

Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen im Finanzsektor Worauf es bei dem anstehenden Review der Kommission ankommt

Philipp Eckhardt



© shutterstock/Khongtham

Seit längerer Zeit mehren sich Stimmen, die die EU-Sustainable-Finance-Gesetzgebung für zu komplex, inkonsistent und wenig effektiv erachten. Die Verordnung zu nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzsektor (SFDR) ist hier besonders in den Blick geraten. Die Kommission will die SFDR in der nun beginnenden Legislaturperiode daher nun überarbeiten. Die cepStudie zeigt bestehende Schwachstellen auf, prüft Reformationen und entwickelt Lösungsansätze für den anstehenden Review.

Das cep fordert

- ▶ eine Generalüberholung des Sustainable-Finance-Rechtsrahmens gleich zu Beginn der nun beginnenden EU-Legislaturperiode. Dies erscheint aufgrund der sich in der Praxis gezeigten Unzulänglichkeiten unausweichlich. Die Anpassung des Rechtsrahmens sollte sich nicht auf eine SFDR-Überarbeitung beschränken.
- ▶ die Diskrepanzen bei den Nachhaltigkeitskonzepten nach SFDR und grüner Taxonomie zu überwinden, bestehende Datenlücken zu verkleinern und der bestehenden Ungleichbehandlung von nachhaltigen und nicht-nachhaltigen Anlageprodukten bei den Transparenzanforderungen zu begegnen.
- ▶ die SFDR-Offenlegungen auf Produktebene gründlich zu überarbeiten, so dass sie für Kleinanleger als maßgebliche Informationsquelle für die nachhaltige Kapitalanlage fungieren können. Ein EU-Kategorisierungssystem sollte, wenn überhaupt, nur als unterstützenden Instrument eingeführt werden. Es sollte dann jedoch den in der cepStudie vorgestellten vierzehn Voraussetzungen Rechnung tragen.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	5
2	Zentrale Säulen der EU-Gesetzgebung zu Sustainable Finance	7
2.1	Grüne Taxonomie:.....	7
2.2	Nachhaltigkeitsberichterstattung:.....	7
2.3	Einbeziehung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung:.....	7
2.4	Benchmarks:.....	8
3	Die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzsektor (SFDR) 8	8
3.1	Allgemeines und Ziele	8
3.2	Welche Offenlegungspflichten gibt es?	9
3.2.1	Offenlegungen auf Produktebene	9
3.2.4.1	Vorvertragliche Informationen:	9
3.2.4.2	Offenlegung auf Websites.....	10
3.2.4.3	Regelmäßige Berichte	10
3.2.2	Offenlegungen auf Unternehmensebene	10
4	Welche zentralen Problematiken haben sich in der Praxis gezeigt.....	12
4.1	Problematik 1: Nachhaltigkeit nach SFDR und grüner Taxonomie	12
4.1.1	Idee: Überarbeitung des Konzepts der „nachhaltigen Investition“ nach SFDR.....	13
4.1.2	Bewertung	13
4.2	Problematik 2: Interaktion der SFDR mit der CSRD.....	15
4.2.1	Unstimmigkeiten („mismatch“) bei den Anwendungszeiträumen	15
4.2.2	Beschränkter Anwenderkreis der CSRD	16
4.2.4.1	Idee: Nutzung von Schätzwerten und direkte Adressierung der nicht-berichtspflichtigen Unternehmen	16
4.2.4.2	Bewertung.....	16
4.2.3	Berichterstattung zu „wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“	17
4.2.4.1	Bewertung.....	18
4.2.4	Doppelte Berichterstattung zu „wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“.....	18
4.2.4.1	Idee: Straffung der Offenlegungspflichten auf Unternehmensebene	19
4.2.4.2	Bewertung.....	19
4.3	Problematik 3: Wettbewerbsverzerrung zwischen Anbietern nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Anlageprodukte.....	19
4.3.1	Idee: Nachhaltigkeitsbezogene Transparenzvorgaben für alle Anlageprodukte ...	20
4.3.2	Bewertung	20
4.4	Problematik 4: SFDR als Labeling- und nicht als Transparenzinstrument.....	21
4.4.1	Idee: Etablierung eines Kategoriensystems für nachhaltige Anlageprodukte	22
4.4.2	Bewertung	23
4.5	Problematik 5: Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung.....	29

4.5.1	Bewertung	30
4.6	Problematik 6: Konsistenz von PRIIPR, MIFID, IDD und SFDR.....	31
4.6.1	Bewertung	32
5	Fazit und Ausblick	33

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Berichtspflichten nach der SFDR	9
Tab. 2:	Nachhaltigkeit nach SFDR vs. grüner Taxonomie.....	12

Die cepStudie wurde mit Mitteln des Badischen Gewinnsparfsfonds unterstützt.

1 Einleitung

Ein Statement des Präsidenten der Bafin, Mark Branson, über die Finanzmarktregulierung und -aufsicht von Mitte Mai 2024 ließ aufhorchen. In seiner Rede beschwerte sich Branson über eine häufig unübersichtliche und zu komplexe Regulierung, die ihr Ziel verfehle. Dabei bezog er sich insbesondere auch auf die zahlreichen Regelwerke, die sich mit Fragen der Verankerung von Nachhaltigkeitsaspekten im Finanzwesen beschäftigen. Sein Fazit: *Die verschiedenen Regelwerke rund um das Thema Nachhaltigkeit [...] sollen für mehr Transparenz und Klarheit sorgen. Und dafür, dass die Nachfrage nach nachhaltigen Produkten steigt. Die Umsetzung dieser Regelwerke ist enorm aufwändig. Die Wirkung auf die Nachfrage? Begrenzt. Der Verkauf von nachhaltigen Produkten stagniert.*“ Branson fordert daher eine systematische Vereinfachung und Entschlackung der Regelwerke und eine deutliche Komplexitätsreduktion.¹ Aber nicht nur der Bafin-Vorsitzende übt Kritik. In einer Umfrage unter Akteuren der Immobilienbranche urteilten die Befragten mehrheitlich (56%), dass der Umfang der EU-Regulatorik im Nachhaltigkeitsbereich überfordert und nur wenige (7%) erachten diese als Treiber für einen nachhaltigeren Immobiliensektor.² Ein aktueller Bericht des Branchenverbands BVI sieht in der EU-Regulierung des Privatkundenvertriebs einen wesentlichen Grund für einen festzustellenden Rückgang von Anlagen in Publikumsfonds, die Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen.³

Und nicht zuletzt hat auch die EU-Kommission selbst erkannt, dass der Sustainable-Finance-Rechtsrahmen, der nun über mehrere Jahre hinweg Gestalt angenommen hat und mittlerweile eine Vielzahl von Rechtsakten umfasst⁴, Schwachstellen und Unzulänglichkeiten in der Praxis aufweist. So veröffentlichte sie im Juni 2023 eine vielsagende Mitteilung unter dem Titel „Ein Rahmen für ein nachhaltiges Finanzwesen, der in der Praxis funktioniert“. In dieser postulierte sie unter anderem, sich für praxistaugliche Instrumente und Offenlegungen einsetzen, sich um eine Verbesserung der Nutzbarkeit und Kohärenz des Rahmens bemühen und für eine Minimierung der Verwaltungslasten sorgen zu wollen.⁵ Ein begleitendes Arbeitsdokument weist etwa auf Umsetzungsschwierigkeiten bei der Implementierung von Anforderungen der Verordnung zur grünen Taxonomie hin. Aber auch einige Schlüsselkonzepte und Berichtspflichten anderer Sustainable-Finance Vorschriften – etwa die neuen MiFID/IDD-Regeln zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung^{6,7} –

¹ Bafin (2024), „Wir müssen die Komplexität unserer Regulierung reduzieren“, Statement von Mark Branson, Präsident der BaFin, Jahrespressekonferenz der BaFin am 14. Mai 2024.

² EY Real Estate (2024), ESG Snapshot IV, April 2024.

³ Laut BVI betrug der Netto-Mittelabfluss bei Publikumsfonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen seit Anfang 2023 mehr als 11. Mrd. Euro. Publikumsfonds erlebten dagegen einen Mittelzufluss von fast 28 Mrd. Euro [BVI (2024), Fokus Nachhaltigkeit, Der nachhaltige Fondsmarkt im ersten Quartal 2024, Trotz schwachem Neugeschäft verwalten Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen fast eine Billion Euro, 23. Mai 2024].

⁴ Dazu zählen insbesondere die Verordnung (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen („grüne Taxonomie“), die Richtlinie (EU) 2022/2464 über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD), die Verordnung (EU) 2019/2089 über Klima-Referenzwerte (BMR), die Verordnung (EU) 2023/2631 über europäische grüne Anleihen und auch die Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR).

⁵ EU-Kommission (2023a), COM(2023) 317, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Ein Rahmen für ein nachhaltiges Finanzwesen, der in der Praxis funktioniert, 13. Juni 2023.

⁶ Delegierte Verordnung der Kommission zur Änderung der Delegierten Verordnungen (EU) 2017/2358 und (EU) 2017/2359 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in die Aufsichts- und Lenkungsanforderungen an Versicherungsunternehmen und Versicherungsvertreiber sowie in die für den Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten geltenden Informationspflichten und Wohlverhaltensregeln.

⁷ Delegierte Verordnung der Kommission zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen.

bereiten Probleme und erschweren es den Marktteilnehmern, die Regeln einzuhalten und deren Potenzial voll auszuschöpfen.⁸

Bei möglichen künftigen regulatorischen Anpassungen am Sustainable-Finance-Rechtsrahmen in der nun anlaufenden Legislaturperiode auf EU-Ebene zeichnet sich bereits heute ein erster Schwerpunkt ab. So kündigte die Kommission im Dezember 2022 eine umfassende Bewertung der Umsetzung der Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzsektor [Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR, [\(EU\) 2019/2088](#), s. [cepAdhoc](#)] an, und bekräftigte dies erneut im März 2023.⁹ Von September bis Dezember 2023 führte die Kommission daher eine Konsultation durch, um mehr über die Unzulänglichkeiten der Verordnung in Erfahrung zu bringen, mögliche Fehlsteuerungen im Zusammenspiel mit dem weiteren Sustainable Finance-Rechtsrahmen zu erkennen und Optionen zur Verbesserung des Rahmens zu identifizieren.^{10,11} Anfang Mai 2024 präsentierte die Kommission die Ergebnisse ihrer Befragung.¹²

Im Rahmen der vorliegenden Studie soll zunächst ein grober Überblick über zentrale Elemente der europäischen Sustainable-Finance Gesetzgebung gewährt werden (Kapitel 2). Sodann werden die Vorgaben der SFDR kurz skizziert und erläutert (Kapitel 3). Im Anschluss wird die Studie einen vertieften Blick auf die zahlreichen Schwachstellen und Problematiken werfen, die sich im Zuge der Umsetzung der SFDR gezeigt haben und die daher eine Anpassung des Rechtsrahmens sinnvoll erscheinen lassen (ohne Anspruch auf Vollständigkeit). Zudem werden einige Lösungsansätze vertiefter diskutiert und bewertet sowie Ideen für ein zielgerichtete Überarbeitung der SFDR vorgestellt (Kapitel 4). Schließlich wird ein Fazit gezogen und ein Ausblick gewährt (Kapitel 5).

⁸ EU-Kommission (2023b), SWD(2023) 209, Commission Staff Working Document, Enhancing the usability of the EU Taxonomy and the overall EU sustainable finance framework, 13. Juni 2023.

⁹ EU-Kommission (2023c), COM(2023) 168, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Langfristige Wettbewerbsfähigkeit der EU: Blick über 2030 hinaus, 16. März 2023.

¹⁰ EU-Kommission (2023d), Consultation document, Implementation of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), 14. September 2023.

¹¹ Auch die EU-Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen nahm an dieser Befragung teil und hob hervor, dass die im Rahmen der SFDR „bereitgestellten Informationen nicht leicht zu verstehen sind und ein hohes Maß an Vertrautheit mit Umweltkennzahlen, Leistungsdaten und dem rechtlichen Rahmen erfordern. Kleinanleger verfügen heute und in Zukunft möglicherweise nicht über das notwendige Verständnis, um solche Informationen zu interpretieren. Dies beeinträchtigt ihre Fähigkeit, die Nachhaltigkeitsleistung von Finanzprodukten zu beurteilen.“ [EU Platform on Sustainable Finance (2023), Platform Briefing on EC targeted consultation regarding SFDR Implementation, December 2023, p. 9]

¹² EU-Kommission (2024), Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, 14 September 2023 - 22 December 2023, 3. Mai 2024.

2 Zentrale Säulen der EU-Gesetzgebung zu Sustainable Finance

Die Sustainable-Finance Gesetzgebung der EU beruht auf mehreren Säulen, die alle auf Basis mehrerer Aktionspläne der EU-Kommission¹³ in den letzten sechs Jahren etabliert wurden. Hier werden einige wenige, die für die weiteren Ausführungen im Rahmen der Studie von besonderer Bedeutung sind, kurz vorgestellt:¹⁴

2.1 Grüne Taxonomie:

Eine zentrale Säule bildet die Verordnung über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen („grüne Taxonomie“). Mit der grünen Taxonomie wurde ein Klassifizierungssystem etabliert, welches Kriterien festlegt anhand derer bestimmt wird, ob eine wirtschaftliche Aktivität zu einem von insgesamt sechs Umweltzielen beiträgt, ohne einem dieser Ziele erheblich zu schaden. Sie dient ferner als Hilfsinstrument zur Prüfung, inwieweit Investitionen oder wirtschaftliche Aktivitäten von Unternehmen als nachhaltig angesehen werden können.¹⁵

2.2 Nachhaltigkeitsberichterstattung:

Die Überarbeitung der Richtlinie über die nichtfinanzielle Berichterstattung (NFRD) und die damit verbundene Schaffung der Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) stellt eine weitere zentrale Säule dar. Die CSRD etabliert für einen erweiterten Kreis von Unternehmen verschärfte Pflichten zur Bereitstellung von Nachhaltigkeitsinformationen. Diese müssen nach einheitlichen EU-Berichtsstandards (European Sustainability Reporting Standards, ESRS) vorgelegt werden. Die bereitgestellten Informationen dienen dabei auch als Grundlage für die Offenlegung von nachhaltigkeitsbezogenen Informationen durch Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater im Rahmen der SFDR.¹⁶

2.3 Einbeziehung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung:

Seit August 2022 sind bei der Finanzanlage- und Versicherungsberatung im Rahmen der Eignungsprüfung Abfragen zu den Nachhaltigkeitspräferenzen von Kleinanlegern verpflichtend. Sie sollen es Kleinanlegern erleichtern, fundierte nachhaltigkeitsbezogene Investitionsentscheidungen treffen zu können. Bei der Angabe der Nachhaltigkeitspräferenzen wird grundsätzlich zwischen drei verschiedenen Nachhaltigkeitsgraden von nachhaltigen Finanz- bzw. Versicherungsanlageprodukten unterschieden. Um die Nachhaltigkeitspräferenzen der Kleinanleger adäquat abbilden und berücksichtigen zu können, greifen die Vertreiber der Finanz- bzw. Versicherungsanlageprodukte auch auf die nachhaltigkeitsbezogenen Informationen zurück, die Finanzmarktteilnehmer im Rahmen der SFDR offenlegen müssen.^{17,18}

¹³ EU-Kommission (2018), COM(2018) 97, Mitteilung der Kommission, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, 8. März 2018 und EU-Kommission (2021), COM(2021) 390, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft, 6. Juli 2021.

¹⁴ EU-Kommission (2023b).

¹⁵ Verordnung (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen („grüne Taxonomie“).

¹⁶ Richtlinie (EU) 2022/2464 über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD).

¹⁷ Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257 der Kommission vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnungen (EU) 2017/2358 und (EU) 2017/2359 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in die Aufsichts- und Lenkungsanforderungen an Versicherungsunternehmen und Versicherungsvertreiber sowie in die für den Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten geltenden Informationspflichten und Wohlverhaltensregeln.

¹⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 der Kommission vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen.

2.4 Benchmarks:

Eine Maßnahme ist auch die Etablierung von Instrumenten, die darauf abzielen, Finanzmarktteilnehmer dabei zu unterstützen, ihre Anlagestrategien nachhaltiger auszurichten. Dazu zählen auch neue Vorgaben für Referenzwerte. So wurden im Rahmen der sogenannten Benchmark-Verordnung (BMR)¹⁹ neue Pflichten für die Administratoren der Benchmarks zur Offenlegung von ESG-Informationen etabliert. Danach müssen diese insbesondere erläutern, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren bei der Entwicklung ihrer Referenzwerte Berücksichtigung finden.²⁰ Ferner wurden durch eine Überarbeitung der BMR zwei spezifische EU Klima-Benchmarks geschaffen: (1) EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel und (2) hinsichtlich auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU-Referenzwerte.²¹ Zudem wurden Mindeststandards für diese Klima-Referenzwerte etabliert.²²

3 Die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzsektor (SFDR)

3.1 Allgemeines und Ziele

Die SFDR ist Ende 2019 in Kraft getreten und gilt seit März 2021. Sie etabliert EU-weit geltende nachhaltigkeitsbezogene Transparenzvorschriften gegenüber Endanlegern.

Die Verordnung gilt für Finanzmarktteilnehmer (im Folgenden: FMT)²³ sowie Finanzberater (im Folgenden: FB)²⁴ („Betroffene“). Offenlegungen haben dabei sowohl auf Unternehmensebene als auch auf Produktebene zu erfolgen („Berichtsebene“). Die nachhaltigkeitsbezogenen Informationen müssen dabei auf ihren Websites, in ihren vorvertraglichen Dokumenten und/oder in ihren regelmäßigen Berichten bereitgestellt werden („Berichtsorte“).

Die SFDR verfolgt dabei mehrere Ziele. In erster Linie will sie zu einem Abbau von Informationsasymmetrien beitragen. Endanleger sollen in die Lage versetzt werden, durch zusätzliche nachhaltigkeitsbezogene Informationen fundiertere Investitionsentscheidungen treffen zu können, welche auch Nachhaltigkeitsaspekte mit berücksichtigen. Ferner soll mit harmonisierten Offenlegungspflichten eine Fragmentierung solcher Vorgaben in den Mitgliedstaaten entgegengewirkt werden, auch um Wettbewerbsverzerrungen und ungleichen Wettbewerbsbedingungen vorzubeugen und den Binnenmarkt zu stärken. Und nicht zuletzt sollen mit einheitlichen Transparenzanforderungen die

¹⁹ Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014.

²⁰ Delegierte Verordnung (EU) 2020/1816 der Kommission vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Erläuterung in der Referenzwert-Erklärung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in den einzelnen Referenzwerten, die zur Verfügung gestellt und veröffentlicht werden, berücksichtigt werden.

²¹ Verordnung (EU) 2019/2089 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 hinsichtlich EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel, hinsichtlich auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU-Referenzwerte sowie hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen für Referenzwerte.

²² Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte.

²³ Dazu zählen unter anderem Versicherungen, Wertpapierfirmen, Banken und Verwalter alternativer Investmentfonds [Art. 2 der SFDR].

²⁴ Dazu zählen unter anderem Versicherungsvermittler und Banken, die Anlageberatung anbieten [Art. 2 SFDR].

Vergleichbarkeit von Anlageprodukten im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeitsmerkmale gestärkt und die Gefahr einer diesbezüglichen Verwirrung der Endanleger entgegengewirkt werden.²⁵

3.2 Welche Offenlegungspflichten gibt es?

Die SFDR schreibt eine Vielzahl von Offenlegungspflichten gegenüber Endanlegern vor. Dabei geht es insbesondere um die Bereitstellung von Informationen über die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in Investitionsentscheidungen und Beratungsprozesse, die Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen, das Bewerben von Produkten mit Nachhaltigkeitsmerkmalen sowie von solchen, die eine nachhaltige Investition anstreben (siehe Tabelle 1 für eine Gesamtübersicht).²⁶

Tab. 1: Berichtspflichten nach der SFDR

Betroffene	Berichtsebene	Berichtsort	Berichtsinhalt
FMT und FB	Produktebene	Vorvertragliche Informationen	Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in Investitionsentscheidungen bzw. bei der Anlageberatung
FMT		Vorvertragliche Informationen	Berücksichtigung wesentlicher nachteiliger Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren
FMT und FB		Vorvertragliche Informationen	Info zu Anlageprodukt mit ESG-Merkmalen
FMT und FB		Vorvertragliche Informationen	Info zu Anlageprodukten, die ein nachhaltiges Investment anstreben
FMT		Website	Beschreibung von ESG-Merkmalen bzw. nachhaltigen Investitionszielen bei ESG-Produkten bzw. bei nachhaltigen Investitionen
FMT		Regelmäßige Berichte	Erfüllung der ESG-Merkmale bei ESG-Produkten bzw. Gesamtnachhaltigkeitswirkung bei nachhaltigen Investitionen
FMT und FB	Unternehmensebene	Website	Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungen bzw. bei Anlageberatungen
FMT und FB		Website	Berücksichtigung wesentlicher nachteiliger Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren
FMT und FB		Website	Vergütungspolitik mit Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken

Quelle: Verordnung (EU) 2019/2088

3.2.1 Offenlegungen auf Produktebene

FMT und FB müssen Offenlegungen auf Ebene des Anlageprodukts vornehmen und zwar in vorvertraglichen Dokumenten, in ihren regelmäßigen Berichten und/oder auf ihren Websites.

3.2.4.1 Vorvertragliche Informationen:

FMT und FB müssen in ihren vorvertraglichen Dokumenten Angaben machen (a) zur Art und Weise, wie sie „Nachhaltigkeitsrisiken“ bei ihren Investitionsentscheidungen bzw. in ihre Beratungen einbeziehen, und (b) zu den zu erwartenden Auswirkungen dieser Risiken auf die Rendite der Anlageprodukte, die sie bereitstellen bzw. zu denen sie beraten. „Nachhaltigkeitsrisiken“ sind ESG-bezogene Ereignisse oder Bedingungen, die, wenn sie eintreten wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnten²⁷. Sind FMT bzw. FB der Auffassung, dass

²⁵ Erwägungsgründe 5, 9, 10 und 19 der SFDR.

²⁶ Erwägungsgründe 5 der SFDR.

²⁷ Art. 2 Ziff. 22 SFDR.

Nachhaltigkeitsrisiken für das Anlageprodukt keine Rolle spielen, sind sie verpflichtet dies anzugeben und eine Begründung abzugeben.²⁸ Solche Anlageprodukte werden häufig auch als sogenannte „Artikel 6-Produkte“ bezeichnet, da sie Nachhaltigkeitsaspekte nicht oder nur eingeschränkt berücksichtigen.

FMT sind ferner verpflichtet, in den vorvertraglichen Dokumenten zu erläutern, ob und wie in einem Anlageprodukt die „wichtigsten“ nachteiligen Auswirkungen („principal adverse impacts, PAI) auf „Nachhaltigkeitsfaktoren“ Berücksichtigung finden. Als „Nachhaltigkeitsfaktoren“ gelten dabei Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung²⁹. Falls sie keine Berücksichtigung finden, müssen sie auf diese Nichtberücksichtigung hinweisen.³⁰

FMT und FB müssen darüber hinaus zusätzliche Angaben in den vorvertraglichen Dokumenten aufnehmen, sofern ein Anlageprodukt Nachhaltigkeitsmerkmale aufweist und als Produkt mit ökologischen oder/und sozialen Merkmalen beworben wird („hellgrüne“ Anlageprodukte bzw. Art. 8-Produkte). So dann müssen sie angeben, wie diese Nachhaltigkeitsmerkmale erfüllt werden und ggf. ob und wie ein bestimmter Index, der als Referenzwert bestimmt wurde, mit diesen Merkmalen vereinbar ist.³¹

Streben FMT und FB mit einem Anlageprodukt eine „nachhaltige Investition“ an („dunkelgrüne“ Anlageprodukte bzw. Art. 9-Produkte) und wird ein Index als Referenzwert bestimmt, müssen sie in den vorvertraglichen Dokumenten Informationen darüber bereitstellen wie dieser Index auf die Ziele der Investition ausgerichtet ist. Wenn kein solcher Index festgelegt wurde müssen sonstige Angaben gemacht werden, wie die Ziele erreicht werden sollen.³²

3.2.4.2 Offenlegung auf Websites

FMT müssen auf ihren Websites produktbezogene Angaben sowohl zu ihren „hellgrünen“ als auch zu ihren „dunkelgrünen“ Anlageprodukte machen. So müssen sie dort insbesondere die ökologischen oder sozialen Merkmale (Art. 8-Produkte) bzw. die nachhaltigen Investitionsziele (Art. 9-Produkte) beschreiben.³³

3.2.4.3 Regelmäßige Berichte

Auch in ihren regelmäßigen Berichten müssen FMT nachhaltigkeitsbezogene Informationen aufnehmen. Sie müssen dort Angaben dazu machen, inwieweit bei ihren hellgrünen Anlageprodukten die beworbenen Nachhaltigkeitsmerkmale auch erfüllt wurden. Bei dunkelgrünen Anlageprodukten gilt es über deren erzielte Gesamtnachhaltigkeitswirkung zu berichten.³⁴

3.2.2 Offenlegungen auf Unternehmensebene

FMT und FB müssen nachhaltigkeitsbezogene Informationen, die die Ebene des Unternehmens betreffen, auf ihren Websites zur Verfügung stellen. Dort müssen sie insbesondere Angaben machen (1) zu ihren Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei ihren Investitionsentscheidungen

²⁸ Art. 6 der SFDR.

²⁹ Art. 2 Ziff. 22 SFDR.

³⁰ Art. 7 der SFDR.

³¹ Art. 8 der SFDR.

³² Art. 9 SFDR.

³³ Art. 10 SFDR.

³⁴ Art. 11 SFDR.

bzw. im Rahmen ihrer Beratungstätigkeit,³⁵ (2) zu den „wichtigsten“ nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (FMT) bzw. inwiefern sie als Berater die „wichtigsten“ nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen (FB)³⁶ und (3) inwiefern ihre jeweilige Vergütungspolitik mit der Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in Einklang steht³⁷.

Für die Offenlegung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen gilt dabei ein „comply or explain“-Verfahren. Werden die Auswirkungen berücksichtigt („comply“) muss u.a. eine „Erklärung über Strategien zur Wahrung der Sorgfaltspflicht im Zusammenhang mit diesen Auswirkungen“ abgegeben werden. Werden sie hingegen nicht berücksichtigt, muss dies begründet werden. Für FMT, die mehr als 500 Mitarbeiter beschäftigen, gilt das Verfahren nicht. Sie müssen in jedem Fall (verpflichtendes „comply“) eine solche Erklärung auf ihren Websites abgeben.³⁸

³⁵ Art. 3 der SFDR.

³⁶ Art. 4 der SFDR.

³⁷ Art. 5 der SFDR.

³⁸ Art. 4 der SFDR.

4 Welche zentralen Problematiken haben sich in der Praxis gezeigt

4.1 Problematik 1: Nachhaltigkeit nach SFDR und grüner Taxonomie

Die SFDR und die Verordnung zur grünen Taxonomie nutzen teils verschiedene Nachhaltigkeitskonzepte, was zu Rechtsunsicherheiten, zu Schwierigkeiten in der Rechtsanwendung und zu höheren administrativen Aufwänden führt (s. auch Tabelle 2).³⁹ Bereits im Jahr 2019 wurde in einem [cepAdhoc](#) zur SFDR auf diese Problematik hingewiesen⁴⁰:

- Die SFDR stellt auf das Konzept der „nachhaltigen Investition“ ab. Als solche werden Investitionen in wirtschaftliche Tätigkeiten betrachtet, die zur Erreichung eines Umweltziels oder zur Erreichung eines sozialen Ziels beitragen und keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen. Zudem müssen die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden.⁴¹
- Die grüne Taxonomie stellt auf das Konzept einer „ökologisch nachhaltigen Investition“ ab. Als solche werden Investitionen in wirtschaftliche Tätigkeiten betrachtet, die einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umweltziele leisten, nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung dieser Umweltziele führen, einen festgelegten Mindestschutz⁴² wahren und von der Kommission festgelegte technische Bewertungskriterien erfüllen.⁴³

Tab. 2: Nachhaltigkeit nach SFDR vs. grüner Taxonomie

Eine wirtschaftliche Tätigkeit gilt nach SFDR als nachhaltig, wenn	Eine wirtschaftliche Tätigkeit gilt nach grüner Taxonomie als nachhaltig, wenn
sie zur Erreichung eines Umweltziels oder eines sozialen Ziels beiträgt,	sie wesentlich zur Erreichung eines oder mehrerer Umweltziele beiträgt,
das Umweltziel und/oder das soziale Ziel nicht erheblich beeinträchtigt, und	die Umweltziele nicht erheblich beeinträchtigen,
das Unternehmen, in das investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwendet	sie unter Einhaltung eines Mindestschutzes erbracht wird, und
–	von der Kommission festgelegte technische Bewertungskriterien erfüllt.

Eigene Darstellung

In der Praxis hat sich nun gezeigt, dass unter FMT aufgrund der Diskrepanz in den Definitionen Unsicherheiten darüber entstanden, ob eine „ökologisch nachhaltige Investition“ nach der Taxonomie immer automatisch auch als „nachhaltige Investition“ im Sinne der SFDR gelten kann, oder ob dies zunächst gesondert geprüft werden muss.⁴⁴ Dies ist aufgrund bestehender Wechselwirkungen

³⁹ Diese wurden bereits durch eine Rechtsauslegung durch die EU-Kommission teilweise ausgeräumt. [EU-Kommission (2023e), Bekanntmachung der Kommission zur Auslegung und Umsetzung bestimmter Rechtsvorschriften der EU-Taxonomieverordnung und zu den Verbindungen zur Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten, 2023/C 211/01]. Die Problematik des Rückgriffs auf verschiedene Nachhaltigkeitskonzepte bleibt aber grundsätzlich bestehen.

⁴⁰ Philipp Eckhardt, Anne-Carine Pierrat und Dr. Bert Van Roosebeke (2019), [cepAdhoc](#), Disclosures on Sustainability – The new European Regulation for the financial services sector, cep, 25. Juni 2019.

⁴¹ Art. 2 Ziff. 17 SFDR.

⁴² Damit Wirtschaftstätigkeiten als ökologisch nachhaltig betrachtet werden können, müssen sie Mindestschutzvorschriften genügen. Dazu zählen etwa die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen, die Leitprinzipien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte oder auch die Erklärung über die grundlegenden Prinzipien und Rechte bei der Arbeit durch die Internationale Arbeitsorganisation (IAO). Zudem müssen sich die Unternehmen an den Grundsatz der „Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen“ nach SFDR halten. [Art. 18 grüne Taxonomie]

⁴³ Art. 2 Ziff. 1 und Art. 3 grüne Taxonomie.

⁴⁴ Nach der Rechtsauslegung der Kommission können Investitionen in taxonomiekonforme „ökologisch nachhaltige“ Wirtschaftstätigkeiten zumeist automatisch als „nachhaltige Investitionen“ eingestuft werden [EU-Kommission (2023e)].

zwischen den beiden Rechtsakten von Relevanz. Denn nach der grünen Taxonomie müssen die nach der SFDR vorgeschriebenen nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungen in vorvertraglichen Dokumenten und regelmäßigen Berichten, die (1) hellgrüne Art. 8-Produkte betreffen und ökologische Merkmale bewerben, oder (2) dunkelgrüne Art. 9-Produkte betreffen und zu einem Umweltziel beitragen, auch eine Beschreibung enthalten, wie und in welchem Umfang die Investitionen solche in Wirtschaftstätigkeiten sind, die als ökologisch nachhaltig im Sinne der grünen Taxonomie einzustufen sind. Das bedeutet, dass FMT bei ökologisch-orientierten Art. 8- und Art. 9-Produkten offenlegen müssen, inwiefern und zu welchem Grad diese mit der Taxonomie konform sind.⁴⁵ Dies ist jedoch durch die unterschiedlichen Nachhaltigkeitsansätze nicht trivial und stellt(e) die FMT vor Herausforderungen. Dies betrifft insbesondere solche FMT, die mit der Taxonomie kompatible Investitionen in ihren Art. 8- bzw. Art. 9-Produkte berücksichtigen.⁴⁶

4.1.1 Idee: Überarbeitung des Konzepts der „nachhaltigen Investition“ nach SFDR

Auch wenn die Kommission im Rahmen ihrer Konsultation zur SFDR kein Konzept zur Behebung der Problematik der Diskrepanz der Nachhaltigkeitsdefinitionen nach SFDR und grüner Taxonomie erkennen lässt, scheint ihr durchaus bewusst zu sein, dass der Nachhaltigkeitsansatz der „nachhaltigen Investition“ in der SFDR nicht hinreichend klar ist und insbesondere Rechtsunsicherheiten, Reputationsrisiken, Wettbewerbsverzerrungen und Grünfärberei Vorschub leistet und letztlich dazu führt, dass der Sustainable-Finance-Rechtsrahmen nicht so effektiv wirken kann, wie gewünscht.⁴⁷ Es ist daher damit zu rechnen, dass die Kommission eine Überarbeitung des Konzepts der „nachhaltigen Investition“ nach SFDR anstrebt.

4.1.2 Bewertung

Die Stellungnahmen der Teilnehmer der SFDR-Konsultation machen deutlich, dass die Kommission mit ihrer Vermutung richtig liegt, dass die Unterschiede hinsichtlich der Definition der Nachhaltigkeit einer Investition nach SFDR vs. grüner Taxonomie zu vielen Schwierigkeiten, doppelten Aufwänden und Ineffizienzen in der Rechtsanwendung führen.⁴⁸ Die definitorische Uneinheitlichkeit führt zu einem mangelhaften Zusammenspiel dieser beiden zentralen Sustainable-Finance Rechtsake und schmälert deren praktische Wirksamkeit. Eine Überarbeitung erscheint daher dringend geboten. Um hier zu einer sinnvollen Lösung zu gelangen, gilt es sich zunächst nochmals auf die zentralen Unterschiede zu konzentrieren. Diese liegen insbesondere darin, dass

- die SFDR einen breiten Nachhaltigkeitsansatz verfolgt, der neben ökologischen auch soziale Ziele in den Blick nimmt, während die grüne Taxonomie nur auf die Erreichung ökologischer Ziele abstellt,⁴⁹

⁴⁵ Art. 5 und 6 der grünen Taxonomie i.V.m. Art. Art. 8 und 9 der SFDR.

⁴⁶ Laut Kommission sind 38% der Befragten der Konsultation zum SFDR-Review der Meinung, dass die Rechtsauslegung der Kommission hinreichend Klarheit über das definitorische Zusammenspiel zwischen SFDR und der grünen Taxonomie geschaffen hat. Viele Befragte verlangen jedoch weitere Anstrengungen. [EU-Kommission (2024)]

⁴⁷ Siehe Fragen 1.6 und 1.7 der SFDR- Konsultation [EU-Kommission (2023d)].

⁴⁸ Während über die Frage, wie die Diskrepanzen bei den Nachhaltigkeitsansätzen überwunden werden sollte, Uneinigkeit besteht, sind 82% der Konsultationsteilnehmer der Auffassung, dass das Konzept der "nachhaltigen Investition", nicht klar genug ist. Zudem sieht die Mehrheit der Befragten darin Rechtsunsicherheiten (233 von 296), Reputationsrisiken (237 von 297) sowie zu Grünfärberei- und Fehlverkaufs-Risiken (237 von 294). [EU-Kommission (2024)]

⁴⁹ Die SFDR-Definition erfasst somit über die grüne Taxonomie hinausgehende Investitionen mit ökologischen und sozialen Zielen. Indem sie bezogen auf die ökologischen Ziele der Taxonomie zudem eine andere Nachhaltigkeitsdefinition zulässt schafft sie eine Regelungslücke und verhindert somit ein einheitliches rechtsaktsübergreifendes Nachhaltigkeitsverständnis. [EU Platform on Sustainable Finance (2023)]

- die SFDR keine detaillierten technischen Kriterien zur Bewertung der ökologischen bzw. sozialen Nachhaltigkeit vorgibt⁵⁰, während eine wirtschaftliche Tätigkeit nach der grünen Taxonomie solche Kriterien erfüllen muss, um als ökologisch nachhaltig eingestuft werden zu können, und
- die SFDR auf ein anderes Konzept als die grüne Taxonomie setzt, um zu prüfen, ob eine Investition sozialen Zielen schadet oder nicht; die SFDR setzt hier auf die Untersuchung, ob soziale Ziele wesentlich beeinträchtigt sind („do not significantly harm, DNSH“) und Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung angewendet werden, während die grüne Taxonomie auf das Konzept der Prüfung der Wahrung eines Mindestschutzes zurückgreift.

Eine Reform der SFDR – und zusätzlich ggf. auch der grünen Taxonomie – sollte demnach daran ansetzen, diesen drei Diskrepanzen zu begegnen.⁵¹

Als erster Schritt gilt es, dem interpretationsbedürftigen, weiten und wenig konkreten SFDR-Ansatz ein klareres, einheitlicheres und auf Kriterien basierendes Fundament zu geben. Dies würde zwar den Spielraum der FMT einengen und mit einer Limitierung bestehender Marktpraktiken einhergehen, aber für eine höhere Kohärenz und Konsistenz sorgen und einen eindeutigeren Rahmen für die „Spielwiese“ abstecken, innerhalb derer sich Investitionen mit einem „Nachhaltigkeitsanstrich“ bewegen dürfen. Gerade im Hinblick auf „ökologisch nachhaltige Investitionen“ wurde hierfür im Rahmen der grünen Taxonomie bereits ein auf Kriterien basiertes regulatorisches Korsett entwickelt, welches zwar noch unvollständig ist⁵², jedoch eine gute Basis bietet, auf die die SFDR aufbauen sollte. Folglich sollte eine Investition im Sinne der SFDR künftig dann als „ökologisch nachhaltig“ gelten, wenn sie die relevanten technischen Bewertungskriterien der grünen Taxonomie erfüllt. Bevor dieser Grundsatz greift, sollte die Kommission jedoch vorab noch für all jene wirtschaftlichen Tätigkeiten Bewertungskriterien vorlegen, bei denen diese bis dato fehlen. Mit dieser Herangehensweise würde zumindest eine Annäherung zwischen den beiden Regelwerke bezüglich grüner Investitionen erreicht.

Als zweiten Schritt gilt es eine Überwindung der Diskrepanzen beim Umgang mit „sozial“ nachhaltigen Investitionen zu erreichen. Diese Überwindung erscheint ungleich schwerer. Denn während es eine „grüne“ Taxonomie gibt, die Kriterien für ökologisch nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten vorgibt, existiert eine „soziale“ Taxonomie bisher nicht und die Kommission hat in jüngster Vergangenheit auch wenig Interesse daran gezeigt, eine solche in naher Zukunft entwickeln zu wollen. Die Verwendung des im vorherigen Absatz beschriebenen Ansatzes ist bei sozialen Investitionen demnach nicht ohne weiteres möglich. Aufgrund der Tatsache, dass es auch ungleich schwerer ist, soziale wirtschaftliche Tätigkeiten in objektiver Weise zu klassifizieren und einer Bewertung hinsichtlich ihrer sozialen Erwünschtheit zu unterziehen, wäre die Entwicklung einer sozialen Taxonomie auch wenig erstrebenswert. Folglich sollte bei sozialen wirtschaftlichen Tätigkeiten der Fokus weiterhin auf einem weniger auf Kriterien basierendem Konstrukt liegen, sondern eine prinzipienbasierte Herangehensweise im Vordergrund stehen. Um dieser Herangehensweise dennoch einen gewissen Rahmen vorzugeben und für ein Minimum an Einheitlichkeit bei den Marktpraktiken zu sorgen, könnte die Kommission mit Unterstützung der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) Leitlinien entwickeln, die

⁵⁰ Wie auch die EU-Plattform für nachhaltiges Finanzwesen hervorhebt, macht die SFDR keine Mindestvorgaben zur Definition der wesentlichen Parameter einer „nachhaltigen Investition“. FMT können daher für jede Investition mangels Vorgaben eigene Einschätzungen vornehmen und die Kriterien, auf denen sie beruhen, offenlegen. [EU Platform on Sustainable Finance (2023), S. 18]

⁵¹ Eine einheitlichere Betrachtung erscheint auch vor dem Hintergrund geboten, dass viele Kleinanleger die Unterscheidung nicht verstehen oder fehlinterpretieren, was zu verzerrten Investitionsentscheidungen führen kann.

⁵² Bis dato wurden nur für bestimmte wirtschaftliche Tätigkeiten und Sektoren Bewertungskriterien festgelegt. Für andere wirtschaftliche Tätigkeiten und Sektoren liegen diese jedoch noch nicht vor.

FMT Hinweise dafür bereithält, welche Metriken und Indikatoren sie zur Beurteilung der sozialen Nachhaltigkeit einer Investition verwenden können/sollten.

Als dritten Schritt bedarf es für die Prüfung, ob eine Investition zu Beeinträchtigungen bei der Erreichung von Nachhaltigkeitszielen führt, eines einheitlicheren Ansatzes. Das Abstellen einerseits auf das DNSH-Verfahren (ökologisch und sozial) und auf Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung bei der SFDR und andererseits auf das DNSH-Verfahren (nur ökologisch) in Kombination mit der Einhaltung eines Mindestschutzes bei der grünen Taxonomie, ist wenig sachdienlich. Es führt bei den Marktteilnehmern zu hohen administrativen Aufwänden und Kosten, ohne einen direkten Mehrwert zu generieren. Zur Vereinfachung des Regelwerks wäre es sinnvoll, sich auf eines der beiden Ansätze zu fokussieren und den dann gewählten Ansatz genauer zu spezifizieren.

Sollte die Kommission, wider Erwarten, zu der Überzeugung gelangen, an den bestehenden unterschiedlichen Ansätzen der SFDR und der grünen Taxonomie festhalten zu wollen, was nicht der zielführendste Weg wäre, ist zumindest eine weitere Konkretisierung des Zusammenspiels bzw. der Wechselwirkungen der beiden Konzepte in der Level 1-Gesetzgebung in Betracht zu ziehen. Dies würde die Rechtssicherheit stärken und die Notwendigkeit von Interpretationshilfen vonseiten der EU-Kommission schmälern.

4.2 Problematik 2: Interaktion der SFDR mit der CSRD

4.2.1 Unstimmigkeiten („mismatch“) bei den Anwendungszeiträumen

Die mit der SFDR eingeführten EU-weit geltenden nachhaltigkeitsbezogene Transparenzvorschriften gegenüber Endanlegern gelten grundsätzlich seit März 2021 und wurden anschließend schrittweise scharf gestellt. Damit FMT diese in adäquater Weise erfüllen können, sind sie ihrerseits jedoch auf Informationen von jenen Unternehmen angewiesen, in die investiert werden soll. Die Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD) wurde insbesondere auch vor diesem Hintergrund etabliert. Die dort verankerten EU-weit einheitlichen Berichtspflichten sollten insbesondere sicherstellen, dass alle von der CSRD erfassten Unternehmen, die Informationen zu Nachhaltigkeitsaspekten offenlegen, die die FMT ihrerseits benötigen, um den Offenlegungsanforderungen der SFDR genüge tragen zu können. Die Fähigkeit der FMT ihren Transparenzpflichten ordnungsgemäß nachkommen zu können, ist also stark von der Berichtstätigkeit der von der CSRD betroffenen Unternehmen abhängig. Für zahlreiche, neu von der CSRD erfassten Unternehmen – u.a. Unternehmen zwischen 250 und 500 Mitarbeitern und börsennotierte KMU – findet die Richtlinie jedoch erst ab dem Jahr 2025 oder noch später Anwendung.⁵³ Da FMT ihrerseits schon früher den nachhaltigkeitsbezogenen SFDR-Offenlegungsanforderungen nachkommen müssen, und ihnen dafür mithin die nötigen Daten fehlen, sind die offengelegten Informationen regelmäßig nicht zu 100% valide, da sie dann oftmals auf Untersuchungen und Schätzungen der FMT beruhen (müssen). Der „mismatch“ bei den Anwendungszeiträumen der beiden Rechtsakte schmälert somit die Aussagekraft bzw. -fähigkeit von so mancher durch FMT offengelegten Informationen. Eine ähnliche Problematik besteht durch im Rahmen der grünen Taxonomie eingeführte Offenlegungspflichten. Diese sehen vor, dass FMT bezüglich Anlageprodukten, die nachhaltige Investitionen zum Ziel haben, Kennzahlen offenlegen müssen, die angeben, zu welchem Anteil die Produkte taxonomiekonform investiert sind. Auch hier sind die offenlegungspflichtigen Finanzunternehmen in der Regel auf Daten angewiesen, die im

⁵³ Die CSRD gilt ab Januar 2024 für große kapitalmarktorientierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern, ab 2025 für alle große Unternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern, ab 2026 (bzw. im Ausnahmefall 2028) für alle börsennotierten KMU, und ab 2028 für Unternehmen mit Sitz im EU-Ausland und einem Umsatz von über 150 Mio. Euro.

Rahmen der CSRD veröffentlicht werden und die ihnen mithin zum Start der Berichtspflicht regelmäßig fehl(t)en).

Ein solcher Mangel kann auch durch die nur schrittweise Einführung von CSRD-Berichtsansforderungen entstehen. Laut den im Rahmen der CSRD durch einen delegierten Rechtsakt festgelegten EU-Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (ESRS) können beispielsweise Unternehmen mit weniger als 750 Beschäftigten zunächst von bestimmten Angaben absehen. Sie müssen erst nach einer Übergangsfrist bereitgestellt werden. Dies betrifft etwa Angaben zu Scope-3-Treibhausgasemissionen, zur eigenen Belegschaft, zur biologischen Vielfalt oder zu in der Wertschöpfungskette tätigen Mitarbeitern. Zudem können erfasste Unternehmen, unabhängig von ihrer Mitarbeiterzahl, beispielsweise von Angaben zu erwarteten finanziellen Auswirkungen im Zusammenhang mit nicht klimabezogenen Umweltproblemen zunächst absehen.⁵⁴ Auch hierdurch haben es FMT schwer, ihre eigenen Offenlegungspflichten – zumindest in einer Übergangsphase – in adäquater Weise zu erfüllen.

4.2.2 Beschränkter Anwenderkreis der CSRD

Zwar erweitert die CSRD den Kreis der Unternehmen, die zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet sind, massiv. Jedoch gelten die Berichtsansforderungen – aus Gründen der Wahrung der Verhältnismäßigkeit und zur Vermeidung unnötiger Verwaltungsaufwände – nicht für alle Unternehmen. Insbesondere kleine und mittelgroße Unternehmen – etwa jene mit weniger als 250 Mitarbeitern – sind von den CSRD Anforderungen befreit.⁵⁵ Auch für bestimmte Drittstaatsunternehmen greift die CSRD nicht. Diese an sich plausible Regelung hat jedoch wiederum Rückwirkungen auf die Fähigkeit von FMT, die SFDR-Offenlegungsansforderungen erfüllen zu können.

4.2.4.1 Idee: Nutzung von Schätzwerten und direkte Adressierung der nicht-berichtspflichtigen Unternehmen

Die Kommission ist sich bewusst, dass durch den beschränkten Anwenderkreis der CSRD Datenlücken entstehen. Sie scheint zur Lösung in erster Linie darauf zu setzen, dass FMT, bei Unternehmen, die außerhalb des Geltungsbereichs der CSRD zu verorten sind, auf Schätzungen zurückgreifen und sie sich selbst an diese Unternehmen wenden, um an fehlende nachhaltigkeitsbezogene Informationen zu kommen. Eine konkrete regulatorische Herangehensweise zur Adressierung der Problematik ist jedoch bis dato nicht ersichtlich.

4.2.4.2 Bewertung

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen nach CSRD stellt für FMT die zentrale Quelle dar, um an Informationen zu gelangen, die sie selbst zur Erfüllung der SFDR-Offenlegungspflichten benötigen. Durch die Tatsache, dass zahlreiche Unternehmen von der CSRD befreit sind, entstehen unweigerlich Datenlücken und, sofern Daten dennoch vorliegen, sind sie regelmäßig von unterschiedlicher Qualität und nur schwer vergleichbar. FMT, die demnach (relativ) stark in Unternehmen investiert sind, die von der CSRD befreit sind, oder in diese investieren wollen, müssen demnach mit höheren Aufwänden bei der Suche nach validen und aussagekräftigen ESG-Informationen rechnen, als

⁵⁴ EU-Kommission (2023x), C(2023) 5303, Delegierte Verordnung (EU) .../... der Kommission vom 31.7.2023 zur Ergänzung der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung.

⁵⁵ In der Praxis werden Unternehmen, die nicht in den Anwendungsbereich der CSRD fallen, zwar nicht gesetzlich verpflichtet sein, Nachhaltigkeitsinformationen bereitzustellen. Jedoch werden sie vielfach mittelbar dazu quasi gezwungen sein, etwa weil Abnehmer ihrer Produkte und Dienstleistungen ihrerseits Daten über die Nachhaltigkeit ihrer Wertschöpfungskette preisgeben müssen.

solche, die in Unternehmen investiert sind, die von der der CSRD erfasst sind. Das kann jedoch Fehlanreizen und einer indirekten Lenkung von Kapital hinzu Unternehmen Vorschub leisten, die Teil des Anwendungsbereichs der CSRD sind. Dass Datenlücken für FMT eine große Herausforderung darstellen, hat auch die Konsultation der Kommission zum SFDR-Review deutlich offengelegt.⁵⁶ Nun stellt sich die Frage, wie dieser Problematik am besten begegnet werden kann. Auf Schätzwerte oder auch das Engagement der FMT allein zu setzen – die vermeintliche Herangehensweise der Kommission –, erscheint jedenfalls nicht ausreichend. Vielmehr sollte darüber nachgedacht werden, den Anwendungsbereich der CSRD zu erweitern, um die bestehenden Datenlücken zu schließen bzw. zumindest zu verkleinern. Diese Forderung mag verwundern, zielen die bestehenden CSRD-Geltungsbereichsausnahmen doch darauf ab, die Verhältnismäßigkeit zu wahren und eine übermäßige Belastung insbesondere von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu verhindern. Deren Befreiung sorgt aber nicht nur für Wettbewerbsverzerrungen vis-à-vis inkludierten Unternehmen, sondern suggeriert auch, dass große Unternehmen per se eine negativere Nachhaltigkeitsperformance aufweisen. Statt daher die Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten vordergründig an der Größe eines Unternehmens auszurichten, sollten vielmehr einheitliche, verhältnismäßige Mindestberichtsvorgaben für alle Unternehmen gelten. Im Sinne eines risikobasierten Ansatzes sollte sodann all jene Unternehmen oder Sektoren, mit „problematischen“ Nachhaltigkeitsprofilen ergänzende Angaben machen müssen. Damit wäre auch sichergestellt, dass FMT Zugriff auf und Zugang zu einem Grundstock an nachhaltigkeitsbezogenen von einer Vielzahl von Unternehmen haben, was es ihnen erleichtern dürfte, ihre SFDR-Transparenzanforderungen zu erfüllen. Allein darauf zu hoffen, dass von der CSRD nicht erfasste Firmen freiwillig relevante Daten bereitstellen, dürfte nicht genügen, zumal damit nicht sichergestellt wäre, dass diese sowohl in hoher als auch in vergleichbarer Qualität bereitgestellt würden.

4.2.3 Berichterstattung zu „wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“

Nach der SFDR müssen FMT mit mehr als 500 Mitarbeiter auf Unternehmensebene Angaben zu den „wichtigsten“ nachteiligen Auswirkungen (principal adverse impacts, PAI) ihrer Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (FMT) auf ihren Websites zur Verfügung stellen. FMT mit weniger als 500 Mitarbeitern sowie FB können davon absehen, müssen dies aber begründen.⁵⁷ Macht ein FMT Angaben zu den PAI, muss er eine Reihe quantitativer Nachhaltigkeitsindikatoren für nachteilige Auswirkungen offenlegen. Dabei sind einige Indikatoren verpflichtender („Kernindikatoren“) und einige freiwilliger („zusätzliche Indikatoren“) Natur. Um es den FMT zu erleichtern, diese Indikatoren auch bereitstellen zu können, wurden viele von ihnen auch in die EU-Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (ESRS) eingepflegt.⁵⁸ Nun gilt für die ESRS eine Wesentlichkeitsvorbehalt. Nach der CSRD berichtspflichtige Unternehmen können alle Standards sowie Angabepflichten und Datenpunkte innerhalb jedes Standards einer Bewertung der Wesentlichkeit unterziehen.⁵⁹ Kommen sie zu der Einschätzung, dass ein Aspekt nicht wesentlich ist, müssen sie hierüber auch nicht zwingend berichten. Dies gilt jedoch auch für die PAI-Indikatoren. Das bedeutet, dass von der CSRD erfasste Unternehmen in ihre Nachhaltigkeitsberichte gegebenenfalls bestimmte PAI-Indikatoren nicht aufnehmen (müssen),

⁵⁶ Laut den Konsultationsergebnissen haben 98% der FMT Schwierigkeiten von guter Qualität zu erhalten. 53% arbeiten in (sehr) großem Umfang mit Unternehmen zusammen, in die sie investiert haben, um von ihnen fehlende Daten zu erhalten, und 88% monieren, dass die Erfüllung der rechtlichen Anforderungen der SFDR durch Datenlücken erschwert wird.

⁵⁷ Art. 4, SFDR.

⁵⁸ EU-Kommission (2023x).

⁵⁹ Dies gilt nicht für Angabepflichten, die im Standard „Allgemeine Angaben“ festgelegt sind. Diese sind immer wesentlich.

wenn sie diese für nicht wesentlich im Sinne der „doppelten Wesentlichkeit“⁶⁰ erachten. Auf der anderen Seite sind FMT im Rahmen der SFDR jedoch verpflichtet, die Kernindikatoren auch dann bereitzustellen, wenn sie diese für nicht wesentlich für ihre Investitionen erachten.

4.2.4.1 Bewertung

Die geschilderte Problematik führt nun dazu, dass es FMT regelmäßig an den nötigen Informationen vonseiten der von der CSRD erfassten Unternehmen mangelt. Ihre Fähigkeiten, selbst in ausreichendem und regulatorisch gefordertem Maße auch über nicht-wesentliche Nachhaltigkeitsaspekte berichten zu können, sind beschränkt und das obwohl sie zur Berichterstattung verpflichtet sind. Die Problematik wird zudem gewichtiger, da auch hier die Unstimmigkeiten mit den Anwendungszeiträumen zwischen CSRD und SFDR (s. Kapitel [4.3.1](#)) sowie dem Anwenderkreis (s. Kapitel [4.3.2](#)) zum Tragen kommen. Dies kann sodann zu einer ungenauen und schwer vergleichbaren Berichterstattung der FMT führen und letztlich zu Fehlurteilen auf Seiten der Endanleger als Hauptadressaten der SFDR-Offenlegungspflichten führen. Nun bieten sich als Lösung für die Problematik mehrere Optionen an. Erstens könnten die unter die CSRD fallenden Unternehmen auch dazu verpflichtet werden, in jedem Fall auch über nicht-wesentliche Nachhaltigkeitsaspekte berichten zu müssen. So würden etwaige Datenlücken auf Seiten der FMT am ehesten geschlossen. Zweitens könnten sie ermutigt bzw. angereizt werden, die Datenlücken freiwillig zu schließen und die relevanten Informationen auch ohne regulatorische Verpflichtung bereitzustellen. Als dritte Lösungsoption böte sich zudem an, die FMT ihrerseits bei den Offenlegungspflichten zu entlasten. Kommt beispielsweise ein der CSRD unterliegendes Unternehmen zu dem Urteil, das ein Datenpunkt als nicht-wesentlich zu betrachten ist, sollte ein FMT diese Einschätzung quasi übernehmen können. FMT könnten diese, als nicht-wesentlich eingestuft Informationen dann auch bei ihren Offenlegungspflichten zu den PAI ihrer Investitionsentscheidungen unberücksichtigt lassen und sich auf die wesentlichen („material“) Angaben konzentrieren.

Im Rahmen des Reviews der SFDR sollte sich die Kommission auf die dritte Variante fokussieren. Denn ganz generell ist die Beschränkung auf die wirklich „wesentlichen“ Informationen, Datenpunkte und Indikatoren sachdienlich. Alle anderen Informationen, Datenpunkte und Indikatoren sind regelmäßig nicht entscheidungsrelevant und mithin häufig redundant. Eine solche Konzentration mindert auch die Gefahr des Überfrachtens mit zum Teil unnötigen Informationen und senkt administrative Lasten. Zudem würde sie auch nicht bedeuten, dass die Bereitstellung zusätzlicher (nicht-wesentlicher) Informationen komplett ausbleiben muss. Man könnte FMT diskretionären Spielraum belassen, diese freiwillig bereitstellen. Wichtig bleibt jedenfalls möglichst einen Gleichlauf bzw. Konsistenz zwischen CSRD und SFDR herzustellen, damit Offenlegungen möglichst einheitlich, rechtssicher und anwender- bzw. nutzerfreundlich erfolgen. Alternativ ist auch darüber nachzudenken, die hier thematisierten SFDR-Offenlegungen ganz von der Verordnung zu befreien und darauf zu setzen, dass die entsprechenden Angaben im Rahmen der CSRD bereitgestellt werden (s. dazu auch Kapitel [4.3.4.2](#))

4.2.4 Doppelte Berichterstattung zu „wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“

Wie in Kapitel 4.3.3 beschrieben, müssen bzw. können FMT nach der SFDR-Informationen zu den wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen ihrer Investitionsentscheidungen auf Unternehmensebene offenlegen. Gleichzeitig sind einige (nicht alle) der berichtspflichtigen FMT nach SFDR – z.B. Vermögensverwalter, Banken und Versicherungen – auch den Berichtspflichten der CSRD

⁶⁰ „Doppelte Wesentlichkeit“ meint, dass Unternehmen sowohl die Auswirkungen ihrer Tätigkeiten auf Nachhaltigkeitsaspekte („Inside-out-Perspektive“) als auch die Auswirkungen von Nachhaltigkeitsaspekten auf ihren Geschäftsverlauf, ihr Geschäftsergebnis und die Lage ihres Unternehmens („Outside-in-Perspektive“) in den Blick nehmen müssen.

unterworfen, die ähnliche Offenlegungen auf Ebene der Unternehmen vorsehen.⁶¹ Für die betroffenen FMT entsteht dadurch die Notwendigkeit ähnlich gelagerte Informationen in unterschiedlicher Weise einmal im Rahmen der SFDR und einmal im Rahmen der CSRD veröffentlichen zu müssen.

4.2.4.1 Idee: Straffung der Offenlegungspflichten auf Unternehmensebene

Die Kommission macht sich darüber Gedanken, ob bestimmte SFDR-Offenlegungen auf Unternehmensebene abgebaut bzw. abgeschafft werden könnten. Sie stellt in Frage, ob die SFDR hierfür immer der richtige Ort ist und bringt eine Straffung der Angaben auf Unternehmensebene in den verschiedenen Rechtsakten ins Spiel.

4.2.4.2 Bewertung

Die Intention der Kommission sich überlappende, inkonsistente und doppelte Offenlegungsanforderungen für FMT möglichst vermeiden zu wollen, ist zu begrüßen. Alles andere führt zu unnötigen Mehraufwänden und bürokratischen Belastungen auf Seiten der FMT und steht einem effektiven, adressatengerechten und verhältnismäßigem Rechtsrahmen entgegen. Tatsächlich besteht erhebliches Potenzial darin, die ähnlich gelagerten Transparenzpflichten der SFDR und der CSRD zu entschlacken. Zielführend wäre hier, die produktbezogenen Angabepflichten in der SFDR zu konzentrieren, da diese in der Regel auch im Fokus der Investoren bei etwaigen Investitionsentscheidungen stehen.⁶² Unternehmensbezogenen Angaben zu den wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sollten nicht länger im Vordergrund stehen und entweder ganz aus der SFDR verschwinden oder sich nur noch eng begrenzt auf einige zentrale Indikatoren beschränken. Stattdessen sollten Informationen auf Unternehmensebene allein bzw. vordergründig im Rahmen der CSRD bereitgestellt werden müssen. FMT sollten jedoch die Möglichkeit haben, auf freiwilliger Basis, solche Informationen auch in ihre SFDR-Offenlegungen zu integrieren, insbesondere auch all jene, die nicht von der CSRD erfasst sind.

4.3 Problematik 3: Wettbewerbsverzerrung zwischen Anbietern nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Anlageprodukte

Mit der SFDR wurden EU-weit nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten für den Finanzsektor auf Produktebene festgelegt (s. auch Kapitel [3.2.1](#)). Diese Pflichten treffen dabei Anlageprodukte, die keine expliziten Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen oder -leistungen versprechen (Art. 6-Produkte), in geringerem Maße als solche, die Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen und als Produkt mit ökologischen oder/und sozialen Merkmalen beworben werden (Art. 8-Produkte) bzw. als solche mit denen eine „nachhaltige Investition“ angestrebt wird (Art. 9-Produkte). Diese Diskrepanz an verlangter Transparenz führt dazu, dass das Anbieten bzw. Bewerben von „nachhaltigen“ Anlageprodukten mit vergleichsweise strengeren bürokratischen Lasten verbunden ist als es bei anderen Produkten der Fall ist.

⁶¹ Laut CSRD müssen Unternehmen in ihrer Nachhaltigkeitsberichterstattung eine Beschreibung der „wichtigsten tatsächlichen oder potenziellen negativen Auswirkungen, die mit der eigenen Geschäftstätigkeit des Unternehmens und mit seiner Wertschöpfungskette, einschließlich seiner Produkte und Dienstleistungen, seiner Geschäftsbeziehungen und seiner Lieferkette, verknüpft sind“ aufnehmen [Art. 19a].

⁶² Munoz D. R., Lamandini M. und Siri M. (2024) machen bspw. darauf aufmerksam, dass Investoren in der Regel in ein Produkt investieren und nicht in einen Vermögensverwalter. Es sei daher häufig unklar, ob Informationen auf Unternehmensebene sinnvoll verwertet werden können. [Munoz D. R., Lamandini M. und Siri M. (2024), The current Implementation of the Sustainability-related Financial Disclosures Regulation (SFDR) – With an assessment on how the legislative framework is working for retail investors, Europäisches Parlament, Juli 2024.

4.3.1 Idee: Nachhaltigkeitsbezogene Transparenzvorgaben für alle Anlageprodukte

Die Kommission überlegt für alle Anlageprodukte einheitliche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungsanforderungen vorzuschreiben, unabhängig davon ob mit einem Produkt ein Nachhaltigkeitsversprechen einhergeht oder nicht. All jene Produkte, die solche Versprechen abgeben, könnten zusätzlichen Offenlegungspflichten unterliegen.

4.3.2 Bewertung

Die Tatsache, dass Anlageprodukte abhängig von ihrem Grad der Nachhaltigkeit unterschiedlich strengen Transparenzpflichten unterliegen, weist auf eine strukturelle Ungleichbehandlung hin. Diese Ungleichbehandlung ist aus mindestens vier Gründen problematisch. Erstens erzeugt sie Wettbewerbsverzerrungen. Höhere Anforderungen allein für ESG-Anlagen führen zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber Nicht-ESG-Anlagen, da sie deren Bereitstellung relativ verteuern. Zweitens sorgen sie für Fehlanreize auf Seiten der FMT. Sie nehmen eher Abstand von der Vermarktung nachhaltiger Anlageprodukte, weil mit diesen aufwändigere und komplexere Transparenzanforderungen verbunden sind. Drittens schmälern ungleiche Offenlegungsvorschriften die Vergleichbarkeit der verschiedenen Produkte für die Anleger. Und viertens eröffnen fehlende Informationspflichten bei als nicht-nachhaltig vermarkteten Produkten die Chance für deren Hersteller, etwaige ökologisch bzw. sozial schädliche Auswirkungen der Produkte gegenüber Anlegern zu verschleiern. Die Intention der Kommission, über alle Anlageprodukte hinweg, einheitliche Transparenzregeln schaffen zu wollen, ist daher nachvollziehbar und somit zu unterstützen. Dies würde es auch ermöglichen, dass (Klein-)Anleger Informationen darüber erhalten, welche Nachhaltigkeitsleistung all jene Produkte (nicht) erbringen, die nicht explizit als nachhaltige Anlageprodukte beworben werden. Bei der Festlegung eines solchen holistischen Ansatzes sollte die Kommission jedoch folgende Grundsätze beachten.

Erstens sollten sich die Transparenzvorgaben, welche dann einheitlich für alle Anlageprodukte gelten, auf einige wenige, aussagekräftige und leicht verständliche Angabepflichten beschränken („Mindestangaben“). Es wäre jedenfalls nicht zielführend, die ganze Bandbreite an Offenlegungspflichten, die bis dato beispielsweise für Art. 8- und Art. 9-Produkte gelten, auf andere Produkte auszuweiten. Dies wäre auch nicht im Sinne der Ziele der EU-Kommission, die mit Berichtspflichten einhergehenden Aufwände um 25% verringern zu wollen.⁶³

Zweitens sollten sowohl bei Produkten mit als auch jenen ohne Nachhaltigkeitsversprechen – auf freiwilliger Basis – zusätzliche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen vorgenommen werden dürfen, die über die „Mindestangaben“ hinausgehen. Das würde den FMT, die die Produkte bereitstellen, die Möglichkeit geben, sich im Markt von der Konkurrenz abzuheben. Um einen Wildwuchs bei diesen Angaben zu vermeiden und Grünfärberei-Risiken vorzubeugen, wäre es jedoch sinnvoll, einheitliche (Mindest-)Kriterien festzuschreiben, die solche optionalen nachhaltigkeitsbezogenen Angaben erfüllen müssen.

Neben diesen optionalen Zusatzangaben, sollten FMT, die Produkte mit Nachhaltigkeitsmerkmalen anbieten, drittens, einige nachhaltigkeitsbezogene Informationen, zusätzlich verpflichtend offenlegen müssen. Auch wenn dies dem Gedanken der Etablierung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen und der Erzielung eines Gleichlaufs der administrativen Lasten zu widersprechen droht, scheint dies geboten, um die Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit des SFDR-Rechtsrahmen zu wahren. Denn gerade bei

⁶³ EU Commission (2023), COM(2023) 638, Commission work programme 2024, Delivering today and preparing for tomorrow, 17 October 2023.

Anlageprodukten, die ein Nachhaltigkeitsversprechen abgeben, erscheint es zwingend, dass dieses auch hinreichend untermauert wird und entsprechende Belege vorgelegt werden.

Insbesondere unerfahrene Kleinanleger könnten durch die allumfassende Transparenz verwirrt sein, wenn es auch zu nicht-nachhaltigen Produkte plötzlich nachhaltigkeitsbezogene Angaben gibt. Kleinanleger sollten daher fünftens bei der Konsultation der entsprechenden Angaben über den Sachverhalt und die Gründe für die holistische Herangehensweise informiert werden. Die Intention der Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen darf nicht zulasten des Verständnisses gehen.

Und sechstens sollte sichergestellt sein, dass sich auf dieser Grundidee angepasste Offenlegungspflichten wiederum in den anderen Sustainable-Finance-Rechtsakten in kohärenter und konsistenter Weise widerspiegeln sollte. Im Zusammenhang mit der Abgabe von Nachhaltigkeitspräferenzen bei der Finanz- und Versicherungsanlageberatung könnte dies beispielsweise bedeuten, dass all jene Anleger, die sich dabei gegen eine nachhaltige Anlage wenden, dennoch nachhaltigkeitsbezogene Informationen erhalten.

4.4 Problematik 4: SFDR als Labeling- und nicht als Transparenzinstrument

Die SFDR ist mit ihren nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungsvorschriften in erster Linie ein Instrument zur Schaffung von Transparenz, insbesondere auch zur Nachhaltigkeit von Finanzprodukten.⁶⁴ Hierfür sieht sie zahlreiche Offenlegungsvorgaben auf Ebene der Anlageprodukte vor.⁶⁵ Auf Grundlage dieser Offenlegungen, sollten die Anleger in die Lage versetzt werden, eigenständig die Nachhaltigkeitscharakteristika bewerten und darauf basierend, fundierte Investitionsentscheidungen treffen zu können.⁶⁶

In der Praxis hat sich nun gezeigt, dass die Offenlegungsvorschriften auf Produktebene und insbesondere jene zu den Art. 8- und Art. 9-Produkten (aber auch von Art. 6-Produkten) von den betroffenen Marktteilnehmern nicht nur als reine Transparenzvorgaben betrachtet wurden.^{67,68} Vielmehr wurden sie auch als de facto Label genutzt, was sich auch in der Etablierung der Bezeichnungen dieser Produkte als „hell- bzw. dunkelgrüne“ Anlageprodukte gezeigt hat. Die primär zur Stärkung der Transparenz gedachten Vorgaben wurden mithin ein Stück weit zweckentfremdet und missbräuchlich verwendet, mit dem Ziel durch die Unterscheidung von Art. 6-, Art. 8- und Art. 9-Produkten die Nachhaltigkeitsleistung verschiedener Anlageprodukte in Form einer Produktkennzeichnung bzw. eines Labels herausstellen zu können.

Diese Abkehr vom ursprünglichen Ziel der Offenlegungsvorschriften ist jedoch aus mehreren Gesichtspunkten problematisch. Denn die unterschiedlichen Vorgaben für Offenlegungen nach Art. 6, Art. 8 und Art. 9 waren nicht als ein System zur Kategorisierung von Anlageprodukten gedacht, als welches es nun genutzt wird, und letztlich eignen sie sich hierfür auch nicht. Diese mangelhafte Geeignetheit rührt insbesondere daher, dass die Nachhaltigkeitskonzepte hinter hell- bzw. dunkelgrünen

⁶⁴ Art. 1 SFDR.

⁶⁵ Hier sind insbesondere die Art. 6., Art. 8 und Art. 9 der SFDR hervorzuheben

⁶⁶ Partiti, E. (2024), Addressing the Flaws of the Sustainable Finance Disclosure Regulation: Moving from Disclosures to Labelling and Sustainability Due Diligence, European Business Organization Law Review, S. 12.

⁶⁷ Die SFDR unterscheidet zwischen (a) Produkten, welche Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigen, aber keine ökologischen oder sozialen Ziele verfolgen (Art. 6-Produkte), (b) Produkten, die, unter anderem, ökologische und soziale Merkmale bewerten (Art. 8-Produkte) und (c) Produkte, die nachhaltige Investitionen zum Ziel haben (Art. 9-Produkte).

⁶⁸ Es liegt in der Hand der FMT selbst zu entscheiden, unter welche Produktgruppe ihre Anlageprodukte fallen. Entsprechend fallen dann die Offenlegungspflichten aus. Fällt ein Produkt nicht in eine Kategorie, müssen die, für die Kategorie relevanten Offenlegungspflichten auch nicht erfüllt werden. [Partiti, E. (2024), S. 12]

Anlageprodukte sehr divers ausfallen können, verschiedene Grade an Nachhaltigkeit auch innerhalb der jeweiligen Kategorien aufweisen und es an verbindlichen (Mindest-)Kriterien für eine Einordnung mangelt.^{69,70} In der Folge können sich bspw. Anbieter mit unterschiedlichen Nachhaltigkeitsversprechen hinsichtlich ihrer Produkte mit diesen Produkten in derselben Kategorie tummeln.⁷¹

Die Nutzung der SFDR-Vorgaben als Labeling-Instrument birgt daher Grünfärberei-Risiken⁷² und kann auch Wettbewerbsverzerrungen zwischen FMT Vorschub leisten. Laut Zahlen von Morningstar (2024) sind bspw. nur 25% der Art. 8-Fonds und 41% der Art. 9-Fonds nicht an der Öl- und Gasförderung beteiligt. 39% der Art. 8- und 15% der Art. 9-Produkte gar zu mehr als 5% beteiligt.⁷³ Auch zielt rund ein Drittel der Art.-8-Fonds nicht auf nachhaltige Investitionen ab.⁷⁴

Damit können letztlich Fehlallokationen von Kapital einhergehen, wenn Endanleger (insbesondere Kleinanleger) Investitionsentscheidungen auf Basis der, nicht auf einheitlichen und validen Kriterien basierenden, und damit potenziell missbräuchlichen oder teils willkürlichen Einordnungen in die Kategorien vornehmen. Diese potenzielle „Irreführung“ kann auch das Vertrauen in die nachhaltige Kapitalanlage trüben.

4.4.1 Idee: Etablierung eines Kategoriensystems für nachhaltige Anlageprodukte

Die Tatsache, dass sich im Markt damit ein (problematisches) Instrument zur Kennzeichnung bzw. zum Labeling von nachhaltigen Finanzprodukten entwickelt hat und es für ein solches Instrument offenbar einen Bedarf gibt, lässt die Kommission nun darüber nachdenken, ein eigenes System zur Kategorisierung nachhaltiger Anlageprodukte – zusätzlich zu den Transparenzvorgaben – einzuführen. Das Kategorisierungssystem wäre wohl freiwilliger Natur. Die Kommission prüft dabei insbesondere zwei Varianten:⁷⁵

⁶⁹ So können bspw. zahlreiche Produkte unter die Art. 8-Gruppe fallen, da das „Bewerben“ von „ökologischen und sozialen Merkmale“ einen großen Interpretationsspielraum zulässt. Auch die Tatsache, dass solche Produkte nur „unter anderem“ solche Merkmale bewerben müssen, ermöglicht es FMT auch Produkte in die Kategorie einzuordnen, bei denen ökologische bzw. soziale Charakteristika nicht im Vordergrund stehen. In der Konsequenz ist der Kreis an Art. 8-Produkten sehr groß und ihr Nachhaltigkeitsspektrum sehr breit. [Partiti, E. (2024), S. 15 und 16]

⁷⁰ Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) kommen ebenfalls zu dem Schluss, dass die Kategorie der Art. 8-Anlageprodukte für Labeling-Zwecke „zu weit gefasst ist“. Das „Bewerben ökologischer oder sozialer Merkmale“ ermöglicht „ein sehr breites Spektrum von Nachhaltigkeitsambitionen“. Anleger können daher nur schwer zu verstehen, „wie nachhaltig“ ein Art. 8-Produkt tatsächlich ist. Bei Art. 9-Produkten sorgt(e) insbesondere die Definition der „nachhaltigen Investition“ für Auslegungsschwierigkeiten und ermöglicht(e) den Herstellern der Produkte einen „großen Ermessensspielraum“. Dies verunmöglichte einen Vergleich der verschiedenen, unter diese Kategorie fallenden Produkte. [ESAs (2024), Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), JC 2024 06, 18 June 2024]

⁷¹ Laut dem aktuellen Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024 gibt „die Einordnung von Finanzprodukten gemäß der SFDR keine Auskunft über deren Nachhaltigkeitsanspruch“. So könnten bspw. auch einzelne Artikel-6-Produkte „als Produkte mit ambitionierterem Nachhaltigkeitsansatz gewertet werden können“. [Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V. (2024), Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024 – Deutschland und Österreich, Juni 2024]

⁷² Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) verstehen unter Greenwashing eine „Praxis, bei der nachhaltigkeitsbezogene Aussagen, Erklärungen, Maßnahmen oder Mitteilungen das zugrundeliegende Nachhaltigkeitsprofil eines Unternehmens, eines Finanzprodukts oder von Finanzdienstleistungen nicht klar und angemessen widerspiegeln“. Die Praxis kann sodann „für Verbraucher, Investoren oder andere Marktteilnehmer irreführend sein“. [ESMA (2024), Final Report on Greenwashing, Response to the European Commission’s request for input on “greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies”, ESMA36-287652198-2699, 4. Juni 2024, S. 78]

⁷³ Dass auch Art. 9-Fonds an der Öl- und Gasförderung beteiligt sind, liegt insbesondere daran, dass die Fonds teilweise in Unternehmen investieren, die sich dem Übergang zu nachhaltigem Wirtschaften verschrieben haben („transitioning companies“).

⁷⁴ Morningstar (2024), SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2023 in Review, Investors pull record money from Article 8 funds, while Article 9 funds suffer first-ever quarterly outflows. Morningstar Manager Research, Jan. 25, 2024.

⁷⁵ EU-Kommission (2023d).

Variante 1: Die Kategorisierung baut auf der bisherigen Unterscheidung von hellgrünen und dunkelgrünen Produkten und der dahinterstehenden Konzepte auf. Es könnte um zusätzliche (Mindest-) Kriterien ergänzt werden, die eine Einordnung in die beiden Kategorien erleichtern und spezifizieren. Diese Variante zielt demnach auf eine Unterscheidung auf Basis von Nachhaltigkeitszielen („sustainability objectives“).

Variante 2: Die Kategorisierung baut nicht auf der bisherigen Unterscheidung von hellgrünen und dunkelgrünen Produkten und der dahinterstehenden Konzepte auf. Stattdessen wird eine Kategorisierung vorgenommen, die ihren Fokus auf die „Art der Anlagestrategie“ legt. Es würde also vielmehr darauf abgezielt, inwiefern ein Produkt bspw. einen positiven Beitrag zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen leistet. Diese Variante zielt demnach auf eine Unterscheidung auf Basis von Nachhaltigkeitsleistungen („sustainability performance“).

4.4.2 Bewertung

Die Rufe nach einer Etablierung eines Rahmens für die Kategorisierung von nachhaltigen Anlageprodukte werden lauten. Nicht nur die EU-Kommission denkt darüber nach und wird dabei von den Teilnehmern der SFDR-Konsultation unterstützt.⁷⁶ Jüngst haben sich auch die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden dafür ausgesprochen, die Einführung eines Produktklassifizierungssystems in Erwägung ziehen.⁷⁷

Doch wäre die Implementierung eines solchen Systems tatsächlich wünschenswert, wo liegen etwaige Fallstricke und welche Voraussetzungen müssten gegeben sein, damit eine Produktkategorisierung sinnvoll erscheint?

Auch wenn sie teilweise bereits heute de facto auch als Label genutzt werden, sind die nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten zu Art. 6-, Art. 8- und Art. 9-Produkte prinzipiell ein Instrument zur Schaffung von Transparenz über die Nachhaltigkeitscharakteristika von Anlageprodukten. Solche reinen Transparenzvorgaben dienen zumeist dem Abbau von Informationsasymmetrien und sollen diejenigen Marktteilnehmer, die unter einem Defizit an „entscheidungsrelevanten“ Informationen „leiden“, in die Lage zu versetzen, informierte Investitionsentscheidungen treffen zu können. Der Vorteil von derartigen Offenlegungen liegt insbesondere darin, dass sie regelmäßig im Vergleich zu anderen Politikinstrumenten nur geringe Kosten verursachen und einfach implementiert werden können. Auch ermöglichen sie grundsätzlich eine eigenverantwortliche Auseinandersetzung der Adressaten (hier: Anleger) mit einer Materie (hier: Nachhaltigkeit von Anlageprodukte), basierend auf zumeist noch ungefilterten, unstrukturierten und unbewerteten „neutralen“ Informationen. Transparenzvorgaben sind damit auch ein Mittel zur Förderung der Mündigkeit von Anlegern.

Damit nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungspflichten jedoch ihre intendierte Wirkung entfalten, ihren Zweck erfüllen und als Basis für fundierte Entscheidungen genutzt werden können, müssen sie verständlich, schlüssig, verlässlich, nicht irreführend und einfach handhabbar sein. Diese Grundvoraussetzung ist jedoch bei den aktuell geltenden SFDR-Offenlegungen oftmals nicht gegeben. Denn sie

⁷⁶ Laut den Konsultationsergebnissen sind 205 von 284 der Befragten der Auffassung, dass reine nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen nicht ausreichen, was als Hinweis gelten kann, dass ein EU-Kategorisierungssystem für Anlageprodukte erwünscht erscheint. Besonders beliebt erweist sich ein solches bei Vertretern des Bankensektors und bei Vermögensverwaltern. Vertreter des Versicherungssektors sind weniger überzeugt [EU-Kommission (2024), Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment, 14 September 2023 - 22 December 2023, 3. Mai 2024].

⁷⁷ Laut den ESAs soll die Kommission die Einführung eines Produktklassifizierungssystems prüfen, das auf regulatorischen Kategorien und/oder Nachhaltigkeitsindikatoren basiert. Es soll Verbrauchern die Orientierung in der großen Auswahl nachhaltiger Produkte erleichtern und den Übergang zu einer nachhaltigen Finanzierung unterstützen [ESAs (2024)].

basieren auf zum Teil unklaren Definitionen und Konzepten, welche zudem insbesondere für wenig erfahrende Anleger nur schwer verständlich sind. Auch haben sie einen Grad an Komplexität erreicht, welcher die kognitiven Verarbeitungskapazitäten von Kleinanlegern regelmäßig sehr fordern, wenn nicht gar überfordern. Sie laden daher dazu ein, nicht im Detail beachtet oder fehlinterpretiert zu werden, Missverständnissen Vorschub zu leisten und in der Konsequenz zu verzerrten Anlageentscheidungen einzuladen. Bevor die Kommission daher über eine die bestehenden SFDR-Transparenzvorgaben ergänzende Einführung eines Kategorisierungssystems nachdenkt, sollte sie zunächst diese Transparenzvorgaben selbst gründlich überarbeiten und teilweise überdenken. Denn haben diese Hand und Fuß und liefern somit eine valide Informationsbasis für Anleger, sinkt auch die Notwendigkeit und Bedeutung der Einführung eines, wie auch immer ausgestalteten, Kategorisierungssystems. Erst wenn die Kommission zu dem Urteil gelangt, dass auch überarbeitete Offenlegungspflichten nicht ausreichen, sollte sie in einem dann zweiten Schritt die Klassifizierung von nachhaltigen Produkten – als potenzielles und zusätzliches „Second best“-Instrument – intensiver prüfen.

Denn die Einführung eines Kategorisierungssystems für „nachhaltige“ Anlageprodukte hätte nicht nur Vorteile. Zwar können Labels, durch die Verdichtung und Transformation von einer Vielzahl von Informationen, Anleger dabei unterstützen, komplexe Sachverhalte leichter zu verarbeiten und zu verstehen. Dies kommt insbesondere Kleinanlegern mit geringen Erfahrungen und Kenntnissen und knappem Zeitbudget entgegen. Wird ein Label als verlässlich und glaubwürdig erachtet, kann es zudem das Vertrauen in die (nachhaltige) Kapitalanlage stärken. Auch ihre Bedeutung für das Ermöglichen von Produktvergleichen ist nicht zu unterschätzen. Jedoch wäre jegliches Label für nachhaltige Anlageprodukte im Gegensatz zu reinen Transparenzvorgaben anfälliger für „subjektive“ und ggf. nicht konsensfähige Einordnungen. Je mehr Nachhaltigkeitsdimensionen sie abbilden sollen und je mehr unterschiedliche Produkttypen sie vereinen wollen, desto komplizierter ihre Ausgestaltung und desto streitbarer das Ergebnis. Labels leben letztlich vom Vertrauen ihrer Anwender in die vorgenommene Kategorisierung, welches jedoch aufgrund der diversen Nachhaltigkeitsvorstellungen der Nutzer nur schwer zu gewinnen und aufrecht zu erhalten ist (siehe Debatte rund um die Atomkraft im Rahmen der grünen Taxonomie). Eine weitere Schwäche von Labels – die gleichzeitig auch eine ihrer Stärken ist –, ist die mit ihnen verbundene Komplexitätsreduktion. Sie können zwar zu einer kognitiven Entlastung auf Seiten der Anleger führen, sie fördern jedoch nicht unbedingt ihre Mündigkeit. Mit ihnen sind damit Fehlanreize verbunden. Denn Kategorisierungssysteme unterstützen es letztlich, dass Anleger sich mit einem Sachverhalt nicht länger zwingend vertieft auseinandersetzen müssen. Vorzugswürdig wäre jedoch das Gegenteil, auch um sie vor Fehlentscheidungen zu schützen.

Sollte die Kommission in ihren weiteren Überlegungen zu dem Schluss kommen, dass trotz dieser Einwände gegenüber Kategorisierungssystemen, ein solches implementiert werden sollte sie, etwa, weil auch überarbeitete Transparenzvorgaben trotz größtmöglicher Anstrengungen nur schwer verständlich bleiben, folgende übergeordnete Aspekte beachten:

1. Fokussierung auf Kleinanleger:

Professionelle Anleger sollten in der Regel in der Lage sein, auch komplexe nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen zu Anlageprodukte zu verstehen. Für sie besteht daher kein Bedarf an der Implementierung einfacher Labels. Ein Kategorisierungssystem sollte sich daher in erster Linie auf weniger erfahrene Kleinanleger fokussieren und ihren (Informations-)Bedürfnissen genüge tragen.

2. Freiwilligkeit:

In der Regel dürften die Hersteller von (nachhaltigen) Anlageprodukten ein Eigeninteresse daran haben, dass ihre Produkte in eine der eingeführten Kategorien aufgenommen werden, sofern sie die Voraussetzungen dafür erfüllen. Sie sollten jedoch nicht dazu gezwungen werden, ihre Produkte in eine der Kategorien einordnen zu müssen. Es sollten ihnen damit die Wahl bleiben, sich einem hoheitlich festgelegten Label unterzuordnen oder darauf zu verzichten.

3. Wettbewerb:

Neben der Nutzung des avisierten EU-weit einheitliches Kategorisierungssystems, sollten die Produkthersteller in jedem Fall auch der Möglichkeit haben, andere Labels nutzen zu dürfen. Sie sollten dabei etwa auch künftig die Option haben, Lösungen aus der Privatwirtschaft einem hoheitlich festgelegten EU-Kategorisierungssystem vorzuziehen. Damit würde sichergestellt, dass auch künftig ein Wettbewerb um das beste Gütesiegel für nachhaltige Anlageprodukte bestehen kann und die Anleger das von ihnen präferierte Label nutzen können. Ansonsten droht eine Verdrängung dieser alternativen und nicht zwingend weniger geeigneten Ansätze. Sollten privatwirtschaftliche Lösungen aufsichtsrechtliche oder regulatorische Bedenken aufwerfen, sollten diese entsprechend adressiert werden, ohne sie jedoch dem direkten Marktaustritt zu unterwerfen.

4. Konsistenz mit Transparenzpflichten:

Um Irreführungen, Fehlinterpretationen und Missverständnisse zu vermeiden ist es unerlässlich für Konsistenz und Kohärenz zwischen einem EU-Kategorisierungssystem und den Offenlegungspflichten zu sorgen. Diesbezügliche Unstimmigkeiten oder Widersprüchlichkeiten wären kontraproduktiv und würden das Anlegervertrauen schwächen.

5. Verständlichkeit der Kategorisierung:

Um neben den (oftmals komplexen) Offenlegungspflichten, die zunächst im Fokus der Regulierung liegen sollten, einen zusätzlichen Mehrwert zu generieren, sollte ein unterstützendes EU-Kategorisierungssystem für Kleinanleger in erster Linie einfach verständlich sein. Es muss die hinter einzelnen Kategorien stehende Nachhaltigkeitskonzepte in prägnanter und unkomplizierter Weise transportieren. Ferner gilt es zu vermeiden, dass die hinter den Einordnungen stehenden technischen/regulatorischen und zumeist nur für Experten greifbare Konzepte zunächst erläutern werden müssen, damit eine fundierte Entscheidung möglich ist.^{78,79} AXA kommt in einer aktueller Studie beispielsweise zu dem Urteil, dass Kleinanleger viele der mit einer nachhaltigen Anlage verbundenen Begriffe und Formulierungen nicht kennen bzw. nicht verstehen, was ihre Fähigkeiten schmälert, Anlagen zu tätigen, die ihren Absichten entsprechen.⁸⁰

6. Vermeidung einseitiger Nachhaltigkeitsparadigmen:

Ein EU-Label für nachhaltige Finanzprodukte sollte auch deshalb weder verpflichtend sein noch als konkurrenzloses Politikinstrument implementiert werden, um zu verhindern, dass de facto ein einziges EU-weit gültiges Nachhaltigkeitsverständnis in der EU-Finanzbranche Einzug hält und alternativen Nachhaltigkeitsparadigmen kein Raum mehr bleibt. Denn es gibt und darf keinen einheitlichen

⁷⁸ Bsp.: Im Rahmen der Abgabe von Nachhaltigkeitspräferenzen bei der Anlageberatung werden Kleinanleger dazu befragt, ob sie einen gewissen Anteil ihres Kapital im Sinne der grünen Taxonomie oder der SFDR anlegen wollen. In der Konsequenz müssen sie sich also unnötigerweise mit den Feinheiten der komplizierten und detailreichen EU-Regulatorik – Taxonomie/SFDR – auseinandersetzen.

⁷⁹ Sollten (Klein-)Anleger Interesse an diesen Informationen haben, sollte es ihnen ermöglicht werden, diese gesondert in Erfahrung zu bringen. Sie sollten hierfür ein Auskunftsrecht erhalten.

⁸⁰ AXA (2023), ESG investing: A global investor study, 2023 edition.

Nachhaltigkeitsansatz geben.⁸¹ Das Label sollte letztlich ein breites Spektrum an Dimensionen der Nachhaltigkeit von Anlageprodukten zulassen.

7. Keine falschen Erwartungen wecken:

Bei der Etablierung eines EU-weit geltenden Klassifizierungssystems für nachhaltige Anlageprodukte besteht naturgemäß die Gefahr, dass dieses für bestimmte Produkte nicht passgenau konzipiert ist und sie dadurch gegebenenfalls keiner der festgelegten Kategorie zugeordnet werden können (auch wenn sie Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen). Tritt dieser Fall ein, sind diese (nachhaltigen) Produkte für Anleger jedoch gegebenenfalls weniger sichtbar, sodass das Label als wettbewerbsverzerrend wirkend und wahrgenommen werden könnte. Seine Einführung müsste also mit Schritten einhergehen, die diesem Eindruck entgegenwirkt. Kleinanleger sollten also darüber in Kenntnis gesetzt werden, wenn das Label nicht das komplette Anlageuniversum abdeckt.

8. Keine Hierarchien:

Da es kein allgemein gültiges, objektiv nachvollziehbares und einheitliches Nachhaltigkeitsverständnis gibt und auch nicht geben sollte, sollte ein künftiges EU-Label auch auf jegliche Hierarchisierung verzichten, die darauf ausgelegt ist, einem bestimmten Anlageprodukt ein „grüneres“ Gütesiegel zu verleihen als einem anderen Produkt. Denn es sollte keine Aufgabe der Politik sein, darüber zu entscheiden, welches Produkt besser bzw. „nachhaltiger“ ist als ein anderes. Ein Label sollte nicht dazu dienen, Investitionsentscheidungen in dieser Weise zu lenken und in die Bildung von Nachhaltigkeitspräferenzen einwirken. Stattdessen sollte es komplexe Sachverhalte möglichst komprimiert und kondensiert abbilden, um (Klein-)Anleger zu fundierten Anlageentscheidungen zu befähigen.

9. Kohärenz mit anderen Sustainable-Finance-Vorschriften:

Wie oben ausführlich beschrieben, bestehen Inkonsistenzen zwischen den SFDR-Offenlegungspflichten und zahlreichen anderen EU Sustainable Finance Rechtsakten.⁸² Diesen Inkonsistenzen sollte zum Zwecke der Stärkung der Rechtsklarheit und -sicherheit begegnet werden. Bei der Entwicklung eines EU-Kategorisierungssystem für nachhaltige Anlageprodukte sollte dies ebenfalls im Vordergrund stehen. Die Nutzung verschiedener Definitionen und Konzepte sollte von vornherein unterbleiben, auch um den Aufwand für die Einführung und Implementierung zu reduzieren.

10. Verknüpfung mit Abfrage nach Nachhaltigkeitspräferenzen:

Derzeit müssen sich Investoren im Rahmen einer Anlageberatung mit drei verschiedenen, für Kleinanleger nur schwer greifbaren, Nachhaltigkeitskonzepten⁸³ auseinandersetzen, sofern sie sich vorab grundsätzlich zu einer Anlage bekannt haben, bei der ihre Nachhaltigkeitspräferenzen Berücksichtigung finden sollen (s. dazu auch Kapitel 4.5). Sollte sich der EU-Gesetzgeber für die Einführung eines Labels für nachhaltige Produkte entscheiden, sollte er dieses auch in die (nachhaltigkeitsbezogenen) Anlageberatungsprozesse integrieren, sodass Anlegern zumindest die Möglichkeit offensteht, ihre Nachhaltigkeitspräferenzen entlang der festgelegten Kategorisierung auszudrücken. Um dies zu ermöglichen, sollten die drei bestehenden Nachhaltigkeitskonzepte entsprechend angepasst werden. Gleichzeitig muss es für Kleinanleger möglich sein, ihre Präferenzen nicht entlang eines möglichen künftigen EU-Labels und damit entlang eines hoheitlich festgelegten Nachhaltigkeitskorsetts zu

⁸¹ Siehe dazu auch die ordnungspolitischen Einordnungen zur Verordnung zur grünen Taxonomie: [cepAnalyse](#), [cepAdhoc](#) und [cepInput](#).

⁸² Hier sind bspw. die Verordnung zur grünen Taxonomie, die Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (CSRD), die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und die Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD) zu nennen.

⁸³ Der Anleger kann bestimmen (1) den Mindestanteil an ökologisch nachhaltigen Investitionen im Sinne der grünen Taxonomie, (2) den Mindestanteil an nachhaltigen Investitionen im Sinne der SFDR, oder (3) ein Anlageprodukt, das die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (PAI) auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt.

äußern, sondern etwa auch auf Grundlage anderer Labels. Dafür sollte auch den Finanz- und Versicherungsanlageberatern entsprechend Spielraum im Beratungsprozess eingeräumt werden.

11. Nationalen und internationalen Bemühungen Rechnung tragen:

In zahlreichen Mitgliedstaaten in der EU aber auch in Drittstaaten hat es in den vergangenen Jahren bereits Anstrengungen gegeben, Labels für nachhaltige Anlageprodukte zu etablieren. Zu nennen sind hier etwa die zunächst zurückgestellten Richtlinien der BaFin für nachhaltige Investmentvermögen⁸⁴, oder auch die im Dezember 2023 im Vereinigten Königreich beschlossenen „Anforderungen an die Offenlegung der Nachhaltigkeit (SDR) und Labels für Anlagen“, in deren Rahmen vier Gütesiegel⁸⁵ etabliert wurden, die Verbrauchern dabei helfen sollen, sich in der Landschaft der Anlageprodukte zurechtzufinden.⁸⁶ Bei der Entwicklung eines EU-Labels sollten diese Anstrengungen auf nationaler und internationaler Ebene gebührend Beachtung finden und geprüft werden, ob auf bestimmten Ansätzen aufgesetzt werden kann, welche sich in der Praxis bewährt haben („best practices“-Ansatz). Gerade im Hinblick auf globale Standards wäre eine Begrenzung der Diskrepanzen hilfreich, um widersprüchliche Anforderungen zu verhindern und für eine kostensenkende Kohärenz zu sorgen. Spätestens mit der Etablierung eines EU-Kategorisierungssystems für nachhaltige Anlageprodukte sollte dann auch eine Abkehr von hoheitlich beschlossenen oder behördlich vorgegebenen nationalen Ansätzen erfolgen. Denn ansonsten sähen sich die Marktakteure mit doppelten, potenziell inkohärenten Anforderungen konfrontiert, die insbesondere auf Seiten der Kleinanleger für Verwirrung sorgen würden. Auch wäre ein Fortbestand verschiedenster solcher hoheitlicher/behördlicher Ansätze Gift für die Etablierung der Kapitalmarktunion und würde eine Fragmentierung des Binnenmarkts nach sich ziehen.

12. Abkehr von bestehender de facto Unterscheidung von Art. 8- und 9-Produkten:

Wie eingangs des Kapitels erläutert, fokussiert die Kommission in ihren Überlegungen für ein Kategorisierungssystem auf zwei mögliche Varianten. Variante 1 baut auf der bestehenden Unterscheidung zwischen Art. 8- und 9-Produkten auf, während Variante 2 davon Abstand nehmen will.

Die Überlegung, die bestehende Art. 8 und 9 Unterscheidung für ein EU-Label zu nutzen, basiert auf dem nicht von der Hand zu weisenden Argument, dass sich die Marktakteure diese in den vergangenen Jahren bereits zunutze gemacht haben. Sie haben teils erhebliche Anstrengungen auf sich genommen, um ihr gerecht zu werden. Eine Abkehr würde diesen Aufwänden somit ein Stück weit Hohn zollen, und für eine Umstellung würden erneut hohe Kosten anfallen. Gleichzeitig scheint offensichtlich, dass eine Produktkategorisierung entlang der Unterscheidung nicht geeignet oder zielführend wäre, jedenfalls nicht in der Form, wie sie derzeit besteht. Denn erstens ist sie für Kleinanleger nur schwer verständlich und stark interpretationsbedürftig.⁸⁷ Und zweitens ist der Spielraum für FMT, ihre Produkte in eine der beiden Produktklassen einzuordnen, zu groß, da es an strikten Kriterien hierfür mangelt. Dies leistet jedoch Wettbewerbsverzerrungen, Regulierungsarbitrage und Grünfärberei Vorschub und ließe befürchten, dass die Glaubwürdigkeit eines darauf basierenden EU-Labels nicht gewahrt wäre. Ob diese Schwächen allein durch eine Anpassung und Konkretisierung der existierenden Art. 8-/Art. 9-Unterscheidung behoben werden können, ist jedoch fraglich. Es besteht die Gefahr, dass

⁸⁴ Siehe BaFin (2021), Entwurf einer BaFin-Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen Konsultation 13/2021, 2. August 2021.

⁸⁵ Sustainability Focus, Sustainability Improvers, Sustainability Impact, Sustainability Mixed Goals.

⁸⁶ FCA (2023, PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, 28. November 2023.

⁸⁷ Bei einer Umfrage von EY aus dem April 2024 befand eine Mehrheit der Befragten, dass ihnen die Abgrenzung zwischen Art.-8- und Art.-9-Fonds nicht bekannt sei. 72% der Befragten meinten, dass sie den genauen Unterschied nicht verstünden [EY (2024), ESG Snapshot IV, EY Real Estate, April 2024].

die genannten Defizite auf ein neues Kategorisierungssystem übertragen werden und die Reputation der Sustainable-Finance Agenda dadurch leiden könnte.

Die Kommission sollte sich daher vertiefter mit Variante 2 – also einer Abkehr von der bisherigen Unterscheidung von Art. 6-/Art.8- und Art. 9-Produkten hinzu einer Unterscheidung auf Basis von Nachhaltigkeitsleistungen („sustainability performance“) – beschäftigen und damit einen echten Neustart wagen, auch wenn mit dieser höhere Umstellungsherausforderungen einhergehen würden. Auch sollte dann für einen etwaigen Übergang eine ausreichend lange Phase eingeplant werden, damit sich sowohl die Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater auf der einen und die Kleinanleger auf der anderen Seite auf die neue Kategorisierung einstellen können. Sollte sich die Kommission hingegen, entgegen unserer Empfehlung, für Variante 1 entscheiden, wären insbesondere zwei Schritte entscheidend. Erstens müssten klare (Mindest-)Nachhaltigkeitskriterien etabliert werden, die eine eindeutige und rechtssichere Unterscheidung zwischen Art. 8 und Art. 9-Produkten ermöglichen. Diese sollte auch eine nachvollziehbare Abgrenzung zu Art. 6-Produkten schaffen, also jenen die Nachhaltigkeitsrisiken zwar berücksichtigen, aber keine ökologischen oder sozialen Ziele verfolgen. Und zweitens bedürfte es Handreichungen, insbesondere für Kleinanleger, zur Stärkung ihrer Fähigkeiten, die hinter den Kategorien stehenden Konzepte überhaupt verstehen zu können.

13. Berücksichtigung der Übergangsförderung („transition finance“):

Bis dato liegt der Fokus der EU-Sustainable Finance-Gesetzgebung vielfach darin, Investitionen in nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten zu lenken bzw. zu unterstützen und solche auszubremsen, die als nicht nachhaltig gelten (binärer bzw. hierarchischer Ansatz). Fließen Finanzmittel jedoch vordergründig in Sektoren, die bereits „grün und/oder sozial“ sind, werden all jene Branchen, die als „braun und/oder wenig sozial“ gelten, nicht dabei unterstützt eine Transformation hinzu nachhaltigerem Wirtschaften vorzunehmen. Damit ist jedoch im Hinblick auf die Erreichung der mittel- und langfristigen Ziele der Grünen Deals der EU nur wenig gewonnen. Eine verstärkte „Finanzierung des Übergangs“⁸⁸, d.h. die finanzielle Unterstützung von Unternehmen bei ihren Bemühungen ihre „schädlichen“ auf „nachhaltige“ Wirtschaftstätigkeiten umzustellen und ihre Geschäftsmodelle anzupassen, ist daher essenziell. Die Übergangsförderung („transition finance“) sollte daher auch in einem neuen EU-Kategorisierungssystem – und aufbauend auf entsprechenden SFDR-Transparenzvorgaben – prominent Berücksichtigung finden. Um sicherstellen, dass all jene Unternehmen, die von einer Übergangsförderung profitieren, die Umstellung bzw. Anpassung auch tatsächlich vorzunehmen, muss dieser Prozess bzw. Wandel in angemessener Weise kontrolliert werden. Sollte „transition finance“ Teil eines EU-Labels für nachhaltige Anlageprodukte werden, sollte der dafür genutzte Ansatz im Einklang zu den zahlreichen anderen Sustainable Finance-Vorschriften stehen, insbesondere zur

⁸⁸ Die Kommission definiert die Übergangsförderung in einer Empfehlung wie folgt: „Übergangsförderung“ meint die „Finanzierung von Investitionen, die mit der Umstellung vereinbar sind und zu ihr beitragen, wobei Lock-in-Effekte vermieden werden, darunter: a) Investitionen in Portfolios, welche sich nach den EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel und den Paris-abgestimmten EU-Referenzwerten („EU-Referenzwerte für den Klimaschutz“) richten, b) Investitionen in taxonomiekonforme Wirtschaftstätigkeiten einschließlich „Übergangswirtschaftstätigkeiten“ im Sinne von Art. 10 Abs. 2 der Verordnung (EU) 2020/852 hinsichtlich des Ziels des Klimaschutzes und taxonomiefähige Wirtschaftstätigkeiten, die gemäß Art. 1 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2021/2178 der Kommission innerhalb von höchstens fünf (ausnahmsweise zehn) Jahren taxonomiekonform werden, c) Investitionen in Unternehmen oder Wirtschaftstätigkeiten mit einem glaubwürdigen Umstellungsplan auf der Unternehmens- oder Tätigkeitsebene, und d) Investitionen in Unternehmen oder Wirtschaftstätigkeiten mit glaubwürdigen wissenschaftsbasierten Zielvorgaben, sofern dies verhältnismäßig ist, die durch Informationen zur Gewährleistung von Integrität, Transparenz und Rechenschaftspflicht unterstützt werden [EU-Kommission (2023), Empfehlung (EU) 2023/1425 der Kommission vom 27. Juni 2023 zur Vereinfachung der Finanzierung für die Umstellung auf eine nachhaltige Wirtschaft, C/2023/3844].

grünen Taxonomie.⁸⁹ Da der „transition finance“-Ansatz der grünen Taxonomie jedoch einige Schwächen aufweist⁹⁰, sollte dieser nicht ohne Weiteres in ein etwaiges EU-Label für nachhaltige Anlageprodukte integriert werden. Stattdessen bedarf es eines schlüssigen und kohärenten „transition finance“-Konzepts über alle EU-Sustainable Finance Rechtsakte hinweg.

14. Tests auf Ebene der Kleinanleger:

Um zu verhindern, dass ein ausgearbeitetes neues EU-Label frühzeitig scheitert, etwa weil es den Erwartungen und Bedürfnissen der im Vordergrund stehenden Kleinanlegern nicht gerecht wird, sollte es vor seiner Implementierung vertiefte Tests unter den potenziellen Nutzern des Kategorisierungssystems geben. Solche Untersuchungen wären entscheidend für den (Mis-)Erfolg jedes neuen EU-Labels und ein zentrales Element zur Verhinderung ähnlicher Fallstricke, wie sie sich der EU-Gesetzgeber mit den SFDR-Transparenzvorgaben beschert hat. Erst wenn sich im Rahmen dieser Tests zeigt, dass Kleinanleger die Gütesiegel für ein verlässliches, zielführendes, intuitives und insbesondere verständliches „Instrument zur Unterstützung“ bei der (nachhaltigen) Kapitalanlage erweist, sollte eine Einführung auch tatsächlich ernsthafter in Betracht gezogen werden. Sollte sich herausstellen, dass dies nicht gelingt und auch dann nicht gelingt, wenn etwaige, zunächst ermittelten Schwächen begegnet wurde, sollte auf ein Kategorisierungssystem verzichtet werden. Denn dann sind reine Offenlegungsvorgaben die bessere und dann einzig sinnvolle Option und eine Klassifizierung redundant.

4.5 Problematik 5: Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung

Die verschiedenen Nachhaltigkeitskonzepte nach SFDR und grüner Taxonomie sind auch für die Anlageberatung von Relevanz. Wie oben bereits erläutert, sind Anlageberater seit August 2022 verpflichtet, die Kleinanleger, im Rahmen ihrer Beratungstätigkeit, neben ihren finanziellen Zielen auch zu ihren Nachhaltigkeitspräferenzen zu befragen. Etwaige Empfehlungen der Anlageberater gegenüber (potenziellen) Kunden müssen sodann deren geäußerten finanziellen Zielen als auch den geäußerten Nachhaltigkeitspräferenzen genüge tragen. Der Kleinanleger kann im Zuge der Beratung entweder die Aussage tätigen, dass er keinerlei Präferenzen hinsichtlich der Nachhaltigkeit von Anlageprodukten hegt oder dass er dies tut. Im letzteren Fall kann er spezifischere Aussagen treffen. Er kann dann bestimmen, dass in seine Anlage ein oder mehrere Finanzprodukte einbezogen werden sollen, die

- einen Mindestanteil in „ökologisch nachhaltige Investitionen“ im Sinne der grünen Taxonomie anlegen,
- einen Mindestanteil in „nachhaltige Investitionen“ im Sinne der SFDR anlegen,
- die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen („do not significantly harm, DNSH“) auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen.

Damit die Kleinanleger hierzu überhaupt fundierte Aussagen treffen können, müssen die Anlageberater ihre (potenziellen) Kunden über die hinter diesen drei Varianten stehenden Grundkonzepte, welche letztlich unterschiedlich hohe Nachhaltigkeitsansprüche abzubilden versuchen, aufklären. Auch

⁸⁹ In der grünen Taxonomie ist die Übergangsförderung bereits angelegt. So kann auch eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz leisten und den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft unterstützen, wenn es für sie noch keine technologisch und wirtschaftlich durchführbare CO₂-arme Alternative gibt. Das gilt dann, wenn sie Treibhausgasemissionswerte aufweist, die den besten Leistungen des Sektors oder der Industrie entsprechen, die Entwicklung und Einführung CO₂-armer Alternativen nicht behindert, und in Anbetracht der wirtschaftlichen Lebensdauer von CO₂-intensiven Vermögenswerten nicht zu Lock-in-Effekten bei diesen Vermögenswerten führt.

⁹⁰ Es ist beispielsweise nicht nachvollziehbar, warum sich nur Unternehmen für eine Übergangsförderung qualifizieren können, deren Treibhausgasemissionswerte bereits zu den besten ihres Sektors gehören. Gerade jene mit schlechteren Werten, könnten eine Finanzierung zur Umstellung ihrer Geschäftsmodelle benötigen.

müssen sie darüber aufklären, wie sich diese jeweils von Anlagen unterscheiden, bei denen Nachhaltigkeitspräferenzen keine Rolle spielen.⁹¹

4.5.1 Bewertung

Neben der Tatsache, dass auch hier unterschiedliche Nachhaltigkeitskonzepte zum Tragen kommen (SFDR vs. grüner Taxonomie vs. DSH), was die Rechtsanwendung verkompliziert, haben sich hier einige weitere Problematiken in der Praxis gezeigt.

Erstens eine grundsätzliche Verständnisproblematik. Anlageberater haben regelmäßig Schwierigkeiten, die drei verschiedenen Nachhaltigkeitskonzepte richtig zu greifen bzw. zu verinnerlichen. Gelingt ihnen das nicht (in angemessener Weise), fällt es ihnen sodann auch schwer, diese ihren (potenziellen) Kunden verständlich zu machen. Scheitert der Transfer an Wissensvermittlung zwischen Berater und Kunde jedoch, ist es für letztere aufgrund ihres natürlichen Wissensrückstands nahezu unmöglich eine Investitionsentscheidung zu treffen, die seinen (etwaigen) Nachhaltigkeitspräferenzen gerecht wird.

Zweitens eine Verständniswillensproblematik. Denn regelmäßig ist zu erwarten, dass auch Kleinanlegern, denen Nachhaltigkeitsaspekte in der Anlage wichtig sind, mit dem strengen und sehr rigiden Korsett der drei Nachhaltigkeitskonzepte fremdeln (werden). Denn diese sind nicht unbedingt immer mit ihren eigenen Nachhaltigkeitsüberlegungen kompatibel. Auch sind sie nur schwer zugänglich. Es ist beispielsweise fraglich, ob Kleinanleger die Konzepte überhaupt verstehen und sich mit Feinheiten der europäischen Regulatorik – Taxonomie, SFDR, DNSH-Konzepte – auseinandersetzen wollen. Ist dies nicht der Fall, ist die Gefahr groß, dass sie das Interesse an nachhaltigen Investments per se verlieren.

Drittens eine Zeitaufwandsproblematik. Grundsätzlich lässt sich wohl kaum vermeiden, dass eine Anlageberatung, bei der nur finanzielle Aspekte eine Rolle spielen, zügiger vonstattengeht wie eine, bei der auch Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden. Letztere ist damit bei Kleinanleger immer im Nachteil, was den zeitlichen Aufwand betrifft. Will man also Anreize für nachhaltige Anlagetätigkeiten schaffen, müsste es das politische Ziel sein, den zeitlichen Abstand möglichst gering zu halten. Die Pflicht für Berater zur Erläuterung verschiedenster komplexer Nachhaltigkeitskonzepte und der dahinterstehenden regulatorischen Vorgaben ist dafür wenig hilfreich. Einerseits schafft er Anreize bei den Beratern Kunden zu einer weniger zeitaufwändigen nicht-nachhaltigen Anlage zu drängen. Und andererseits wird der Kunde diese auch eher präferieren.

In der Folge bewirkt der bisher verfolgte Ansatz, über die Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen im Beratungsprozess mehr Investitionen von Kleinanleger in nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten zu lenken, nicht zu den politisch erwünschten bzw. intendierten Ergebnissen. Laut einer aktuellen Umfrage halten nur 21,4% der Teilnehmer einer Befragung die bisherige Form der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitszielen in der Beratung für sinnvoll. 74,5% der Teilnehmer sind hingegen überzeugt, dass viele Kunden mit der Komplexität des Themas überfordert sind.⁹²

Erschwerend kommt noch hinzu, dass die nachhaltigkeitsbezogenen SFDR-Offenlegungen auf Produktebene teilweise keine solide Informationsbasis für die Vertrieber von nachhaltigen Anlageprodukten darstellen. Die Informationen sind oft nur unzureichend dafür geeignet, Vertrieber in die Lage zu versetzen, sie in Einklang mit den Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden (nach MiFID- bzw. IDD-Ansatz) zu bringen. Und auch die Tatsache, dass die SFDR nachhaltige Produkte de facto danach unterscheidet, ob sie u.a. „ökologische oder soziale Merkmale bewerben“ (Art. 8-Produkte) oder eine „nachhaltige

⁹¹ Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257 und Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253.

⁹² Center for Financial Studies, CFS Index, Umfrage Q1 2024, 29. Februar 2024.

Investition anstreben“ (Art. 9-Produkte) und diesbezüglich Transparenzvorgaben macht, erschwert das Verständnis von Kleinanlegern bei der nachhaltigen Kapitalanlage. Denn er wird damit in den vorvertraglichen Dokumenten zu einem Anlageprodukt regelmäßig produktbezogene Informationen wiederfinden, die nicht damit abgestimmt sind, wie Anleger in einer Anlageberatung ihre Nachhaltigkeitspräferenzen kundtun müssen (Mindestanteil Taxonomie, Mindestanteil SFDR und DNSH). Diese Diskrepanz zwischen den SFDR-Offenlegungen und den zu äußernden Präferenzen im Anlageprozess ist für Anleger nicht nur verwirrend, sondern führt letztlich auch dazu, dass die SFDR-Offenlegungen an Relevanz verlieren, da all jene Anleger, die eine Beratung in Anspruch nehmen und nachhaltig investieren wollen, sich aktiv mit den drei Nachhaltigkeitskonzepten beschäftigen müssen, während dies bezüglich der vorvertraglichen Dokumente nicht unbedingt der Fall ist.

Um diesen zahlreichen Fallstricken und Unzulänglichkeiten zu begegnen, gilt es folglich im Zuge der avisierten Überarbeitung der SFDR diese mit einer Anpassung der Vorgaben in der MiFID und der IDD zur Äußerung von Nachhaltigkeitspräferenzen zu verknüpfen. Es sollten folgende Grundsätze im Vordergrund stehen:

- Eine Beratung, die Nachhaltigkeitspräferenzen berücksichtigt, darf nicht wesentlich länger dauern als eine, die dies nicht tut. Ansonsten ist sie strukturell im Nachteil.
- Eine Beratung, die Nachhaltigkeitspräferenzen berücksichtigt, sollte nicht auf Nachhaltigkeitskonzepten referieren, die für Kleinanleger nicht oder nur schwer verständlich sind. Kleinanleger sollten nicht damit belastet werden, sich mit EU-Gesetzgebungsterminologie beschäftigen zu müssen.
- Die vorvertraglichen SFDR-Offenlegungsvorgaben auf Produktebene müssen mit der Abgabe von Nachhaltigkeitspräferenzen nach MiFID und IDD kompatibel sein. Nur so lassen sich Fehlinterpretationen und Fehlurteile vermeiden. Es sollte daher eine Angleichung in SFDR vis-à-vis der MiFID/IDD beim Verständnis darüber geben, wann ein Produkt bestimmten Nachhaltigkeitsmerkmale aufweist bzw. diesen genügt.
- Sollte die Kommission zu der Überzeugung gelangen, ein EU-Kategoriensystem über nachhaltige Anlageprodukte (innerhalb der SFDR) einführen zu wollen, sollte dieses auch bei einer Beratung, die Nachhaltigkeitspräferenzen einbezieht, Berücksichtigung finden (s. dazu auch Empfehlung 10 in Kapitel [4.4.2](#)).

4.6 Problematik 6: Konsistenz von PRIIPR, MIFID, IDD und SFDR

Im Rahmen der EU-Kleinanlegerstrategie hat die Kommission im Mai 2023 auch einen Vorschlag für eine Überarbeitung der Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPR) vorgelegt.⁹³ Darin schlägt die Kommission vor, im PRIIP-Basisinformationsblatt⁹⁴ einen neuen Abschnitt zur Nachhaltigkeit von PRIIP aufzunehmen.⁹⁵ Dieser soll die nachhaltigkeitsbezogenen Transparenzvorgaben der SFDR ergänzen, da diese aus Sicht der Kommission „für Kleinanleger möglicherweise nicht ausreichend sichtbar“ sind.⁹⁶ Der

⁹³ EU-Kommission (2023), COM(2023) 278, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 im Hinblick auf eine Modernisierung des Basisinformationsblatts, 24. Mai 2023.

⁹⁴ Das PRIIP-Basisinformationsblatt ist ein EU-weit einheitliches, standardisiertes Informationsblatt, das von den Herstellern von PRIIP abzufassen ist. Personen, die über ein PRIIP beraten oder dieses verkaufen, müssen es Kleinanlegern rechtzeitig vor Vertragsschluss zur Verfügung stellen. Es soll Kleinanlegern ermöglichen, die grundlegenden Merkmale und Risiken von PRIIP zu verstehen und zu vergleichen. [s. Art. 1 und 6 der PRIIP-Verordnung (EU) Nr. 1286/2014]

⁹⁵ Dieser Abschnitt soll den Titel „Wie ökologisch nachhaltig ist dieses Produkt?“ erhalten.

⁹⁶ Erwägungsgrund 4, COM(2023) 278.

Verordnungsvorschlag sieht nun vor, dass in dem neuen Abschnitt Angaben gemacht werden müssen über^{97,98,99}

- den Mindestanteil der Anlage des PRIIP in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der grünen Taxonomie, sowie
- zur erwarteten Treibhausgasemissionsintensität im Zusammenhang mit dem PRIIP im Sinne der SFDR.

4.6.1 Bewertung

Die Aufnahme eines spezifischen Abschnitts zur Nachhaltigkeit von PRIIP in den Basisinformationsblättern kommt erstens zu früh, ist zweitens inkonsistent, riskiert drittens nicht in Einklang mit dem weiteren Sustainable-Finance-Rechtsrahmen zu stehen und ignoriert viertens bis dato noch vollends die Idee der Kommission ein EU-Kategorisierungssystem für nachhaltige Anlageprodukte etablieren zu wollen.

Zu 1.: Sollte die Aufnahme des Abschnitts zur Nachhaltigkeit von PRIIP vor der avisierten Überarbeitung der SFDR und der Einführung eines EU-Labels erfolgen, könnte dies dazu führen, dass die PRIIP-Hersteller ihre Basisinformationsblätter ggfs. mehrfach anpassen müssen. So müssten sie die Nachhaltigkeitsangaben zunächst an die bestehenden SFDR-Offenlegungen orientieren und zu einem späteren Zeitpunkt wiederum an etwaige überarbeitete SFDR-Transparenzvorgaben. Gleiches wäre notwendig, wenn die Kommission auch eine Anpassung der Verordnung zur grünen Taxonomie in Angriff nehmen sollte.

Zu 2 und 3.: Kleinanleger, die daran interessiert sind, dass ihre Nachhaltigkeitspräferenzen bei einer Kapitalanlage Berücksichtigung finden, können derzeit zwischen drei Formen von nachhaltigen Anlageprodukten wählen: (1) Mindestanteil in „ökologisch nachhaltige Investitionen“ im Sinne der grünen Taxonomie, (2) Mindestanteil in „nachhaltige Investitionen“ im Sinne der SFDR und/oder (3) Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen Nachhaltigkeitsfaktoren. Die nun avisierten nachhaltigkeitsbezogenen Angaben in den PRIIP-Basisinformationsblättern stimmen damit nicht vollumfänglich mit den in der Anlageberatung geäußerten Nachhaltigkeitspräferenzen überein. In der Folge könnten Kleinanleger durch die Angaben in den PRIIP-Basisinformationsblättern eher verwirrt sein als das sie sie in bei ihrer nachhaltigen Kapitalanlage unterstützt. Hier wäre daher dringend Kohärenz geboten, um Kleinanleger bei der nachhaltigen Kapitalanlage zu unterstützen, statt zu überfordern. Daher sollte gelten: Bevor ein neuer Nachhaltigkeitsabschnitt in die Basisinformationsblätter aufgenommen wird, sollten die Anforderungen zur Abgabe von Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechend angepasst werden.

Zu 4.: Sollte die EU-Kommission mit der Etablierung eines EU-Labels für nachhaltige Anlageprodukte ernst machen, gilt es zu überlegen, ob dieses nicht auch Eingang in die PRIIP-Basisinformationsblätter

⁹⁷ Art. 1 Abs. 5 lit. d, COM(2023) 278.

⁹⁸ Das Europäische Parlament plädiert in seiner Positionierung von April 2024 zu dem Kommissionsvorschlag dafür, dass die Angaben im Basisinformationsblatt zur Nachhaltigkeit auf Art. 8- bzw. Art. 9-Produkte im Sinne der SFDR beschränkt bleiben sollen. Inhaltlich sollen sie insbesondere noch um Angaben zu den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren im Sinne der grünen Taxonomie ergänzt werden.

⁹⁹ Der Rat plädiert in seiner Positionierung von Juni2024 zu dem Kommissionsvorschlag dafür, dass nur Angaben zum Mindestanteil der Anlage des PRIIP in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der grünen Taxonomie, sofern relevant, gemacht werden müssen, nicht aber zur erwarteten Treibhausgasemissionsintensität im Zusammenhang mit dem PRIIP im Sinne der SFDR. Zusätzlich soll es auf die spezifischen SFDR-Offenlegungen verlinken.

finden sollte.¹⁰⁰ Dies würde die nachhaltige Kapitalanlage für Kleinanleger verständlicher machen und das Vertrauen in diese stärken. Jegliche Implementierung eines EU-Labels in die PRIIP-Basisinformationsblätter sollte für Anleger jedoch nur unterstützend wirken und ihn nicht von der Verantwortung befreien, sich intensiver, auch mit detaillierteren nachhaltigkeitsbezogenen Informationen insbesondere in den vorvertraglichen Informationen zu den Produkten auseinanderzusetzen.

Fazit: Nachhaltigkeitsbezogene Informationen und/oder ein mögliches EU-Label für nachhaltige Anlageprodukte sollten erst dann in die PRIIP-Basisinformationsblätter integriert werden, sobald die SFDR-Offenlegungsvorgaben überarbeitet wurden, das EU-Label etabliert ist und die MiFID- bzw. IDD-Vorgaben zur Angabe von Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechend an diese Nejustierungen ausgerichtet wurden. Allein ein solches schrittweises Vorgehen ermöglicht größtmögliche Kohärenz und Konsistenz, vermeidet doppelte Aufwände und wiederkehrende Anpassungsschritte bei den Bereitstellern der Informationsblätter. Auch würde dies sicherstellen, dass Kleinanleger nicht durch sich laufend ändernde oder widersprüchliche nachhaltigkeitsbezogene Informationen zu PRIIP in Offenlegungsdokumenten oder auch im Beratungsprozess verwirrt werden.

5 Fazit und Ausblick

In den vergangenen Jahren wurden im Rahmen der EU-Sustainable-Finance-Agenda zahlreiche Rechtsakte beschlossen, um auch die Finanzwirtschaft in die Verantwortung zu nehmen, Europa bei der Transformation zu einem ökologisch und sozial nachhaltigen Kontinent zu unterstützen. Doch nach nur wenigen Jahren muss konstatiert werden, dass sich die EU-Gesetzgeber dabei ein Stück weit verrannt haben. Laut einer Umfrage des CFA Institute sind 14% der Befragten der Auffassung, dass der Sustainable-Finance Rechtsrahmen der EU überhaupt „keine Auswirkungen auf die Kapitalströme für nachhaltige Entwicklung und die Energiewende“ hat. Und weitere 35% sehen zwar einen Anstieg der Investitionen, sehen diesen Anstieg jedoch nicht als direktes Ergebnis des Rechtsrahmens. Nur 42% sehen im EU-Rechtsrahmen einen Beitrag zu erhöhten nachhaltigen Investitionen.¹⁰¹

Eine Generalüberholung der entsprechenden Rechtsakte und insbesondere der Verordnung zu nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungen im Finanzsektor (SFDR) erscheint dringend geboten. In der Praxis haben sich zahlreiche Unzulänglichkeiten, Fallstricke, Redundanzen und Inkonsistenzen aufgetan, deren Behebung in der nun beginnenden Legislaturperiode auf EU-Ebene oberste Priorität haben sollte. Die EU-Kommission sollte den Review der SFDR nun zeitnah in Angriff nehmen. Dabei wäre es jedoch sachdienlich, möglichst parallel, auch die anderen Sustainable-Finance-Rechtsakte – z.B. grüne Taxonomie, MiFID, IDD und PRIIPR – zu überarbeiten, um mittelfristig zu einem kohärenten und in sich konsistenten Rechtsrahmen zur nachhaltigen Finanzierung zu gelangen, der seinen postulierten Zielen auch gerecht wird.¹⁰²

Im Hinblick auf die Überarbeitung des Sustainable-Finance-Rechtsrahmens gilt es nun

- die Diskrepanzen bei den Nachhaltigkeitskonzepten nach SFDR und grüner Taxonomie zu überwinden. Zunächst sollte dabei dem interpretationsbedürftigen, wenig konkreten SFDR-Ansatz ein

¹⁰⁰ Der Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung hat diesbezüglich bereits ähnliche Empfehlungen abgegeben [Sustainable Finance-Beirat (2024), Abschlussempfehlung zur Einführung einer „ESG-Skala“ für Finanzprodukte, Februar 2024].

¹⁰¹ CFA Institute (2024), Roberto Silvestri und Josina Kamerling, Survey Report on the ESG Regulatory Framework in the EU, Juli 2024.

¹⁰² Hierfür wäre es zielführend, möglichst rasch auch Konsultationen zur Überprüfung dieser Rechtsakte einzuleiten.

klareres, auf Kriterien basierendes Fundament gegeben werden. Sodann sollten die Unterschiede beim Verständnis von „sozialer“ Nachhaltigkeit angegangen werden. Und zuletzt braucht es eines einheitlichen Ansatzes für die Prüfung, ob eine Investition zu Beeinträchtigungen bei der Erreichung von Nachhaltigkeitszielen führt.

- Datenlücken zu schließen bzw. zu verkleinern, die etwa durch verschiedene Anwendungszeiträumen bzw. Anwendungsbereiche der verschiedenen Sustainable-Finance-Rechtsakte entstanden sind. Dabei sollte auch darüber nachgedacht werden, den Anwendungsbereich der CSRD zu erweitern. Statt die Nachhaltigkeitsberichterstattungspflichten vordergründig an der Größe eines Unternehmens auszurichten, sollten vielmehr einheitliche, verhältnismäßige Mindestberichtsvorgaben für alle Unternehmen gelten. Im Sinne eines risikobasierten Ansatzes sollte sodann Unternehmen mit „problematischen“ Nachhaltigkeitsprofilen ergänzende Angaben machen müssen.
- einen Gleichlauf zwischen CSRD und SFDR zu erreichen, indem klargestellt wird, dass FMT sich analog zur CSRD auf die Offenlegung wirklich „wesentlichen“ Informationen, Datenpunkte und Indikatoren beschränken können und damit auf Informationen, Datenpunkte und Indikatoren, die tatsächlich entscheidungsrelevant sind.
- die bestehende strukturelle regulatorische Ungleichbehandlung von Anlageprodukte abhängig von ihrem Grad der Nachhaltigkeit zu überwinden. Für alle Anlageprodukte sollten unabhängig von ihrer Nachhaltigkeitsperformance einige wenige, aussagekräftige und leicht verständliche Angaben verpflichtend sein („Mindestangaben“). Anbieter sowohl von Produkten mit als auch jene ohne Nachhaltigkeitsversprechen sollten zudem – auf freiwilliger Basis – zusätzliche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen vornehmen dürfen. FMT, die Produkte mit Nachhaltigkeitsmerkmalen anbieten, sollten ferner einige wenige nachhaltigkeitsbezogene Informationen, zusätzlich verpflichtend offenlegen müssen.
- die SFDR-Transparenzvorgaben gründlich zu überarbeiten und teilweise zu überdenken. Erst wenn die EU-Kommission zu dem Urteil gelangt, dass auch überarbeitete SFDR-Offenlegungen nicht ausreichen, sollte sie die Einführung eines Kategorisierungssystem prüfen. Ein solches kann jedoch immer nur ein „Second best“-Instrument sein. Sollte die EU-Kommission ein Kategorisierungssystem einführen wollen, sollte dieses den im Rahmen der Studie entwickelten vierzehn Kriterien bzw. Voraussetzungen genüge tragen.
- die Überarbeitung der SFDR mit einer Anpassung der Vorgaben in der MiFID und der IDD zur Äußerung von Nachhaltigkeitspräferenzen zu verknüpfen. Dabei sollte das Ziel sein, dass eine Anlageberatung, die Nachhaltigkeitspräferenzen berücksichtigt, nicht wesentlich länger dauern sollte als eine, die dies nicht tun. Ferner sollte sie nicht auf Nachhaltigkeitskonzepten referieren müssen, die für Kleinanleger nicht oder nur schwer verständlich sind. Die vorvertraglichen SFDR-Offenlegungen auf Produktebene sollten mit der Abgabe von Nachhaltigkeitspräferenzen im Beratungsprozess in Einklang stehen. Wird ein Kategoriensystem zu nachhaltigen Anlageprodukten eingeführt, sollte dieses auch in der Anlageberatung Berücksichtigung finden.
- nachhaltigkeitsbezogene Informationen und/oder ein mögliches EU-Label für nachhaltige Anlageprodukte erst dann in die PRIIP-Basisinformationsblätter zu integrieren, sobald die SFDR-Offenlegungsvorgaben überarbeitet wurden, das EU-Label etabliert ist und die MiFID- bzw. IDD-Vorgaben zur Angabe von Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechend an diese Neujustierungen ausgerichtet wurden.



Autor:

Philipp Eckhardt, Leiter der Fachbereiche Finanzmärkte und Informationstechnologien

eckhardt@cep.eu

Centrum für Europäische Politik FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Schiffbauerdamm 40 Räume 4205/06 | D-10117 Berlin

Tel. + 49 761 38693-0

Das **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN, das **Centre de Politique Européenne** PARIS, und das **Centro Politiche Europee** ROMA bilden das **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Das gemeinnützige Centrum für Europäische Politik analysiert und bewertet die Politik der Europäischen Union unabhängig von Partikular- und parteipolitischen Interessen in grundsätzlich integrationsfreundlicher Ausrichtung und auf Basis der ordnungspolitischen Grundsätze einer freiheitlichen und marktwirtschaftlichen Ordnung.