

RÜDIGER VEIL / KATRIN DECKERT /
JÖRN AXEL KÄMMERER /
CHRISTIAN VOIGT

Nachhaltige
Kapitalanlagen durch
Finanzmarktregulierung

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

72



Rüdiger Veil, Katrin Deckert,
Jörn Axel Kämmerer und
Christian Voigt

Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung

Reformkonzepte im deutsch-französischen
Rechtsvergleich

Mohr Siebeck

Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensrecht, Ludwig-Maximilians-Universität München.

Dr. *Katrin Deckert*, docteur en droit, Dozentin (Maître de conférence) an der Universität Paris Nanterre.

Prof. Dr. *Jörn Axel Kämmerer*, Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Völker- und Europarecht an der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaften –, Hamburg

Christian Voigt, Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht, Ludwig-Maximilians-Universität München

ISBN 978-3-16-158851-8 / eISBN 978-3-16-158852-5
DOI 10.1628/978-3-16-158852-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen aus der Times New Roman gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

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 von mir im Auftrag des Umweltbundesamts durchgeführte Forschungsprojekt „Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich“ setzt sich mit beiden Instrumenten 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 friktionslos in die bestehenden 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 schließlich einen Regelungsvorschlag für die Kennzeichnung ökologisch nachhaltiger Fonds in Deutschland.

Die Studie ist ein Gemeinschaftswerk. Frau Dr. Katrin Deckert, Paris, hat die französischen Rechtsentwicklungen zu ökologisch nachhaltigen Kapitalanlagen erkundet. Ihre Analyse der französischen Regime bildet die Grundlage für den Rechtsvergleich mit dem deutschen Unternehmens- und Finanzmarktrecht. Herr Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer, Hamburg, hat die Möglichkeiten einer Regulierung im deutschen Recht unter verfassungs-, europa- und völkerrechtlichen Aspekten betrachtet. Dabei hat sich gezeigt, dass der deutsche Gesetzgeber trotz einer Harmonisierung des Unternehmens- und Finanzmarktrechts durch

Richtlinien und Verordnungen der EU über weitreichende Gesetzgebungsbefugnisse verfügt. Die Vorschläge über Transparenzpflichten tragen den Erkenntnissen der von Herrn Christian Voigt, München, unternommenen rechtstatsächlichen Analyse der Berichterstattung über Umweltbelange durch Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen in Frankreich Rechnung. Wir meinen, dass ebenso wie in Frankreich ein *report-or-explain*-Mechanismus am besten geeignet ist, die Regulierungsziele zu erreichen. Der von Herrn Prof. Dr. Jörn Axel Kämmerer und mir entwickelte Vorschlag eines Zertifikats – der „Grüne Bulle“ – bezweckt, das Vertrauen der Anleger in ökologisch nachhaltige Fonds zu stärken. Aus diesem Grund erscheint uns eine gesetzliche Regelung vorzugswürdig gegenüber einer Einbeziehung des Labels in das Regime des Blauen Engels.

Wir freuen uns, dass das Bundesministerium für Umwelt im jüngst vorgelegten Referentenentwurf eines Klimaschutzgesetzes über Kapitalanlagen des Bundes auf unsere Vorschläge für Transparenzregeln bezüglich Kapitalanlagen des Bundes zurückgekommen ist. Das Ministerium hat im Jahr 2018, in dem wir das Forschungsprojekt durchgeführt haben, die Arbeit stets mit sehr großem Interesse verfolgt und durch Diskussion der Entwürfe bereichert. Unser Dank gilt Herrn Dr. Jan Scharlau und Frau Lisa Schmid für die Zusammenarbeit. Herr Dr. Herwig Unnerstall, Umweltbundesamt, hat das Forschungsprojekt vom ersten bis zum letzten Tag begleitet und mit vielen weiterführenden Gedanken bereichert. Dafür sind wir ihm sehr verbunden. Im Dezember 2018 fand unter der Schirmherrschaft von Herrn Dr. Karsten Sach, Bundesumweltministerium, ein Roundtable mit französischen Ministerien, dem BMF, Umweltverbänden, Nachhaltigkeitsratingagenturen und Banken statt. Wir haben sehr von dem Gedankenaustausch profitiert und danken allen Beteiligten für ihre Einsichten.

Die Studie berücksichtigt Literatur und Gesetzgebung bis Januar 2019. Die im Frühsommer 2019 erfolgten Kompromisse im Trilog zur Verordnung „über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken sowie zur Änderung der Richtlinie (EU) 2016/2341“ waren bis zur Drucklegung im Detail noch nicht bekannt und konnten daher nicht berücksichtigt werden. Im Trilog hat man sich darauf verständigt, dass strengere nationale Offenlegungsvorschriften vorgesehen werden können. Die in dieser Studie unterbreiteten Reformvorschläge können daher vom deutschen Gesetzgeber aufgegriffen werden. Die in den Fußnoten erfolgten Verweise auf Internetquellen wurden zuletzt im Juni 2019 überprüft.

Herr Dr. Andreas Kerkemeyer, Hamburg, hat wertvollen Input insbesondere bei den europarechtlichen Teilen dieser Studie geleistet, wofür ihm herzlicher Dank gebührt. Für die Drucklegung des Werks haben uns neben Frau Heidrun Meyer-Veden, Hamburg, die studentischen Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter

meines Münchener Lehrstuhls tatkräftig unterstützt. Ich danke Frau Lorena Meyer, Frau Nadja Weber, Herrn Leon Albrecht und Herrn Tobias Gumppe sehr herzlich für die sachkundige Mitarbeit.

München, im April 2019

Prof. Dr. Rüdiger Veil

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Einführung	1
Kapitel 1: Transparenzpflichten institutioneller Anleger	5
§ 1 <i>Transparenzpflichten in Deutschland</i>	5
I. Gesellschaftsrechtliche Transparenzpflichten	5
II. Bilanzrechtliche Transparenzpflichten	7
1. Lageberichterstattung	7
a) Inhalt	7
b) Kontrolle und Sanktionen	11
c) Ergebnisse	12
2. Nichtfinanzielle Erklärung	12
a) Inhalt	14
b) Kontrolle und Sanktionen	16
c) Ergebnisse	18
3. Erklärung zur Unternehmensführung (Corporate Governance)	18
III. Finanzmarktrechtliche Transparenzpflichten	19
1. Investmentrecht	19
2. Ad-hoc-Publizitätspflicht	20
3. Versicherungsaufsichtsrechtliche Transparenzpflichten (Altersvorsorgerecht)	21
IV. Auskunftsansprüche aus dem Umweltinformationsgesetz und den Informationsfreiheitsgesetzen des Bundes und der Länder	22
V. Ergebnisse	26
§ 2 <i>Transparenzpflichten in Frankreich</i>	26
I. Energiewende und Umweltschutzgesetz	26
II. Allgemeine unternehmensrechtliche Berichterstattung	29
1. Rechtspolitische Ziele	29

2.	Rechtsquellen	29
3.	Anwendungsbereich.	30
4.	Inhalt	31
5.	Externe Prüfung.	32
6.	Instrumente der Rechtsdurchsetzung/Sanktionen	33
	a) Zivilrechtliche Rechtsbehelfe	34
	b) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen und (Verwaltungs-) Sanktionen	35
	c) Strafrecht	37
7.	Rechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht	38
8.	Sonstige Rechtsentwicklungen.	38
	a) Neufassung von Artikel 1833/1835 franz. ZivilG (Definition des Gesellschaftszwecks).	38
	b) Pflicht zur Wachsamkeit der Muttergesellschaften und der bestellenden Unternehmen	40
III.	Finanzmarktrechtliche Berichterstattung	42
	1. Rechtspolitische Ziele.	42
	2. Rechtsquellen	46
	a) Regulierungsansätze für sozial verantwortliche Investitionen (2001)	46
	b) Grenelle II-Gesetz	47
	c) Energiewendegesetz	50
	d) Best practices und indikative Richtwerte	51
	3. Anwendungsbereich.	53
	a) Artikel L. 533-22-1 Abs. 3 franz. Währungs- und FinanzG.	53
	b) Artikel L. 533-22-1 Abs. 1 franz. Währungs- und FinanzG.	54
	c) Ausnahmen (Artikel D. 533-16-1 IV 1 ^o franz. Währungs- und FinanzG)	54
	d) Rechtspolitische Diskussion über die Reichweite des Anwendungsbereichs	55
	4. Inhalt der Berichterstattungspflicht	56
	a) Investorenbezogene Informationen (Artikel D. 533-16-1 II 1 ^o franz. Währungs- und FinanzG)	57
	b) Portfoliobezogene Informationen	58
	aa) Kriterien für Berücksichtigung von ESG-Belangen in der Investitionspolitik	59

bb)	Informationen, die für die Analyse anhand der Kriterien verwendet wurden	61
cc)	Methodik und Ergebnisse der Analyse anhand der ESG-Kriterien	61
dd)	Integration der Ergebnisse der Analyse in die Anlagepolitik	63
5.	Report-or-explain-Mechanismus	66
6.	Informationszugang der Investoren	67
7.	Regelmäßigkeit und Form der Berichterstattung	67
8.	Diskussion und Kritik in den Rechtswissenschaften	70
9.	Kontrolle/Aufsicht	71
10.	Sanktionen	72
a)	Befugnisse der AMF	72
b)	Strafrechtliche Sanktionen	73
c)	Zivilrechtliche Rechtsbehelfe	73
11.	Verfassungs- und europarechtliche Bedenken gegen die Berichterstattungspflicht	75
IV.	Praxis der finanzmarktrechtlichen Berichterstattung	78
1.	Strukturelle Vergleichbarkeit der Berichte	78
2.	Einbeziehung externer Dokumente („incorporation by reference“)	80
3.	Vollständigkeit der Angaben	81
a)	Maßstab der Auswertung	81
b)	Auswertung	83
aa)	Zentrale Erkenntnisse	83
bb)	Weitere Erkenntnisse zu den portfoliobezogenen Erklärungsstatbeständen	83
4.	Aussagegehalt	86
a)	Maßstab	86
b)	Auswertung	87
aa)	Art. D. 533-16-1 II 2° a): Analysekriterien	87
bb)	Art. D. 533-16-1 II 2°c), Art. D. 533-16-1 III 3° a) 1. Spiegelstr.: Beschreibung der Methodologie	88
cc)	Art. D. 533-16-1 III 1° b) i.: Klimawandelbezogene Risiken	88
dd)	Art. D. 533-16-1 III 3° b) 1. Spiegelstr.: Konsequenzen des Klimawandels	89
ee)	Art. D. 533-16-1 III 3° b) 5. Spiegelstr.: Messung von Emissionen	89

ff)	Art. D. 533-16-1 II 4° d) ii.: Einflussnahme- und Stimmrechtspolitik	90
gg)	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	90
hh)	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.	91
5.	Fazit	94
§ 3	<i>Unionsrechtlicher Gestaltungsspielraum</i>	95
I.	Vollharmonisierende Wirkung von EU-Richtlinien als Barriere für die Begründung von Umweltberichtspflichten	97
1.	OGAW-Richtlinie	99
2.	AIFM-Richtlinie	100
a)	Reichweite der Harmonisierung.	101
b)	Begrenzung der Harmonisierung auf AIFM	102
c)	Vollharmonisierung nur in Bezug auf finanzielle Informationen?	102
d)	Ausnahmen für „kleine“ AIFM	104
e)	Verhältnis von AIFM zu Emittenten	105
3.	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II (MiFID II)	105
4.	Solvency II-Richtlinie	108
5.	EbAV-Richtlinie	109
6.	CSR-Richtlinie	109
7.	PRIP-Verordnung.	110
8.	Zwischenergebnisse	111
II.	Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern/Emittenten	112
1.	Eröffnung des Anwendungsbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit	112
a)	Begriff des Kapitalverkehrs	113
b)	„Grenzüberschreitendes Element“	115
c)	Persönlicher Anwendungsbereich	115
2.	Vorliegen einer Beschränkung	116
a)	Vorgaben gegenüber Emittenten	116
b)	Vorgaben gegenüber institutionellen Anlegern	118
c)	Dem Befund einer Beschränkung möglicherweise entgegenstehende Erwägungen	119

aa) Keck-Formel	119
bb) Inländerdiskriminierung	120
3. Rechtfertigung von Beschränkungen	121
a) Zwingende Gründe des Gemeinwohls: Umweltschutz und Verbraucherschutz.	121
b) Verhältnismäßigkeit der Beschränkungen	122
aa) Zielsetzung und Geeignetheit.	123
bb) Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit	124
(1) Umfang der Pflicht	125
(2) (Un-)Bedingtheit der Pflicht und Folgen mangelnder Auskunft	125
(a) Unbedingte Berichtspflicht mit Sanktionsdrohung	126
(b) Administrative Verbote	127
(c) Eingeschränkte Berichtspflicht („report or explain“) mit Sanktionsdrohung	128
4. Exkurs: Junktim zwischen Auskunftspflicht und Umweltlabel	128
5. Zwischenergebnis	129
III. Völkerrechtlicher Rahmen	129
1. Allgemeine Anforderungen für einen völkerrecht- konformen Regelungszugriff auf ausländische Emittenten	131
a) Emittent ist auf dem deutschen Kapitalmarkt aktiv	131
b) Emittent ist nicht auf deutschen Kapitalmärkten aktiv	132
c) Emittent ist Tochtergesellschaft des Investors	133
2. Zwischenergebnisse	134
IV. Ergebnisse	134
§ 4 <i>Regelungsvorschläge</i>	135
I. Überblick zum Investmentrecht	135
1. Investmentfonds und Verwaltungsgesellschaften (KAGB)	135
a) Rechtliche Grundlagen	135
b) Rechtstatsachen	137
2. Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (VAG).	138
II. Grundsatzfragen einer Reform des deutschen Investmentrechts	139
1. Personeller Anwendungsbereich umweltspezifischer Berichterstattung	139
a) Privatrechtssubjekte als Normadressaten	139
b) Öffentlich-rechtliche Subjekte als Normadressaten	141

2.	Regelungsbereich	141
3.	Regelungsmechanismus	143
4.	Aufsicht und Sanktionen	146
III.	Inhalt einer erweiterten Berichterstattung durch institutionelle Investoren	148
1.	Informationspflichten	149
a)	Generalklauseln	149
aa)	Berichterstattungspflicht für Verwaltungs- gesellschaften	149
ab)	Berichterstattungspflicht für Investment- gesellschaften	151
ac)	Verordnungsermächtigung	152
b)	Investorenbezogene Berichterstattung	153
c)	Portfoliobezogene Berichterstattung	154
aa)	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)	155
ab)	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)	156
ac)	Methodik und Ergebnisse der Analyse (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. c), III 3° Währungs- und FinanzG)	156
ad)	Integration der Ergebnisse in die Anlagepolitik (Vorbild Art. D. 533-16-1 II 2° lit. d), III 4° Währungs- und FinanzG)	157
IV.	Art und Ort der Offenlegung	157
§ 5	<i>Kommissionsvorschläge vom 24. Mai 2018</i>	158
I.	Regelungskonzept und Normadressaten	159
II.	Inhalt der Berichterstattungspflicht	160
1.	Investorenbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsrisiken	160
2.	Produktbezogene Transparenz von Nachhaltigkeitsinvestments	161
III.	Rechtsnatur	162
IV.	Harmonisierungsgrad	163
V.	Fazit	163

§ 6 Ergebnisse	165
I. Grundlagen	165
II. Inhalt der Berichterstattungspflicht	166
III. Konkretisierung der investoren- und portfoliobezogenen Berichterstattung	168
 Kapitel 2: Labels für Investmentfonds.	 171
§ 7 Einführung	171
§ 8 Rechtslage in Frankreich	172
I. Label Greenfin (Dekret Nr. 2015-1615 vom 10. Dezember 2015)	 172
1. Rechtsrahmen	173
a) Rechtsquellen	173
b) Inhalt und Aufbau des référentiel	175
2. „Komitee für das Label France finance verte“	177
a) Aufgaben	177
b) Zusammensetzung	177
3. Persönlicher Anwendungsbereich (berechtigte Fonds)	178
4. Regelungskonzeption	179
5. Fondsvermögen	180
e) Grundlagen	180
f) Sonderfälle	180
6. Leitlinien und Kriterien für eine Greenfin-Zertifizierung	181
a) Ziele und Methoden	181
aa) Allgemeine finanzielle und umweltbezogene Ziele als Teil der Investitionspolitik (critère 1.1 référentiel)	 181
bb) Methodische Vorgehensweise bei der Auswertung der „grünen Anteile“ im Portfolio (critère 1.2 référentiel)	 182
cc) Ausschluss bestimmter Investitionen (critère 1.3, Annex 2 référentiel)	184
b) Berücksichtigung von ESG-Belangen	185
aa) Mechanismen für den Umgang mit Widersprüchen zu ESG-Belangen (critère 2.1 référentiel)	 185
bb) Transparenz bestimmter Praktiken der Fondsverwaltung (critère 2.2 référentiel)	 186
c) Auswirkungen auf die Energie- und Umweltwende	186

aa)	Mechanismus zur Beurteilung des Beitrags der Investitionen zur Energie- und Umweltwende (critère 3.1 référentiel)	186
bb)	Wirkungsindikatoren zugunsten der Energie- und Umweltwende (critère 3.2 référentiel)	187
7.	Zertifizierungsstellen	187
a)	Taugliche Zertifizierungsstellen (Art. 128-13 II franz. UmweltG, I.1.1.1 pcs)	188
b)	Besetzung der Zertifizierungsstellen (I.1.1.2 pcs)	188
8.	Kontroll- und Überwachungssystem.	188
a)	Zertifizierungsverfahren.	188
aa)	Antragstellung für ein Erst-Label (Art. D. 128-12 franz. UmweltG, 2.1 pcs)	189
bb)	Vertragsschluss (I.2.2 pcs)	190
cc)	Prüfungsverfahren	190
(1)	Prüfung (I.3. pcs)	190
(2)	Abschluss der Prüfung mit Vorlage eines Prüfungsberichts (I.4. pcs)	191
(3)	Erteilung des Labels mit einjähriger Gültigkeit.	192
dd)	Jährliche Erneuerung des Labels (Art. D. 128-17 I und Art. D. 128-19 Abs. 2 franz. UmweltG, II.3.1 pcs)	192
ee)	Prüfung im Falle eines Wechsels der Ausrichtung der Investitionspolitik oder einer Änderung der Anlagebedingungen (II.3.2 pcs)	193
b)	Überwachung der zertifizierten Fonds	193
aa)	Investoreninformation seitens der Verwaltungsgesellschaften (II.1.1 pcs)	193
bb)	Interne Kontrollen von Seiten der Verwaltungsgesellschaften (II.1.2 pcs)	193
c)	Mechanismus zur Überwachung der Gefahren einer „Kontroverse“ (II.1.3 pcs)	194
d)	Benutzungsbedingungen der mit dem Label Greenfin verbundenen Marke (II.1.4 pcs)	194
e)	Folgeprüfungen durch die Zertifizierungsstelle (II.2. pcs)	194
aa)	Umfang der Prüfung (II.2.1 pcs)	195
bb)	Prüfungsbericht und Maßnahmenplan (Art. D. 128-16 Abs. 1 und 2, II.2.3 pcs)	195
cc)	Zusätzliche Prüfungen (II.3.3 pcs)	196

	f) Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsstelle	196
II.	Label ISR (Dekret Nr. 2016-10 vom 8. Januar 2016)	197
	1. Regelungsrahmen	198
	2. Anwendungsbereich des Labels	199
	3. Inhaltlicher Gegenstand des Labels	199
	4. Leitlinien für die Kriterien einer Zertifizierung	200
	a) Strukturelle Voraussetzungen	200
	b) Asset-bezogene Voraussetzungen	201
	aa) Themenbereich 1: Allgemeine, finanzielle und umweltbezogene Ziele.	201
	bb) Themenbereich 2: Implementierte ESG-Kriterienanalyse und ESG-Ratingmethode	201
	cc) Themenbereich 3: Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Aufbau des Portfolios	202
	dd) Themenbereich 4: Richtlinien der Abstimmungspolitik	203
	ee) Themenbereich 5: Transparenz der Fondsverwaltung	203
	ff) Themenbereich 6: Einfluss der Fondsverwaltung auf die im Portfolio aufgenommenen Emittenten	204
	5. Zertifizierungsstellen	204
	6. Kontroll- und Überwachungssystem.	205
	a) Zertifizierungsverfahren.	205
	aa) Schriftlicher Antrag für ein Erst-Label	205
	bb) Vertragsschluss	206
	cc) Prüfungsverfahren	206
	(1) Prüfung.	207
	(2) Abschluss der Prüfung – Vorlage eines Prüfungsberichts	207
	(3) Erteilung des Labels mit einer Gültigkeit von drei Jahren (Art. 6 II Dekret).	208
	dd) Erneuerung des Labels	208
	b) Überwachung der zertifizierten Fonds durch die Zertifizierungsstelle	208
	aa) Regelmäßigkeit	208
	bb) Umfang der Prüfung	209
	cc) Prüfungsbericht und Maßnahmenplan.	209
	c) Sanktionsmöglichkeiten seitens der Zertifizierungsbehörde.	209

III.	Fazit	210
§ 9	<i>Ecolabels der Finanzindustrie und halbstaatliche Labels</i>	211
I.	LuxFlag	212
1.	Überblick zu den Labels	212
2.	Climate Finance Label	213
a)	Überblick	213
b)	Kriterien	213
c)	Fazit	215
II.	Forum Nachhaltige Geldanlagen.	216
1.	Transparenzlogo	216
2.	FNG-Siegel	217
a)	Mindestanforderungen.	217
b)	Besondere Leistungen	217
3.	Fazit	218
III.	Halbstaatliches Label: Nordic Swan Ecolabel.	219
1.	Überblick	219
2.	Nordic Ecolabel for Fonds	219
3.	Fazit	221
IV.	Ergebnisse	221
§ 10	<i>Der „Blaue Engel“ im deutschen Umweltrecht</i>	222
I.	Überblick	222
II.	Rechtsrahmen	223
1.	Vergabegrundsätze	223
2.	Geschäftsordnung	224
3.	Vergabegrundlagen und Zeichenbenutzungsvertrag	224
4.	Vereinbarung über die Zusammenarbeit.	225
III.	Vergabeverfahren	226
IV.	Ergebnisse und Fazit	226
§ 11	<i>Reform in Deutschland</i>	227
I.	Kommissionsentwurf vom 24. Mai 2018 als Rechtsrahmen einer nationalen Fonds-Regulierung	227
1.	Mitgliedstaatliche Regelungsautonomie bezüglich eines Eco-Labels	228
2.	Konzeption des Kommissionsentwurfs	231
a)	Umweltziele.	232
b)	Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten	232
3.	Zwischenergebnisse	234

II.	Unionsrechtliche Anforderungen	235
	1. Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit	236
	a) Grundfreiheitsverpflichtung und Wirkungsweise der Grundfreiheiten	236
	b) Grenzüberschreitende Wirkungen	237
	c) Betroffene Grundfreiheiten	237
	d) Art der Beschränkung	238
	e) Rechtfertigung der Beschränkung	240
	aa) Umwelt- und Verbraucherschutz	240
	bb) Geeignetheit	241
	cc) Erforderlichkeit, einschließlich Angemessenheit	241
	f) Zwischenergebnis	243
	2. Maßgeblichkeit des geplanten unionsrechtlichen Sekundär- rechtsrahmens	243
	3. Ergebnisse	244
III.	Verfassungsrechtliche Anforderungen.	244
	1. Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung.	244
	a) Verfassungsrechtliche Grundlagen	244
	b) „Faktischer Grundrechtseingriff“?	245
	aa) Anbieter von Finanzprodukten/Unternehmen	245
	bb) Zertifizierungsstellen	248
	cc) Anbieter alternativer Zertifikate	248
	c) Zwischenergebnis	249
	2. Zertifizierungsstellen und demokratische Legitimation	249
	a) Anforderungen aus dem Demokratieprinzip an die Legitimation der staatlichen Gewalt	250
	b) Das Demokratieprinzip als Übertragungshindernis	251
	c) Anforderungen an die Struktur und die Entscheidungsfindung der Zertifizierungsstellen	252
	aa) Beleihungsmodell	253
	bb) Kooperationsmodell.	255
	cc) Konzessionsmodell	256
	dd) Zur Binnenpluralität der Zertifizierungsstelle	257
	3. Ergebnisse	257
IV.	Schutz durch das UWG bei unzulässiger Nutzung des Labels.	258
	1. Anwendbarkeit des UWG.	259
	2. Schutzmöglichkeiten durch das UWG.	259
	3. Unzulässige geschäftliche Handlungen	259
	a) Finanzprodukte als Gegenstand geschäftlicher Handlungen i. S. d. UWG	260

b) In Betracht kommende unzulässige geschäftliche Handlungen	260
4. Fazit	261
V. Grundsatzfragen einer Reform	261
1. Regulierungsstrategien	261
2. Regelungskonzeption	263
3. Ergebnisse	264
VI. Regelungsvorschlag	264
VII. Begründung des Regelungsvorschlags	266
1. Anwendungsbereich des Zertifikats (§ 2 BGrüBG)	266
2. Ökologische Nachhaltigkeit (§ 3 BGrüBG)	268
a) Umweltschutzziele	268
b) Zusammensetzung des Fondsvermögens	268
c) Governance-Anforderungen	270
3. Zertifizierungsstellen und -verfahren sowie Akkreditierungsstelle (§ 4 BGrüBG)	270
VIII. Ergebnisse	271
 Kapitel 3: Zusammenfassung	 277
§ 12 Untersuchungsgegenstand und -ziel des Forschungsprojekts	277
§ 13 Transparenzpflichten	277
I. Rechtslage in Frankreich	277
II. Rechtslage und Reformmöglichkeiten in Deutschland	278
III. Reformvorschläge	279
§ 14 Nachhaltigkeitslabel für Fonds	283
I. Rechtslage in Frankreich	283
II. Rechtslage und Reformmöglichkeiten in Deutschland	284
III. Reformvorschläge	285
 Literaturverzeichnis	 291
Sachregister	299

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)

Einführung

Die Europäische Kommission reklamierte im Jahr 2011, das Investitionspotenzial 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 ihrer 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 Übereinkommens²).

Diesen Ansatz hat die deutsche Politik bereits aufgegriffen. Der Klimaschutzplan 2050 entfaltet eine Reihe übergreifender 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.“³ 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 Inves-

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

² Abrufbar unter: https://www.bmu.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Klimaschutz/paris_abkommen_bf.pdf.

³ Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB), Klimaschutzplan 2050, November 2016, S. 73.

tionen“ eingeführt.⁴ Damit ist Frankreich Vorreiter in der EU; eine solche Produktregulierung war bis dato in keinem Mitgliedstaat vorgesehen.⁵

Die in Frankreich ergriffenen Maßnahmen sind zudem ein zentrales Thema der noch jungen rechtspolitischen Debatte über den Beitrag des Finanzmarktrechts zur Erreichung von Klimaschutzzielen. Erst vor wenigen Jahren begann eine ernsthafte Diskussion darüber, wie Transparenzregeln im Kapitalmarktrecht dazu beitragen können, dass Klimaschutzziele erreicht werden.⁶ 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).⁷ Bemerkenswert ist zum einen, dass institutionelle Investoren wie beispielsweise Vermögensverwalter, Versicherungen und Staatsfonds zunehmend ESG-Kriterien (*Environmental, Social and Governance*) bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen.⁸ Zum anderen analysieren spezielle Informationsdienstleister publizierte Informationen mit Nachhaltigkeitsbezug und bewerten Emittenten nach den ESG-Kriterien. Diese Nachhaltigkeitsratings stellen sie Anlegern zur Verfügung.⁹

Angesichts der gestiegenen praktischen Bedeutung dieses Markts für „grüne Finanzprodukte“ muss es nicht verwundern, dass die Industrie für bestimmte

⁴ 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.

⁵ 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.

⁶ 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/>.

⁷ 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/>.

⁸ 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>.

⁹ *Böning/Haßler*, Nachhaltigkeitsrating, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), *Handbuch Rating*, 2. Aufl. 2007, S. 363, 365.

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.¹⁰ 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.“¹¹ 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.¹² Von besonderem Interesse sind ferner die Empfehlungen der von der Europäischen Kommission eingesetzten *High Level Group* (HLEG)¹³ und der *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD)¹⁴. 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.¹⁵ Die Europäische Kommission ist mit ihren Regelungsvorschlägen vom 24. Mai auf diese Empfehlungen und Vorschläge zurückgekommen.¹⁶

Das Forschungsprojekt soll vor diesem Hintergrund Möglichkeiten einer Reform im deutschen Recht entfalten. Dies geschieht auf der Basis eines Rechts-

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

¹² 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.

¹³ *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.

¹⁴ *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/>.

¹⁵ Der Bericht unterbreitet auf S. 50 ff. acht „early recommendations“ und entfaltet auf S. 60 ff. zwölf „policy areas for further discussions“. Die Empfehlungen betreffen u. a. auch die Thematik der Produktregulierung und Berichterstattungspflichten.

¹⁶ *Commission proposals on financing sustainable growth*, 24. Mai 2018.

vergleichs mit dem französischen Recht. 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 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.

Kapitel 1

Transparenzpflichten institutioneller Anleger

§ 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.

I. 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.¹ Umweltbelange spielen dabei keine Rolle. Dies änderte sich auch nicht durch den Einzug des unionsrechtlichen *Corporate-Social-Responsibility*-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

¹ Instruktiv *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 76 Rn. 21 ff.

Maßnahmen.² Deshalb sieht das deutsche AktG bislang keine umweltbezogenen Transparenzpflichten vor.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)³ 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.⁴ 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.⁵ 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.⁶ 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 Interpretationsspielraum besteht.⁷ 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 Vgl. *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 76 Rn. 42.

³ Der DCGK ist kein verbindliches Recht, sondern ein Regulierungsinstrument *sui generis*. Vgl. *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, § 13 Rn. 39.

⁴ In Ziff. 4.1. ist zudem vorgesehen, dass der Vorstand das Unternehmen „mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung“ leitet.

⁵ Vgl. *von Werder*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1608.

⁶ Vgl. *von Werder*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1611.

⁷ Vgl. *Bachmann*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/von Werder (Hrsg.), Deutscher Corporate Governance Kodex, Rn. 1714.

II. 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.

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.⁸ 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.⁹ Seit 1985 hat die Lageberichterstattung zahlreiche Änderungen erfahren. Der Gesetzgeber misst dem Lagebericht heute eine Grundlagenfunktion im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht bei.¹⁰ Dies zeigt sich vor allem daran, dass der Lagebericht die Grundlage für Informationsrechte der Aktionäre und Anleger ist.

a) 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

⁸ Vgl. *Palmes*, Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung, S. 29.

⁹ Vgl. *Lange*, in: Münchener Kommentar HGB, § 289 Rn. 4 ff.; *Palmes*, Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung, S. 79 ff.

¹⁰ Vgl. *Palmes*, Der Lagebericht – Grundfragen und Haftung, S. 205.

Geschäftsverlaufs oder der Lage von Bedeutung sind“, einzubeziehen und zu erläutern (§ 289 Abs. 3 HGB).¹¹

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 Finanzberichterstattung um zukunftsorientierte, nicht-monetäre und wert-/risikoorientierte Informationen erweitert.¹²

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“.¹³ Auch wenn die Empfehlung rechtlich nicht verbindlich ist,¹⁴ 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 Kommission¹⁵ „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).

¹¹ Entsprechende Regelung für den Konzernlagebericht (§ 315 Abs. 3 HGB).

¹² Vgl. *Wolf*, DSStR 2005, 438, 439; *Lange*, ZIP 2004, 981, 982.

¹³ Vgl. Begr. RegE Bilanzrechtsreformgesetz – BilReG, BT-Drucks. 15/3419, S. 31.

¹⁴ 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.

¹⁵ ABl. EG Nr. L 156 v. 13.6.2001, S. 33.

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 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 Regulierungsbehörden, Anleger, Finanzanalysen und die Öffentlichkeit von Interesse.¹⁶ 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.¹⁷

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.¹⁸ 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.¹⁹ Es muss daher

¹⁶ Vgl. Erwägungsgrund 4 Satz 1 der Empfehlung; ferner *Lange*, in: Münchener Kommentar HGB, § 289 Rn. 130.

¹⁷ Vgl. *Lange/Daldrup*, WPg 2002, 657, 658 f.; *Lange*, in: Münchener Kommentar HGB, § 289 Rn. 130.

¹⁸ Vgl. *Grottel*, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 11. Aufl. 2018, § 289 HGB Rn. 30.

¹⁹ Vgl. *Lange*, ZIP 2004, 981, 985.

Sachregister

- 2°-Szenario 81, 83, 91, 97, 158
- Abschlussprüfer 11, 16 f., 33 f., 75, 141, 149, 168
- Ad-hoc-Publizität 20
- Aktualisierungspflicht 68
- Alternative Investment Fund (AIF) 48 f., 54 ff., 101 ff., 113, 116, 137 ff., 152, 162, 169, 181 f., 200 f., 233, 267 f., 269 f., 277, 282 f.
- Alternative Investment Fund Manager (AIFM) 103 ff.
- Analysekriterien 62, 85, 88, 93
- Anlage
- politik 44 f., 47 ff., 64 f., 98, 152 ff., 169 f., 186, 192, 195, 202 f., 279 ff.
 - portfolio 59, 70, 157, 216
 - vermögen 55, 57, 63 f., 159, 168, 172, 281
- Anleihen (siehe auch Green Bond) 3, 185 f., 203, 216, 222, 233, 237, 240, 246, 268, 290
- Aufsichtsrecht 20 f., 35 f., 71 f., 100, 120, 137 f., 139 f., 149
- Auskunft 22 ff., 32 f., 67, 97, 99, 103 f., 109 f., 113 f., 117 ff., 130 ff., 146, 150 f., 220 f., 244 f., 257, 281
- Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) 50 f., 72
- Autorité des marchés financiers (AMF) 36 f., 73 f.
- Belange der Unternehmensführung → siehe Corporate Governance
- Best-in Class-Ansatz 220
- Betriebsgeheimnisse (Geschäftsgeheimnisse) 23 f., 121
- BGH 81, 133, 150, 250
- Biodiversität 190
- Bundestanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 11, 17, 19 f., 137, 139 f., 149, 168, 270, 274
- Bußgeld 41 f., 126, 130, 132
- CO₂-Reduktion (siehe auch Treibhausgasemission, Erderwärmung) 43, 161, 164
- CO₂-Fußabdruck 24
- COFRAC 33, 182, 190
- Corporate Governance 2, 18 f., 40, 48, 58 f., 64, 71, 152 ff., 169 ff., 282 f.
- CSR-Richtlinie 12 ff., 30 f., 98, 101, 111 f.
- Dekarbonisierungsstrategie 57, 62, 65, 67, 127, 158
- Dekret 2, 30 f., 46, 49 f., 56 f., 59, 62, 68, 71, 79, 81, 154, 175 ff., 199 ff., 206 f., 210 f.
- Derivate (Finanzderivate) 188 f., 204 f., 268, 272 f., 277 f., 291
- Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) 11, 17
- Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee (DRSC) 10
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) 6
- Effet utile (Effektivitätsgebot) 45, 99 f., 111
- Einrichtung Altersversorgung (FR) 54, 279
- Empfehlung der Kommission vom 30. Mai 2001 8
- Energiewende und Umweltschutzgesetz (FR) 27 f.
- Entreprise durable (nachhaltiges Unternehmen) 27 ff.
- Environmental, Social and Governance (ESG) 2 f., 19, 34 ff., 42 ff., 60 ff., 71 f.,

- 151, 155 f., 157 f., 168 f., 173, 187 f.,
203 ff., 216, 268, 279 f.
- Erderwärmung (siehe auch Treibhausgas-
emission, CO₂-Reduktion) 57, 62 ff., 155,
158, 169 f., 280, 282 f.
- Europäische Kommission 1 f., 161 ff., 173,
230 ff.
- Vorschlag Verordnung Taxonomie
(VO-Rechtsrahmen-KOM) 230, 233 ff.,
246 f.
 - Vorschlag Verordnung Publizitätspflich-
ten (VO-Transparenz-KOM) 161, 230,
233
- European Sustainable and Responsible
Investment Forum (Eurosif) 51, 218 f.
- Finanzdaten 61
- Finanzmarktteilnehmer 42, 161 ff., 231 f.
- Finanzprodukte 1, 3, 18, 98, 161, 163 f.,
173, 178, 182 f., 204, 213, 229 ff., 246 f.,
250 f., 258, 260, 262, 265, 267, 269, 274 f.,
279, 286 ff.
- Fondsvermögen 177, 182 f., 185 f., 212 f.,
222 f., 272, 274, 276 f., 286 f.
- Frankreich 27 ff., 175 ff., 279 f., 286
- Generalklausel 7, 31, 56, 59, 83, 96, 98,
151 ff., 169, 188, 262, 282
- Gesellschaftszweck 39 f.
- Green Bond 3, 185, 216, 222, 268
- Grenelle II-Gesetz 27 f., 42, 48 f., 67, 154
- Grüner Bulle (siehe auch Anleihen) 246,
267 ff., 289 ff.
- Halbjahresfinanzbericht 6
- HGB 7 ff., 18 f., 140 f., 144 f., 151 f., 168,
281 f.
- High Level Expert Group (HLEG) 3, 98,
173 ff., 218, 231 f., 272
- IDW Prüfungsstandard 11
- IFG 22 ff., 136
- Incorporation by reference 80 f., 88, 160
- Index 164
- Indikative Richtwerte 51 f., 169 ff.
- Informationszugang 22, 24, 67 f., 99, 136,
146, 150
- Institutioneller Anleger 5 ff., 43, 98, 144,
146, 149, 212
- Investmentgesellschaften 48, 50, 54, 102,
141 f., 153, 181, 186, 218, 280
- Investmentrecht 19, 137 f., 140 ff.
- Jury Umweltzeichen 225 ff., 265
- KAGB 19 f., 137 ff., 151 ff., 168 f., 267,
269 f., 281 ff.
- Kapitalverkehrsfreiheit 114 ff., 239 ff.
- Kapitalverwaltungsgesellschaft 19, 59, 98,
136, 138 f., 141 ff., 151 ff., 168 f., 213, 263,
266, 269, 277, 279, 282 f.
- Klassifizierungssystem (siehe auch
Taxonomie) 230 f., 238
- Klimaschutzplan 1, 279
- Label
- Blauer Engel 225 ff., 249
 - Climate Finance Label 215 f.
 - EU Ecolabel 173
 - Forum Nachhaltige Geldanlage
(FNG) 218 f., 264, 266, 273, 278
 - Grüner Bulle (→ siehe ebenda)
 - Komitee 176 ff., 194 f., 198, 201, 212,
215, 266 f., 277
 - Label Greenfin (France finance verte,
ehemals Label TEEC) 173 f., 175 ff., 269,
273 f., 277 f.
 - Label Investissement socialement
responsable (Label ISR) 199 ff.
 - Nordic Swan Ecolabel 221 f., 224, 273,
278
- Lagebericht (rapport de gestion) 7 ff., 25,
30 ff., 67, 69, 74, 111, 144, 152 f., 160,
163 f., 205
- Marktmissbrauchs-VO 20
- Methodik (Analysemethodik) 61 f., 84, 90,
158, 172, 213, 280, 286
- MiFID II 101, 107 f., 113, 136
- Mischfonds (fonds mixte Corporate/
souverains) 203
- Mitgliedschaft in ESG-Initiativen 58, 85,
93, 156

- Nachhaltigkeit 1 f., 12, 29, 42, 77, 98 f., 125, 144, 150, 152 f., 161 ff., 178, 214, 218 ff., 230 ff., 245 f., 250, 266 ff., 275 ff., 286 ff.
- Naming and Shaming 73
- Nichtfinanzielle Daten 61
- Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren 7 f., 15
- No Report, No Explain 38
- Ökodesign-Produkte 177
- Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW) 48 f., 54 ff., 75, 100 f., 113, 116, 137 ff., 152, 156, 162, 169 f., 181, 200 f., 233, 267 f., 269 f., 277, 282 f.
- Pariser Abkommen (Pariser Übereinkommen) 1, 64, 214, 235
- Passporting (Europäischer Pass, EU-Pass) 131 f.
- Pensionsfonds 20, 54, 139 ff., 153, 168, 170, 281
- Plan zum Kontroll- und Überwachungsrahmen (pcs) 176 f., 182, 190 ff., 207 ff.
- Plattform für nachhaltiges Finanzwesen 234
- Portfoliobezogene Berichterstattung 147 f., 156 ff., 171 f., 282
- PRiIP-Verordnung 101, 112 f.
- Principles for Responsible Investment (PRI) 52
- Prinzipienorientiert (principle-based) 14
- Prüfung 11, 16 f., 24, 30, 32 f., 71, 168, 192 ff., 197 ff., 207 ff., 221, 224, 228 f., 246, 255, 276, 286
- Quantitative Auswertung 85 ff.
- Ratings 2, 61, 81
- Rechtspolitik 2, 17, 29, 42 ff., 55 f., 98, 125, 141 f., 143, 252, 260, 274, 281 ff.
- Référentiel 176 f., 178 f., 184 ff.
- Referenzwert 83, 90, 156, 158, 164
- Report-or-Explain 13, 17, 32, 44, 59, 67, 72 f., 141, 145 ff., 155, 168, 280, 282
- Richtlinie (EU) 2016/2341 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) 21, 101, 111, 113, 162
- Risiken
- Klimawandel ~ 5, 109, 151, 152, 154, 168 f., 280 f., 283 f.
 - Nichtfinanzielle ~ 32
 - Physische und Übergangs ~ 60 f., 84, 86, 89, 94, 157
 - Umwelt ~ 6, 36, 41, 109
- Risikomanagement 19, 53, 58, 85, 93, 145, 156, 172, 206, 220
- Sanktionsausschuss AMF 36, 73
- Schwellenwerte 31, 68, 142, 163, 177, 183
- Socially Responsible Investment (SRI) 2, 43, 70, 174, 216
- Solvabilität II-Richtlinie 76 f.
- Sondervermögen 152 f., 155, 169 f., 270, 282 f.
- Sozialbelange 60, 64, 152, 154 ff., 169 f., 282 f.
- Stakeholder (partie prenante) 5 f., 29
- Strategie der Einflussnahme 64 f., 159, 172
- Task Force on Climate-Related Financial Disclosure (TCFD) 3, 53, 71, 156 f., 218
- Taxonomie 161, 173, 178 f., 185, 213, 215 f., 217, 222, 231, 233, 235, 238, 242, 246 f., 251, 265, 275, 286
- Technische Evaluierungskriterien 234, 236 f.
- Treibhausgasemission (siehe auch CO₂-Reduktion, Erderwärmung) 28, 43, 57, 63, 155, 158, 167, 169 ff., 236, 282 f.
- Umweltbelange 5 ff., 12 ff., 20, 25, 53, 60, 64, 97, 98, 102, 109, 136, 141, 143 ff., 154 ff., 169 f., 212, 221 f., 281 ff.
- Umweltschutzziele (Umweltziele) 51, 57, 65, 125, 184, 212, 221, 234 f., 244, 267 f., 271 f., 276 f., 286 f., 290 f.
- Unionsrecht 76, 98 ff., 238 f.
- UWG 261 f.
- Verbraucherschutz 123 f., 129, 155, 169 f., 206, 243 f., 283 f.
- Verfassungsrecht 23, 75 f., 247 ff.
- Vergütungspolitik 163

- Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds (VAG) 20 f., 137, 139 ff., 149 ff., 155, 160, 168, 170, 281
- Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (mutuelle) 54
- Verwahrstelle (dépositaire) 75
- Verwaltungssanktion (sanction administrative) 35 f.
- Völkerrecht 131 ff.
- Vollharmonisierung 102 ff., 111
- Vorvertragliche Informationen 162 ff.
- Währungs- und Finanzgesetz (FR) 46, 50, 72
- Wertpapierfirma 108, 162
- Zertifizierung 4, 9, 21, 176 f., 179 f., 183, 188, 190 ff., 206 ff., 215 ff., 229, 238 ff., 251 ff., 267 ff., 286 ff.