

## **46. Frankfurter Newsletter zum Recht der Europäischen Union**

(01.12.2021)

*Prof. Dr. Christoph Brömmelmeyer*

### **Nachhaltige Finanzmärkte zwischen Koalitionsvertrag, CSRD- Entwurf und Solvency II Review**

#### **I. Einführung**

Der Koalitionsvertrag zwischen SPD, Bündnis 90 / Die Grünen und FDP (Mehr Fortschritt wagen – Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit) vom 24.11.2021 thematisiert unter der Überschrift „Sustainable Finance“ auch die Nachhaltigkeit der Finanzmärkte.<sup>1</sup> Dort heißt es auszugsweise: „Wir wollen Deutschland zum führenden Standort nachhaltiger Finanzierung machen und uns dabei am Leitbild der Finanzstabilität orientieren. Angemessene Rahmenbedingungen für nachhaltige Finanzprodukte unterstützen wir. Nicht-risikogerechte Eigenkapitalregeln lehnen wir ab. [...]. Wir setzen uns dafür ein, dass auf europäischer Ebene ein einheitlicher Transparenzstandard für Nachhaltigkeitsinformationen für Unternehmen gesetzt wird. Ökologische und ggf. soziale Werte wollen wir im Dialog mit der Wirtschaft in bestehende Rechnungslegungsstandards integrieren, beginnend mit Treibhausgasemissionen. Wir unterstützen deshalb das Vorhaben der Europäischen

---

<sup>1</sup> Koalitionsvertrag, im Internet u.a. verfügbar unter [spd.de](https://www.spd.de), S. 169 f.

Kommission, eine *Corporate Sustainability Reporting Directive* zu entwickeln.“ Damit knüpft die Koalition teils ex-, teils implizit an aktuelle Richtlinienvorschläge auf EU-Ebene an, die hier kurz vorgestellt werden sollen.

## II. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

Bereits am 21.4.2021 hat die EU-Kommission eine Richtlinie zur Nachhaltigkeits-Berichterstattung (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*)<sup>2</sup> vorgeschlagen, die u.a. die Rechnungslegungsrichtlinie ändern und die bisherige „nichtfinanzielle Erklärung“ durch eine umfassende Nachhaltigkeitsberichterstattung ersetzen will. Berichtspflichten über Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (*Governance*) sind allerdings nicht neu: In Art.19a Abs. 1 der Rechnungslegungsrichtlinie heißt seit Inkrafttreten der CSR-Richtlinie<sup>3</sup> (2014), dass „große Unternehmen, die Unternehmen von öffentlichem Interesse sind und an den Bilanzstichtagen das Kriterium erfüllen, im Durchschnitt des Geschäftsjahres mehr als 500 Mitarbeiter zu beschäftigen“, eine nichtfinanzielle Erklärung in ihren Lagebericht aufnehmen müssen, „die diejenigen Angaben enthält, die für das Verständnis des Geschäftsverlaufs, des Geschäftsergebnisses, der Lage des Unternehmens sowie der Auswirkungen seiner Tätigkeit erforderlich sind und sich mindestens auf Umwelt-, Sozial-, und Arbeitnehmerbelange, auf die Achtung der Menschenrechte und auf die Bekämpfung von Korruption und Bestechung beziehen“. Diese Berichtspflicht soll im Interesse von Kapitalanlegern und Marktbeobachtern (u.a.: NGOs und Sozialpartner), „die Unternehmen im Hinblick auf ihre Auswirkungen auf Mensch und Umwelt stärker in die Verantwortung nehmen wollen“,<sup>4</sup> ausgebaut und (ab dem 1.1.2026) auf börsennotierte KMU ausgedehnt werden.

---

<sup>2</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2013/34/EU, 2004/109/EG und 2006/43/EG und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, 21.04.2021, COM (2021) 189 final, 2021/0104 (COD).

<sup>3</sup> Siehe: Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, Abl. Nr. L 330 v. 15.11.2014, S. 1; sog. „Non-Financial Reporting Directive“ (NFRD).

<sup>4</sup> EG 8 CSRD-Entwurf.

## 1. Nachhaltigkeitsfaktoren

Der CSRD-Entwurf versteht Nachhaltigkeit i.S. der ESG-Kriterien, berücksichtigt also Umwelt-, Sozial- und *Governance*-Faktoren. Die Kommission soll diese Faktoren anschließend in Form delegierter Rechtsakte präzisieren.

### a) Umweltfaktoren

Die Umweltfaktoren übernimmt der Entwurf aus der Taxonomie-Verordnung<sup>5</sup>, die ein einheitliches, d.h. auf dem gesamten Binnenmarkt gültiges Klassifikationssystem für *ökologisch* nachhaltige Investitionen einführen und ein *Greenwashing* von Finanzprodukten verhindern soll.<sup>6</sup> Taxonomie-Verordnung und CSRD-Entwurf kennen sechs Umweltziele: Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme. Unter Klimaschutz versteht das EU-Recht „die Vorgehensweise, den Anstieg der durchschnittlichen Erdtemperatur deutlich unter 2°C zu halten und Anstrengungen zu seiner Begrenzung auf 1,5°C über dem vorindustriellen Niveau zu unternehmen wie im [Klimaschutz-]Übereinkommen von Paris festgelegt“.<sup>7</sup> Unter *Kreislaufwirtschaft* ist ein Wirtschaftssystem zu verstehen, „bei dem der Wert von Produkten, Materialien und anderen Ressourcen in der Wirtschaft so lange wie möglich erhalten bleibt und ihre effiziente Nutzung in Produktion und Verbrauch verbessert wird, wodurch die Auswirkungen ihrer Nutzung auf die Umwelt reduziert und das Abfallaufkommen sowie die Freisetzung gefährlicher Stoffe in allen Phasen ihres Lebenszyklus minimiert werden, auch durch Anwendung der Abfallhierarchie.“<sup>8</sup> *Biodiversität* bezeichnet im Kern „die Vielfalt unter lebenden Organismen jeder Herkunft, darunter Land-, Meeres- und sonstige aquatische Ökosysteme“.<sup>9</sup>

### b) Sozialfaktoren

---

<sup>5</sup> Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.6.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, Abl. Nr. L 198 vom 22.6.2020, S. 13.

<sup>6</sup> Siehe EG 11 der Taxonomie-Verordnung.

<sup>7</sup> Art. 2 Nr. 5 Taxonomie-Verordnung.

<sup>8</sup> Art. 2 Nr. 9 Taxonomie-Verordnung. Die Abfallhierarchie legt Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie 2004/98/EG fest: 1. Vermeidung, 2. Vorbereitung zur Wiederverwendung, 3. Recycling, 4. sonstige Verwertung, z.B. energetische Verwertung, und 5. Beseitigung.

<sup>9</sup> Art. 2 Nr. 15 Taxonomie-Verordnung.

Die im CSRD-Entwurf aufgeführten Sozialfaktoren überschneiden sich mit den *Minimum Social Safeguards* der Taxonomie-Verordnung (s. Artt. 3 c), 18) und den sozialen Nachhaltigkeitsfaktoren der sog. Transparenzverordnung.<sup>10</sup> Es geht um Chancengleichheit für alle, einschließlich Geschlechtergerechtigkeit und Lohngleichheit, Ausbildung und Kompetenzentwicklung sowie Beschäftigung und Inklusion von Menschen mit Behinderung.<sup>11</sup> Hinzukommen die Arbeitsbedingungen, einschließlich sicherer und anpassungsfähiger Beschäftigung, Löhne, sozialer Dialog, Tarifverhandlungen und Einbeziehung der Arbeitnehmer, Vereinbarkeit von Beruf und Privatleben, sowie ein gesundes sicheres und geeignetes Arbeitsumfeld.<sup>12</sup> Davon abgesehen ist zu informieren über die Achtung der Menschenrechte, Grundfreiheiten, demokratischen Grundsätze und Standards, die u.a. in der Internationalen Charta der Menschenrechte festgelegt sind.<sup>13</sup> In ihre Informationen über die (Miss-)Achtung der Menschenrechte sollen Unternehmen ggf. auch Angaben über Zwangsarbeit in ihren Wertschöpfungsketten aufnehmen.<sup>14</sup>

### c) **Governance-Faktoren**

Der CSRD-Entwurf legt auch *Governance*-Faktoren fest, die in der Taxonomie-Verordnung nicht und in der Transparenzverordnung<sup>15</sup> nur rudimentär geregelt sind. Dazu gehören zunächst die Rolle der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane des Unternehmens, auch in Bezug auf Nachhaltigkeitsaspekte, und deren Zusammensetzung.<sup>16</sup> Hinzukommen Unternehmensethik und -kultur einschließlich der Bekämpfung von Korruption und Bestechung.<sup>17</sup> Das Unternehmen soll außerdem informieren über sein politisches Engagement, einschließlich seiner Lobbytätigkeiten, über die Verwaltung und Qualität der Beziehungen zu Geschäftspartnern, einschließlich Zahlungspraktiken, und über die internen Kontroll- und Risikomanagementsysteme auch im Zusammenhang mit dem

---

<sup>10</sup> Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, Abl. Nr. L 317 v. 9.12.2019, S. 1 (insb.: Art. 2 Nr. 17 und Nr. 24).

<sup>11</sup> Art. 19b Abs. 2 b) i) CSRD-Entwurf.

<sup>12</sup> Art. 19b Abs. 2 b) ii) CSRD-Entwurf.

<sup>13</sup> Art. 19b Abs. 2 b) iii) CSRD-Entwurf.

<sup>14</sup> EG 43 CSRD-Entwurf.

<sup>15</sup> Siehe Art. 2 Nr. 17 Transparenzverordnung: Nachhaltige Investition nur, wenn „die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden, insb. bei soliden Managementstrukturen, den Beziehungen zu den Arbeitnehmern, der Vergütung von Mitarbeitern sowie der Einhaltung der Steuervorschriften.“

<sup>16</sup> Art. 19b Abs. 2 c) i) CSRD-Entwurf.

<sup>17</sup> Art. 19b Abs. 2 c) ii) CSRD-Entwurf.

Rechnungslegungsprozess.<sup>18</sup> Damit überschneidet sich die Nachhaltigkeit der Unternehmensführung mit der Funktionsfähigkeit der *Compliance-Systeme*, erstreckt sich aber auch auf allgemeine Fragen der *Corporate Governance* und auf die (problematische)<sup>19</sup> Zahlungsmoral, über die Unternehmen künftig auch zu berichten haben.

## 2. Bewertung

Die Einführung einheitlicher Berichterstattungsstandards ist grundsätzlich zu befürworten, weil ein effizienter Binnenmarkt für nachhaltige Finanzprodukte ohne standardisierte Berichterstattung gar nicht denkbar ist: Ein Finanzmarktteilnehmer kann nur (wie in der Transparenzverordnung vorgesehen) über die Nachhaltigkeit eines von ihm vertriebenen Finanzprodukts informieren, wenn er selbst Zugang zu diesen Informationen hat. Hinzu kommt, dass auch andere Marktbeobachter ohne standardisierte Berichte nicht imstande wären, die Nachhaltigkeit der Unternehmen *im Vergleich* zu bewerten und ggf. auch zu kritisieren.

## III. Solvency II - Review

Das Thema Nachhaltigkeit beeinflusst auch die aktuelle Diskussion über die Solvency II - Reform. „Solvency II“ steht für die Richtlinie 2009/138/EG<sup>20</sup>, die vereinfacht gesagt die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für Erst- und Rückversicherer in der Europäischen Union festlegt. Das Regelwerk ist komplex und umfangreich – und enthält u.a. Regelungen zur Berechnung der (Mindest-)Kapitalanforderungen (Art. 100 ff.) und zur Kapitalanlage (Art. 132 ff.). Die Einhaltung ist im Interesse der Versicherungsnehmer staatlich zu beaufsichtigen: Ein Kunde, der heute eine (kapitalbildende) Lebensversicherung mit einer Laufzeit von 25 Jahren abschließt und über Jahre und Jahrzehnte monatliche Beiträge zahlt, soll sich darauf verlassen können, dass das Lebensversicherungsunternehmen (LVU) später, im Todes- oder Erlebensfall, auch wirklich imstande ist, die versprochene Leistung zu bewirken. Dafür muss

---

<sup>18</sup> Art. 19b Abs. 2 c) iii) bis v) CSRD-Entwurf.

<sup>19</sup> EG 44 CSRD

<sup>20</sup> Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.11.2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), Abl. Nr. L 335 v. 17.12.2009, S. 1.

das LVU adäquate (Deckungs-)Rückstellungen bilden und sie mit möglichst sicheren Eigenmitteln hinterlegen.

Die EU-Kommission schlägt nunmehr eine Änderung der Solvency II - Richtlinie vor, die die Kapitalanlage der Versicherungsunternehmen politisch aktivieren und in den Dienst der Kapitalmarktunion, der (Re-)Kapitalisierung der Realwirtschaft und der Finanzierung des *Green Deal* stellen will.<sup>21</sup> In den Erwägungsgründen heißt es dazu u.a., die COVID-19 Pandemie habe enorme Schäden verursacht, sodass die EU-Wirtschaft eine nachhaltige, inklusive und faire Erholung brauche;<sup>22</sup> es gelte u.a., den *Green Deal* zu verwirklichen. Der Erst- und Rück-Versicherungssektor könne u.a. private Finanzierungsquellen bereitstellen und so zur Verwirklichung dieser Prioritäten beitragen.<sup>23</sup>

Das Kernproblem einer gesellschaftspolitischen Indienstnahme der Kapitalanlage betrifft den damit verbundenen *Trade-off*, den die Kommission in ihrer Folgenabschätzung<sup>24</sup> auch klar benennt: Bevorzugt der Europäische Gesetzgeber grüne Kapitalanlagen bei der Kalibrierung der Kapitalanforderungen, bewertet er sie also als besonders sicher, so entstehen zwar Investitionsanreize, die zur Dekarbonisierung der Wirtschaft und zu der mit dem *Green Deal* angestrebten Klimaneutralität beitragen können. Problematisch ist jedoch, dass grüne Kapitalanlagen gar nicht sicherer sind als andere; so gesehen setzte eine Bevorzugung Fehlanreize, die die Finanzstabilität und damit auch die langfristige Finanzierbarkeit garantierter Leistungen gefährdeten: unverhältnismäßige Kapitalanlagerisiken gehen mit erhöhten Insolvenzgefahren einher, so dass das erklärte „Hauptziel der Beaufsichtigung“<sup>25</sup>, nämlich der (langfristige) Schutz der Versicherungsnehmer nicht mehr gewährleistet wird.

---

<sup>21</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2009/138/EG im Hinblick auf die Verhältnismäßigkeit, die Aufsichtsqualität, die Berichterstattung, langfristige Garantien, makroprudenzielle Instrumente, Nachhaltigkeitsrisiken, die Gruppenaufsicht und die grenzüberschreitende Aufsicht, 22.9.2021, COM (2021) 581 final, 2021/0295 (COD).

<sup>22</sup> EG 2 (Entwurf).

<sup>23</sup> EG, a.a.O.

<sup>24</sup> Impact Assessment Report, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/138/EC as regards proportionality, quality of supervision, reporting, long-term guarantee measures, macro-prudential tools, sustainability risks, group and cross-border supervision, and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of insurance and reinsurance undertakings [...], 22.9.2021, SWD(2021) 260 final, PART 1/4.

<sup>25</sup> Art. 38 Solvency II - Richtlinie.

Die EU-Kommission hat sich vor diesem Hintergrund gegen einen *Discount* für grüne Kapitalanlagen entschieden: Ein Privileg für ökologisch nachhaltige Kapitalanlagen wird es bei der Berechnung der (Mindest-)Kapitalanforderungen also voraussichtlich nicht geben. Dagegen steht die Bevorzugung langfristiger, im Idealfall grüner Investitionen in *Private Equity* trotz der volatilen Kapitalanlagen inhärenten Risiken weiterhin auf der Tagesordnung; ob Versicherungsunternehmen auf dieser Basis allerdings, wie die Kommission hofft, langfristig „grün“ investieren, bleibt ihnen selbst überlassen.

#### IV. Bewertung

Die Botschaft des Koalitionsvertrags ist eindeutig: Trotz „Priorität des Klimaschutzes“<sup>26</sup> steht die Finanz- bzw. Finanzmarktstabilität nicht zur Disposition. Dass sich der Koalitionsvertrag gegen nicht-risikogerechte Eigenkapitalanforderungen ausspricht, ist zu begrüßen: Ökologische und soziale Nachhaltigkeit sollte man nicht gegeneinander ausspielen und die nachhaltige Finanzierung privater (Alters-)Vorsorge nicht zugunsten der Finanzierung des Klimaschutzes aufs Spiel setzen. Ebenso zu begrüßen ist bei aller Kritik im Detail<sup>27</sup>, dass die Koalition einheitliche Berichterstattungspflichten i.S. der CSRD unterstützt. Bei der in der EU umstrittenen Behandlung von Gas und Kernenergie als (vermeintlich) grüne Beiträge zum Klimaschutz, konnten sich die Koalitionsparteien offenbar nicht auf eine gemeinsame Position verständigen. Dazu findet sich nichts.

**Frankfurter Institut für das Recht der Europäischen Union**

[fireu@euroap-uni.de](mailto:fireu@euroap-uni.de)

<http://www.fireu.de>

---

<sup>26</sup> Koalitionsvertrag, a.a.O., S. 5.

<sup>27</sup> Teils kritisch zum CSRD-Entwurf u.a.: *Stawinoga/Velte*, DStR 2021, 2364.