine gesetzliche Regelung müsste nicht notwendig starr und unbeweglich sein. Wenn sich das Parlamentsgesetz auf die wesentlichen Aspekte einer Fondsregulierung beschränkte und die technischen Anforderungen in Verordnungen des zuständigen Bundesministers bzw. der Bundesregierung vorgehen würden, wäre es möglich, flexibel auf Entwicklungen und aufgetretene Probleme durch Änderungen der Verordnungen zu reagieren.

3.5.5.2 Regelungskonzeption

Eine gesetzliche Regelung sollte (i) den Anwendungsbereich des Labels bestimmen und (ii) Anforderungen an die Zertifizierung vorsehen, die sicherstellen, dass die Vermögenswerte des Fonds ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten betreffen. Dem Vorschlag für eine gesetzliche Regelung in Deutschland liegt der Ansatz des französischen Rechts und der Finanzindustrie in Luxemburg sowie in den nordischen Ländern zugrunde, ökologisch nachhaltige Kapitalanlagen durch ein binäres Label zu kennzeichnen. Der (vom FNG verfolgte) Ansatz, mit einem Label differenzierende Aussagen zur ökologischen Nachhaltigkeit zu treffen, ist eine interessante Alternative.⁶⁹⁴ Allerdings bedingt der Regelungsansatz eine höhere Komplexität der Regulierung. Es müsste bestimmt werden, wie differenziert die ökologische Nachhaltigkeit mit einem Label kommuniziert und welche Voraussetzungen für die

⁶⁹³ Vgl. Lell, Umweltbezogene Produktkennzeichnungen im deutschen, europäischen und internationalen Recht, S. 45.

⁶⁹⁴ Siehe zur größeren Informationseffizienz eines solchen Labels oben Abschnitt 3.3.2.3.

verschiedenen Grade ökologischer Nachhaltigkeit gelten sollten. Dies wäre mit höheren Regulierungskosten verbunden. Der Ansatz wird daher nicht aufgegriffen.

Ein essentielles Element einer Produktregulierung ist schließlich die Zertifizierung. Der Reformvorschlag müsste (iii) das Verfahren der Zertifizierung ausgestalten. Es müsste eine Zertifizierungsstelle geschaffen werden, die die Einhaltung der gesetzlichen Voraussetzungen prüft und auf der Grundlage eines Vertrags mit der das Label beantragenden Kapitalverwaltungsgesellschaft die Befugnis einräumt, das Umweltkennzeichen zu verwenden. Das französische Regelungsvorbild sieht darüber hinaus das Komitee Label vor, das u.a. die Aufgabe hat, das Regime mit Rücksicht auf technische Entwicklungen zu reformieren. Eine Finanzproduktregulierung in Deutschland braucht ein solches Komitee nicht einzuführen. Es ist für eine Produktregulierung in Deutschland nicht erforderlich, Expertise aus der Finanzindustrie und den Umweltverbänden institutionell (d.h. in Form eines Gremiums) einzubinden, weil die Taxonomie unionsrechtlich entwickelt würde (VO-Rechtsrahmen-KOM) und auf der europäischen Ebene bereits eine Multiplattform bestehen würde, die die Entwicklung technischer Evaluierungskriterien begleitete.⁶⁹⁵ Darüber hinaus wäre es im deutschen Recht nicht möglich, Privaten die Befugnis einzuräumen, Rechtsverordnungen eines Bundesministers oder der Bundesregierung zu ändern.

3.5.5.3 Ergebnisse

Eine Regulierung für einen ökologisch nachhaltigen Fonds sollte in Deutschland auf gesetzlicher Grundlage erfolgen. Das Gesetz müsste auf die Verordnung der EU über den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments Bezug nehmen und würde ergänzend regeln, wie sich die ökologische Nachhaltigkeit des Fonds bestimmt. Dies würde vor allem durch Anforderungen an die Zusammensetzung des Portfolios geschehen. Regelungsbedürftig wäre ferner das Zertifizierungsverfahren. Es müsste bestimmt werden, welche Aufgaben und Befugnisse eine Zertifizierungsstelle hat. Eines Komitees, das wie in Frankreich mit der Entwicklung der Fondsregulierung betraut wäre, bedarf es nicht.

3.5.6 Regelungsvorschlag

Ein „**Bundesgesetz über die Erteilung des Zertifikats „Grüner Bulle“ für ökologisch nachhaltige Finanzprodukte (kollektive Kapitalanlagen) – BGrüBG**“ könnte folgenden Inhalt haben:

§ 1 Zertifikat „Grüner Bulle“

(1) Ökologisch nachhaltige Finanzprodukte können mit dem Zertifikat „Grüner Bulle“ ausgezeichnet werden.

(2) Das Zertifikat wird durch ein Logo symbolisiert, zu dessen Führung der Inhaber berechtigt ist. Über die Gestaltung des Logos entscheidet das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit im Einvernehmen mit dem Umweltbundesamt. Der Bundesminister für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit kann die Verwendung des Logos durch die Inhaber durch Rechtsverordnung regeln.

§ 2 Finanzprodukte

Die folgenden Fonds sind Finanzprodukte im Sinne dieses Gesetzes:

1. OGAW gemäß § 1 Absatz 2 des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB).
2. AIF gemäß 1 Absatz 3 des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB);

⁶⁹⁵ Siehe hierzu oben Abschnitt 3.5.1.

§ 3 Ökologische Nachhaltigkeit

(1) Ein Finanzprodukt ist ökologisch nachhaltig, wenn es

1. einen wesentlichen Beitrag zu den Umweltzielen

- Klimaschutz,
 - Anpassung an den Klimawandel,
 - nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen,
 - Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und Recycling,
 - Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung
- oder
- Schutz gesunder Ökosysteme

leistet,

2. die Wirtschaftstätigkeit der Emittenten, deren Anteile oder Anleihen im Fonds enthalten sind, zu keiner erheblichen Beeinträchtigung dieser Ziele führt, und

3. der Mindestschutz im Sinne von Art. 13 der Verordnung (EU) Nr. [XX] des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments gewährleistet ist.

(2) Die ökologische Nachhaltigkeit des Finanzprodukts bestimmt sich aus seiner Gesamtbetrachtung. Es wird vermutet, dass das Finanzprodukt ökologisch nachhaltig ist, wenn bei umsatzbezogener Betrachtung

1. mindestens 75 % der im Fonds enthaltenen Anteile und

2. mindestens 75 % der im Fonds enthaltenen Anleihen

jeweils für sich genommen den Anforderungen des Absatzes 1 entsprechen.

(3) Absatz 2 Satz 2 findet auf Derivate sinngemäß Anwendung. Derivate dürfen kein zentraler Bestandteil des Portfolios des Fonds sein; sie dürfen, sofern sie nicht ausschließlich für Absicherungszwecke verwendet werden, nur vorübergehend eingesetzt werden, wenn die ordnungsgemäße Verwaltung des Fonds dies erfordert.

(4) Green Bonds, die im Einklang mit den Standards der ICMA ausgegeben werden, sind stets ökologisch nachhaltig im Sinne dieser Bestimmung.

(5) Bei der Beurteilung, ob ein Finanzprodukt die Anforderungen des Absatzes 1 erfüllt, ist insbesondere zu berücksichtigen, ob der Fonds

1. über eine dafür ausreichende personelle und sachliche Ausstattung verfügt und geeignete Methoden anwendet, um den eigenen Beitrag zur Erreichung von Umweltzielen einzuschätzen und zu gewährleisten;

2. durch geeignete Mechanismen sicherstellt, dass Umwelt-, Sozial- und Governance-Belange (ESG), insbesondere die Achtung von Menschenrechten und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung, Beachtung finden und dass bei Missachtung dieser Belange Emittenten aus dem Portfolio ausgeschlossen werden;

3. eine an den Maßstäben der Nummern 1 und 2 ausgerichtete Politik für die Verwendung von Derivaten im Einklang mit Absatz 3 entwickelt und anwendet.

Näheres wird durch Rechtsverordnung der Bundesregierung bestimmt.

§ 4 Zertifizierungsstellen und -verfahren

(1) Zur Vergabe des Zertifikats „Grüner Bulle“ ist jede nationale oder europäische Einrichtung berechtigt, die in einem diskriminierungsfreien und transparenten Verfahren durch das Umweltbundesamt akkreditiert worden ist. Voraussetzung für eine Akkreditierung ist, dass die Stelle

1. mit Audit-Verfahren, insbesondere nach dem Standard ISO 19011, vertraut ist;
2. über die verfahrenstechnischen Voraussetzungen, die rechts- und wirtschaftswissenschaftliche sowie ökologische Expertise sowie die Kenntnisse von Finanzmärkten verfügt, derer es bedarf, um die ökologische Nachhaltigkeit von Finanzprodukten zu beurteilen;
3. Gewähr für Zuverlässigkeit im Wirtschafts- und Rechtsverkehr bietet.

Näheres wird durch Rechtsverordnung des Bundesministers für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit bestimmt.

(2) Das Zertifikat „Grüner Bulle“ wird auf schriftlichen Antrag der Verwaltungsgesellschaft des Fonds erteilt und ist ein Jahr lang gültig.

(3) Die Zertifizierungsstelle trifft die geeigneten Maßnahmen, um die Einhaltung der Voraussetzungen des § 3 dieses Gesetzes regelmäßig zu überprüfen. Das Zertifikat darf nur erteilt werden, wenn gewährleistet ist, dass der Antragsteller der Zertifizierungsstelle jederzeit Zugang zu den hierfür benötigten Unterlagen und Informationen gewährt.

(4) Die Zertifizierungsstelle entzieht einem Fonds das Zertifikat „Grüner Bulle“, wenn er die Voraussetzungen des § 3 dieses Gesetzes nicht mehr erfüllt oder ihre Kontrolle nicht mehr möglich ist und der Fonds nicht innerhalb einer angemessenen Frist erfolgreich Gegenmaßnahmen ergriffen hat.

(5) Der Fonds und die Zertifizierungsstelle legen Einzelheiten zu Absatz 3 Satz 2 und Absatz 4 durch Vereinbarung fest.

3.5.7 Begründung des Regelungsvorschlags

3.5.7.1 Anwendungsbereich des Zertifikats (§ 2 BGrüBG)

Das französische Recht erlaubt es Kapitalverwaltungsgesellschaften, das Label TEEC für OGAW und AIF zu beantragen. Dies empfiehlt sich auch für das deutsche Recht. Der Regelungsvorschlag nimmt daher auf die Begriffsbestimmungen des KAGB Bezug.

Das französische Recht sieht Sonderregelungen sowohl für Dach- und Multi-Manager-Fonds als auch für Master- und Feeder-Konstruktionen vor.⁶⁹⁶ Dachfonds sind Fonds, deren Anlagestrategie darin besteht, in andere Fonds (Zielfonds) zu investieren.⁶⁹⁷ Das KAGB sieht keine Begriffsbestimmung zu Dachfonds vor. Der Ausdruck wird lediglich in § 22 Abs. 1 Nr. 10 lit. a) KAGB sowie in § 225 KAGB verwandt. Aus §§ 196, 207 und 225 KAGB folgt, dass Dachfonds zulässig sind. Diese Vorschriften sehen Anforderungen an die Anlage von Vermögen in andere Investmentvermögen durch einen Investmentfonds vor. Ein Fonds darf die Bezeichnung „Dachfonds“ gem. Art. 3 Nr. 1 der BaFin-Fondskategorie-Richtlinie erst dann führen, wenn das Investmentvermögen entsprechend den Anlagebedingungen zu mindestens 51% in Zielfonds investiert werden muss. Aufgrund der mit der Anlagestrategie von Dachfonds verbundenen zweifachen Vergütung der Kapitalverwaltung sowohl auf Ebene des Dach- als auch

⁶⁹⁶ Siehe hierzu bereits oben in Abschnitt 3.2.1.5.2.

⁶⁹⁷ Glander/Mayr, in: Baur/Tappen (Hrsg.), Investmentgesetze, § 207 KAGB, Rn. 2; Höring, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar KAGB, § 196 Rn. 3; Hartrott, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 196 KAGB, Rn. 2.

auf Ebene des Zielfonds, müssen Dachfonds ihre Anlagestrategie in den Verkaufsunterlagen transparent machen.⁶⁹⁸

Multi-Manager-Fonds sind Fonds, die von mehreren Kapitalverwaltungsgesellschaften geführt werden. Diese Konstruktion ist in Deutschland gem. § 17 Abs. 3 KAGB unzulässig.⁶⁹⁹ Die Regelung beruht auf Art. 5 Abs. 1 S. 1 der AIFM-RL und ist in ihrem Geltungsbereich für OGAW überschießend.⁷⁰⁰

Master- und Feeder-Fonds sind keine Partikularität des französischen Rechts. Diese Fondstypen gibt es auch im deutschen Recht, weil sie unionsrechtlich determiniert sind.⁷⁰¹ Das KAGB definiert den Begriff des Feeder-Fonds, indem es auf den Master-Fonds Bezug nimmt.⁷⁰² So handelt es sich bei einem Feeder-Fonds um Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital, Teilgesellschaftsvermögen einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital oder EU-OGAW, die mindestens 85 % ihres Vermögens in einem Masterfonds anlegen (§ 1 Abs. 19 Nr. 11 KAGB). Master-Fonds sind OGAW oder Sonstige Investmentvermögen (i.S.d. § 220 KAGB), die Anteile an mindestens einen Feeder-Fonds ausgegeben haben, selbst keine Feeder-Fonds und keine Anteile eines Feeder-Fonds halten. Der Vorteil der Feeder-Master-Konstruktion besteht darin, dass das Portfolio (es wird im Master-Fonds gepoolt) einfacher und günstiger verwaltet werden kann, als wenn das Vermögen durch mehrere kleine Investmentfonds gehalten würde.⁷⁰³ Feeder-Fonds fungieren als Kapitalsammelstelle und legen nahezu dazu das gesamte Vermögen in den Masterfonds an (sie „füttern“ ihn). Dieser hält und verwaltet das Vermögen.⁷⁰⁴ Die Konstruktion ist problematisch, weil die Investition des nahezu gesamten Vermögens des Feeder-Fonds in einen Vermögenswert mit den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Risikomischung und Anlagegrenzen an sich nicht vereinbar ist.⁷⁰⁵ Das KAGB sieht daher ein Genehmigungserfordernis für Feeder-Fonds vor, unterwirft die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die sowohl Master- als auch Feeder-Fonds verwaltet, besonderen Anforderungen und schützt Anleger durch Publizitätspflichten sowie Anlagegrenzen und -beschränkungen (§§ 171 ff. KAGB).

Das Parlamentsgesetz für ein Nachhaltigkeits-Label braucht keine Regelungen zu den Sonderfällen vorzusehen. Es ist aber sinnvoll, in der Verordnung der Bundesregierung oder des Bundesministers zu regeln, unter welchen Voraussetzungen Dach- und Feeder-Fonds das Label verwenden können. Das französische Recht fordert von Dach-Fonds, dass diese zu 90% in Zielfonds mit dem TEEC-Label investieren.⁷⁰⁶ Feeder-Fonds erlaubt es, das TEEC Label zu beantragen, sofern der Master-Fonds ein solches Label verwenden darf.⁷⁰⁷ Dies ist auch für das deutsche Recht sachgerecht und sollte in der ministeriellen Verordnung geregelt werden. Eine Sonderregelung zu Multi-Manager-Fonds ist dahingegen nicht erforderlich, weil diese Konstruktion in Deutschland nicht vorgesehen ist.

⁶⁹⁸ Glander/Mayr, in: Baur/Tappen (Hrsg.), Investmentgesetze, § 207 KAGB, Rn. 2.

⁶⁹⁹ Winterhalder, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, § 17 KAGB, Rn. 59.

⁷⁰⁰ Vgl. Begr. RegE AIFM-UmsG, BT-Drucks. 17/12294, S. 212; Schmücking, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar KAGB, § 17 Rn. 51 f.; Bentele, in: Baur/Tappen (Hrsg.), Investmentgesetze, § 17 KAGB, Rn. 29 ff.

⁷⁰¹ Näher zum Hintergrund Dobrauz-Saldapenna/Rosenauer, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar KAGB, § 171 KAGB Rn. 1-4.

⁷⁰² Vgl. Jesch, in Baur/Tappen, Investmentgesetze, § 1 KAGB Rn. 124.

⁷⁰³ Vgl. Gottschling, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar KAGB, § 1 Rn. 282; Siering/v. Ammon, in Baur/Tappen, Investmentgesetze, Vorbemerkungen zu den §§ 171-180, Rn. 2.

⁷⁰⁴ Vgl. Siering/v. Ammon, in Baur/Tappen, Investmentgesetze, Vorbemerkungen zu den §§ 171-180, Rn. 1.

⁷⁰⁵ Vgl. Gottschling, in: Moritz/Klebeck/Jesch (Hrsg.), Frankfurter Kommentar KAGB, § 1 Rn. 279; Siering/v. Ammon in Baur/Tappen, Investmentgesetze, Vorbemerkungen zu den §§ 171-180, Rn. 3.

⁷⁰⁶ Siehe oben Abschnitt 3.2.1.5.2.

⁷⁰⁷ Siehe oben Abschnitt 3.2.1.5.2.

3.5.7.2 Ökologische Nachhaltigkeit (§ 3 BGrüBG)

3.5.7.2.1 Umweltschutzziele

Der Regelungsvorschlag knüpft in Abs. 1 an die Umweltschutzziele der VO-Rahmenrechts-KOM an und übernimmt diese wortlautidentisch. Alternativ kommt in Betracht, auf die Verordnung zu verweisen oder schlicht zu regeln, dass dieses Gesetz für Fonds gilt, die als ökologisch nachhaltig vermarktet werden.⁷⁰⁸ Die explizite Regelung der unionsrechtlich anerkannten Umweltschutzziele ist aber transparenter. Sie vermeidet einen Konflikt mit dem EU-Recht, indem sie die Terminologie der VO-Rahmenrechts-KOM eins-zu-eins übernimmt. Ein Fonds kann nur eines der Ziele verfolgen, aber auch mehrere. Er ist frei darin, festzulegen, zu welchen Umweltschutzzielen sein Portfolio einen wesentlichen Beitrag leistet.

3.5.7.2.2 Zusammensetzung des Fondsvermögens

Der in den Absätzen 2 bis 4 vorgesehene Regelungsvorschlag betrifft vor allem die Zusammensetzung des Fondsvermögens. Das französische Regelungsvorbild des TEEC-Labels und das *Climate Finance Label* von LuxFlag kennzeichnen sich durch die Vorgabe eines hohen Anteils an Gesellschaften mit grünen Aktivitäten im Fondsvermögen. Die HLEG hatte dies auch für ein europäisches Label empfohlen. Der Regelungsvorschlag für das deutsche Recht greift dies auf. Es wird nicht verlangt, dass das Portfolio des Fonds ausschließlich aus Vermögenswerten besteht, die einen wesentlichen Beitrag zu den Umweltschutzzielen leisten. Es wird aber, wie in Frankreich, vorausgesetzt, dass dies weit überwiegend der Fall ist. Wie hoch der Prozentsatz ist, ist eine rechtspolitische Entscheidung. Eine Risikodiversifizierung sollte für den Fonds möglich sein. Deshalb wird vorgeschlagen, dass es sich um mindestens 75 % grüne Investments handeln muss. Dies beurteilt sich für jeden Emittenten nach dem Umsatz, den er aus ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten erzielt. Der umsatzbezogene Regelungsansatz wird im französischen Recht verwandt und ist auch bei den Labels der Finanzindustrie verbreitet.

Es ist ferner eine Sonderregelung für Derivate vorgesehen. Derivate werden üblicherweise zu Spekulations- und Hedging-Zwecken eingesetzt. Da die Spekulation auf die kurzfristige Erzielung von Gewinnen abzielt, was mit der Konzeption eines grünen Fonds grundsätzlich nicht in Einklang steht, sieht der Regelungsvorschlag insoweit übereinstimmend mit dem französischen Recht bezüglich des Labels TEEC vor, dass Derivate grundsätzlich nur zum Hedging eingesetzt werden dürfen. Hierfür greift der Regelungsvorschlag die Terminologie der §§ 165 Abs. 4, 174 Abs. 1 S. 3 Nr. 2, 253 Abs. 1 S. 1 Nr. 6, 261 Abs. 3 KAGB auf („zu Absicherungszwecken“).⁷⁰⁹ Im Übrigen dürfen Derivate nur vorübergehend eingesetzt werden, vorausgesetzt, dass die ordnungsgemäße Verwaltung des Fonds dies erfordert. Der Fonds soll den Einsatz von Derivaten in einer Investitionspolitik im Einzelnen regeln (vgl. Absatz 5 Nr. 3). Dies ermöglicht es der Zertifizierungsstelle, die Umsetzung der gesetzlichen Anforderungen zu kontrollieren. Mit „im Übrigen“ ist gemeint, dass Derivate als Teil der Anlagestrategie zu spekulativen Zwecken der Ertragssteigerung und Gewinnerwartung, zur Umsetzung oder Optimierung von Investmentstrategien oder zur Optimierung von Finanzierungen eingesetzt werden.⁷¹⁰

Schließlich werden Investitionen in bestimmte Wirtschaftszweige ausgeschlossen. Dieser Regelungsansatz hat ebenfalls Vorbilder (Label TEEC, LuxFlag *Climate Finance*; FNG-Siegel; *Nordic Swan*). Er ist

⁷⁰⁸ Die Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen würde gem. Art. 1 Abs. 2 lit. a) für mitgliedstaatliche Maßnahmen zur Festlegung von Anforderungen an Marktteilnehmer in Bezug auf Finanzprodukte, die als ökologisch nachhaltig vermarktet werden, „gelten“, wäre also bezüglich der Umweltschutzziele unmittelbar anwendbar.

⁷⁰⁹ Der Einsatz von Derivaten kann aus Investmentzwecken (vgl. § 197 Abs. 1 KAGB) oder Absicherungszwecken (vgl. §§ 174 Abs. 1 S. 3 Nr. 2, 225 Abs. 2 S. 2, 253 Abs. 1 S. 1 Nr. 6, 261 Abs. 3 KAGB) erfolgen. Vgl. *Schaffelhuber*, in: Zerey (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 29 Rn. 2 Fn. 6; *Josek*, in: Baur/Tappen (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 197 Rn. 28.

⁷¹⁰ Vgl. zu dieser Abgrenzung zwischen Absicherungs- und Investmentzwecken *Josek*, in: Baur/Tappen (Hrsg.), *Investmentgesetze*, § 197 Rn. 28.

zudem unionsrechtlich vorgezeichnet. Deshalb wird ausdrücklich auf Art. 12 VO-Rechtsrahmen-KOM verwiesen.

3.5.7.2.3 Governance-Anforderungen

Das französische Regelungsvorbild verlangt, dass der Fonds Methoden festlegt, mit denen er beurteilt, ob Wirtschaftsaktivitäten, in die der Fonds investiert, einen Beitrag zur Umwelt- und Ökologiewende leisten. Daran knüpft Absatz 5 Nr. 1 an und verlangt, dass der Fonds geeignete Methoden anwendet, um den eigenen Beitrag zur Erreichung von Umweltzielen einzuschätzen und zu gewährleisten. Es ist nicht erforderlich, vom Fonds zu verlangen, selbst ein Ziel festzulegen, weil die VO-Rahmenrechts-KOM regelt, unter welchen Voraussetzungen eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zu einem Umweltschutzziel leistet. Darauf nimmt der Gesetzgebungsvorschlag Bezug.

Schließlich ist es ein weit verbreiteter Regelungsansatz, den Fonds durch organisatorische Vorgaben anzuhalten, die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften zu kontrollieren. Das französische Recht operiert mit dem Begriff der „ESG-Kontroversen“. Dies ist ein im deutschen Aufsichts- und Unternehmensrecht nicht verwandter Ausdruck. Deshalb sieht der Regelungsvorschlag vor, dass durch geeignete Mechanismen sicherzustellen ist, dass ESG-Belange eingehalten werden. Der Fonds sollte zudem verpflichtet sein, Emittenten aus dem Portfolio auszuschließen, wenn diese ESG-Belange nicht berücksichtigen.

3.5.7.3 Zertifizierungsstellen und -verfahren sowie Akkreditierungsstelle (§ 4 BGrüBG)

Die Vorschrift regelt, wer als Zertifizierungsstelle tätig werden kann. Ein zentraler Aspekt betrifft die Dauer, für die das Zertifikat erteilt werden kann. In Frankreich beträgt die Dauer für das Label TEEC ein Jahr und für das Label ISR drei Jahre. Der Vorschlag für ein BGrüBG betrifft ein Zertifikat für ökologisch nachhaltige Investitionen. Die Zusammensetzung des Fondsvermögens kann sich häufig ändern. Rechtspolitisch erscheint daher die in Frankreich für das Label TEEC entwickelte Lösung, das Zertifikat für die Dauer von einem Jahr zu erteilen, auch für das deutsche Recht vorzugswürdig. Dies wird in § 4 Abs. 2 des Regelungsvorschlags bestimmt. Andere Details sollten in der Rechtsverordnung des Bundesministers für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit geregelt werden (vgl. § 4 Abs. 1 des Regelungsvorschlags).

Der Zertifizierungsstelle kommt auch die Aufgabe zu, die Einhaltung der Voraussetzungen für das Label zu überwachen (vgl. § 4 Abs. 3 des Regelungsvorschlags). Dies wäre also nicht Aufgabe der BaFin. Der Regelungsvorschlag für das deutsche Recht stimmt auch insoweit mit dem französischen Regelungsvorbild überein. Eine Zertifizierungsstelle verfügt nicht über straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionsbefugnisse. Sie sollte aber in der Lage sein, auf Verfehlungen zu reagieren und die Behebung von Mängeln zu bewirken. Der Zertifizierungsstelle sollte daher die Befugnis eingeräumt werden, das Zertifikat zu entziehen, sofern ein festgestellter wesentlicher Mangel nicht innerhalb eines angemessenen Zeitraums behoben wird (vgl. § 4 Abs. 4 des Regelungsvorschlags).

Ferner legt die Bestimmung die Zuständigkeit des Umweltbundesamts als Akkreditierungsstelle fest (vgl. § 4 Abs. 1 des Regelungsvorschlags). Aufgrund ihrer besonderen Expertise für Umweltschutz und Nachhaltigkeit erscheint eine Akkreditierung durch das Umweltbundesamt vorzugswürdig gegenüber einer – ebenfalls denkbaren – Betrauung der Deutschen Akkreditierungsstelle (DAkkS) mit der Akkreditierung der Zertifizierer. Überdies entfällt mit der Akkreditierung durch das Umweltbundesamt die Notwendigkeit einer Beleihung. Das gesetzliche Akkreditierungsmonopol der DAkkS steht der Betrau-

ung des Umweltbundesamts nicht entgegen: Sein Geltungsbereich ist auf die Zertifizierung von Produkten im Sinne der Warenverkehrsfreiheit beschränkt;⁷¹¹ Finanzprodukte, welche unter die Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit fallen, sind hiervon nicht umfasst.

3.5.8 Ergebnisse

Eine nationale Regelung, die einen Rechtsrahmen für die freiwillige Zertifizierung von Finanzprodukten als „ökologisch nachhaltig“ schafft, ist mit europäischen Grundfreiheiten grundsätzlich vereinbar. Sie geht mit Beschränkungen der Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit einher, die jedoch von geringem Gewicht und im Lichte des umwelt- und verbraucherpolitischen Regelungsziels verhältnismäßig sind. Die Etablierung einer Zertifizierungspflicht stünde hingegen nicht im Einklang mit den Grundfreiheiten. Bei der Ausgestaltung der Regelungen hat sich Deutschland – unabhängig davon, ob ein Gesetz erlassen wird oder nicht – künftig an den Vorgaben und an der Taxonomie der europäischen Rechtsrahmenverordnung auszurichten.

Eine gesetzliche Regelung ist schon deshalb verfassungsrechtlich geboten, weil sich die Zertifizierung von Finanzanlagen wesentlich auf die grundrechtlich geschützte Tätigkeit anderer Zertifizierer auswirkt. Des Weiteren ist auch nicht auszuschließen, dass sich die Einführung eines Umweltlabels für Fonds jedenfalls faktisch auf die Grundrechtspositionen von Anbietern von Fonds, die nicht zertifiziert werden sollen, und Anbieter alternativer Zertifikate auswirkt. Eine gesetzliche Regelung erscheint deshalb erforderlich.

Schwieriger zu beantworten sind Fragen nach der hinreichenden demokratischen Legitimation der Zertifizierungsstelle. Über die Maßstäbe, die auf den „Graubereich“ zwischen Staat und Gesellschaft Anwendung finden, und die Zuordnung von Phänomenen innerhalb dieser Zwischensphäre besteht weder Gewissheit noch Einigkeit. Dies gilt insbesondere für die neue Rechtsfigur der Zertifizierung, die, ohne genuines Verwaltungshandeln darzustellen, Züge aufweist, die demungsverfahren verwandt bzw. ihm entlehnt sind. Geht die Akkreditierung der Zertifizierungsstelle mit Beleihung einher, muss der Gesetzgeber, soweit die Beleihung reicht, die Rechts-, wenn nicht gar die Fachaufsicht der zuständigen Behörden über den Beliehenen Sorge tragen. Entscheidet sich der Gesetzgeber hingegen für ein kooperatives Modell, bei dem die Zertifizierungsstelle und eine staatliche Behörde bei der Vergabe eines Labels zusammenwirken, ist die demokratische Legitimation der Entscheidungen durch die Beteiligung der Behörde in der Regel sichergestellt. Bei der „Konzessionslösung“ ist der Staat auf eine Marktaufsichtsinstanz über die Zertifizierungsstelle beschränkt. Wollte man dies anders sehen, würden Vorgaben für eine plurale und transparente innere Organisation und Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstelle ausreichen, um den Legitimationsanforderungen an sie zu genügen.

Der Gesetzgeber kann sich gegen eine drohende Verfassungswidrigkeit wegen Verletzung von Grundrechten, aber auch des Demokratieprinzips insoweit absichern, als er qualitative Standards, soweit möglich, selbst festlegt und nicht den Zertifizierungsstellen überlässt und im zu erarbeitenden Gesetz möglichst detaillierte Vorschriften über die innere Organisation und das Verfahren der Entscheidungsfindung vorsieht.

Das französische Recht kann als Vorbild für eine deutsche Fondsregulierung herangezogen werden. Eine zentrale Erkenntnis des Rechtsvergleichs ist, dass die Zertifizierung eines Nachhaltigkeits-Labels durch (akkreditierte) Privatrechtssubjekte erfolgen kann. Der deutsche Gesetzgeber sollte regeln, für welche Fonds eine Zertifizierung in Betracht kommt. Ein weiteres zentrales Thema ist die ökologische Nachhaltigkeit eines Fonds. Es sind Mindestanforderungen an das Fondsvermögen und dessen Beitrag

⁷¹¹ § 1 des Gesetzes über die Akkreditierungsstelle (AkkStelleG), BGBl. 2009 I, 2625, i.V.m. der Verordnung (EG) Nr. 765/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 9.7.2008 über die Anforderungen an Akkreditierung und Marktüberwachung bei der Vermarktung von Produkten [...] (ABl. L 218 v. 13.8.2008, S. 30; beachte v.a. Erwägungsgrund 1 zur VO).

zu bestimmten Umweltzielen festzulegen. Drittens ist das Verfahren der Zertifizierung zu regeln, namentlich Zuständigkeitsfragen, Prüfungsanforderungen, die Zertifizierung und Folgeaudits nach Ablauf des Zertifikats.

Die ökologische Nachhaltigkeit des Fondsvermögens ist das Herzstück einer Fondsregulierung. Der deutsche Gesetzgeber ist nicht völlig frei darin, dies zu regeln, sondern müsste den europäischen Rechtsrahmen berücksichtigen. Die Europäische Kommission will die ökologische Nachhaltigkeit von Wirtschaftstätigkeiten einheitlich definieren. Wenn der deutsche Gesetzgeber ein grünes Label für Fonds schaffen würde, müsste er daher auf die „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ rekurrieren. Ein nationales Label wäre folglich teilweise unionsrechtlich determiniert. Es bliebe aber ein weitreichender Gestaltungsspielraum, denn die Verordnung der Europäischen Union würde sich darauf beschränken, die Kriterien zur Bestimmung der ökologischen Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit zu regeln.

Die Art des Labels wäre nicht unionsrechtlich vorgezeichnet. Deutschland könnte ein übergreifendes, alle sechs Umweltziele berücksichtigendes Label schaffen. Es könnten aber auch für jedes Umweltziel eigene Label (Label Klimaschutz; Label Anpassung an den Klimawandel; etc.) entwickelt werden.

Es besteht weiterhin Gestaltungsspielraum bezüglich der Vorgaben über die Zusammensetzung des Fonds als Qualifikationsvoraussetzung für das Label. Der deutsche Gesetzgeber müsste allein berücksichtigen, dass die Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten in der Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen bestimmt sind.

Schließlich bliebe das Zertifizierungsverfahren jedenfalls solange ganz in den Händen des deutschen Gesetzgebers, wie die Union kein eigenes Label entwickelt hat. Dies schließt auch die Überwachung und Kontrolle ein.

Eine Regulierung für einen ökologisch nachhaltigen Fonds sollte in Deutschland auf gesetzlicher Grundlage erfolgen. Das Gesetz müsste auf die Verordnung der EU über den Rechtsrahmen für nachhaltige Investments Bezug nehmen und würde ergänzend regeln, wie sich die ökologische Nachhaltigkeit des Fonds bestimmt. Dies würde vor allem durch Anforderungen an die Zusammensetzung des Portfolios geschehen. Regelungsbedürftig wäre ferner das Zertifizierungsverfahren. Es müsste bestimmt werden, welche Aufgaben und Befugnisse eine Zertifizierungsstelle hat. Eines Komitees, das wie in Frankreich mit der Entwicklung der Fondsregulierung betraut wäre, bedarf es nicht.

Der unterbreitete Vorschlag für eine gesetzliche Regelung eines Nachhaltigkeits-Zertifikats berücksichtigt die folgenden Aspekte:

a) Anwendungsbereich

Das französische Recht erlaubt es Kapitalverwaltungsgesellschaften, das Label TEEC für OGAW und AIF zu beantragen. Dies empfiehlt sich auch für das deutsche Recht. Sonderregelungen für Dachfonds und Master-Feeder-Konstruktionen sollten in einer Verordnung der Bundesregierung geregelt werden.

b) Ökologische Nachhaltigkeit

Die ökologische Nachhaltigkeit eines Fonds sollte sich an den Umweltschutzzielen der europäischen „Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen“ orientieren. Regelungsbedürftig ist ferner die Zusammensetzung des Fondsvermögens.

- Es wird vorgeschlagen, dass ein Fonds frei darin ist, festzulegen, zu welchen Umweltschutzzielen der europäischen Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen sein Portfolio einen wesentlichen Beitrag leistet.

- ▶ Das französische Regelungsvorbild des TEEC-Labels und das *Climate Finance Label* von LuxFlag kennzeichnen sich durch die Vorgabe eines hohen Anteils an Gesellschaften mit grünen Aktivitäten im Fondsvermögen. Die HLEG hatte dies auch für ein europäisches Label empfohlen. Der Regelungsvorschlag für das deutsche Recht greift dies auf. Es wird nicht verlangt, dass das Portfolio des Fonds ausschließlich aus Vermögenswerten besteht, die einen wesentlichen Beitrag zu den Umweltschutzziele leisten. Es wird aber, wie in Frankreich, vorausgesetzt, dass dies weit überwiegend der Fall ist. Wie hoch der Prozentsatz ist, ist eine rechtspolitische Entscheidung. Eine Risikodiversifizierung sollte für den Fonds möglich sein. Deshalb wird vorgeschlagen, dass es sich um mindestens 75 % grüne Investments handeln muss. Dies beurteilt sich für jeden Emittenten nach dem Umsatz, den er aus ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten erzielt. Der umsatzbezogene Regelungsansatz wird im französischen Recht verwandt und ist auch bei den Labels der Finanzindustrie verbreitet.
- ▶ Es ist ferner eine Sonderregelung für Derivate vorgesehen. Derivate werden üblicherweise zu Spekulations- und Hedging-Zwecken eingesetzt. Da die Spekulation auf die kurzfristige Erzielung von Gewinnen abzielt, was mit der Konzeption eines grünen Fonds grundsätzlich nicht in Einklang steht, sieht der Regelungsvorschlag insoweit übereinstimmend mit dem französischen Recht bezüglich des Labels TEEC vor, dass Derivate grundsätzlich nur zu Absicherungszwecken eingesetzt werden dürfen.
- ▶ Es werden Investitionen in bestimmte Wirtschaftszweige ausgeschlossen. Dieser Regelungsansatz hat ebenfalls Vorbilder (Label TEEC, LuxFlag *Climate Finance*; FNG-Siegel; *Nordic Swan*) und ist unionsrechtlich vorgezeichnet.

c) Governance-Anforderungen

- ▶ Das französische Regelungsvorbild verlangt, dass der Fonds Methoden festlegt, mit denen er beurteilt, ob Wirtschaftsaktivitäten, in die der Fonds investiert, einen Beitrag zur Umwelt- und Ökologiewende leisten. Daran knüpft der Regelungsvorschlag an und verlangt, dass der Fonds geeignete Methoden anwendet, um den eigenen Beitrag zur Erreichung von Umweltzielen einzuschätzen und zu gewährleisten.
- ▶ Der Regelungsvorschlag sieht ferner vor, dass durch geeignete Mechanismen sicherzustellen ist, dass ESG-Belange eingehalten werden. Der Fonds sollte zudem verpflichtet sein, Emittenten aus dem Portfolio auszuschließen, wenn diese ESG-Belange nicht berücksichtigen.

d) Zertifizierungsverfahren

- ▶ Es sollte geregelt werden, wer als Zertifizierungsstelle tätig werden kann. Nach dem Regelungsvorschlag wäre jede nationale oder europäische Einrichtung berechtigt, das Nachhaltigkeits-Zertifikat zu erteilen, die in einem diskriminierungsfreien und transparenten Verfahren durch das Umweltbundesamt akkreditiert worden ist.
- ▶ Ein zentraler Aspekt betrifft die Dauer, für die das Zertifikat erteilt werden kann. Die in Frankreich für das Label TEEC entwickelte Lösung, das Zertifikat für die Dauer von einem Jahr zu erteilen, erscheint auch für das deutsche Recht sinnvoll.
- ▶ Die Zertifizierungsstelle hat die Aufgabe, die Einhaltung der Voraussetzungen für das Label zu überwachen. Dies wäre nicht Aufgabe der BaFin.
- ▶ Eine Zertifizierungsstelle verfügt nicht über straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionsbefugnisse. Sie sollte aber in der Lage sein, auf Verfehlungen zu reagieren und die Behebung von Mängeln zu bewirken. Der Zertifizierungsstelle sollte die Befugnis eingeräumt werden, das Zertifikat zu entziehen, sofern ein festgestellter wesentlicher Mangel nicht innerhalb eines angemessenen Zeitraums behoben wird.

4 Quellenverzeichnis

- ABADIE Pauline, „Le devoir de vigilance des sociétés mères: responsabilisation actuelle, responsabilité à venir“, Gazette du Palais, 6. Juni 2016, n° Hors-série, Actes du colloque de Deauville, S. 55.
- ALAMOWITCH Stéphan, „Sociétés de gestion: vers une responsabilité sociétale“, Bulletin Joly Bourse, Nr. 6, Juni 2012, S. 273.
- ANDRÉE Christine, Zielverpflichtende Gemeinwohlklauseln im AEU-Vertrag, Berlin 2014.
- BARTHUFF Christian, Nachhaltigkeitsinduzierte Kreditrisiken, Wiesbaden 2014.
- BAUR Jürgen / TAPPEN Falko (Hrsg.), Investmentgesetze, Großkommentar, Band I, §§ 1-272 KAGB, 3. Aufl., Berlin/München/Boston 2015.
- BECKMANN Martin / DURNER Wolfgang / MANN Thomas / RÖCKINGHAUSEN Marc (Hrsg.), Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band 1, 84. Ergänzungslieferung, Juli 2017, München.
- BEHRENS Peter, „Die Konvergenz der wirtschaftlichen Freiheiten im europäischen Gemeinschaftsrecht“, EuR 1992, 145.
- BIEBER Roland / EPINEY Astrid / HAAG Marcel, Die Europäische Union; Europarecht und Politik, 11. Aufl., Baden-Baden 2015.
- BOLLON Pierre / LÉONARD Martine, „Pourquoi un Code de transparence AFG-FIR des fonds ISR grand public?“, Revue d'économie financière, Nr. 85, September 2006, S. 251.
- BÖCKENFÖRDE Ernst-Wolfgang, „Demokratie als Verfassungsprinzip“, in: Isensee, Josef / Kirchhof, Paul (Hrsg.), Handbuch des Staatsrechts, Band I, München 1987, S. 887.
- BÖCKING Hans-Joachim / ALTHOFF Carolin, „Paradigmenwechsel in der (Konzern-)Lageberichterstattung über nicht-monetäre Erfolgsfaktoren“, Der Konzern 2017, S. 246.
- BRAND, Oliver / BAROCH CASTELLVI, Manuel (Hrsg.), Versicherungsaufsichtsgesetz, 1. Aufl., Baden-Baden 2018.
- BRUNENGO-BASSO Stéphanie, „Responsabilité sociale des entreprises et publicité: quelles limites au green washing?“, Journal des sociétés, Nr. 87, Mai 2011, S. 55.
- BUSSIÈRE Fabrice
- „Transition énergétique pour la croissance verte – Obligation de reporting pour les sociétés de gestion – Présentation-type des informations – Droits de vote“, Banque & Droit, Nr. 166, März-April 2016, S. 82.
 - Chronique „Gestion collective“, Banque & Droit, Nr. 142, März-April 2012, S. 34.
- BÜSCHGEN Hans E./EVERLING Oliver (Hrsg.), Handbuch Rating, 2. Aufl., Wiesbaden 2007.
- CALLIES Christian / RUFFERT Matthias (Hrsg.), EUV/AEUV, Kommentar, 5. Aufl., München 2016.
- CANARIS Claus-Wilhelm / HABERSACK Mathias / SCHÄFER Carsten (Hrsg.), Staub, Großkommentar HGB, Band 5, §§ 238-289a, 5. Aufl., Berlin/Boston 2014.
- CUZACQ Nicolas
- „Le devoir de vigilance des sociétés mères et des donneurs d'ordre“, in: K. Martin-Chenut & R. de Quenadon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, Pedone, 2016, S. 453.
 - „La directive du 22 octobre 2014, nouvel horizon de la transparence extra-financière au sein de l'UE“, Revue des sociétés, Dez. 2015, S. 707.
 - „Commentaire des propositions de loi relatives au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre“, Revue de Droit du Travail, 2014, S. 265.
 - „Commentaire du Code de transparence de l'AFG destiné aux fonds éthiques“, Gazette du Palais, Nr. 216, 4./5. August 2006, S. 3.
- DAMIEN Robert, „L'urgence écologique, un nouvel objet politique“, in: Y.-C. Zarka (Hrsg.), Le monde émergent, Les nouveaux défis environnementaux, 1, Lieux, Armand Colin, 2010, S. 33.
- DANIS-FÂTOME Anne, „La responsabilité des sociétés mères du fait de leurs filiales“, in: M. Bourassin / J. Revel (Hrsg.), Réforme du droit civil et vie des affaires, Dalloz, 2014, S. 253.

DELAHOUSSE Laure, „A quelles conditions l'Epargne-retraite peut-elle contribuer au développement de l'investissement socialement responsable?“, Revue d'Economie Financière, Nr. 85, September 2006, S. 295.

DELÉRABLE Caroline / GAZZO Alexis / PEREZ Julien (Ernst&Young), How have investors met their ESG and climate reporting requirements under Article 173-VI?, December 2017 (abrufbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-how-have-investors-met-their-esg-and-climate-reporting-requirements-under-article-173-vi/\\$FILE/ey-how-have-investors-met-their-esg-and-climate-reporting-requirements-under-article-173-vi.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-how-have-investors-met-their-esg-and-climate-reporting-requirements-under-article-173-vi/$FILE/ey-how-have-investors-met-their-esg-and-climate-reporting-requirements-under-article-173-vi.pdf)).

DAUSES Manfred A. / LUDWIGS Markus (Hrsg.), Handbuch des EU-Wirtschaftsrecht, 43. Ergänzungslieferung, 2017, 44. Ergänzungslieferung 2018, München.

DEZEUZE Eric, „Responsabilité sociale de l'entreprise et le droit de l'information financière“, in F. G. Trébulle / O. Uzan (Hrsg.), Responsabilité sociale des entreprises, Regards croisés Droit et Gestion, Economica, 2011, S. 283.

DREIER Horst (Hrsg.)

- Grundgesetz, Kommentar, Band I, 3. Aufl., Tübingen 2013.
- Grundgesetz, Kommentar, Band II, 3. Aufl., Tübingen 2015.

FEHLING, Michael / KASTNER, Berthold/STÖRMER, Rainer (Hrsg.), Verwaltungsrecht, VwVfG, VwGO, Nebengesetze, Handkommentar, 4. Aufl., Baden-Baden 2016.

FISAHN Andreas / MUSHOFF Tobias, „Vorwirkung und unmittelbare Wirkung Europäischer Richtlinien“, EuR 2005, S. 222.

FISCHER Thomas, „Irreführung durch Werbung mit Prüfzeichen, Gütesiegeln und Gütezeichen“, WRP 2009, S. 408.

FORGET Elisabeth, „L'investissement éthique, Implications en droit des sociétés“, Revue des sociétés, Oktober 2015, S. 559.

FLEISCHER Holger / GOETTE Wulf (Hrsg.), Münchener Kommentar zum GmbHG, Band I, 3. Aufl., München 2018.

FRANCK Jens-Uwe, „Unionsrechtliche Regulierung des Wertpapierhandels und mitgliedstaatliche Gestaltungsspielräume: Dokumentation der Anlageberatung als Paradigma“, BKR 2012, S. 1.

FRENZ Walter, „Goldene Aktien nach der 3. Portugal-Entscheidung“, EWS 2011, S. 125.

GERMAIN Michel, „La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat“, Banque & Droit, Nr. 70, März 2000, S. 15.

GERSDORF Hubertus / PAAL Boris (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar Informations- und Medienrecht, 19. Edition, München 2018.

GOLDHAMMER Michael, „Zur Neudefinition des Geschäftsgeheimnisses als Chance für das öffentliche Recht“, NVwZ 2017, S. 1809.

GRABITZ Eberhard / HILF Meinhard / NETTESHEIM Martin (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, EUV/AEUV, Kommentar, Loseblattsammlung, 62. Ergänzungslieferung, 2017, 63. Ergänzungslieferung, 2018, München.

GROTEL Bernd / SCHMIDT Stefan / SCHUBERT Wolfgang / WINKELJOHANN Norbert (Hrsg.), Beck'scher Bilanz-Kommentar, Handels- und Steuerbilanz, 11. Aufl., München 2018.

GRUNDEL Astrid, „Prüfung der CSR-Berichterstattung durch den Aufsichtsrat – Wie intensive muss der Aufsichtsrat die Rechtmäßigkeit prüfen?“, WPG 2018, S. 108.

HANNOUN Charley, „Vers un devoir de vigilance des sociétés mères?“, Revue internationale de la compliance et de l'éthique des affaires, Nr. 51-52, Dezember 2014, S. 32.

HECKER Andreas / BRÖCKER Norbert, „Die CSR-Berichtspflicht in der Hauptversammlungssaison 2018“, AG 2017, S. 761.

HEERMANN Peter / SCHLINGLOFF Jochen (Hrsg.), Münchener zum Lauterkeitsrecht, Band 2: §§ 5-20 UWG, 2. Aufl., München 2014.

HENNRICHs Joachim

- „CSR-Umsetzung – Neue Pflichten für Aufsichtsräte“, NZG 2017, S. 841.
- „Die Grundkonzeption der CSR-Berichterstattung aus ausgewählte Problemfelder“, ZGR 2018, S. 206.

HENNRICHs Joachim / PÖSCHKE Moritz, „Die Pflicht des Aufsichtsrats zur Prüfung des ‚CSR-Berichts‘“, NZG 2017, S. 121.

HERDEGEN Matthias

- Europarecht, 19. Aufl., München 2017.

- Internationales Wirtschaftsrecht, 11. Aufl., München 2017.

HERMANN Andreas / KEIMEYER Friedhelm / ISRAEL Julia, Öko-Institut e.V., Rechtliche Rahmenbedingungen eines Allgemeinen Nachhaltigkeits Siegels, Berlin/Darmstadt 2013.

HOLST Johannes, „Konvergenz der Grundfreiheiten durch das Marktzugangskriterium?“, EuR 2017, S. 633.

HOMMELHOFF Peter

- „Die neue Position des Abschlußprüfers im Kraftfeld der aktienrechtlichen Organisationsverfassung (Teil 1)“, BB 1998, S. 2567.
- „Die neue Position des Abschlußprüfers im Kraftfeld der aktienrechtlichen Organisationsverfassung (Teil 2)“, BB 1998, S. 2625.
- „Nichtfinanzielle Unternehmensziele im Unionsrecht – Zwanzig Bemerkungen zum Kommissionsvorschlag für die Novellierung der 4. Und 7. Bilanzrichtlinie vom April 2013“, in: Boemke, Burkhard / Lembke, Mark / Linck, Rüdiger (Hrsg.), Festschrift für Gerrick Frhr. v. Hoyningen-Huene zum 70. Geburtstag, München 2014, S. 137.
- „CSR-Vorstands- und Aufsichtsratspflichten“, NZG 2017, S. 1361.

HONG Mathias, „Das Recht auf Informationszugang nach dem Informationsfreiheitsgesetz als Recht zur Mobilisierung der demokratischen Freiheit“, NVwZ 2016, S. 953.

HORN Norbert, „Deutsches und europäisches Gesellschaftsrecht und die EuGH-Rechtsprechung zur Niederlassungsfreiheit - Inspire Art“, NJW 2004, S. 893.

JANISZEWSKI Jörg, Das Umweltzeichen, 1992 Berlin.

JARASS Hans D.

- „Elemente einer Dogmatik der Grundfreiheiten II“, EuR 2000, S. 705.
- „Kommunale Wirtschaftsunternehmen und Verfassungsrecht“, DÖV 2002, S. 489.

KAU Marcel, „Der Staat und der Einzelne als Völkerrechtssubjekte“, in: Graf Vitzthum, Wolfgang / Proelß, Alexander (Hrsg.), Völkerrecht, 7. Aufl., Berlin 2016, S. 131.

KÄMMERER Jörn Axel

- „Privatisierung, Typologie – Determinanten – Rechtspraxis – Folgen“, Tübingen 2001.
- „Privatisierungsmöglichkeiten und -grenzen im Sicherheitsbereich“, in: Stober, Rolf/Olschok, Harald (Hrsg.), Handbuch des Sicherheitsgewerberechts, München 2004, S. 165.
- Privatisierung und Staatsaufgaben: Versuch einer Zwischenbilanz“, DVBl. 2008, S. 1005.
- „Von der Renaissance der Beleihung“, in: Begegnungen im Recht, Ringvorlesung der Bucerius Law School zu Ehren von Karsten Schmidt anlässlich seines 70. Geburtstags, hrsg. v. den Professorinnen und Professoren der Bucerius Law School, Tübingen 2011, S. 195.
- Privatisierung, in: Ehlers, Dirk/Fehling, Michael/Pünder, Hermann (Hrsg.), Besonderes Verwaltungsrecht, Band I, 3. Aufl., Heidelberg u.a. 2012.

KERHUEL Corentin / LANOIS Paul, „Communication en matière de critères ESG. L'obligation d'information des sociétés de gestion de portefeuille en matière d'investissement socialement responsable. Focus sur le décret n° 2012-132 du 30 janvier 2012“, Banque & Droit, Nr. 144, Juli-August 2012, S. 3.

KERKEMEYER Andreas, Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten, Tübingen 2018.

KIEFER Günther, „Regelungsbedarf und Gestaltungsspielräume bei der Beleihung“, LKRZ 2009, S. 441.

KIRSCH Hans-Jürgen / HUTER, Michael, „Die Prüfung der nicht-finanziellen Erklärung“, WPg 2017, S. 1017.

KLENE Victor, „Corporate Social Responsibility – Richtlinie, Umsetzung und Konsequenzen“, WM 2018, S. 308.

KLINGER Remo / HARTMANN Constantin / KREBS David, „Vom Blauen Engel zum Bekleidungsengel? Umweltsiegel als Vorbild staatlicher Zertifizierungen in der Textilindustrie“, ZUR 2015, S. 270.

KÖHLER Helmut, „Unzulässige geschäftliche Handlung bei Abschluss und Durchführung eines Vertrags“, WRP 2009, S. 898.

- KÖHLER Helmut / BORNKAMM Joachim / FEDDERSEN Jörn (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, 36. Aufl., München 2018.
- KREMER Thomas / BACHMANN Gregor / LUTTER Marcus / VON WERDER Axel (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, 7. Aufl., München 2018.
- LANGE Christoph / DALDRUP Herbert, „Grundsätze ordnungsgemäßer Umweltschutz-Publizität – Vertrauenswürdige Berichterstattung über die ökologische Lage in Umwelterklärungen und Umweltberichten“, WPg 2002, S. 657.
- LAARS Reinhard / BOTH David (Hrsg.), Nomos Bundesrecht, Erläuterungen, Versicherungsaufsichtsgesetz, 4. Online-Auflage, 2017.
- LANGE Knut Werner, „Berichterstattung in Lagebericht und Konzernlagebericht nach dem geplanten Bilanzrechtsreformgesetz“, ZIP 2004, S. 981.
- LE CANNU Paul / DONDERO Bruno, „Le développement des informations sociales et environnementales du rapport de gestion (loi n° 2010-788 du 12 juill. 2010)“, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 3/2010, S. 115.
- LECOURT Benoît / CONAC Pierre-Henri / GERMAIN Michel / HEINICH Julia, „La réécriture des articles 1833 et 1835 du code civil: révolution ou constat? (Ire partie)“, Revue des sociétés, Oktober 2018, S. 551.
- LELL Otmar, Umweltbezogene Produktkennzeichnungen im deutschem, europäischen und internationalen Recht, Berlin 2003.
- LEMMET Sylvie / DUCRET Pierre, „Pour une stratégie française de la finance verte.“ Rapport à Nicolas Hulot et Bruno le Maire, Dez. 2017.
- LENZ Carl Otto / BORCHARDT Klaus-Dieter (Hrsg.), EU-Verträge, Kommentar, EUV, AEUV, GRCh, 6. Aufl., Köln u.a. 2013.
- LIEVERSE Kitty, „The Scope of MiFID II“, in: Busch, Danny / Ferrarini, Guido (Hrsg.), Regulation of the EU Financial Markets, Oxford 2017, S. 3.
- LORMETEAU Blanche, „La validation par le Conseil constitutionnel de la méthode de transition comme principe directeur de l'action publique dans le champ de l'énergie“, Constitutions, Nr. 2015-4, Oktober-Dezember 2015, S. 607.
- LÜTTRINGHAUS Jan D.
- „Solvency II – Grundlagen der Reform des europäischen Versicherungsaufsichtsrechts und Auswirkungen der neuen Eigenmittelvorschriften“, EuZW 2011, S. 822.
 - „Neue Governance- und Aufsichtsregeln für die europäische Versicherungswirtschaft nach Solvency II“, EuZW 2011, S. 856.
- MALECKI Catherine
- „Transposition de la directive RSE: un nouveau cadre de publications extra-financières pour les grandes entreprises“, Bulletin Joly Sociétés, Oktober 2017, S. 632.
 - „L'énergie sera positive, la croissance sera verte, la gouvernance d'entreprise sera participative“, Bulletin Joly Sociétés, Dezember 2015, S. 616.
 - „La norme « DDL RSE » (NEP 9090), le commissaire aux comptes et la RSE“, Bull. Joly Sociétés, April 2014, S. 210.
 - „Responsabilité sociale des entreprises. Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable“, LGDJ, S. 2014.
 - „Le Grenelle II: l'invitation à repenser la gouvernance d'entreprise“, Journal des sociétés, Nr. 79, Septembre 2010, S. 59.
 - „Le Grenelle II et la gouvernance d'entreprise sociétale“, Bulletin Joly Sociétés, September 2010, S. 704.
- MARTIN Gilles J., „Commentaire des art. 225, 226 et 227 de la loi n° 2010-788 du 12 juill. 2010 portant engagement national pour l'environnement (dite "Grenelle II")“, Revue des sociétés, Februar 2011, S. 75.
- MAUNZ, Theodor / DÜRIG Günter, Grundgesetz, Kommentar, Loseblattsammlung, 79. Ergänzungslieferung, 2016, 82. Ergänzungslieferung, 2018, München.
- MANN Thomas / SENNEKAMP Christoph / UECHTRITZ Michael (Hrsg.), Verwaltungsverfahrensgesetz, Großkommentar, Baden-Baden 2014.
- MAYER Heinz / STÖGER Karl (Hrsg.), Kommentar zu EUV und AEUV unter Berücksichtigung der österreichischen Judikatur und Literatur, Stand: 189. Lieferung, Wien 2016.

MERCIER Virginie

- „L'obligation de transparence ou la pierre angulaire de la responsabilité sociétale des entreprises“, in: K. Martin-Chenut/R. de Quenauon (Hrsg.), La RSE saisie par le droit, perspectives interne et internationale, Pedone, 2016, S. 261.
- „Les fonds ISR: un cadre normatif lacunaire“, Bulletin Joly Bourse, Septembre 2014, S. 410.
- „Les fonds d'investissement socialement responsables“ in: T. Granier (Hrsg.), Les fonds d'investissement, Lamy Axe Droit, 2013, S. 227.
- „Responsabilité sociétale des entreprises et droit des sociétés: entre contrainte et démarche volontaire“, Droit des sociétés, Avril 2011, S. 7.
- „La loi Grenelle II étend le champ d'application de l'obligation de présenter un bilan social et environnemental“, Bulletin Joly Sociétés, Januar 2011, S. 69.

MÉTHIVIER Marine, Urteilsanmerkung Conseil constitutionnel, Entscheidung Nr. 2015-718 DC vom 13. August 2015 (Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte), Revue française de droit constitutionnel, Nr. 106, Juni 2016, S. 473.

MOCK Sebastian, „Berichterstattung über Corporate Social Responsibility nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz“, ZIP 2017, S. 1195.

MOLONEY Niamh

- „EU Financial Governance and Transparency Regulation; A Test for the Effectiveness of Post-Crisis Administrative Governance“, in: Busch, Danny / Ferrarini, Guido (Hrsg.), Regulation of the EU Financial Markets, Oxford 2017, S. 315.
- „Brexit and EU financial governance: business as usual or institutional change?“, European Law Review (42) 2017, S. 112.

MONTAG Frank / SÄCKER Franz Jürgen (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Europäischen und Deutschen Wettbewerbsrecht (Kartellrecht), 2. Aufl., München 2015.

MÖLLERS Thomas M.J., „Europäische Gesetzgebungslehre 2.0: Die dynamische Rechtsharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von MiFID II und PRIIP“, ZEuP 2016, S. 325.

MORITZ Joachim / KLEBECK Ulf / JESCH Tomas A. (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Band I: Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch, Teilbände 1 und 2, Frankfurt am Main 2016.

MUKA TSHIBENDE Louis-Daniel / QUEINNEC Yann / TCHOTOURIAN Ivan, „Articles 224 s. de la loi Grenelle II : vers un droit de la gouvernance d'entreprise(enfin ?) responsable“, Revue de droit international et de droit comparé, 1/2012, S. 97.

NAUMANN Klaus-Peter / SIEGEL Daniel, „Reichweite der Prüfungspflichten von Aufsichtsrat, Abschlussprüfer und DPR“, WPg 2017, S. 1170.

NELLE Andreas / KLEBECK Ulf, „Der "kleine" AIFM - Chancen und Risiken der neuen Regulierung für deutsche Fondsmanager“, BB 2013, S. 2499.

OHLY Ansgar / SOSNITZA Olaf (Hrsg.), Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, 7. Aufl., München 2016.

OPPERMANN Thomas / CLASSEN Claus Dieter / NETTESHEIM Martin, Europarecht, 6. Aufl., München 2014.

OSSENBÜHL Fritz

- „Die Erfüllung von Verwaltungsaufgaben durch Private“, VVDStRL 29 (1971), S. 137.
- Umweltpflege durch hoheitliche Produktkennzeichnung, Köln u.a. 1994.

PALMES Christina, Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung, München 2008.

PARANCE Béatrice

- „La déclaration de performance extra-financière, nouvelle ambition du reporting extra-financier. A propos de l'ordonnance du 19 juillet 2017 de transposition de la directive Barnier du 22 octobre 2014“, La semaine juridique éd. G, Nr. 44-45, 30. Oktober 2017, S. 1976.
- „La consécration législative du devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre“, Gazette du Palais, Nr. 15, 18. April 2017, S. 16.

QUEINNEC Yann / BRABANT Stéphane, „De l'art et du devoir d'être vigilant“, Revue Lamy Droit des affaires, Nr. 88, 2013, S. 48.

RAISER Thomas / VEIL Rüdiger, Recht der Kapitalgesellschaften, 6. Aufl., München 2015.

RAMIREZ Laura / THOMÄ Jakob / BRASCHI Thomas / DUPRÉ Stan, Lighting the Way to Best Practice. Climate Reporting Award Case Studies.

REMIEN Oliver, „Rechtsangleichung im Binnenmarkt“, in: Schulze, Reiner / Zuleeg, Manfred / Kadelbach, Stefan (Hrsg.), Europarecht, 3. Aufl., Baden-Baden 2015, S. 593.

REVERMANN Christoph / PETERMANN Thomas / POETZSCH Maik, Chancen und Kriterien eines allgemeinen Nachhaltigkeitssiegels – Endbericht zum TA-Projekt, Arbeitsbericht Nr. 163, Dezember 2014.

RIASSETTO Isabelle

- „OPCVM ISR – Information des investisseurs“, Revue de droit bancaire et financier, Nr. 5, September 2010, S. 74.
- „Le “faith-based”, un concept en droit bancaire et des marchés financiers /en droit des affaires “, in: E. Le Dolley (Hrsg.), Les concepts émergents en droit des affaires, LGDJ-Lextenso éd., 2010, S. 163.
- „Fonds éthiques et sociétés commerciales“, in: Mélanges en l’honneur de Dominique Schmidt, Joly, 2005, S. 399.

ROLLER Gerhard

- „Wettbewerbsrechtliche Grenzen einer Werbung mit einem Klimaschutz-Label („CO₂-Fußabdruck“)“, ZUR 2014, S. 211.
- „Der „Blaue Engel“ und die „Europäische Blume“ – Die EG-Verordnung betreffend ein gemeinschaftliches System zur Vergabe eines Umweltzeichens“, EuZW 1992, S. 499.

ROTH-MINGRAM Berit, „Corporate Social Responsibility (CSR) durch eine Ausweitung der nichtfinanziellen Informationen von Unternehmen“, NZG 2015, S. 1341.

SACHS Michael

- „Grundrechtseingriff und Grundrechtsbetroffenheit“, in: Stern, Klaus (Hrsg.), Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band III/2, München 1994, S. 76.
- (Hrsg.), Grundgesetz, Kommentar, 6. Aufl., München 2011.

SCHAEFER Patrick / SCHRÖDER Nina Isabelle, „Auswirkungen des DRS 20 auf die Berichterstattung nichtfinanzieller Leistungsindikatoren in den Lageberichten der DAX 30“, KoR 2015, S. 95.

SCHARLAU Jan, Socially Responsible Investment, 2009.

SCHMIDT Karsten, Handelsrecht: Unternehmensrecht I, 6. Aufl., Köln 2014.

SCHMIDT Karsten / EBKE Werner F. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 4, 3. Aufl., München 2013.

SCHMIDT-BLEIBTREU Bruno / HOFMANN Hans/HENNEKE Hans-Günter (Hrsg.), Kommentar zum Grundgesetz, 14. Aufl., Köln 2018.

SCHILLER Sophie, „Exégèse de la loi relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d’ordre“, Gazette du Palais, Nr. 15, 18. April 2017, S. 16.

SCHIMANSKY Herbert / BUNTE Hermann-Joachim / LWOWSKI Hans-Jürgen (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl., München 2017.

SCHOCH Friedrich (Hrsg.), IFG: Informationsfreiheitsgesetz, 2. Aufl., München 2016.

SCHOCH Friedrich / SCHNEIDER Jens-Peter / BIER Wolfgang (Hrsg.), Verwaltungsgerichtsordnung, Kommentar, Stand: 33. Ergänzungslieferung, München 2017.

SCHÖN Wolfgang, „Der Zweck der Aktiengesellschaft – geprägt durch europäisches Gesellschaftsrecht?“, ZHR 180 (2016), S. 279.

SPINDLER Gerald / STILZ Eberhard (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, §§ 1- 149, 3. Aufl., München 2015.

SPINDLER Gerald / TANCREDI Sara, „Die Richtlinie über Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie); Teil I“, WM 2011, S. 1393.

STORCK Michel, „Sociétés de gestion de portefeuille – Agrément – Mandats de gestion de portefeuille“, Juris-Classeur Banque-Crédit-Bourse, 2006, Fasc. 2210.

STREINZ Rudolf (Hrsg.), EUV/AEUV, Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Kurzkommentar, 2. Aufl., München 2012.

TCHOTOURIAN Ivan, „L'ISR imposé aux gérants de portefeuille: big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II", Revue de droit bancaire et financier, Nr. 3, Mai 2011, étude 21.

TRÉBULLE François Guy

- „Le développement de la prise en compte des préoccupations environnementales sociales et de gouvernance", Droit des sociétés, Jan. 2009, étude 1, 7.
- „Responsabilité sociale des entreprises (Entreprise et éthique environnementale)", Répertoire de droit des sociétés, März 2003 (Aktualisierung: April 2017).
- „L'environnement en droit des affaires", in: Aspects actuels du droit des affaires: Mélanges en l'honneur de Yves Guyon, Dalloz, 2003, S. 1035.

TRICOT Juliette / MARTIN-CHENUT Kathia / LEROUX Emmanuel, „Sanction du manque de loyauté", in: propjet IdEx, Responsabilité Sociétale des Entreprises et Organisations: identification et classement des outils juridiques, Teil 3, II, Kapitel 4.

URBAIN-PARLEANI Isabelle / DECKERT Katrin / MASSET Emmanuel / COURET Alain / BERLIOZ Pierre / MESTRE Jacques, „La réécriture des articles 1833 et 1835 du code civil: révolution ou constat? (2e partie)", Revue des sociétés, November 2018, S. 623.

VEIL Rüdiger, „Europäische Kapitalmarktunion", ZGR 43 (2014), S. 544.

VEIL Rüdiger / NIEMEIER Bettina, „Corporate-Governance-Berichterstattung nach dem BilMoG – eine empirische Analyse der Publizitätspflichten und Reformvorschläge", in: Veil (Hrsg.), Unternehmensrecht in der Reformdiskussion, Tübingen 2013, S. 19.

VOJE Julian, „Global Commons", in: Woyke, Wichard / Varwick, Johannes (Hrsg.), Handwörterbuch Internationale Politik, 13. Aufl., Bonn 2015.

VON ARNAULD Andreas, Völkerrecht, 3. Aufl., Heidelberg 2016.

VON MANGOLDT Hermann / KLEIN Friedrich / STARCK Christian, Grundgesetz, Kommentar, Band 2, 7. Aufl., München 2018.

VON MÜNCH Ingo / KUNIG Philip (Hrsg.), Grundgesetz-Kommentar, Band 1: Präambel bis Art. 69, 6. Aufl., München 2012.

WEIDERT Stefan, „In „Bio“ we trust: Werbung mit Genehmigungen, Gütesiegeln und anderen Qualitätskennzeichen", GRUR-Prax 2010, S. 352.

WEILERT Katharina, „Transnationale Unternehmen im rechtsfreien Raum? Geltung und Reichweite völkerrechtlicher Standards", ZaöRV 2009, S. 883.

WEITNAUER Wolfgang, „Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung", BKR 2011, S. 143.

WEITNAUER Wolfgang / BOXBERGER Lutz / ANDERS Dietmar (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl., München 2017.

WEIß Michael, Hybride Regulierungsinstrumente, Tübingen 2011.

WOLF Klaus, „Neuerungen im (Konzern-)Lagebericht durch das Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) – Anforderungen und ihre praktische Bedeutung", DStR 2005, S. 438.

ZAKRZEWSKI Ingo, Umweltschutzbezogene Verbraucherinformationen durch das Umweltzeichen „Der Blaue Engel", Frankfurt am Main 2010.

ZARKA Yves Charles, „Discours préliminaire, Philosophie du monde émergent", in: Y.-C. Zarka (Hrsg.), Le monde émergent, Les nouveaux défis environnementaux, 1, Lieux, Armand Colin, 2010, S. 5.

ZEREY Jean-Claude (Hrsg.), Finanzderivate – Rechtshandbuch, 4. Aufl., Baden-Baden 2016.