

## Die künftige EU-Strategie zur nachhaltigen Finanzierung Fragwürdige Maßnahmen am regulatorischen Horizont

Philipp Eckhardt und Anne-Carine Pierrat



© shutterstock

In einer Konsultation über eine neue Strategie zur nachhaltigen Finanzierung präsentierte die EU-Kommission mehrere Ideen, um Kapitalströme in Richtung einer nachhaltigeren Wirtschaft zu lenken, Nachhaltigkeitserwägungen in das Risikomanagement zu integrieren und die Orientierung der Finanzmarktakteure an langfristigen Erwägungen zu fördern. Einige der Ideen sollen in die Strategie einfließen. Die Kommission will sie bis Ende 2020 vorlegen. Dieser **ceplnput** bewertet die Ideen, die voraussichtlich in die Strategie einfließen werden:

- ▶ Die Festlegung verbindlicher EU-weiter Definitionen für nachhaltige Aktivitäten, Nachhaltigkeitslabel und -standards ist verfehlt. Es kann und sollte nicht nur eine Sichtweise auf Nachhaltigkeit geben.
- ▶ Die Verankerung der Nachhaltigkeit auf den Finanzmärkten birgt die Gefahr, den bestehenden risikobasierten Ansatz der Finanzmarktregulierung und -aufsicht zu untergraben. Das gefährdet die Finanzmarktstabilität.
- ▶ Detaillierte Maßnahmen, wie Unternehmen die Nachhaltigkeit berücksichtigen sollten, sind unnötig. Sie laufen Gefahr, ineffizient zu sein. Sie können den Interessen von Eigentümern, Kunden und anderen Interessengruppen zuwiderlaufen.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einführung</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Lenkung von Kapital hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft</b> .....	<b>3</b>
2.1	EU-Taxonomie für nachhaltige Investitionen.....	3
2.2	EU-Standard für grüne Anleihen .....	4
2.3	Prospekt für grüne Anleihen .....	5
2.4	Weitere Standards und Labels für nachhaltige Finanzprodukte .....	6
2.5	Anreize für nachhaltige Investitionen.....	7
<b>3</b>	<b>Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement</b> .....	<b>8</b>
3.1	Banken .....	8
3.2	Versicherungen .....	9
3.3	Vermögensverwalter .....	9
3.4	Anbieter von Rentenleistungen .....	10
3.5	Kreditratingagenturen .....	11
3.6	Daten zu klimabedingten Verlusten und physischen Risiken .....	11
<b>4</b>	<b>Förderung von Transparenz und Langfristigkeit</b> .....	<b>12</b>
4.1	Unternehmensberichterstattung und Transparenz .....	12
4.2	Langfristigkeit.....	13
4.3	Variable Vergütung.....	13
4.4	Nachhaltige Unternehmensentscheidungen .....	14
4.5	Nachhaltigkeitsüberlegungen in der Finanzberatung .....	15

## 1 Einführung

Die im Dezember 2019 von der EU-Kommission vorgelegte Mitteilung zum europäischen Green Deal<sup>1</sup> enthält einen Fahrplan mit den zentralen politischen Schritten zu einer nachhaltigen Ausrichtung der Wirtschaft der EU. Als Teil des Green Deals will die Kommission bis Ende 2020 eine neue Strategie zur nachhaltigen Finanzierung vorlegen<sup>2</sup>. Sie soll auf dem Aktionsplan zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums aus dem Jahr 2018 aufbauen<sup>3</sup>. Dieser Aktionsplan enthielt zahlreiche, in drei Ziele unterteilte, legislative und nicht-legislative Maßnahmen:

- (1) Lenkung von Kapital hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft,
- (2) Berücksichtigung der Nachhaltigkeit im Risikomanagement,
- (3) Förderung von Transparenz und Langfristigkeit.

Im Zuge der Ausarbeitung der neuen Strategie zur nachhaltigen Finanzierung holte die Kommission in einer [Konsultation](#) die Ansichten und Meinungen von Interessenträgern ein. Die Konsultation lief bis Mitte Juli 2020. Sie zeigt die Maßnahmen auf, die im Bereich der nachhaltigen Finanzierung bereits verabschiedet oder umgesetzt wurden, und liefert mehrere Ideen für weitere Initiativen, die die Kommission für die Zukunft ins Auge fasst.

Dieser cepInput stellt den Status quo sowie die zentralen Maßnahmen vor, die die Kommission in ihrer Konsultation zur Lenkung von Kapital hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft (Kapitel 2), zur Berücksichtigung der Nachhaltigkeit im Risikomanagement (Kapitel 3) und zur Förderung von Transparenz und Langfristigkeit (Kapitel 4) in Betracht zieht. Er enthält zudem eine Bewertung der geplanten Schritte.

## 2 Lenkung von Kapital hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft

Laut Schätzungen der EU-Kommission sind zusätzliche Investitionen in Höhe von etwa 260 Mrd. Euro erforderlich, um die Klima- und Energieziele für 2030 zu erreichen<sup>4</sup>. Eine Reihe von Maßnahmen der neuen Strategie zur nachhaltigen Finanzierung zielen darauf ab, diese Investitionslücke zu schließen.

### 2.1 EU-Taxonomie für nachhaltige Investitionen

#### Was die EU bereits getan hat

- Am 12. Juli 2020 ist die EU-Taxonomie [[Verordnung](#) (EU) 2020/852, s. [cepAdhoc](#)] in Kraft getreten. Die Verordnung legt ein EU-Klassifikationssystem für nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten fest.
- Im März 2020 veröffentlichte die Technische Expertengruppe (TEG) zur nachhaltigen Finanzierung einen [Bericht](#) über die Taxonomie. Er enthält u.a. technische Evaluierungskriterien für wirtschaftliche Tätigkeiten, die wesentlich zur Minderung des Klimawandels oder zur Anpassung an den Klimawandel beitragen – den beiden ersten Umweltzielen der Taxonomie.
- Die Kommission erarbeitet derzeit einen delegierten Rechtsakt, der die technischen Evaluierungskriterien zur Minderung des Klimawandels oder zur Anpassung an den Klimawandel definieren soll.

---

<sup>1</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, COM(2019) 640, Der Europäische Grüne Deal, 11.12.2019.

<sup>2</sup> Id.

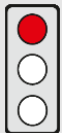
<sup>3</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, COM (2018) 97, Aktionsplan: Finanzierung des nachhaltigen Wachstums, 8.3.2018, siehe [cepAnalyse](#).

<sup>4</sup> Der Europäische Grüne Deal, S. 15.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, die Taxonomie zu einem Eckpfeiler der neuen Strategie zur nachhaltigen Finanzierung zu machen. Sie will die Taxonomie anwenden im Hinblick auf die Ausgaben des öffentlichen Sektors sowohl auf Ebene der Mitgliedstaaten als auch auf EU-Ebene sowie im öffentlichen Beschaffungswesen und für Entwicklungsbanken.
- Die Kommission erwägt die Entwicklung einer "braunen" Taxonomie, d.h. einer Klassifikation der wirtschaftlichen Aktivitäten mit negativen Umweltauswirkungen, sowie einer "neutralen" Taxonomie, die wirtschaftliche Aktivitäten abdeckt, die weder als "grün" noch als "braun" gelten.

### Bewertung



- ▶ In den Mitgliedstaaten gibt es angesichts unterschiedlicher Präferenzen kein gemeinsames Verständnis von Nachhaltigkeit. Daher werden die technischen Evaluierungskriterien auch sehr umstritten sein.
- ▶ Die einschlägigen EU- und nationalen Vorschriften können teils auch von nicht-nachhaltigen Aktivitäten eingehalten werden. Daher ist die zwingende Verknüpfung der Taxonomie mit dem öffentlichen Beschaffungswesen genauso abzulehnen wie die Entwicklung einer braunen oder neutralen Taxonomie.
- ▶ Die Verknüpfung des öffentlichen Beschaffungswesens mit der Taxonomie erhöht die Kosten des öffentlichen Beschaffungswesens unnötig.
- ▶ Bei allen Aktivitäten, die dem Emissionshandelssystem unterliegen, senkt die Beschränkung des öffentlichen Beschaffungswesens auf nachhaltige Aktivitäten mit sehr geringen CO<sub>2</sub>-Emissionen den Wettbewerb (und damit die Preise), ohne dass sich an der Menge des emittierten CO<sub>2</sub> etwas ändert.

## 2.2 EU-Standard für grüne Anleihen

### Was die EU bereits getan hat

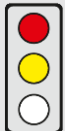
- Im Juni 2019 veröffentlichte die Technische Expertengruppe (TEG) zur nachhaltigen Finanzierung einen [Bericht](#) über einen EU-Standard für grüne Anleihen (EU-GBS). In dem Bericht empfahl sie, einen freiwilligen EU-GBS zu schaffen. Dieser soll Anforderungen enthalten (1) an Emittenten zur Bereitstellung eines Rahmens für grüne Anleihen („Green Bond-Framework“) mit Informationen über die Anleihe, (2) zur Anpassung grüner Projekte an die Taxonomie (siehe oben), (3) zur Berichterstattung und (4) zur Überprüfung durch akkreditierte Verifizierungsstellen.
- Im März 2020 veröffentlichte die TEG einen [Leitfaden zur Benutzerfreundlichkeit](#) des EU-GBS.
- Im Juni 2020 startete die Kommission eine [Konsultation](#) zur Etablierung des EU-GBS. Sie läuft bis Oktober 2020.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, Emittenten von grünen Anleihen, die sich am EU-GBS orientieren, zu verpflichten
  - alle Erlöse aus den Anleihen für grüne Aktivitäten gemäß der Taxonomie zu nutzen, oder in Übereinstimmung mit den Grundzügen der Taxonomie, sofern die technischen Evaluierungskriterien noch nicht final ausgearbeitet oder nicht direkt anwendbar sind; die Grundzüge sind: ein substantieller

- Beitrag zu einem der sechs Umweltziele, keine wesentliche Beeinträchtigung eines dieser Ziele und die Einhaltung von Mindestschutzmaßnahmen für Mitarbeiter;
- vor der Emission einer grünen Anleihe ein Rahmenwerk für grüne Anleihen, einen jährlichen Zuteilungsbericht und einen Bericht über die Umweltauswirkungen zu veröffentlichen;
  - den akkreditierten und beaufsichtigten externen Verifizierungsstellen das Rahmenwerk der grünen Anleihe und die Zuteilungsberichte zur Genehmigung vorzulegen.
- Die Kommission erwägt ferner
    - öffentliche Emittenten, insbesondere die Mitgliedstaaten, zu zwingen, bei der Emission von grünen Anleihen vom EU-GBS Gebrauch zu machen;
    - Besitzstandsregelungen bezüglich der Definition grüner Projekte oder Vermögenswerte zu etablieren, da die technischen Evaluierungskriterien der Taxonomie vermutlich regelmäßig aktualisiert werden müssen;
    - Anreize für die Nutzung des EU-GBS zu schaffen, etwa durch öffentliche Garantiesysteme oder geringere aufsichtsrechtliche Anforderungen für Anleger und Emittenten;
    - einen Rahmen für soziale Anleihen zu etablieren, entweder in Form eines EU-Standards für soziale Anleihen, eines Nachhaltigkeitsstandards für Anleihen (mit ökologischen und sozialen Zielen) oder in Form eines unverbindlichen Leitfadens.

## Bewertung



- ▶ Anleger dürften ein Interesse an einem intensiven Wettbewerb zwischen verschiedenen Standards für grüne Anleihen haben. Ein EU-GBS muss daher freiwillig bleiben. Die Verknüpfung des EU-GBS mit der Taxonomie erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass der EU-GBS nicht freiwillig bleiben wird, da die Taxonomie zu einem verbindlichen Standard für alle nachhaltigen Aktivitäten werden könnte.
- ▶ Anleger und Emittenten sollten nicht gedrängt werden, den EU-GBS nutzen zu müssen. Wenn sie der Meinung sind, dass der EU-GBS Vorteile gegenüber anderen Standards hat, wird er sich auch so durchsetzen. Wenn nicht, setzen sich andere Standards durch.
- ▶ Die EU sollte von Anreizmaßnahmen wie Garantiesystemen zur Förderung des EU-GBS absehen. Solche Maßnahmen würden zu einer Situation führen, in der Steuerzahler letztlich Risiken übernehmen, die von privaten Anlegern getragen werden sollten. Darüber hinaus würden sie es für Anleger attraktiver machen, in grüne Anleihen nach dem EU-Standard zu investieren. Andere grüne Anleihen und auch andere Finanzprodukte hätten das Nachsehen. Dies würde den Wettbewerb verzerren und zu einer Fehlallokation von Kapital führen, die auch Risiken für die Finanzmarktstabilität bergen kann.

## 2.3 Prospekt für grüne Anleihen

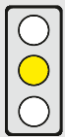
### Was die EU bereits getan hat

Die Prospektverordnung [[Verordnung \(EU\) 2017/1129](#), siehe [cepAnalyse](#)] legt harmonisierte Regeln für Prospekte fest, die von Unternehmen zu veröffentlichen sind, die Wertpapiere öffentlich anbieten oder zum Handel auf geregelten Märkten zulassen. Nach der Verordnung müssen Emittenten einen Prospekt veröffentlichen, wenn sie Kapital von mehr als 8 Mio. Euro aufnehmen wollen.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, von allen Emittenten grüner Anleihen, die einen Prospekt veröffentlichen müssen, die Offenlegung spezifischer Informationen über die Anleihen im Prospekt zu verlangen.
- Die Kommission erwägt, von Emittenten von EU-GBS-Anleihen zu verlangen, nur einen Link zum EU-GBS in den Prospekt aufzunehmen, statt Informationen über die EU-GBS direkt im Prospekt offenlegen zu müssen.

### Bewertung



- ▶ Die Prospektverordnung verringert Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Anlegern. Das stärkt die Markteffizienz und das Vertrauen der Anleger als weniger informierte Partei. Die Aufnahme spezifischer Informationen über die Merkmale von grünen Anleihen in den Prospekt führt jedoch die höheren Emissionskosten und kann die Haftungsrisiken für Emittenten steigern.
- ▶ Prospektpflichten sollten marktneutral sein: Grüne Anleihen nach dem EU-GBS sollten nicht bevorzugt behandelt werden. Wird ein Link zum EU-GBS daher als ausreichend erachtet, sollte ein solcher Link auch bei grünen Anleihen, die auf einem anderen Standard für grüne Anleihen beruhen, ausreichen.

## 2.4 Weitere Standards und Labels für nachhaltige Finanzprodukte

### Was die EU bereits getan hat

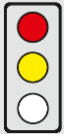
- Die Offenlegungsverordnung [[Verordnung](#) (EU) 2019/2088, s. [cepAdhoc](#)] sieht Offenlegungspflichten für auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Anlageprodukte vor.
- Die Verordnung über Klima-Referenzwerte [[Verordnung](#) (EU) 2019/2089] definiert zwei Arten von EU-Klima-Referenzwerten: „EU-Referenzwert für den klimabedingten Wandel“ und „Paris-abgestimmter EU-Referenzwert“. Die Verordnung verpflichtet die Kommission, bis Ende 2022 zu prüfen, ob ein breit gefasster „ESG-Referenzwert“ eingeführt werden sollte.
- Die Kommission entwickelt derzeit ein EU-Umweltzeichen für Finanzprodukte auf der Grundlage der Anforderungen der EU-Umweltzeichenverordnung [[Verordnung](#) (EU) 66/2010].
- Im Januar 2018 empfahl die hochrangige Expertengruppe zur nachhaltigen Finanzierung in ihrem [Bericht](#) zur Finanzierung einer nachhaltigen europäischen Wirtschaft, Mindeststandards für auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Investmentfonds für Privatanleger – d.h. Umwelt-, Sozial- und Governance-Fonds (ESG-Fonds) oder Fonds für sozial verantwortliche Investitionen (SRI-Fonds) – festzulegen und ein grünes Label in Anlehnung an das bestehende EU-Umweltzeichens zu entwickeln.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, ESG- und SRI-Fonds für Privatanleger zu standardisieren, entweder durch die Herausgabe von Leitlinien für Mindeststandards, durch deren gesetzliche Verankerung oder durch die Schaffung eines Gütesiegels.
- Die Kommission erwägt die Einführung von Labels für ESG- oder grüne Fonds, die sich an professionelle Anleger richten.

- Die Kommission erwägt die Entwicklung von Standards für nachhaltigkeitsbezogene Anleihen und Kredite. Die Zinshöhe würde dann davon abhängen, in welchem Maße der der Emittent vorher festgelegte Nachhaltigkeitsziele erreicht.
- Die Kommission erwägt die Entwicklung eines Standards oder Labels für nachhaltige Hypotheken und Kredite.

### Bewertung



- ▶ Es gibt keinen überzeugenden Grund dafür, dass die EU – anstelle des Marktes – ESG- oder SRI-Labels für nachhaltige Finanzprodukte einführt. Ein öffentliches Eingreifen ist nur dann erforderlich, sofern private Labels aus aufsichtsrechtlicher oder regulatorischer Sicht Bedenken aufwerfen. In jedem Fall sollte jedes neue EU-Label freiwillig sein und nicht bevorzugt gegenüber bestehenden oder künftigen privaten Labels behandelt werden.

## 2.5 Anreize für nachhaltige Investitionen

### Was die EU bereits getan hat

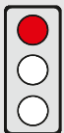
Im Januar 2020 nahm die Kommission den [Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa](#) an. Er zielt darauf ab, in den nächsten zehn Jahren mindestens 1 Bio. Euro an öffentlichen und privaten nachhaltigen Investitionen zu mobilisieren.

### Was erwägt die EU zu tun?

Die Kommission erwägt, potenzielle Markthindernisse oder Ineffizienzen, die nachhaltige Investitionen bisher bremsen, mit öffentlichen Anreizen zu reduzieren:

- Für Emittenten könnten diese Anreize aus aufkommensneutralen Subventionen sowie Mechanismen zur Risikoreduzierung der Investitionen – Garantien auf EU-Ebene und/oder technischer Unterstützung – bestehen.
- Für Anleger könnten diese Anreize aus aufkommensneutralen Zuwendungen des öffentlichen Sektors, einer angepassten aufsichtsrechtlichen Behandlung und/oder öffentlichen Garantien oder Kofinanzierungsvereinbarungen bestehen.

### Bewertung



- ▶ Statt Emittenten oder Anleger Subventionen, Garantien und dergleichen zu gewähren, um sie zu motivieren, in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten zu investieren, sollte der EU-Gesetzgeber die Regeln anpassen, auf denen diese Aktivitäten basieren.
- ▶ Negative Auswirkungen von Aktivitäten auf das Klima können häufig internalisiert werden; Treibhausgasemissionen können bspw. durch Einbeziehung in das EU-Emissionshandelssystem (EU ETS) bekämpft werden. In anderen Fällen können negative externe Effekte durch Haftungsregeln angegangen werden. Und als letztes Mittel können klimaschädliche Aktivitäten auch direkt reguliert oder verboten werden.



### 3 Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement

Der Kommission zufolge werden ökologische und soziale Risiken vom Finanzsektor nicht immer angemessen berücksichtigt<sup>5</sup>. Die Kommission plant daher den aufsichtsrechtlichen Rahmen der EU so zu ändern, dass Nachhaltigkeitsaspekte im Risikomanagement stärker berücksichtigt werden.

#### 3.1 Banken

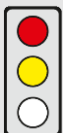
##### Was die EU bereits getan hat

- Im Jahr 2019 erhielt die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) vom Europäischen Parlament und vom Rat den Auftrag, gegebenenfalls Leitlinien zur Einbeziehung von ESG-Risiken in den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) vorzulegen [Art. 98 Abs. 8, Richtlinie (EU) 2019/878, [CRD V](#)].
- Im Jahr 2019 erhielt die EBA von den Gesetzgebern den Auftrag zu prüfen, ob eine besondere aufsichtsrechtliche Behandlung von Forderungen im Zusammenhang mit nachhaltigen Vermögenswerten oder Aktivitäten gerechtfertigt wäre. Sie soll bis zum 28. Juni 2025 einen Bericht vorlegen. [Art. 501c Verordnung (EU) 2019/876, [CRR II](#)].
- Im Dezember 2019 veröffentlichte die EBA einen [Aktionsplan](#), der darlegt, wie und wann sie von den Gesetzgebern erteilte mit ESG Faktoren zusammenhängende Mandate erfüllen will. Er enthält auch Hinweise zu den Prioritäten der EBA und zu den Erwartungen, die sie an Finanzinstitutionen im Hinblick auf eine nachhaltige Finanzierung stellt.
- Im März 2020 veröffentlichte die Europäische Zentralbank (EZB) eine [Konsultation](#) zum Entwurf des [EZB-Leitfadens](#) zu Klima- und Umweltrisiken, der festlegt, wie Banken mit Klima- und Umweltrisiken umgehen und wie sie diese Risiken offenlegen sollten.

##### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, Kategorien von Vermögenswerten zu identifizieren, die von einer risikosensitiveren Behandlung profitieren könnten. Dies könnte zur Einführung eines „grünen Unterstützungsfaktors“ oder eines „braunen Bestrafungsfaktors“ führen, die die Eigenkapitalanforderungen der Banken für „grüne“ Vermögenswerte senken bzw. für „braune“ Vermögenswerte erhöhen würden.
- Die Kommission erwägt weitere Maßnahmen, die den Übergang erleichtern und zur Bewältigung von Klima- und Umweltrisiken beitragen können, auch im Hinblick auf Fragen zur Governance.

#### Bewertung



- ▶ Die Berücksichtigung von ESG-Risiken in der aufsichtsrechtlichen Regulierung von Banken ist nur dann akzeptabel, wenn der risikobasierte Ansatz der Regulierung dabei nicht zur Disposition gestellt wird.
- ▶ Ein „grüner Unterstützungsfaktor“ oder ein „brauner Bestrafungsfaktor“ setzt voraus, dass vermeintlich „nachhaltige“ Investitionen weniger riskant sind als andere Anlageformen. Dafür gibt es bis heute keine hinreichenden Belege. Die Implementierung solcher Faktoren kann daher die Risiken für die Finanzmarktstabilität erhöhen.

<sup>5</sup> Aktionsplan zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum, S. 3.



## 3.2 Versicherungen

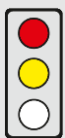
### Was die EU bereits getan hat

- Im April 2019 bot die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) technische [Beratung](#) darüber an, wie Versicherungen Nachhaltigkeitsrisiken und -faktoren in ihre Anlageentscheidungen und Vertriebsprozesse gemäß der Solvabilität-II-Richtlinie [[Richtlinie](#) 2009/138/EG] integrieren sollten.
- Im Jahr 2019 [ersuchte](#) die Kommission die EIOPA um technische Beratung über die unangemessene Volatilität der Verbindlichkeiten von Versicherungen und Hindernisse für langfristige Investitionen. Es wird erwartet, dass die EIOPA ihre abschließende Beratung zeitnah vorlegt.
- Im September 2019 veröffentlichte die EIOPA eine [Stellungnahme](#) darüber, wie Versicherungen Nachhaltigkeitsaspekte in die Bewertung von Aktiva und Passiva, in Anlage- und Zeichnungspraktiken und in ihre internen Modelle gemäß der Solvabilität-II-Richtlinie einbeziehen sollten, und zeigte Praktiken auf, wie Versicherungen Nachhaltigkeitsrisiken in ihrem Risikomanagement berücksichtigen sollten.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, die Anforderungen an Versicherer bei der Überprüfung der Solvabilität-II-Richtlinie (geplant für Q3 2021) zu klären. Gemäß der [Konsultation](#) zur Überprüfung erwägt sie eine günstigere Behandlung von Investitionen in ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten und damit verbundene Vermögenswerte. Darüber hinaus erwägt sie nicht-aufsichtsrechtliche Maßnahmen, um die Versicherungen dazu zu bewegen, den Übergang zu finanzieren und Klima- und Umweltrisiken adäquat zu managen.
- Die Kommission erwägt, Kategorien von Vermögenswerten zu identifizieren, die von einer risikosensitiveren Behandlung rechtfertigen könnten. Sie zieht zudem andere aufsichtsrechtliche Maßnahmen in Betracht, die zur Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft beitragen könnten. Sie erwägt auch weitere Maßnahmen, die den Übergang erleichtern und zur Bewältigung von Klima- und Umweltrisiken beitragen können, auch im Hinblick auf Fragen zur Governance.

### Bewertung



- ▶ Wie bei Banken kann auch eine bevorzugte regulatorische Behandlung von Investitionen der Versicherer in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten die Finanzmarktstabilität beeinträchtigen, wenn kein Nachweis vorliegt, dass solche Investitionen weniger risikoreich sind als Investitionen in andere Vermögenswerte.

## 3.3 Vermögensverwalter

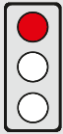
### Was die EU bereits getan hat

Die Offenlegungsverordnung [[Verordnung](#) (EU) 2019/2088, s. [cepAdhoc](#)] ermutigt große Vermögensverwalter, die negativen Auswirkungen ihrer Portfolios auf Nachhaltigkeitsaspekte (d.h. negative externe Effekte) zu berücksichtigen.

### Was erwägt die EU zu tun?

Die Kommission erwägt, von den Vermögensverwaltern zu verlangen, negative Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf die Nachhaltigkeit besser zu integrieren. Sie könnte die Regeln zu den treuhänderischen Pflichten, für das Handeln im besten Interesse der Anleger und für das Risikomanagement anpassen.

#### Bewertung



- ▶ Vermögensverwalter sollten nicht gezwungen werden, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen. Wenn ihre Kunden ESG-Faktoren berücksichtigen wollen, werden Vermögensverwalter dies auch von sich aus tun, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Andernfalls würden sie nicht im besten Interesse ihrer Kunden handeln.

## 3.4 Anbieter von Rentenleistungen

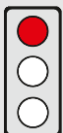
### Was die EU bereits getan hat

- Im Jahr 2019 führte die EIOPA einen [Stresstest](#) von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (IORPs) durch, der eine Bewertung der Integration von ESG-Faktoren in das Risikomanagement und die Anlageallokation der IORPs beinhaltete.
- Im Dezember 2019 erteilte eine hochrangige Gruppe von Rentenexperten [politische Beratung](#) zu Zusatzrenten. Sie enthält Empfehlungen dazu, wie Rentenanbieter die Auswirkungen von ESG-Faktoren auf Investitionsentscheidungen berücksichtigen könnten.
- Im Juli 2019 gab die EIOPA eine [Stellungnahme](#) zur Beaufsichtigung des Managements von ESG-Risiken, mit denen IORPs konfrontiert sind, heraus.

### Was erwägt die EU zu tun?

Die Kommission erwägt eine Überprüfung der IORP-II-Richtlinie [[Richtlinie](#) (EU) 2016/2341] bis Januar 2023. Im Zuge dieser Überprüfung erwägt sie Maßnahmen zur Verbesserung der Integration der ESG-Präferenzen von Mitgliedern und Begünstigten in die Anlagestrategien, die Verwaltung sowie die Leitung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung.

#### Bewertung



- ▶ Im Jahr 2019 lehnte der EU-Gesetzgeber den Vorschlag der Kommission – in der Offenlegungsverordnung [[Verordnung](#) (EU) 2019/2088, s. [cepAdhoc](#)] – ab, die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung über delegierte Rechtsakte zu zwingen, ESG-Erwägungen bei Investitionen nach dem Vorsichtsprinzip zu berücksichtigen. Aus rechtlichen Gründen erfordern solche Änderungen in der Tat eine Änderung der IORP-II-Richtlinie. Solche Änderungen sind jedoch nicht erforderlich, da IORPs und ihre Mitglieder und Begünstigten in der Lage sein sollten, zu entscheiden, ob und wie eine solche Einbeziehung von ESG-Erwägungen erfolgen sollte.

### 3.5 Kreditratingagenturen

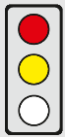
#### Was die EU bereits getan hat

- Gemäß der Ratingverordnung [[Verordnung](#) (EG) Nr. 1060/2009] müssen Kreditratingagenturen bei der Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten oder eines Finanzinstruments alle wesentlichen Faktoren berücksichtigen. Dazu gehören auch ESG-Faktoren.
- Im Juli 2019 veröffentlichte die ESMA [Empfehlungen](#) zu Fragen der Nachhaltigkeit von Ratings und Offenlegungsanforderungen und verabschiedete [Leitlinien](#) zu Offenlegungsanforderungen für Ratings und Ratingausblicke. Die Leitlinien sind seit April 2020 anwendbar. Ratingagenturen werden ermutigt, darüber zu berichten, ob ESG-Faktoren die Hauptursache für eine Änderung eines Ratings oder eines Ausblicks waren.

#### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt die Veröffentlichung eines Berichts über den Fortschritt der ESG-bezogenen Offenlegung von Ratingagenturen im Jahr 2021.
- Die Kommission erwägt, die Transparenz und die Wirksamkeit der Integration von ESG-Faktoren in Ratings zu erhöhen.
- Die Kommission erwägt weitere regulatorische Eingriffe, die über die Leitlinien zur Offenlegung hinausgehen.

#### Bewertung



- ▶ Kreditratings sollten nicht politisiert werden. Ratingagenturen sollten nicht per Gesetz gezwungen werden, ESG-Erwägungen in ihre Ratings einzubeziehen. Rating-Agenturen haben ein Eigeninteresse, ESG-Risiken zu berücksichtigen, wenn diese relevant sind. Aus ähnlichen Gründen sind auch ESG-bezogene Offenlegungsanforderungen nicht notwendig.

### 3.6 Daten zu klimabedingten Verlusten und physischen Risiken

#### Was die EU bereits getan hat

–

#### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, die Verfügbarkeit, Nutzbarkeit und Vergleichbarkeit von Daten über klimabedingte Verluste und physische Risiken zu verbessern, da viele Wirtschaftsakteure und Finanzinstitutionen (mit Ausnahme von Nichtlebensversicherungen) nur ein begrenztes Verständnis dieser Verluste und Risiken haben.
- Die Kommission erwägt, die Modelle zu physischen Risiken anzupassen, um öffentliche und private Investitionen zur Anpassung an den Klimawandel und zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit zu fördern.

### Bewertung



- ▶ Derzeit mangelt es an qualitativ hochwertigen, vergleichbaren und nutzbaren Daten über klimabedingte Verluste und physische Risiken. Um dieses Problem anzugehen, sollte die Kommission die Einrichtung gemeinsamer Datenbanken fördern.

## 4 Förderung von Transparenz und Langfristigkeit

Durch mehr Transparenz über die Nachhaltigkeit der Aktivitäten der Marktteilnehmer können Anleger fundiertere Investitionsentscheidungen treffen<sup>6</sup>. Langfristigkeit bedeutet, Entscheidungen mit langfristigen Zielen und Konsequenzen zu treffen. Nach Ansicht der Kommission geht sie Hand in Hand mit einer nachhaltigen Ausrichtung der Wirtschaft.<sup>7</sup> Um nachhaltige Investitionen zu fördern, will die Kommission die Unternehmenstransparenz erhöhen und die Langfristigkeit fördern.

### 4.1 Unternehmensberichterstattung und Transparenz

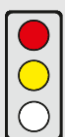
#### Was die EU bereits getan hat

- Die Kommission erklärte in ihrer [Mitteilung](#) zum Grünen Deal der EU [COM(2019) 640], dass die Offenlegung nichtfinanzieller Informationen durch Unternehmen und Finanzinstitute verbessert werden muss. Im Februar 2020 veröffentlichte die Kommission eine [öffentliche Konsultation](#) zur Überprüfung der Richtlinie über die nichtfinanzielle Berichterstattung ([NFRD](#), 2014/95/EU).
- Die Taxonomie [[Verordnung](#), (EU) 2020/852, siehe [cepAdhoc](#)] enthält Berichtspflichten für Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der NFRD fallen, d.h. große Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Beschäftigten.
- Seit 2017 prüft die Kommission, ob distributed ledger-Technologien eingesetzt werden können, um den Zugang zu Informationen über europäische börsennotierte Unternehmen zu erleichtern (European Financial Transparency Gateway - [EFTG](#)).

#### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt eine Überprüfung des NFRD im 1. Quartal 2021.
- Die Kommission erwägt, den offenen und zentralisierten Zugang zu ESG-Informationen von Unternehmen zu verbessern, indem sie einen kostenlosen gemeinsamen Umweltdatenraum einrichtet. Ein solcher Datenraum könnte sowohl ESG-Daten, die im Rahmen der NFRD zu melden sind, als auch Daten über andere ESG-Kennzahlen und Datenpunkte umfassen.

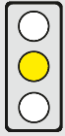
### Bewertung



- ▶ Anleger benötigen ESG-Informationen von Unternehmen, um Investitionen in nachhaltige Projekte lenken zu können. Unternehmen, ob groß oder klein, sollten jedoch nicht gezwungen werden, ESG-Informationen zu veröffentlichen. Die Überarbeitung der Richtlinie über die nichtfinanzielle Berichterstattung sollte daher nicht zu einer Ausweitung ihres

<sup>6</sup> Aktionsplan zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum, S. 3

<sup>7</sup> Id.



Anwendungsbereichs führen. Wenn Anleger und ihre Kunden eine höhere Nachhaltigkeit fordern, werden die Unternehmen auch mehr ESG-bezogenen Informationen bereitstellen. Ohne solche Forderungen besteht die Gefahr, dass obligatorische Offenlegungspflichten Kosten verursachen, die den Nutzen überwiegen.

- ▶ Ein Datenraum für ESG-Daten kann die Kosten sowohl für die Datenlieferanten als auch für die -nachfrager senken. Die Existenz eines solchen Datenraums sollte jedenfalls nicht dazu führen, dass Marktakteure automatisch mehr Daten als im EU-Recht vorgesehen liefern müssen. Jede zusätzliche Offenlegung muss freiwillig sein. Der Datenraum sollte auch nicht kostenfrei sein. Stattdessen sollten die Kosten von den Marktakteuren getragen werden, die von ihm profitieren, und nicht vom Steuerzahler.

## 4.2 Langfristigkeit

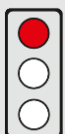
### Was die EU bereits getan hat

Im Dezember 2019 veröffentlichten die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) Berichte ([EBA](#), [ESMA](#), [EIOPA](#)), in denen bewertet wird, ob der Finanzsektor auf Unternehmen in unangemessener Weise Druck ausübt, nur die kurze Frist in den Blick zu nehmen. Die Berichte enthalten auch Empfehlungen, wie durch neue Regeln zur Nachhaltigkeit eine längerfristige Perspektive unter Finanzinstituten erzwungen werden könnte.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, einige der Empfehlungen der ESAs aufzugreifen, wie z.B. (a) die Verabschiedung stärker auf Nachhaltigkeit ausgerichteter Vorgaben für Banken zur Governance und zum Risikomanagement, (b) die Festlegung von Zielen für „Portfolio-Turnover-Ratios – wie oft werden Vermögenswerte innerhalb eines bestimmten Zeitraums ge- und verkauft – und von Haltefristen für institutionelle Investoren und (c) die Schaffung eines Rahmens zur Überwachung der Offenlegung von Informationen in Vergütungsberichten börsennotierter Unternehmen und Investmentfonds.
- Die Kommission prüft weitere Maßnahmen, die den Langfristigkeitsgedanken auf den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft fördern könnten.

### Bewertung



- ▶ Den Finanzsektor zu zwingen, langfristige Interessen in größerem Umfang zu berücksichtigen, ist verfehlt. Sowohl Finanzmarktakteure als auch Unternehmen aus der Realwirtschaft sollten frei entscheiden können, ob sie eine langfristige oder eine kurzfristige Strategie verfolgen.
- ▶ Die mangelnde Berücksichtigung langfristiger Risiken sollte durch eine direkte Regulierung der Aktivitäten der Unternehmen angegangen werden und nicht durch die Vorgabe des Horizonts von Anlagestrategien.

## 4.3 Variable Vergütung

### Was die EU bereits getan hat

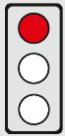
Gemäß der Richtlinie über Aktionärsrechte [[Richtlinie \(EU\) 2017/828](#)] sollte die variable Vergütung der Mitglieder der Leitung eines Unternehmens sowohl von der finanziellen als auch von der nichtfinanziellen

Leistung abhängig sein. Es gibt bisher keine Vorgabe über den Anteil der variablen Vergütung, der auf der nicht-finanziellen Leistung basieren soll.

#### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, sowohl für Unternehmen als auch für Finanzinstitutionen einen verbindlichen Anteil der variablen Vergütung festzulegen, der an die nicht-finanzielle Leistung gekoppelt sein muss.
- Die Kommission erwägt, von einigen Unternehmen zu verlangen, dass sie bei der variablen Vergütung der Unternehmensleitung auch die Reduktion von Kohlenstoffemissionen als Faktoren berücksichtigen müssen.

#### Bewertung



Eine verbindliche Verknüpfung der variablen Vergütung mit Nachhaltigkeitsüberlegungen ist aus mehreren Gründen verfehlt:

- ▶ Erstens gibt es keine neutrale und objektive Definition des Begriffs „nichtfinanzielle Leistung“. Die Präferenzen der Aktionäre in Bezug auf Nachhaltigkeit können sich stark von den Kriterien der Taxonomie unterscheiden.
- ▶ Zweitens stellt der Zwang, die Vergütung an Nachhaltigkeitsüberlegungen zu knüpfen, eine Missachtung der Vertragsfreiheit dar. Es sollte den Vertragsparteien freistehen, die Vertragsbedingungen selbst zu vereinbaren.
- ▶ Drittens kann es Unternehmen, die nachhaltig handeln, an Rentabilität mangeln. Mitglieder der Unternehmensleitung sollten keine Anreize haben, für Aktivitäten, die möglicherweise nicht rentabel sind, extra entlohnt zu werden.

## 4.4 Nachhaltige Unternehmensentscheidungen

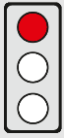
#### Was die EU bereits getan hat

- Im Februar 2020 veröffentlichte die Kommission eine [Studie](#) zu "Sorgfaltspflichten" über die Ermittlung und Minderung negativer sozialer und ökologischer Auswirkungen der Geschäftstätigkeit und der Lieferketten eines Unternehmens.
- Im Juli 2020 veröffentlichte die Kommission eine weitere [Studie](#) über die Pflichten der Unternehmensleitung und zu potenziellen Nachhaltigkeitszielen.

#### Was erwägt die EU zu tun?

Die Kommission erwägt, Unternehmen zu zwingen, neben den finanziellen Interessen der Aktionäre auch die Interessen der "wichtigsten Interessengruppen" wie Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten in Bezug auf Menschenrechtsverletzungen, Umweltverschmutzung und Klimawandel stärker in den Blick zu nehmen.

## Bewertung



Es besteht keine Notwendigkeit für neue ESG-bezogene Sorgfaltspflichten.

- ▶ Erstens verursachen sie einen enormen bürokratischen Aufwand, der insbesondere für KMU belastend ist.
- ▶ Zweitens ist es sinnvoller, wirtschaftliche Aktivitäten direkt der Regulierung zu unterwerfen, wenn dies für notwendig erachtet wird, statt Unternehmen Sorgfaltspflichten zu unterwerfen.

## 4.5 Nachhaltigkeitsüberlegungen in der Finanzberatung

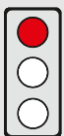
### Was die EU bereits getan hat

Die Kommission will zeitnah mehrere delegierte Rechtsakte zur Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MIFID II, [Richtlinie](#) 2014/65/EU) und zur Richtlinie über den Versicherungsvertrieb (IDD, [Richtlinie](#) (EU) 2016/97) ändern. Nach diesen Rechtsakten müssen Anlageberater Kleinanleger nach ihren Nachhaltigkeitspräferenzen befragen.

### Was erwägt die EU zu tun?

- Die Kommission erwägt, Finanzberater dazu zu verpflichten, Kleinanlegern systematisch nachhaltige Anlageprodukte als Standardoption anzubieten, sofern der Berater über solche Produkte verfügt und sie den Bedürfnissen des Kleinanlegers entsprechen.
- Die Kommission erwägt, Finanzberatern einen Leitfaden zur Verfügung zu stellen, wie sie Kleinanleger zu ihren Nachhaltigkeitspräferenzen befragen sollten.
- Die Kommission erwägt die Umsetzung von Maßnahmen im Bereich Finanzkompetenzen und Nachhaltigkeit, wie z.B. (a) deren Integration in die Ausbildung von Finanzexperten, (b) deren Integration in die Ausbildung an Schulen und Universitäten, und (c) Initiativen zur Aufklärung der Bürger darüber, wie sie durch Investitionsentscheidungen ihren ökologischen Fußabdruck verringern können.

## Bewertung



▶ Finanzberater zu zwingen, nachhaltige Anlageprodukte als Standardoption anzubieten, oder ihnen explizite Hinweise zu geben, wie sie Kleinanleger in Bezug auf solche Produkte beraten sollen, ist paternalistisch. Die EU-Kommission sollte von solchen Maßnahmen Abstand nehmen. Kleinanleger sollten nicht zu Investitionen „angestoßen“ werden, die nicht unbedingt ihren Anlagepräferenzen entsprechen.

▶ Was die Maßnahmen im Bereich der finanziellen Bildung und der Nachhaltigkeit betrifft, so kann die EU zur Entwicklung einer qualitativ hochwertigen Bildung beitragen, indem sie die Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten unterstützt, sie hat jedoch keine Zuständigkeit für die Lehrinhalte [Art. 165 (1) AEUV]. Die Kommission sollte keine spezifischen Lehrinhalte zum Thema nachhaltige Finanzierung vorschreiben. Sie darf die Mitgliedstaaten allenfalls dazu ermuntern, sie in Bildungsprogramme zu integrieren.



**Kürzlich in dieser Reihe veröffentlicht:**

- Nr. 22/2020: Staatliche Beihilfen zur Milderung des COVID-19 induzierten Wirtschaftsabschwungs (September 2020)
- Nr. 21/2020: Das „SURE-Instrument“ der EU (September 2020)
- Nr. 20/2020: Gemeinsame klinische Bewertung von Gesundheitstechnologien (September 2020)
- Nr. 19/2020: Eine grüne Ausrichtung der EZB-Sicherheitenpolitik (September 2020)
- Nr. 18/2020: EU-Klimapolitik angesichts der Corona-Krise (August 2020)
- Nr. 17/2020: EU-Regulierung von Kryptowährungen (August 2020)
- Nr. 16/2020: Fachkräftemangel in den Gesundheitsberufen (August 2020)
- Nr. 15/2020: Apothekenwerbung (Juli 2020)
- Nr. 14/2020: Wie kann eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts eine solide Finanzpolitik fördern? (Juni 2020)
- Nr. 13/2020: Europäischer Mindestlohn (Juni 2020)

**Die Autoren:**

Philipp Eckhardt und Anne-Carine Pierrat sind wissenschaftliche Referenten am Centrum für Europäische Politik.