

Europäische ESG-Regulierung

Indirekte Verhaltenssteuerung auf Kosten der Anleger?



„Grünes Geld“: ESG-orientierte Kanalisierung der Finanzströme soll zu mehr „Nachhaltigkeit“ im ökologischen und sozialen Sinne führen.

Um ubiquitäre Nachhaltigkeitsziele im Sinne der ESG (Environment, Social, Governance)-Doktrin umzusetzen, verfolgen der europäische und die nationalen Gesetzgeber vorwiegend eine Strategie indirekter Verhaltenssteuerung. Die realwirtschaftlichen Unternehmen sollen durch eine ESG-orientierte Kanalisierung der Finanzströme zu mehr „Nachhaltigkeit“ im ökologischen und sozialen Sinne angehalten werden. Zu diesem Zweck erfahren die Wirtschaftskreisläufe eine Art Rundumregulierung, die im Kern darauf abzielt, das Kapital von seinen Ursprüngen bei den Privathaushalten über die Zwischenstufe der Finanzintermediäre, insbesondere der Investmentfonds, denjenigen emittierenden Unternehmen zuzuleiten, die am „nachhaltigsten“ wirtschaften.

Nach dem Europäischen „Aktionsplan Sustainable Finance“ und nach den hieraus bis jetzt hervorgegangenen Regelwerken sind praktisch alle an der kapitalmarktlichen Unternehmensfinanzierung beteiligten Entscheidungsträger Adressaten eines ausgeklügelten und ungemein aufwendigen „Nudging“-Anreizsystems. Ob sich dieses Konzept bewähren kann, ist derzeit Gegenstand reger Auseinandersetzung in den Rechts- und Wirtschaftswissenschaften. Schwierigkeiten bereiten allein schon diverse technisch-handwerkliche Mängel in erstaunlicher Vielzahl, die vor systemtragenden Kernelementen nicht haltmachen. Dazu gehören etwa das Hantieren mit unscharfen und substanzarmen Zentralbegriffen, anhand derer zu prüfen sein soll, ob das Qualitätssiegel „ESG“ auf ein Unternehmen zutrifft oder nicht („Wirtschaftstätigkeit“, Art. 8 Taxonomie-VO), oder die kaum durchdachte, jedenfalls aber sachwidrige Verortung genuin aufsichtsrechtlicher Regelungen des Investmentrechts im Aktienrecht mit der Folge,

dass gerade die einflussreichsten institutionellen Investoren mit Sitz außerhalb der Europäischen Union vom Gesamtreglement nicht erfasst sind.

Unabhängig davon geben die bisherigen Erfahrungen in der Kapitalmarktpraxis Anlass für Zweifel am Kern des Konzepts. Während die Europäische Kommission ausweislich ihres Aktionsplans davon ausgeht, dass nachhaltige Kapitalanlagen zugleich mit Renditevorteilen einhergehen, spricht die Empirie eine andere Sprache. Zwar hat sich die ökonomische Forschung hierzu noch nicht abschließend positioniert. Allerdings lässt sich jedenfalls anekdotisch beobachten, dass ESG-affine Titel im Vergleich mit „braunen“ Kapitalanlagen keinesfalls stets mit Überrenditen einhergehen: Im bisherigen Jahresverlauf erfreuen sich gerade Rüstungsaktien als prototypische „braune“ Kapitalanlagen – u. a. aufgrund des Ukraine-Krieges – einer denkbar positiven Entwicklung (FAZ v. 31.5.2022, S. 23). Warum sich dies auf lange Frist grundsätzlich ändern sollte, ist leider nicht ersichtlich. Währenddessen lässt sich umgekehrt beobachten, dass institutionelle Investoren eine vorrangig „grüne“ bzw. ESG-konforme Kapitalbewirtschaftung in ihren Portfoliogesellschaften jedenfalls dann nicht goutieren, wenn sie hierdurch ihre Renditeinteressen gefährdet sehen. Auch Verbraucherschützer weisen zunehmend auf die finanziellen Risiken hin, die sich mit der Bewerbung „grüner“ Kapitalanlagen gerade für Kleinanleger verbinden können.

Die Kommission erkennt diese Widersprüche offenbar selbst – insbesondere, wenn sie in Fortentwicklung des MiFID II-Regimes auch Privatanleger weicher, indirekter Verhaltenssteuerung per „Nachhaltigkeits-Nudge“ aussetzt: So sind Anlageberater künftig verpflichtet, im Beratungs-



Dr. Björn Schneider ist Assistent am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtsvergleichung der JLU Gießen. Er arbeitet u. a. an verschiedenen Forschungsprojekten zur zivilrechtlichen Nachhaltigkeitsregulierung.

gespräch explizit nach den „Nachhaltigkeitspräferenzen“ der Anleger zu fragen. Selbst wenn man unterstellt, dass diese Evaluierung trotz reichlich diffuser Vorstellungen über den Nachhaltigkeitsbegriff gelingt, bleibt jedenfalls festzuhalten, dass es eines solchen „Nudgings“ nicht bedürfte, wenn ESG-affine Anlagen ohnehin – wie verbreitet behauptet – mit Überrenditen einhergingen. Die Kommission will hier verräterischerweise ein wenig „nachhelfen“ und verkennt dabei u. a., dass nachhaltigkeitsaffine Haltungen erfahrungsgemäß oft vorschnell und aus Schamgefühl (für eigentlich finanzielle Präferenzen) zur Schau gestellt werden (sog. Social Desirability Bias). Zwar ist unbestritten, dass Klimaschutz und soziale Wohlfahrt zu den wichtigsten Aufgaben der Gesetzgebung gehören. Die „Sustainable-finance“-Regulierer wären aber ehrlicher, wenn sie den latenten Konflikt zwischen Gemeinwohl- und Renditeinteressen deutlich benennen würden. Anderenfalls sind die „Versuchskaninchen“ von heute womöglich die Opfer von morgen. Die sozialen Nachteile tragen nicht zuletzt jene Anleger davon, die auf den politischen Rat der vergangenen Jahre gehört und ihre Ersparnisse zwecks Altersvorsorge in Kapitalanlagen investiert haben.

Dr. Björn Schneider

IMPRESSUM

Verlag

Deutscher Fachverlag GmbH, Mainzer Landstraße 251, 60326 Frankfurt am Main
Registergericht AG Frankfurt am Main HRB 8501
UStIdNr. DE 114139662

Geschäftsführung: Peter Esser (Sprecher), Sönke Reimers (Sprecher),
Thomas Berner, Markus Gotta

Aufsichtsrat: Andreas Lorch, Catrin Lorch, Dr. Edith Baumann-Lorch, Peter Ruß
Redaktion: Christina Kahlen-Pappas (verantwortlich),
Telefon: 069 7595-1153, E-Mail: christina.kahlen-pappas@dfv.de

Verlagsleitung: RA Torsten Kutschke,
Telefon: 069 7595-1151, E-Mail: torsten.kutschke@dfv.de

Anzeigen: Eva Triantafillidou,
Telefon: 069 7595-2713, E-Mail: Eva.Triantafillidou@dfv.de

Mitherausgeber:

BEITEN BURKHARDT Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Fachbeirat: Gregor Barendregt, Carl Zeiss AG; Andrea Berneis, Kluth Rechtsanwälte; Ralf Brandt, LTS Lohmann Therapie-Systeme AG / Drug Delivery Systems Beteiligungs GmbH; Joern-Ulrich Fink, Central Compliance Germany, Deutsche Bank AG; James H. Freis, Jr., Chief Compliance Officer, Deutsche Börse AG; Otto Geiß, Fraport AG; Mirko Haase, Hilti Corporation; Dr. Katharina Hastenrath, Frankfurt School of Finance & Management; Corina Käsler, Head of Compliance, State Street Bank International GmbH; Olaf Kirchhoff, Schenker AG; Torsten Krumbach, msg Systems AG; Dr. Karsten Leffrang, Getrag; Prof. Dr. Bartosz Makowicz, Europa-Universität Viadrina Frankfurt/Oder; Thomas Muth, Muth-zur-Entwicklung; Stephan Niermann; Dr. Dietmar Prechtel, Osram GmbH; Dr. Alexander von Reden, BSH Hausgeräte GmbH; Hartmut T. Renz, Citi Chief Country Compliance Officer, Managing Director, Citigroup Global Markets Europe AG; Dr. Barbara Roth, Chief Compliance Officer, UniCredit Bank AG; Jörg Siegmund, Getzner Textil AG; Eric S. Soong, Group Head Compliance & Corporate Security, Schaeffler Technologies AG & Co. KG; Elena Späth, AXA Assistance Deutschland GmbH; Dr. Martin Walter, selbstständiger Autor, Berater und Referent für Compliance-Themen; Heiko Wendel, Rolls-Royce Power Systems AG; Dietmar Will, Audi AG.

Jahresabonnement: kostenlos

Erscheinungsweise: monatlich (10 Ausgaben pro Jahr)

Layout: Uta Struhalla-Kautz, SK-Grafik, www.sk-grafik.de

Jede Verwertung innerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Keine Haftung für unverlangt eingesandte Manuskripte. Mit der Annahme zur Alleinveröffentlichung erwirbt der Verlag alle Rechte, einschließlich der Befugnis zur Einspeicherung in eine Datenbank.

© 2022 Deutscher Fachverlag GmbH, Frankfurt am Main