

1. Kapitel

Grundlagen und Regulatorik von Sustainable Finance

Philipp Fidler

Literatur: *Brellochs*, Institutionelle Investoren (ETF-Fonds, Versicherungen, Pensionskassen) im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 2021, 319; *Bueren*, Sustainable Finance, ZGR 2019, 813; *Bueren*, Green Finance, insbesondere Green Bonds, ZGR 2024, 397; *Câmara*, The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG, in *Câmara/Morais*, The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance (2022) 3; *Ekkenga*, Investmentfonds als neue Kontrollagenten einer „nachhaltigen“ Realwirtschaft: Sinnvolle Instrumentalisierung oder schrittweise Demontage der Kapitalmärkte in Europa? WM 2020 H 36, 1664; *Ekkenga*, Zur (Um-)Lenkung der Kapitalströme durch Investmentfonds zwecks Förderung „nachhaltiger“ Investitionen, WM 2022 H 37, 1765 (Teil I), H 38, 1813 (Teil II); *Ekkenga*, Externe Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der neuen CSRD, ZHR 2023, 228; *Ekkenga*, Unternehmenspublizität versus Diskretions- und Wettbewerbsschutz im Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 2024, 471; *Ekkenga/Schirrmacher/Schneider*, Offene Fragen zur rechtlichen Steuerung nachhaltigen Unternehmertums, NJW 2021, 1509; *Fidler*, MiFID II und Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung, ÖBA 2023, 789; *Fidler/Winner*, Country Report Austria, in *Ekkenga/Winner*, Sustainable Finance in the European Union (2024) 59; *Fleischer*, Corporate Social Responsibility. Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht, AG 2017, 509; *Follert/Stöckl/Bauer*, ESG-Risiken im Kreditgeschäft, ÖBA 2024, 334; *Gaber*, Sustainable Finance und die Auswirkungen auf die Kreditzinsen für Unternehmen, DJA 2024, 59; *Harnos*, ESG (Environmental Social Governance) beim Vertrieb von Finanzprodukten, ÖBA 2022, 882; *Heil*, Lieferkettenrichtlinie – Quo vadis? ZfRV 2023, 99; *Hell*, Grundsatzfragen der Ausgestaltung der nichtfinanziellen Unternehmenspublizität, EuZW 2018, 1015; *Hell*, Institutionelle Investoren, Stewardship und ESG, NZG 2019, 338; *Hollering*, Sustainable Mergers & Acquisitions – eine Bestandsaufnahme, ZHR 2024, 148; *Jaspers*, „Sustainable Shareholder Activism“ in Publikumsgesellschaften – „Level Playing Field“ in Deutschland, Österreich und der Schweiz, NR 2022, 154; *Kalss*, Nachhaltigkeit im Unternehmensrecht, DRdA 2024, 131; *Kalss*, Wie sollen die Verhaltenspflichten nach der Lieferkettensorgfalt-Richtlinie (CSDDD) erfüllt werden – ein rechtspolitischer Zuruf? ZfPW 2024, 181; *Kalss*, Gesellschaftsrecht und Klimakrise, JZ 2024, 766; *Kalss/Deutsch*, Nachhaltigkeit – Aufgaben und Chancen des Gesellschaftsrechts, RWZ 2022, 355; *Klingenfeld*, Menschheitsaufgabe Klimaschutz – Das Übereinkommen von Paris (2020); *Koch*, ESG – Zündstufen zum Megatrend, AG 2023, 553; *Köndgen*, Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung, in FS K. Schmidt (2019) 671; *Kumpan/Misterek*, Nachhaltigkeitsrisiken für Kreditinstitute, ZBB/JBB 2023, 1; *Lange*, Sustainable Finance: Nachhaltigkeit durch Regulierung? BKR 2020, 216 (Teil 1), 261 (Teil 2); *Lieberknecht*, Greta BlackRock? Institutionelle Investoren als Klimaaktivisten, in *Bayer et al.*, Nachhaltigkeitsrecht: Selbstverständnis, Status Quo und Perspektiven (2023) 189; *Litten*, ESG – Wind of Change im Kapitalmarktrecht, BKR 2023, 569; *Mittwoch*, Nachhaltiges Gesellschaftsrecht, NR 2022, 169; *Mittwoch/Wetenkamp/Bleier*, Unternehmensrechtliche Nachhaltigkeit und ESG, NJW 2022, 3601; *Möllers*, Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor, ZHR 2021, 881; *Möslein/Sørensen*, The Commission's Action Plan for Financing Sustainable Growth and Its Corporate Governance Implications, 15 ECL (2018) 221; *Osterloh-Konrad*, Haftung von Emittenten und Intermediären für Nachhaltigkeitsinformationen, ZHR 2023, 309; *Pollmann*, The Origins and Consequences of the ESG Moniker, Research Paper (2022) No. 22 – 23

(ILE – UPenn Carey Law School); *Raschner*, Klimaschutz durch Kapitalanlegerschutz? Zur Rolle des Privatrechts auf dem Weg hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft beim Investmentgeschäft, in *Croon-Gestefeld et al.*, JB junger Zivilrechtswissenschaftler (2022) 221; *Renner*, Menschenrechts- und umweltbezogene Unternehmensverantwortung zwischen Kapitalmarkt und Lieferkette, ZEuP 2022, 782; *Ringe*, Investor Empowerment for Sustainability, Review of Economics 74 (2023) 21; *Schön*, „Nachhaltigkeit“ in der Unternehmensberichterstattung, ZfPW 2022, 207; *Simanovski*, Die Kreditwirtschaft zwischen ESG-Risiko und ESG-Sorgfalt, BKR 2023, 855; *Spießhofer*, Die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen (Corporate Social Responsibility), GesRZ 2019, 136; *Steuer*, Grüne Transparenz und nachhaltige Verwirrung – Die produktbezogenen Informationsvorschriften der SFDR, ZBB/JBB 2022, 31; *Steuer*, Rechtsdurchsetzung im „grünen“ Kapitalmarkt, BKR 2022, 296; *Steuer*, Klassifizierung „grüner“ Finanzprodukte im EU-Recht, ZFR 2024, 370; *Tröger*, Marktdisziplin gegen Klimawandel – Veröffentlichungspflichten von Finanzmarktteilnehmern als Baustein der europäischen Strategie zur nachhaltigen Finanzierung, in *FS Windbichler* (2020) 1447; *Tröger*, Wie misst man die Nachhaltigkeit des Rechts? – Von der ökonomischen zur ökologischen Analyse des Rechts, in *Kramme/Ponholzer*, Nachhaltigkeit im Recht (2024) 83; *Steuer/Tröger*, The Role of Disclosure in Green Finance, 8 Journal of Financial Regulation (2022) 1; *Veil*, Aufsichtskonvergenz durch „Questions and Answers“ der ESMA, ZBB/JBB 2018, 151; *Veil*, Nachhaltigkeitsförderung durch Finanzmarktrecht, in *Burgi/Möslein*, Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften (2021) 319; *Wandt/Lüders*, Nachhaltigkeitsregulierung des Finanzbereichs im Allgemeinen und produktbezogene Offenlegungspflichten im Versicherungsbereich im Besonderen, VersR 2023, 809; *Weller/Fischer*, ESG-Geschäftsleitungspflichten Unternehmenstransformation zur Klimaneutralität, ZIP 2022, 2253; *Weller/Hößl/Seemann*, Greening Corporate Law. Eine Klimatrias für das Gesellschaftsrecht, ZGR 2024, 180; *Zetsche/Anker-Sørensen*, Regulating Sustainable Finance in the Dark, EBOR 23 (2022) 47.

Übersicht

	Rz
I. Nachhaltigkeit und Sustainable Finance	1.1
A. Klimaschutz als Menschheitsaufgabe	1.1
B. Die Rolle des Finanzsystems: Der Aktionsplan der Kommission	1.3
C. Verwandte Begriffe: ESG, SRI und CSR	1.8
II. Europäische Entwicklung	1.13
A. Erste Änderungsvorschläge (Mai 2018)	1.14
B. Europäischer Green Deal (Dezember 2019) und Sustainable-Finance-Package (April 2021)	1.15
C. Strategie zur Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft (Juli 2021)	1.17
D. Sustainable-Finance-Package (Juni 2023)	1.18
III. Österreichische Entwicklung	1.20
IV. Bausteine der Sustainable-Finance-Regulierung	1.23
A. Systematisierung des Rechtsrahmens	1.23
B. Die Verknüpfung von Taxonomie-VO, CSRD und SFDR	1.29
C. Regulierungstheorie	1.33
1. Allokationsfunktion des Kapitalmarkts	1.33
2. Finanzstabilität	1.36
3. Steuerungsansatz	1.38
a) Informationsmodell	1.38
b) Investmentprozess	1.44
4. Transparenzvorgaben	1.50
a) Systematisierung	1.50
b) Verhaltenssteuerung	1.52
aa) Direkte Verhaltenspflichten	1.54
bb) Reflexive Wirkung	1.55

cc) Investitionsanreiz	1.57
D. Investorenverhalten auf Emittentenebene („ESG-Stewardship“)	1.60
V. Normdurchsetzung	1.63
A. Public Enforcement	1.64
1. SFDR	1.65
2. Benchmark-VO	1.67
3. Taxonomie-VO	1.69
4. CSRD	1.71
5. Green-Bond-VO	1.73
6. CSDDD	1.74
7. ESG-Rating-VO	1.75
B. Private Enforcement	1.76
VI. Anhang	1.81
A. Übersicht zu den wichtigsten ESG-Rechtsakten	1.81
B. Zeitleiste	1.82

I. Nachhaltigkeit und Sustainable Finance

A. Klimaschutz als Menschheitsaufgabe

Der Begriff „Nachhaltigkeit“ ist im gesellschaftlichen Diskurs heute allgegenwärtig. Aus **1.1** gutem Grund: Die Folgen des anthropogenen Klimawandels werden jedes Jahr stärker spürbar. 2023 war das wärmste Jahr in Österreichs 256-jähriger Messgeschichte, es lag im Tiefland um 2,5 Grad über dem Mittel und auf den Bergen um 2,2 Grad.¹ Nicht minder besorgniserregend lesen sich die Meldungen vom Copernicus-Klimawandeldienst der EU (Copernicus Climate Change Service – C3S),² die Ausführungen im Synthesis Report zum Klimawandel vom Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)³ oder der aktuelle Klimaschutzbericht des Umweltbundesamts.⁴ Die Menschheit ist längst an einem Punkt angekommen, der es nicht mehr zulässt, die – ohnehin unübersehbaren – naturwissenschaftlichen Fakten zu ignorieren.⁵ „Don't look up“⁶ kann also keine Antwort sein,

1 *GeoSphere Austria*, 28. 12. 2023: Wärmstes Jahr der Messgeschichte, <https://www.zamg.ac.at/cms/de/klima/news/waermstes-jahr-der-messgeschichte-1> (abgefragt 26. 9. 2024).

2 C3S, Monthly Climate Bulletin, 8. 3. 2024: Warmest February on record, the 9th consecutive warmest month, <https://climate.copernicus.eu/warmest-february-record-9th-consecutive-warmest-month> (abgefragt 26. 9. 2024).

3 IPCC, Climate Change 2023. Synthesis Report. Summary for Policymakers 4 (A.1), https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_SPM.pdf (abgefragt 26. 9. 2024): „Human activities, principally through emissions of greenhouse gases, have unequivocally caused global warming, with global surface temperature reaching 1.1°C above 1850–1900 in 2011–2020. Global greenhouse gas emissions have continued to increase, with unequal historical and ongoing contributions arising from unsustainable energy use, land use and land-use change, lifestyles and patterns of consumption and production across regions, between and within countries, and among individuals“.

4 Umweltbundesamt, Klimaschutzbericht 2023, REP-0871 (zu den Auswirkungen der Klimaerwärmung speziell auf Österreich in den S 29ff).

5 Aus dem juristischen Schrifttum zum Klimawandel instruktiv *Schirmer*, Nachhaltiges Privatrecht 128ff.

6 Der gleichnamige Film aus 2021 von *Adam McKay* über einen drohenden Kometeneinschlag ist eine Parabel für den Umgang politischer Entscheidungsträger mit der Erderwärmung – nämlich bewusst die Augen vor dem Unübersehbaren zu verschließen.

Klimaschutz wird vielmehr eine prägende Stellung als „Menschheitsaufgabe“⁷ dieser und künftiger Generationen einnehmen.

- 1.2** Indes droht eine **juristische Diskussion** schnell an der **inhaltlichen Vielfalt** von „Nachhaltigkeit“ zu scheitern: „Nachhaltigkeit“ ist überall, und jeder hat eine andere Vorstellung davon“.⁸ Häufiger Ausgangspunkt, um den Begriff näher zu konturieren, sind politische Absichtserklärungen wie die „Agenda 2030“⁹ der Vereinten Nationen oder völkerrechtliche Verträge wie das „Pariser Klimaschutzübereinkommen 2015“¹⁰. Prägend für den allgemeinen Diskurs war aber vor allem die Definition der Brundtland-Kommission der Vereinten Nationen aus 1987, die nachhaltige Entwicklung („sustainable development“) beschreibt als „meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs“.¹¹ Nach manchen Autoren lässt sich das Konzept der Brundtland-Kommission zu folgendem normativem Aussagegehalt verdichten: „Nachhaltigkeit verlangt, menschliche Grundbedürfnisse – konkret: Nahrung, Unterkunft, Kleidung, Arbeit, Energie, Hygiene, Wasser und Gesundheit – zu sichern und dabei essentielle Natursysteme – konkret: Atmosphäre, Gewässer, Böden und Lebewesen – tragfähig zu halten.“¹² Mit Blick auf die Erhaltung unserer Natur lässt sich Nachhaltigkeit durch das Konzept der planetaren Grenzen operationalisieren, das verschiedene ökologische Subsysteme und deren Grenzen identifiziert, die wir in unser aller Interesse nicht überschreiten sollten.¹³ Schließlich betonen manch andere auch, dass der Begriff „Nachhaltigkeit“ ursprünglich aus dem Forstrecht stammt.¹⁴

B. Die Rolle des Finanzsystems: Der Aktionsplan der Kommission

- 1.3** Wir werden in diesem Handbuch den Begriff aber nicht weiter auffächern oder mit einer spezifisch normativen Wertung aufladen, sondern verstehen „Nachhaltigkeit“ als Abkürzung für eine **aktuelle Regulierungsstrategie der Europäischen Kommission**. Deren Hauptadressat ist das Finanzsystem, seine Akteure und die nationalen Gesetzgeber. Der Startschuss fiel im März 2018 mit der Veröffentlichung des **Aktionsplans „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“**.¹⁵ Dem Aktionsplan der Kommission ging der Abschlussbe-

7 Frei nach *Klingenfeld*, Menschheitsaufgabe Klimaschutz; bereits aufgegriffen von *Weller/Hößl/Seemann*, ZGR 2024, 180 (181).

8 *Ekkenga*, WM 2020 H 36, 1664 (1667); ähnlich *Lange*, BKR 2020, 216 (223f); optimistischer *Mittwoch*, NR 2022, 169 (170): Missverständnisse vermeidbar, weil der „Nachhaltigkeitsbegriff auf internationaler Ebene bereits seit Jahrzehnten näher ausbuchstabiert“ worden sei.

9 *Vereinte Nationen*, Resolution der Generalversammlung der Vereinten Nationen, Transformation unserer Welt: die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung, A/RES/70/1, 25. 9. 2015.

10 *United Nations*, The Paris Agreement, beschlossen auf der Weltklimakonferenz, 12. 12. 2015, https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf (abgefragt 26. 9. 2024); in Österreich ratifiziert durch BGBl III 2016/197.

11 UN-General Assembly Report of the World Commission on Environment and Development, UN-Doc. A/RES/42/187, 11. 12. 1987, 154.

12 *Schirmer*, Nachhaltiges Privatrecht 29; für einen alternativen Definitions vorschlag s *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht 38f.

13 *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht 34ff.

14 *Kalss/Deutsch*, RWZ 2022, 355 (355); *Kalss*, DRdA 2024, 131 (131 mwN in FN 1).

15 *Europäische Kommission*, Mitteilung vom 8. 3. 2018, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final.

richt der „High-Level-Expert-Group on Sustainable Finance“ (HLEG) voraus, der acht Empfehlungen für ein ausgreifendes Legislativpaket enthält.¹⁶

Im Aktionsplan gab die Kommission bekannt, dass das **Finanzsystem** eine **Schlüsselrolle** 1.4 bei der **Bekämpfung des Klimawandels** und beim **Übergang** zu einer **emissionsarmen, ressourcenschonenden Kreislaufwirtschaft** spielen müsse. Die Kommission versucht damit unmittelbar, an die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens und der UN-Agenda 2030 anzuschließen. Diesen Gedanken stützen anderweitige Empfehlungen an politische Entscheidungsträger, wonach der Zugang zu und die Verfügbarkeit von Kapital kritische Faktoren für eine schnellere Bekämpfung des Klimawandels sind.¹⁷ Im Aktionsplan schätzt die Kommission, dass Europa einen **jährlichen Investitionsrückstand** von fast **€ 180 Mrd** aufholen müsse, um die EU-Klima- und Energieziele bis 2030 zu verwirklichen;¹⁸ wenig später hat die Kommission ihre – nach eigenen Angaben – „konservative Schätzung“ auf **€ 260 Mrd** zusätzlich erforderliche Investitionen pro Jahr angehoben.¹⁹

Der Aktionsplan formuliert **drei Kernanliegen** für den Übergang zu einem nachhaltigen 1.5 Finanzwesen:

- *Erstens* sollen Investoren die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umlenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen;
- *Zweitens* müsse die EU finanzielle Risiken bewältigen, die aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen resultieren;
- *Drittens* möchte die Kommission die Transparenz und die Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit fördern.

Für diese Kernanliegen hat die Kommission **zehn konkrete Maßnahmen** definiert, die 1.6 sie im Laufe ihrer Reformtätigkeit immer weiter entfaltet hat. Nur beispielhaft genannt seien

- für das **erste Kernanliegen** („Neuausrichtung der Kapitalflüsse“): die Einführung eines Klassifikationssystems für Wirtschaftstätigkeiten (Taxonomie), die Einführung von Nachhaltigkeits-Benchmarks und die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitserwägungen in der Finanzberatung;
- für das **zweite Kernanliegen** („Bewältigung von finanziellen Risiken“): die Konkretisierung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter (Asset Manager) und prudenzelle Anforderungen für Banken und Versicherungen;
- für das **dritte Kernanliegen** („Förderung von Transparenz und Langfristigkeit“): die Offenlegung nichtfinanzialer Informationen und die Überarbeitung der Rechnungslegungsstandards für Finanzinstrumente nach den IFRS und Rechnungslegung der Unternehmen sowie das Verhindern von Short Termism auf den Kapitalmärkten.

16 EU High-Level-Expert-Group on Sustainable Finance, Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018, 31. 1. 2018, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (abgefragt 26. 9. 2024).

17 IPCC, Climate Change 2023. Synthesis Report. Summary for Policymakers 33 (C.7).

18 Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM(2018) 97 final 3.

19 Europäische Kommission, Mitteilung vom 11. 12. 2019, Der europäische Grüne Deal, COM (2019) 640 final 18.

- 1.7 Die meisten dieser Anliegen konnte die Kommission innerhalb nur einer Amtszeit bereits umsetzen oder zumindest auf den Weg bringen (s zur europäischen Entwicklung ab Rz 1.13).

C. Verwandte Begriffe: ESG, SRI und CSR

- 1.8 Da sich die Kernanliegen und die dazugehörigen Maßnahmen auf das Finanzsystem beziehen, hat sich als Schlagwort das Wortpaar „Sustainable Finance“ etabliert, das als fachspezifischer Unterbegriff einen kleinen Ausschnitt der Nachhaltigkeitsdebatte klassifiziert. Die Literatur verwendet aber auch andere Begriffe, die sie mit „Sustainable Finance“ assoziiert oder gleichstellt:²⁰

- **Environmental – Social – Governance (ESG):** Das Akronym „ESG“ ist – auch international – die gängigste Kurzformel für Nachhaltigkeitsbelange im wirtschaftsnahen Privatrecht. Während sich ESG im Kern zunächst nur auf Portfolioentscheidungen von Investoren bezog,²¹ steht der Begriff heute im Zentrum des globalen Dialogs für Corporate Governance, Management und Investment,²² und wird daher in einem weiten Sinn gebraucht. Im Umlauf ist das Akronym vor allem dank des „Who-Cares-Win“-Reports, der aus einer gemeinsamen Initiative der Finanzindustrie und der Vereinten Nationen hervorgegangen ist.²³ Der Report argumentiert, dass für stärkere und resilientere Finanzmärkte die ESG-Faktoren an vorderster Stelle von Investitionentscheidungen stehen müssten.²⁴ Die Autoren des Berichts entschieden sich bewusst für die Trias „Environmental, Social and Governance“, weil alle drei Bereiche eng miteinander verbunden seien, vor allem auch das „G“, denn: „sound corporate governance and risk management systems are crucial pre-requisites to successfully implementing policies and measures to address environmental and social challenges“.²⁵ Unternehmen mit einer „schlechten“ Corporate Governance können und sollen somit auch nicht nachhaltig sein.²⁶ Die inhaltliche Schwäche des Begriffs liegt darin, dass es zu schwer auflösbaren Zielkonflikten zwischen den ESG-Faktoren kommen kann.²⁷ Wenn ein Unternehmen eine Fabrik mit hohem CO₂-Ausstoß schließt, dient das zwar dem Umweltschutz, womöglich gehen aber zahlreiche Arbeitsplätze verloren – ökologische Nachhaltigkeit erhält den Vorrang gegenüber sozialen Faktoren wie dem Erhalt von Arbeitsplätzen.
- **Socially Responsible Investment (SRI):** Zum Teil wird Sustainable Finance mit „Socially Responsible Investment“ (SRI) gleichgesetzt; ein Begriff, der sich – je nach Definition – wahlweise auf die Institutionenebene (nach welchen Nachhaltigkeitskriterien

20 Siehe nur Möllers, ZHR 2021, 881 (889f).

21 Câmara in Câmara/Morais, The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance 3 (4).

22 Pollmann, Research Paper No. 22–23 (ILE) 3.

23 *The Global Impact*, Who Cares Win, Connecting Financial Markets to a Changing World, https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf (abgefragt 26. 9. 2024).

24 *The Global Impact*, Who-Cares-Win-Report 3.

25 *The Global Impact*, Who-Cares-Win-Report 2.

26 Câmara in Câmara/Morais, The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance 3 (5).

27 Kündgen in FS K. Schmidt 671 (680f); Ekkenga/Schirrmacher/Schneider, NJW 2021, 1509 (1513); Schön, ZfPW 2022, 207 (244).

wählen Vermögensverwalter und andere Investoren ihre Anlagen) oder die Produkt-ebene bezieht (welche Finanzprodukte beziehen Nachhaltigkeitskriterien in ihre Anlagebedingungen ein).²⁸ Inhaltlich dreht sich der Begriff überwiegend um den Investitionsprozess oder um Anlageentscheidungen von Investoren.

- **Corporate Social Responsibility (CSR):** Einen Schwerpunkt im Unternehmens- und Gesellschaftsrecht setzt dagegen der Begriff „Corporate Social Responsibility“ (CSR). Die Kommission definierte CSR in einer Mitteilung aus 2011 als „die Verantwortung von Unternehmen für ihre Auswirkungen auf die Gesellschaft“;²⁹ damit sind nach traditioneller juristischer Parlance die Pflichten der Leitungsgremien großer Gesellschaften angesprochen, meist in der Rechtsform einer AG. CSR bezieht sich damit auf den Kern der modernen Corporate-Governance-Debatte. Während der europäische Gesetzgeber die aktienrechtliche Grundnorm (§ 70 AktG) bislang nicht angetastet hat, versucht er doch, über den Umweg des Bilanzrechts auf das Pflichtenprogramm der Leitungsgremien einzuwirken und das Aktienrecht für gesellschaftspolitische Ziele in Anspruch zu nehmen. Ins Auge fällt vor allem die Nachhaltigkeitsberichterstattung, die ihren Ausgang in der CSR-RL nahm und danach in die CSRD übergeleitet wurde (s Rz 6.6 ff). Gleichwohl hat das aktienrechtliche Gemeinwohlpostulat in Deutschland und Österreich ohnehin eine lange Tradition.³⁰ Die Abgrenzung von CSR zu „Sustainable Finance“ und/oder ESG fällt dagegen nicht leicht. Am ehesten lässt sich sagen, dass das CSR-Konzept die Unternehmensebene betrifft, und sich die Ziele von Sustainable Finance nur mit nachhaltigen Unternehmen der Realwirtschaft erreichen lassen.³¹ Allerdings wird CSR auch im gesellschaftsrechtlichen Kontext zunehmend von ESG abgelöst, um die Aufwertung von Umweltbelangen terminologisch hervorzuheben: „*Environment* steht jetzt explizit gleichberechtigt neben den *Social*-Belangen.“³²

Letztlich ist auch diese Diskussion müßig, weil sich die Begriffe nicht punktgenau einzäunen lassen – dazu sind die inhaltlichen Überschneidungen zu groß. Allen weiteren Abgrenzungsversuchen stünde ein großer Aufwand, aber nur ein kleiner Erkenntnisgewinn gegenüber. Wenn wir in diesem Handbuch von „Sustainable Finance“ sprechen,

1.9

28 Bueren, ZGR 2019, 813 (816f); *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht 200ff; für einen Definitionsvorschlag s European Sustainable Investment Forum (Eurosif), European SRI Study 2018, 12: „Sustainable and responsible investment (‘SRI’) is a long-term oriented investment approach which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies.“

29 Europäische Kommission, Mitteilung vom 25. 10. 2011, Eine neue EU-Strategie (2011–14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR), COM(2011) 681 final 7; aufgegriffen auch bei Fleischer, AG 2017, 509 (510); *Mittwoch*, NR 2022, 169 (173); eingehend zu CSR-Definitionen Spießhofer, Unternehmerische Verantwortung 27ff, 31, dort mit dem wichtigen Hinweis, dass es sich bei „CSR“ nicht um einen Rechtsbegriff handelt, der mit Hilfe juristischer Hermeneutik zu bestimmen sei.

30 Fleischer, AG 2017, 509 (510ff); Kalss, JZ 2024, 766 (770); zu (internationalen) CSR-Normen und -Konzeptionen s Spießhofer, GesRZ 2019, 136 (137 ff).

31 Bueren, ZGR 2019, 813 (817).

32 Weller/Fischer, ZIP 2022, 2253 (2254f); vgl auch Hollerung, ZHR 2024, 148 (149): CSR als „Vorgängerkonzept“ zu ESG.

beziehen wir uns daher auf einen Entscheidungsprozess, der die **Auswirkungen** eines **Investments** auf die **Umwelt**, **Soziales** und die **Governance** von Unternehmen in seinem Kalkül **berücksichtigt**, und dadurch langfristige Investitionen in nachhaltige ökonomische Aktivitäten und Projekte fördert.³³ Diese Investitionskriterien mag man in aller Kürze und im Einklang mit der international dominierenden Praxis als „ESG“ bezeichnen.

- 1.10** Die ESG-Faktoren sind grundsätzlich auch Teil der unionsweiten Regulierungsstrategie, wenngleich sie der europäische Gesetzgeber mitunter unterschiedlich stark gewichtet. So liegt der Schwerpunkt des Klassifikationssystems nach der Taxonomie-VO auf **ökologischer Nachhaltigkeit**, eine Taxonomie für **Social- und Governance-Faktoren** existiert bislang nicht.³⁴ Eine „Governance“-Taxonomie ist derzeit auch nicht in Reichweite, zumindest die Arbeiten an einer „Sozial-Taxonomie“ sind allerdings bereits im Gang.³⁵ Indes haben sich die „S“- und „G“-Faktoren auch in der Taxonomie-VO niedergeschlagen, so etwa bei den Anforderungen an einen „Mindestschutz“, den eine ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit iSd Taxonomie-VO erreichen muss (Art 3 lit c iVm Art 18 Taxonomie-VO; s Rz 2.60 ff).
- 1.11** In anderen Sustainable-Finance-Rechtsakten spielen die „S“- und die „G“-Faktoren eine (noch) größere Rolle. Bspw beschränkt sich die **SFDR nicht** nur auf **ökologische Nachhaltigkeit**, sondern nach Art 2 Z 17 SFDR liegt eine „nachhaltige Investition“ auch dann vor, wenn eine wirtschaftliche Tätigkeit zur **Erreichung eines sozialen Ziels** beiträgt, vorausgesetzt, dass Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden. Auch die **Berichtspflichten nach der CSRD** sind nach den **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)** nach allen drei Faktoren („E“, „S“ und „G“) strukturiert und umfassen somit ökologische, soziale und Governance-bezogene Themen. Die Sustainable-Finance-Regulatorik der Kommission setzt damit zwar im Ausgangspunkt auf ein ökologisches Verständnis von Nachhaltigkeit, ist aber nicht darauf beschränkt.
- 1.12** Zusammengefasst beschäftigt sich dieses Handbuch mit den **Regulierungszielen** des europäischen Gesetzgebers und dem dazugehörigen **Rechtsrahmen**, der das bislang ausdifferenzierteste Konzept von „ESG“ bereithält.³⁶ Nicht gesagt ist damit, dass dieses Verständnis mit einem bestimmten wissenschaftlichen „Nachhaltigkeitsbegriff“ vereinbar ist oder diese Vereinbarkeit von der unionalen Regulierung auch nur angestrebt würde.³⁷

! In Kürze

Sustainable Finance bezieht sich auf den Investmentprozess im Finanzmarktsektor. Der europäische Gesetzgeber geht davon aus, dass Anleger aller Couleur in ihren Investments ökologische (E) und soziale (S) Auswirkungen sowie die Governance von Unternehmen (G) berück-

33 European Commission, Overview of sustainable finance, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en (abgefragt 26. 9. 2024).

34 Vgl auch Litten, BKR 2023, 569 (572); Geier/Meringdal/Stille, ESG-Compliance § 4 Rz 97f.

35 Siehe *Platform on Sustainable Finance*, Final Report on Social Taxonomy (Februar 2022), https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf (abgefragt 26. 9. 2024).

36 Mittwoch/Wetenkamp/Bleier, NJW 2022, 3601 (3603).

37 Krit deshalb Mittwoch, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht 235 ff.

sichtigen. Damit einher geht das Regulierungsziel des neuen Sustainable-Finance-Rechtsrahmens für den europäischen Binnenmarkt: Privates Kapital soll in nachhaltige ökonomische Aktivitäten und Projekte (um-)gelenkt werden.

II. Europäische Entwicklung

Die folgende Darstellung soll nur die wichtigsten Entwicklungsschritte auf europäischer Ebene hervorheben; eine (möglichst) vollständige Darstellung aller einschlägigen Rechtsakte findet sich in den einzelnen Kap des Handbuchs. 1.13

A. Erste Änderungsvorschläge (Mai 2018)

Die ersten gesetzlichen Reformvorschläge präsentierte die Kommission bereits kurz nach der Veröffentlichung des Aktionsplans im Mai 2018.³⁸ Darin enthalten waren ua folgende Vorschläge, die allesamt in Rechtsakte gegossen wurden: 1.14

- Vorschlag für ein EU-weites einheitliches Klassifikationssystem für nachhaltige ökonomische Aktivitäten („**Taxonomie**“); umgesetzt durch die **Taxonomie-VO** (VO [EU] 2020/852). Dieser Vorschlag galt dem europäischen Gesetzgeber als „die wichtigste und dringlichste Maßnahme, die im Aktionsplan vorgesehen ist“ (ErwGr 6 Taxonomie-VO). Zentrales Anliegen des Gesetzgebers war es, die verschiedenen national-staatlichen Klassifizierungssysteme zu vereinheitlichen. Die Taxonomie sollte es Unternehmen im nicht-finanziellen Sektor und im Finanzsektor ermöglichen, eine gemeinsame Definition von Nachhaltigkeit zu verwenden, wodurch die VO vor „Grünfärberei“ (Greenwashing) schütze. Die ErwGr bezeichnen damit eine Praxis, die darauf zielt, „durch die Bewerbung eines Finanzprodukts als umweltfreundlich einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen, obwohl den grundlegenden Umweltstandards nicht entsprochen wird“ (ErwGr 11 Taxonomie-VO). Deshalb reklamiert der europäische Gesetzgeber die Deutungshoheit für sich, was eine ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit ausmachen soll. Siehe zur Taxonomie-VO ausführlich **Kap 2**.
- Vorschlag für verbesserte (= stärkere) **nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten** von institutionellen Investoren gegenüber deren Endbegünstigten; umgesetzt durch die **SFDR** (VO [EU] 2019/2088). Die SFDR möchte Informationsasymmetrien überwinden, die der Gesetzgeber vor allem im Verhältnis zwischen den Anbietern einer intermediatierten Kapitalanlage („Investmentfonds“) und deren Investoren identifiziert. Einen ungleichen Informationsstand gibt es etwa bei der Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken, bei den negativen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen und bei der Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale (ErwGr 10 SFDR). Deshalb normiert die SFDR diverse Transparenz- und Offenlegungspflichten auf Produkt- und Unternehmensebene. Die Adressaten sind „Finanzmarktteilnehmer“ und „Finanzberater“, soweit sie bestimmte und vorwegdefinierte „Finanzprodukte“ anbieten. Siehe zur SFDR ausführlich **Kap 3**.

³⁸ European Commission, Commission legislative proposals on sustainable finance (24. 5. 2018), https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-legislative-proposals-sustainable-finance_en (abgefragt 26. 9. 2024).

- Vorschlag für eine neue Kategorie von Benchmarks, die Investoren helfen sollen, den CO₂-Fußabdruck ihrer Investments zu vergleichen; umgesetzt durch eine **Änderung der Benchmark-VO** (VO [EU] 2019/2089). Die VO stellt Mindestanforderungen an zwei neue Arten von Referenzwerten, einerseits den „**EU-Referenzwert für den klimabedingten Wandel**“ („EU Climate Transition Benchmark“, „CTB“), und andererseits den **Paris-abgestimmten EU-Referenzwert** („EU Paris-aligned Benchmark“, „PAB“); zusammen „Klima-Benchmarks“. Ferner dürfen solche Referenzwerte andere ESG-Faktoren nicht erheblich beeinträchtigen. Als wesentliche Rechtsfolge bestimmt die geänderte Benchmark-VO, dass fortan nur „Administratoren“ (Art 3 Abs 1 Z 6 Benchmark-VO) diese Bezeichnungen bei der Vermarktung der (freiwilligen) Referenzwerte verwenden dürfen, die die Anforderungen der geänderten Benchmark-VO erfüllen.

B. Europäischer Green Deal (Dezember 2019) und Sustainable-Finance-Package (April 2021)

- 1.15** Das ambitionierte Projekt ging schon bald den nächsten wichtigen Schritt. Im Dezember 2019 präsentierte die Kommission den „**Europäischen Grünen Deal**“, eine Wachstumsstrategie, mit der die EU bis zum Jahr 2050 keine Netto-Treibhausgasemissionen mehr freisetzen, maW, ein **klimaneutraler Kontinent** werden soll.³⁹ Zentraler Bestandteil dieser Strategie ist erneut das Finanzsystem: Zur Finanzierung der „grünen Wende“ muss der Kommission zufolge eine erhebliche Investitionslücke geschlossen werden, weshalb sie im „Green Deal“ ankündigte, eine neue Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen vorzulegen.⁴⁰
- 1.16** Darauf folgte im April 2021 das erste „Sustainable-Finance-Package“ der Kommission; mit dem erklärten Ziel, die Kapitalflüsse weiter in Richtung nachhaltiger ökonomischer Aktivitäten zu lenken.⁴¹ Die dort vorgeschlagenen Maßnahmen inkludierten:

- Verabschiedung des **delegierten Rechtsakts zum Klimaschutz und zur Anpassung an den Klimawandel für die Taxonomie-VO** („Climate Delegated Act“), umgesetzt durch die DelVO (EU) 2021/2139. Der Rechtsakt legt technische Bewertungskriterien fest, die darüber entscheiden, ob eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel iSd Taxonomie-VO leistet (Umweltziele gem Art 9 lit a und b Taxonomie-VO). Der Climate Delegated Act ist seit dem Jahr 2022 in der Berichterstattung anzuwenden. Ein ergänzender Rechtsakt aus 2022 konkretisiert speziell die technischen Bewertungskriterien für Energieerzeugungstätigkeiten für fossiles Gas und Kernenergie (DelVO [EU] 2022/1214; „**Complementary Climate Delegated Act**“). Siehe ausführlich **Kap 2**.
- Vorschlag für eine **Richtlinie zur unternehmerischen Nachhaltigkeitsberichterstattung (Corporate Sustainability Reporting Directive; „CSRD“)**; umgesetzt durch die RL (EU) 2022/2464, welche die bisherige nicht-finanzielle Berichterstattung ablöst und durch einen sehr detaillierten und thematisch erweiterten Nachhaltigkeitsbericht ersetzt. Siehe ausführlich **Kap 6**.

39 Der europäische Grüne Deal, COM(2019) 640 final.

40 Der europäische Grüne Deal, COM(2019) 640 final 20f.

41 European Commission, Sustainable Finance Package, https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package_en (abgefragt am 26. 9. 2024).