

Vorwort	VII
Inhalt	XI
Einleitung	1
A. Problemaufriss	1
B. Forschungsstand	12
C. Forschungsziel und -fragen	13
D. Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	16
E. Arbeitsdefinitionen	16
1. Kapitel Sustainable Finance	19
A. Historische Ursprünge von Sustainable Finance	19
B. Modernes Verständnis von Sustainable Finance	21
C. Sustainability – Das Verständnis von Nachhaltigkeit	34
D. Rentabilität von Sustainable Finance	40
E. Wirtschaftliche Bedeutung von Sustainable Finance	48
F. Marktversagen im Zusammenhang mit Sustainable Finance	51
G. Bisheriger Regelungsrahmen	61
H. Zusammenfassung	71
2. Kapitel Kapitalanlagerechtlicher Rahmen für Sustainable Finance	73
A. Rahmen für Vermögensverwalter	73
B. Rahmen für institutionelle Anleger	102
C. Zwischenergebnis	113
3. Kapitel Nachhaltigkeitsbezogene Berichterstattungspflichten für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter	115
A. Idealtypische Funktionen von Berichtspflichten	116
B. Die nichtfinanzielle Erklärung nach Art. 19a Bilanz-RL (de lege lata), §§ 289b ff. HGB	121
C. Die Transparenzvorschriften der ARRL II	148
D. Die Transparenzvorschriften der Offenlegungs-VO	171
4. Kapitel Gesellschaftsrechtlicher Rahmen	201
A. Aktienrechtlicher Gesellschaftszweck als Grenze der Einflussnahme	201
B. Rechtlicher Rahmen formeller Einflussnahmeinstrumente	214
C. Rechtlicher Rahmen informeller Einflussnahme	249
5. Kapitel Rechtspolitische Bewertung der Nachhaltigkeitsberichtspflichten – Wandel zur öko-sozialen Marktwirtschaft?	281
A. Fähigkeit institutioneller Anleger und Vermögensverwalter zur Kontrolle von Portfoliounternehmen	282

Inhaltsübersicht

B. Hinreichender Marktdruck auf institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	295
Ergebnisse in Thesenform	307
Anhang	315
Abkürzungen	325
Literatur	329
Sachregister	363

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Einleitung	1
<i>A. Problemaufriss</i>	1
I. Die Rolle von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltern auf dem Kapitalmarkt	2
II. Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Corporate Governance von Aktiengesellschaften	4
1. Indirekte Einflussnahme	5
2. Direkte Einflussnahme	8
III. Nachhaltigkeitsberichtspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	9
1. Die CSR-RL	10
2. Die zweite Aktionärsrechterichtlinie	10
3. Die Offenlegungs-VO	11
<i>B. Forschungsstand</i>	12
<i>C. Forschungsziel und -fragen</i>	13
I. Befugnis zu Sustainable Finance?	14
II. Pflicht zu Sustainable Finance?	14
III. Wirksamkeit der Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten?	15
<i>D. Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands</i>	16
<i>E. Arbeitsdefinitionen</i>	16
I. »Nachhaltigkeitsbelange«	16
II. Die Entwicklung des Begriffs »institutioneller Anleger«	17
1. Kapitel Sustainable Finance	19
<i>A. Historische Ursprünge von Sustainable Finance</i>	19
<i>B. Modernes Verständnis von Sustainable Finance</i>	21
I. Definitionsversuche	21
II. Politisches Ziel von Sustainable Finance und CSR	23
1. Definition von CSR und Verhältnis zu Sustainable Finance	24
2. Internalisierung externer Kosten durch Sustainable Finance	25
III. Strategien von Sustainable Finance	27
1. Screening-basierte Strategien (absoluter Maßstab)	28
2. Best-in-Class-Ansatz (relativer Maßstab)	29
3. Impact Investing und nachhaltige Themenfonds	29

Inhalt

4. Abbildung eines Nachhaltigkeitsindexes	30
5. Insbesondere Engagement und Aktionärsrechtsaustübung	31
6. Verhältnis zur Stewardship-Debatte	32
C. Sustainability – Das Verständnis von Nachhaltigkeit	34
I. Das Verständnis des Club of Rome und der Brundtlandkommission	35
II. Das Verständnis der Agenda 21 und Agenda 2030	36
III. Ökologische Nachhaltigkeit nach der Taxonomie-VO	37
D. Rentabilität von Sustainable Finance	40
I. Höhere Verwaltungskosten	41
II. Wertentwicklung auf Ebene der Portfoliounternehmen	41
III. Geringere Diversifizierungsquote	43
IV. Rentabilität von Sustainable Finance im zeitlichen Verlauf	44
V. Ausdifferenziertes Begriffsverständnis	44
1. Sustainable Finance 1.0	45
2. Sustainable Finance 2.0	46
3. Sustainable Finance 3.0	46
VI. Empirische Studien zur Rentabilität	47
E. Wirtschaftliche Bedeutung von Sustainable Finance	48
F. Marktversagen im Zusammenhang mit Sustainable Finance	51
I. Nachhaltigkeitsbelange als externe Kosten	52
II. Nachhaltigkeit und Short Termism – Die Kurzsichtigkeit der Finanzmärkte	52
1. Corporate Short Termism	53
2. Investment Short Termism	53
3. Gründe für Short Termism	55
4. Bewertung von Short Termism	56
III. Nachhaltigkeit als Kollektivhandlungsproblem	57
IV. Nachhaltigkeit als verborgene Information und Greenwashing	59
V. Zusammenfassung	60
G. Bisheriger Regelungsrahmen	61
I. Privatrechtliche Kodices	61
II. Hoheitliche Regelungen	63
1. EuSEF-VO und ELTIF-VO	63
2. PRIIP-VO	64
3. Nationale Regelungen	65
4. Lieferkettengesetze	66
a) Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz	66
b) Entwurf Corporate Sustainability Due Diligence-Richtlinie	68
H. Zusammenfassung	71
2. Kapitel Kapitalanlagerechtlicher Rahmen für Sustainable Finance	73
A. Rahmen für Vermögensverwalter	73
I. Kollektive Vermögensverwaltung in Form von Investmentfonds	73
1. Definition und Merkmale von Investmentfonds	73
a) Unterscheidung anhand des Anlegerpublikums	74

b)	Unterscheidung anhand der Anlagestrategie	75
aa)	Aktive Anlagestrategien	75
bb)	Passive Anlagestrategien	76
2.	Organisationsrechtliche Anforderungen	78
a)	Rechtsnatur des Investmentvertrags	79
b)	Festlegung des Anlegerinteresses in den Anlagebedingungen	80
aa)	Grenze: Integrität des Kapitalmarktes	81
bb)	Grenze: Schutzbedürfnis der Anleger	82
cc)	Keine sonstigen Beschränkungen durch das KAGB	84
dd)	Zwischenergebnis	86
3.	Interessenwahrungspflichten im Rahmen der Nachhaltigkeitsniveaus	
	Sustainable Finance 1.0 bis 3.0	86
a)	Konventionelles Investment	86
aa)	Konkludente Bestimmung des Anlageziels	86
bb)	Vorvertragliche Informationspflichten	87
cc)	Ermessen im Rahmen der Kapitalanlagegrenzen	89
dd)	Ausübung der Rechte aus dem Fondsvermögen	91
b)	Sustainable Finance 1.0	92
aa)	Notwendige Nachhaltigkeitsangaben in den Anlagebedingungen	92
bb)	Ermessen bei der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	93
c)	Sustainable Finance 2.0	94
aa)	Notwendige Nachhaltigkeitsangaben in den Anlagebedingungen	94
bb)	Ermessen bei der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsbelangen	95
d)	Sustainable Finance 3.0	96
aa)	Notwendige Nachhaltigkeitsangaben in den Anlagebedingungen	96
bb)	Ermessen bei der Förderung von Nachhaltigkeitszielen	97
cc)	Ausübung von Aktionärsrechten	98
e)	Besonderheiten für passiv verwaltete Fonds	99
aa)	Differenzierung von Nachhaltigkeitsindizes	99
bb)	Wahrnehmung direkter Einflussnahmeinstrumente	100
II.	Individuelle Vermögensverwaltung	100
1.	Definition und Merkmale	100
2.	Rechtlicher Rahmen	101
a)	Rechtsbeziehung zwischen Anleger und Vermögensverwalter	101
b)	Befugnis zur Verfolgung von Sustainable Finance	102
B.	Rahmen für institutionelle Anleger	102
I.	Lebens- und Rückversicherungen	102
II.	Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung	104
1.	Pensionskassen	104
2.	Pensionsfonds	105
III.	Aufsichtsrechtlicher Rahmen	105
1.	Grundsätzliche Zulässigkeit von Sustainable Finance	106
2.	Unzulässigkeit von Sustainable Finance 3.0	107
IV.	Zivilrechtlicher Rahmen	109
1.	Geschäftsbesorgungstheorie	109

Inhalt

2. Herrschende Gefahrtragungstheorie	110
3. Differenzierung zwischen konventionellen und fondsgebundenen Lebensversicherungen	111
a) Konventionelle Lebensversicherungen	111
b) Fonds- und indexgebundene Lebensversicherungen	112
C. Zwischenergebnis	113
3. Kapitel Nachhaltigkeitsbezogene Berichterstattungspflichten für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter	115
<i>A. Idealtypische Funktionen von Berichtspflichten</i>	116
I. Informationsfunktion	117
II. Entscheidungsfindungs- und Schutzfunktion	118
III. Rechenschafts- und Steuerungsfunktion	119
1. Selbststeuerungsfunktion als Ersatz rechtlicher Sanktionierung mittels Marktmechanismen	119
2. Fremdsteuerungsfunktion	121
<i>B. Die nichtfinanzielle Erklärung nach Art. 19a Bilanz-RL (de lege lata), §§ 289b ff. HGB</i>	121
I. Die CSR-Directive zur Änderung der CSR-RL	122
II. Persönlicher Anwendungsbereich	123
III. Wesentlichkeit der Information	124
1. Alternative Wesentlichkeit	125
2. Wesentliche Nachhaltigkeitsinformationen institutioneller Anleger und Vermögensverwalter	128
IV. Inhalt der nichtfinanziellen Berichterstattung	128
1. Konzepterstellung und Ergebnisse	129
2. Beschreibung der wesentlichen Risiken für nichtfinanzielle Belange	130
3. Nichtfinanzielle Leistungsindikatoren	131
4. Erweiterung durch Taxonomie-VO auf ökologisch nachhaltige Tätigkeiten	132
5. Weglassen nachteiliger Informationen und Anwendung von Rahmenwerken	132
V. Regelungszweck	133
1. Informations- und Entscheidungsfindungsfunktion	133
2. Rechenschafts- und Steuerungsfunktion	135
a) Keine qualitative Überprüfung der Konzeptberichterstattung	136
b) Keine qualitative Überprüfung der Abweichungsbegründung	137
c) Redundanz des comply or explain-Mechanismus	140
d) Abschaffung des comply or explain-Mechanismus durch die CSR-Directive	141
VI. Enforcement	142
1. Privatrechtliche Durchsetzungsmechanismen	143
a) Prüfung durch den Abschlussprüfer und den Aufsichtsrat	143
b) Zivilrechtliche Sanktionierung durch gesellschaftsexterne Stakeholder	144
2. Aufsichtsrechtliche Durchsetzungsmechanismen	145

a)	Unrichtige Darstellung, § 331 Abs. 1 Nr. 1 HGB	145
b)	Zuwiderhandlung gegen Berichtspflichten, § 334 Abs. 1 Nr. 3 HGB	146
VII.	Zwischenergebnis	147
C.	<i>Die Transparenzvorschriften der ARRL II</i>	148
I.	Anwendungsbereich	150
1.	Persönlicher Anwendungsbereich – Art. 2 lit. e bis f ARRL n.F. und § 134a AktG	150
a)	Institutionelle Anleger, Art. 2 lit. e ARRL n.F. und § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG	150
b)	Vermögensverwalter, Art. 2 lit. f ARRL n.F. und § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG	151
c)	Stimmrechtsberater, Art. 2 lit. f ARRL n.F. und § 134a Abs. 1 Nr. 3 AktG	152
2.	Örtlicher Anwendungsbereich – Art. 1 Abs. 2 und Abs. 6 ARRL n.F.	152
a)	Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	152
b)	Stimmrechtsberater	153
II.	Inhalt der Offenlegungspflichten	154
1.	Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger	155
a)	Mitwirkungspolitik und -bericht – Art. 3g ARRL n.F., § 134b AktG	155
aa)	Vorgaben des Art. 3g ARRL n.F.	155
bb)	Mitwirkungspolitik – § 134b Abs. 1 AktG	156
cc)	Mitwirkungsbericht – § 134b Abs. 2, 3 AktG	157
dd)	Veröffentlichungsmodalitäten – § 134b Abs. 5 AktG	158
ee)	Regelungszweck	158
(1)	Informations- und Entscheidungsfunktion	158
(2)	Rechenschafts- und Steuerungsfunktion	159
b)	Anlagestrategie und Verhältnis institutioneller Anleger zu Vermögensverwaltern – Art. 3h ARRL n.F., § 134c AktG	162
aa)	Veröffentlichung der Anlagestrategie, Art. 3h Abs. 1 ARRL n.F.	162
bb)	Angaben über Vereinbarungen mit Vermögensverwaltern, Art. 3h Abs. 2 Uabs. 1 ARRL n.F.	163
cc)	Veröffentlichungsmodalitäten	164
2.	Offenlegungspflichten für Vermögensverwalter	165
3.	Offenlegungspflichten für Stimmrechtsberater	166
III.	Enforcement	168
1.	Aufsichtsrechtliches Enforcement	168
2.	Zivilrechtliches Enforcement	170
IV.	Zwischenergebnis	170
D.	<i>Die Transparenzvorschriften der Offenlegungs-VO</i>	171
I.	Anwendungsbereich	172
1.	Finanzmarktteilnehmer	172
2.	Finanzberater	175
II.	Offenlegungspflichten	176
1.	Offenlegungspflichten im Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsrisiken	176
a)	Offenlegung des Nachhaltigkeitsrisikomanagements auf der Internetseite, Art. 3 Offenlegungs-VO	176

Inhalt

b) Nachhaltigkeitsrisikomanagement im Vergütungssystem, Art. 5 Offenlegungs-VO	178
c) Offenlegung des Nachhaltigkeitsrisikomanagements innerhalb der vorvertraglichen Informationen, Art. 6 Offenlegungs-VO	179
d) Regelungszweck: Optimierung der finanziellen Performance	180
aa) Informationsfunktion	180
bb) Steuerungsfunktion durch Marktmechanismen	181
cc) Pflicht zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	182
2. Strategie gegen nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen	183
a) Offenlegung der Nachhaltigkeitsstrategien auf der Internetseite, Art. 4 Abs. 1 lit. a Offenlegungs-VO	183
aa) Mindestinhalt der Offenlegung	184
bb) Kein comply or explain für große Finanzmarktteilnehmer	185
b) Offenlegung der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsbelangen in vorvertraglichen Informationen, Art. 7 Abs. 1 Offenlegungs-VO	186
c) Regelungszweck: Optimierung der Nachhaltigkeitsperformance	187
3. Offenlegungspflichten zur Bekämpfung von Greenwashing	189
a) Offenlegung bei light-green-Produkten, Art. 8 Abs. 1 Offen legungs-VO	189
b) Offenlegung bei dark-green-Produkten, Art. 9 Offenlegungs-VO	190
c) Offenlegung der Zielerreichung in regelmäßigen Berichten, Art. 11 Abs. 1 Offenlegungs-VO	191
d) Regelungszweck	191
4. Offenlegungspflichten der Taxonomie-VO	192
5. Speziell: Offenlegungspflichten für Nachhaltigkeitsindexfonds	193
III. Enforcement	194
1. Aufsichtsrechtliches Enforcement	194
2. Zivilrechtliches Enforcement	196
IV. Zwischenergebnis	198
4. Kapitel Gesellschaftsrechtlicher Rahmen	201
A. <i>Aktienrechtlicher Gesellschaftszweck als Grenze der Einflussnahme</i>	201
I. Lehre vom Unternehmensinteresse und Stakeholder-value-Ansatz	202
II. Gesellschafterinteresse und Shareholder-value-Ansatz	204
III. Relevanz des Streitstands	205
IV. Skizzierung der bisherigen Argumentationslinien	205
V. Konkretisierung des Unternehmensziels durch neuere Entwicklungen	207
1. Ausstrahlung der europarechtlichen Nachhaltigkeitsberichtspflichten	207
a) Methodische Zulässigkeit der Ausstrahlung	208
b) Ablehnung des Shareholder-value-Ansatzes durch die Nachhaltig keitsberichtspflichten	209
2. Klarstellung in § 87 Abs. 1 S. 2 AktG durch den nationalen Gesetzgeber	210
3. Allgemeingültigkeit des interessenpluralistischen Aktiengesellschafts- zwecks	212
4. Kein grenzenloses Ermessen des Vorstands	213
VI. Zwischenergebnis	214

Inhalt

B.	<i>Rechtlicher Rahmen formeller Einflussnahmeinstrumente</i>	214
I.	Stimmrecht	215
1.	Personalpolitische Entscheidungen	217
a)	Personalkompetenz bei der Aufsichtsratsbesetzung, §§ 119 Abs. 1 Nr. 1, 101, 103 AktG	218
b)	Vertrauensentzug gegenüber den Vorstandsmitgliedern	219
c)	Entlastung der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat	220
2.	Beschlusskompetenzen bezüglich der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung	222
a)	Beschluss zur Aufsichtsratsvergütung	222
b)	Votum zu Vergütungssystem und Vergütungsbericht	223
3.	Finanzielle Mitentscheidungsbefugnisse	225
a)	Verwendung des Bilanzgewinns	226
b)	Feststellung des Jahresabschlusses	226
4.	Satzungsändernde Maßnahmen, §§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 179 Abs. 1 AktG	227
a)	Änderung von Unternehmensgegenstand und Gesellschaftszweck	228
b)	Maßnahmen der Kapitalerhöhung, §§ 119 Abs. 1 Nr. 7, 182 ff.	231
aa)	Effektive Kapitalerhöhung	231
bb)	Nominelle Kapitalerhöhung	232
c)	Kapitalherabsetzung, 222 ff. AktG	233
5.	Stellungnehmende Beschlüsse zu Geschäftsführungsfragen	234
II.	Auskunfts- und Rederecht	236
1.	Auskunftsrecht, § 131 Abs. 1 AktG	236
2.	Rederecht	237
3.	Grenzen des Auskunfts- und Rederechts	237
4.	Rechtstatsächliche Bedeutung	240
III.	Antragsrechte	242
1.	Allgemeines Beschlussantragsrecht und Tagesordnungsergänzungsvorlagen	243
2.	Gegenantragsrecht, § 126 Abs. 1 S. 1 AktG	244
3.	Rechtstatsächliche Bedeutung	245
IV.	Kontrollrechte	247
V.	Zwischenergebnis	248
C.	<i>Rechtlicher Rahmen informeller Einflussnahme</i>	249
I.	Informelle Gespräche	249
1.	Allgemeines	249
2.	Grenzen informeller Informationsbeschaffung	251
a)	Verschwiegenheitspflicht, § 93 Abs. 1 S. 3 AktG	251
b)	Insiderrecht	254
aa)	Vorliegen von Insiderinformationen	254
(1)	Individualansatz: Der verständige Anleger als homo oeconomicus	256
(2)	Kollektivansatz: Der verständige Anleger als Personifizierung der halbstrengen Markteffizienztheorie	257
(3)	Ergebnisrelevanz für Nachhaltigkeitsinformationen	260
(4)	Streitentscheid	262
(a)	Rechtssichere Bestimmung von Insiderinformationen	262
(b)	Kapitalallokationsfunktion	262

Inhalt

(c) Integrität der Kapitalmärkte	263
bb) Zwischenergebnis	264
c) Informationelle Gleichbehandlung, § 53a AktG	264
aa) Rechtfertigung des Privilegs zur Kontaktaufnahme	265
bb) Rechtfertigung des Ausschlusses der Aktionärsöffentlichkeit	266
3. Grenzen der Einflussnahme durch informelle Gespräche im engeren Sinne	267
a) Weisungsfreiheit der Leitorgane	267
b) Gefahr eines Schattenaufsichtsrats?	268
c) Gefahren von One-on-Ones	269
4. Befugnis des Aufsichtsrats zum Führen informeller Gespräche	270
a) Dogmatische Ansätze	270
b) Kommunikation bei Aufsichtsratskompetenzen	272
c) Kommunikation von Unternehmenspolitik und Geschäftsführungsfragen	274
d) Stellungnahme	276
e) Aufsichtsratsinterne Kompetenz zur Kapitalmarktkommunikation	277
II. Öffentlichkeitswirksames Auftreten	278
III. Zwischenergebnis	280
5. Kapitel Rechtspolitische Bewertung der Nachhaltigkeitsberichtspflichten – Wandel zur öko-sozialen Marktwirtschaft?	281
<i>A. Fähigkeit institutioneller Anleger und Vermögensverwalter zur Kontrolle von Portfoliounternehmen</i>	<i>282</i>
I. Hinderungsgründe für indirekte Einflussnahme	282
II. Hinderungsgründe für direkte Einflussnahme	283
1. Stabiles Niveau der Hauptversammlungspräsenzen	283
2. Kritische Aktionärshaltung	286
a) Personalpolitik	287
b) Phänomene der Stimmenthaltungen	289
c) Vergütungspolitik	290
d) Verhältnis zwischen formeller und informeller Einflussnahme	291
III. Hinreichendes Einflusspotenzial der konkret regulierten institutionellen Anleger und Vermögensverwalter	292
IV. Informationsfluss innerhalb der Investmentkette	294
V. Zwischenergebnis	295
<i>B. Hinreichender Marktdruck auf institutionelle Anleger und Vermögensverwalter</i>	<i>295</i>
I. Voraussetzungen marktlicher Sanktionsmechanismen	296
1. Entscheidungserheblichkeit von Nachhaltigkeitsinformationen für wesentliche Stakeholder	296
2. Verwertbarkeit der Information	297
3. Tatsächlicher Befolgungzwang	300
4. Effektive Bekämpfung von Greenwashing	301
II. Regulatory Backlash	302
III. Gesellschaftsrechtliche Alternativen	303
1. Mitbestimmungsrechte für Stakeholder?	304

Inhalt

2. Weitergehende Klagerechte für Stakeholder?	304
3. Nachhaltigkeitsamt durch CSDD-RL-E?	305
Ergebnisse in Thesenform	307
<i>Zur Forschungsfrage: Befugnis zu Sustainable Finance?</i>	307
<i>Zur Forschungsfrage: Pflicht zu Sustainable Finance?</i>	310
<i>Zur Forschungsfrage: Wirksamkeit der Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten?</i>	312
Anhang	315
Abkürzungen	325
Literatur	329
Sachregister	363