

Positionspapier des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung zur Revision der EU- Offenlegungsverordnung (engl. Sustainable Finance Disclosure Regulation) und der Nachhaltigkeitspräferenzabfrage nach MiFID II/IDD

Februar 2025

Arbeitsgruppe: Regulierungskohärenz - SFDR

Leitung der Arbeitsgruppe: Antje Schneeweiß

Aktive Mitarbeitende:

- **SFB-Mitglieder:** Markus Duscha, Melanie Sack, Michael Schmidt, Antje Schneeweiß, Georg Schürmann
- **Beobachtende:** Safiye Bayazit (Bundesbank), Christian Klein (Uni Kassel), Magdalena Kuper (BVI, Thomas Menning (GDV), Jana Tschiltschke (DSGV), Dennis Zagermann (UBA)

Executive Summary

Das wesentliche Ziel der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)¹ ist der Schutz der Anleger vor geschönten Aussagen im Hinblick auf die Nachhaltigkeit eines Finanzprodukts. MiFID II² bzw. IDD³ ergänzen das Anlagegespräch um Fragen zur Nachhaltigkeitspräferenz.

In der Praxis zeigt sich, dass die Ziele dieser Vorschriften bisher nicht in vollem Umfang erreicht wurden.

Das Papier nennt vor diesem Hintergrund drei Ziele für die Revision der SFDR:

1. Sie sollte eine handhabbare Definition nachhaltiger Investitionen enthalten, die auch Investitionen in den Übergang zu klimaneutralem Wirtschaften stärker berücksichtigt und solche in soziale Produkte und Dienstleistungen aufnimmt.
2. Die Nachhaltigkeitspräferenzabfrage sollte eingängiger werden. Empfohlen wird nur eine erste allgemeine Nachhaltigkeitspräferenzabfrage vorzuschreiben, die lautet: „Inwieweit sollen Nachhaltigkeitsaspekte in Ihrer Anlage berücksichtigt werden?“.
3. Dem Wunsch des Marktes nach einer Kategorisierung von nachhaltigen Anlageprodukten sollte entsprochen werden.

Vorgeschlagen werden vier Kategorien von Anlageprodukten.

1. **Kategorie „Nachhaltig“**

- *Ökologisch:* gemäß Principal Adverse Impacts (PAI) und/oder EU-Taxonomie⁴.
- *Sozial:* gemäß Artikel 25 der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte und der Social Bond Principles.
- Für beide Varianten gelten die Ausschlüsse gemäß der Paris-aligned Benchmarks (PAB) Verordnung.

2. **Kategorie „Transition“**

- *Ökologisch:* gemäß Transitionsplänen nach Minimumstandards im Sinne der Transition Pathways Initiative (TPI) oder der von IFRS übernommenen TPT-Empfehlungen.
- *Sozial:* gemäß UNGP⁵ und OECD-Leitlinien⁶.
- Für beide Varianten gelten die Ausschlüsse der Climate Transition Benchmarks (CTB) Verordnung zuzüglich des Ausschlusses von neuen Projekten zur Förderung von fossilen Energien.

3. **Basiskategorie**

- Vom Anbieter definierte Charakteristiken, die begründet, erklärt und nachgewiesen werden müssen.
- Ausschlüsse nach CTB.

¹ Verordnung (EU) Nr. 2019/2088 Offenlegungsverordnung

² Richtlinie (EU) 2014/65 über Märkte für Finanzinstrumente

³ Richtlinie (EU) 2016/97 über Versicherungsvertrieb

⁴ Verordnung (EU) 2020/852 Taxonomie-Verordnung

⁵ UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte

⁶ OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen

4. Keine Nachhaltigkeitsmerkmale

Alle Anlageprodukte müssen zu einem Set von Nachhaltigkeitsindikatoren berichten. Vorgeschlagen wird eine Auswahl essentieller PAIs aus dem Umwelt- und Sozialbereich, zu denen Daten breit verfügbar sind:

1. Kontroverse Waffen (PAI 14)
2. Respektierung der Menschenrechte (PAI 11)
3. Anteil der Unternehmen, die im Sektor der fossilen Energie tätig sind (PAI 4)
4. CO₂-Emissionen Scope 1- 2 (PAI 1)

Die Ziele der Offenlegungsverordnung:

Begriffsklärung: Anleger- Privatanleger- professionelle Anleger

In diesem Papier werden drei Regulierungen betrachtet, die SFDR sowie MiFID II und IDD, die das Beratungsgespräch mit Anlegern (MiFID II) bzw. mit Versicherungskunden (IDD) betreffen. In allen drei Regulierungen geht es um den Anlegerschutz und die damit verbundene Transparenz. Allerdings unterscheidet sich die Zielgruppe der Regulierungen. Dieser Unterschied spiegelt sich im Text dieses Papiers, indem von „Anlegern“ die Rede ist, wenn es um private und professionelle Anleger geht, während der Begriff „Privatanleger“ professionelle Investoren ausschließt.

Die 2022 in Kraft getretene EU-Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) schreibt Finanzmarktteilnehmern bestimmte Veröffentlichungen auf Unternehmensebene und auf Produktebene vor. In Artikel 8 und 9 werden Offenlegungen für unterschiedliche Versicherungs- und Wertpapieranlageprodukte mit Nachhaltigkeitsmerkmalen geregelt. Auf Level 2 der EU-Offenlegungsverordnung sind unter anderem Nachhaltigkeitsindikatoren in Form der „Wichtigsten nachteiligen Auswirkungen“ (Principal Adverse Impacts, PAI) ausgearbeitet.

Wesentliche Ziele der Verordnung sind:

1. Der Schutz von Anlegern vor falschen oder geschönten Aussagen über die Nachhaltigkeit eines Anlageprodukts.
2. Im Zusammenspiel mit MiFID II/IDD: Vorgaben für die Thematisierung von Nachhaltigkeit einer Geldanlage im Vertrieb.

Diese beiden Ziele sollen zudem einen Beitrag zur Lenkung von Kapital im Sinne der Nachhaltigkeit leisten.

Probleme der Offenlegungsverordnung aus Sicht des SFB

Die SFDR und besonders ihr Zusammenspiel mit anderen Elementen der EU Sustainable Finance (SF) Regulierung werfen in der praktischen Umsetzung Probleme auf. Diese sind hauptsächlich:

1. Unklarheit und fehlende Aspekte in der Definition von nachhaltigen Investitionen;

2. Die Vorgaben zur Thematisierung von Nachhaltigkeit in der Präferenzabfrage im Verkaufsgespräch blockieren den Vertrieb nachhaltiger Anlageprodukte, anstatt ihn zu fördern⁷ und
3. Die Verwendung von Artikel 8 und 9 als eine Art Label.⁸

Die SFDR und die EU-Taxonomie (EU Taxonomy Regulation) verfolgen beide das Ziel, mehr Transparenz im Finanzmarkt zu schaffen und nachhaltige Investitionen zu fördern. Dennoch unterscheiden sie sich in ihrer Herangehensweise an die Definition von Nachhaltigkeit. Dies kann Anleger verwirren.

Die Definition von nachhaltigen Investitionen in Artikel 2 (17) der SFDR liefert lediglich eine weit gefasste Definition von sozialer und ökologischer Nachhaltigkeit, bedarf der weiteren Interpretation und eignet sich deshalb aus Sicht vieler Marktteilnehmer nur bedingt als Orientierung.⁹ Die EU-Taxonomie stellt für sechs Umweltziele und für eine begrenzte Anzahl von Wirtschaftssektoren und Aktivitäten detailliert „wesentliche Beiträge“ zu und „erhebliche Beeinträchtigungen“ der Umweltziele auf. Artikel 2 (17) SFDR erwähnt hingegen keine Sektoren oder Kriterien. Während also nach SFDR eine Vielzahl von Investitionen nachhaltig sein können, gelten laut EU-Taxonomie nur eine sehr begrenzte Anzahl von Aktivitäten, eben jene die für den Klima- und Umweltschutz besonders relevant sind, unter genau beschriebenen Voraussetzungen als nachhaltig.

In beiden Verordnungen sind zudem nur beschränkt Investitionen in den Übergang zu einem klimaneutralen Wirtschaften (Transformationsinvestitionen) vorhanden. Investitionen in soziale Produkte und Dienstleistungen sind nicht explizit darin enthalten.

Im Vertrieb zeigte sich außerdem, dass sich die Verknüpfung der Nachhaltigkeitspräferenzabfrage in MiFID II/IDD mit der EU-Taxonomie und Elementen der SFDR als unpraktikabel erwiesen hat¹⁰. Diese Verknüpfung erfordert ein verhältnismäßig tiefgehendes Wissen über die entsprechenden Regulierungen, das weder bei Beratern noch bei Anlegern vorausgesetzt werden kann.

Ein weiteres Problem besteht in dem hohen Erklärungsaufwand des Unterschieds von Finanzprodukten, die gemäß Artikel 8 und Artikel 9 SFDR offengelegt werden. Deren Nutzung als Label verwirrt Anleger und widerspricht dem ursprünglichen Ziel, den kompletten Markt nachhaltiger Anlageprodukte in der SFDR zu erfassen und Transparenz ohne Wertung zu schaffen.

Ziele der Revision der Offenlegungsverordnung aus Sicht des SFB

Ausgehend von dieser Problemanzeige sollte die Revision der SFDR (und, damit verbunden, der Nachhaltigkeitspräferenzabfrage gemäß MiFID II und IDD) vorrangig drei Ziele haben:

⁷ https://sustainablefinancealliance.org/wp-content/uploads/2024/02/Do-advisors-respond-to-investors-preferences_-_Grasfi-2024.pdf

⁸ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/754212/IPOL_STU\(2024\)754212_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/754212/IPOL_STU(2024)754212_EN.pdf) chapter 4

⁹ “(17) ‘sustainable investment’ means an investment in an economic activity that contributes to an environmental objective, as measured, for example, by key resource efficiency indicators on the use of energy, renewable energy, raw materials, water and land, on the production of waste, and greenhouse gas emissions, or on its impact on biodiversity and the circular economy, or an investment in an economic activity that contributes to a social objective, in particular an investment that contributes to tackling inequality or that fosters social cohesion, social integration and labour relations, or an investment in human capital or economically or socially disadvantaged communities, provided that such investments do not significantly harm any of those objectives and that the investee companies follow good governance practices, in particular with respect to sound management structures, employee relations, remuneration of staff and tax compliance;”

¹⁰ Siehe: <https://wpsf.de/wp-content/uploads/2024/10/WPSF-PB-4-2024-Does-MiFID-II-enable-private-investors-to-invest-sustainably.pdf>

https://www.iff-hamburg.de/wp-content/uploads/2024/10/Policy-Brief-2_Beratungsgespraech.pdf

https://sustainablefinancealliance.org/wp-content/uploads/2024/02/Do-advisors-respond-to-investors-preferences_-_Grasfi-2024.pdf

1. Sie sollte eine **handhabbare Definition nachhaltiger Investitionen** enthalten, die auch Investitionen in den Übergang zu klimaneutralem Wirtschaften stärker berücksichtigt und solche in soziale Produkte und Dienstleistungen aufnimmt.
2. Die **Nachhaltigkeitspräferenzabfrage sollte eingängiger** werden, dafür sollte die Entscheidung für den Anleger auf einer besser verständlichen Grundlage beruhen, um gut informiert und leichter gefällt werden zu können. Empfohlen wird eine erste allgemeine Nachhaltigkeitspräferenzabfrage vorzuschreiben, die Nachhaltigkeit nicht als einen aufwendigeren Sonderweg darstellt. Eine solche Frage könnte lauten: „**Inwieweit sollen Nachhaltigkeitsaspekte in Ihrer Anlage berücksichtigt werden?**“. Anschließende Fragen sollten nicht vorgeschrieben werden. In das weitere Verkaufsgespräch müssen jedoch die regulatorisch vorgegebenen Merkmale und Berichtspflichten der Produktkategorien einfließen. Die vorgeschlagene Frage und die genaue Produktgestaltung sollte in einer Marktstudie geprüft werden, ehe sie regulatorisch umgesetzt wird.
3. Dem Wunsch des Marktes nach einer Art Label im Sinne einer **Kategorisierung von nachhaltigen Anlageprodukten** sollte entsprochen werden, z.B. indem unter Berücksichtigung der Unterscheidung von Artikel 8 und 9 SFDR Kategorien von nachhaltigen Fonds-, Versicherungs- und Wertpapierprodukten definiert werden. Diese sollten auch Themen wie Investitionen in soziale Produkte und Dienstleistungen sowie den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft berücksichtigen.

Diese Veränderungen sollen dazu geeignet sein, die **Lenkung von Kapital** in nachhaltige Unternehmen und Aktivitäten zu verbessern.

Lösungsvorschlag: Definition von Nachhaltigkeit auf der Grundlage bestehender Indikatoren

Eine Konkretisierung der Definition von Nachhaltigkeit findet sich an verschiedenen Stellen in der EU SF Regulierung. Level 2 der SFDR definiert mit den PAI negative ökologische und soziale Auswirkungen, zu denen Finanzmarktteilnehmer ab 500 Mitarbeitenden berichten müssen. Die Benchmark Regulierung (EU-Benchmark Regulation) definiert ökologische und soziale Ausschlüsse für Climate Transition Benchmarks (CTB) und für Paris-aligned Benchmarks (PAB). Die EU-Taxonomie definiert die oben erwähnten ökologischen Ziele und Kriterien für die relevanten Sektoren sowie soziale Mindeststandards. Daten zu diesen Kriterien liegen auf europäischer und internationaler Ebene in unterschiedlichem Maß und unterschiedlicher Qualität vor.¹¹

Der SFB schlägt vor, die vorhandenen Definitionen und Kriterien für eine konkretere Beschreibung nachhaltiger Investitionen zu nutzen. Dies impliziert, dass konkrete Definitionen für einzelne nachhaltige Produktkategorien entwickelt werden, jedoch nicht zwingend für nachhaltige Investitionen allgemein.

Investitionen in die Transition und in sozial positive Aktivitäten

Für eine Konkretisierung der Definition von Investitionen in den Übergang zu klimaneutralem Wirtschaften gibt es bisher nur Anhaltspunkte in der EU SF Regulierung. Während die PAI und PAB Indikatoren für negative soziale Auswirkungen enthalten und die Abbildung der Investitionen eines

¹¹ Zu berücksichtigen ist hierbei die Datenverfügbarkeit auch über die EU hinaus, die für Publikumsfonds bedeutsam ist. Nur für die von der CSRD und Taxonomieverordnung betroffenen Unternehmen liegen geprüfte Daten zur EU Taxonomie vor. Die detaillierten Daten zur Taxonomie sind damit nur schwer für Unternehmen außerhalb der EU zu bekommen. Für die Principal Adverse Impacts (PAI) und PAB Kriterien ist die Situation anders, denn diese Daten wurden bereits vor Inkrafttreten der CSRD von in der EU ansässigen Vermögensverwalter für ihre globalen Investitionen und entsprechende Finanzprodukte angewendet bzw. ausgewiesen. Daten zu den PAI und PAB werden also bereits global z.B. von ESG-Ratingagenturen geliefert. Ab 2025 wird es hier allerdings eine Unterscheidung zwischen geprüften Daten von CSRD Unternehmen und nicht oder freiwillig geprüften Daten von nicht CSRD Unternehmen geben.

Unternehmens in die Minderung von Klimaemissionen und Umweltzerstörung über die EU Taxonomie mit entsprechenden Kapitalinvestitionen beziffert werden kann, fehlt eine Konkretisierung für Investitionen in den sozialen Übergang oder in soziale Produkte und Dienstleistungen. Der SFB macht für die fehlenden Bereiche folgende Vorschläge:

Transition

Für die Definition, welche Investitionen als Investitionen für den Übergang zu einer klimaneutralen biodiversitätswiederherstellenden Wirtschaft bezeichnet werden können, sollte auf die Transitionspläne der Unternehmen zurückgegriffen werden, in die investiert wird.

Es bestehen verschiedene Ansätze, die Inhalte dieser Transitionspläne festzulegen. Derzeit entwickelt sich der Ansatz der Transition Pathway Initiative (TPI) zu einem international anerkannten Standard. Der internationale Standardsetzer IFRS hat die Arbeiten der Transition Plan Taskforce (TPT) für die Nachhaltigkeitsberichterstattung nach ISSB übernommen. Hinter diesen Standards sollte eine Definition von Transition für eine entsprechende Anlagekategorie nicht zurückfallen. Andere Standards, die den Anforderungen der TPI/des ISSB entsprechen und z.B. die besondere Situation von KMU berücksichtigen, können jedoch ebenso hinzugezogen werden.

Die EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)¹² verlangt von Unternehmen ab einer bestimmten Größe das Aufstellen von Transitionsplänen. Diese müssen Zwischenziele enthalten, wesentliche Handlungen des Unternehmens sowie einen Investitionsplan. Dies entspricht den Anforderungen der TPI. Wenn ein Transitionsplan vorhanden ist, verlangt die CSRD, dass dieser veröffentlicht wird.

Soziale Nachhaltigkeit

Auf der Grundlage von Artikel 25 (1) der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte¹³ leisten sozial nachhaltige Investitionen Beiträge zu zugänglichen und erschwinglichen sozialen Dienstleistungen (Gesundheitsversorgung, Bildung und Berufsausbildung), zu zugänglichem und erschwinglichem Wohnraum, zur Ernährungssicherheit und zu zugänglicher und erschwinglicher Basisinfrastruktur (sauberes Trinkwasser, Kanalisation, sanitäre Einrichtungen, öffentlicher Verkehr, Energie) sowie Beiträge zu Programmen zur Verhinderung und/oder Linderung von Arbeitslosigkeit, einschließlich damit verbundener Finanzdienstleistungen. Dazu gehören Investitionen zur Minderung der sozialen Kosten des Übergangs zu klimaneutraler Wirtschaften.

Zusätzlich ist es möglich, Investitionen in einen sozialen Übergang anhand der bereits in den EU-Taxonomie Mindeststandards referenzierten UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte und den OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen zu definieren. Unternehmen, die diese Prinzipien bzw. Leitlinien in besonderem Maße erfüllen, indem sie z.B. ihre Lieferketten konsequent umstellen, tragen zu diesem sozialen Übergang bei.

Problem Nachhaltigkeitspräferenzabfrage

Angesichts der Komplexität des Themas und der diversen bereits bestehenden Regulierungsstränge sowie angesichts der Hinweise, dass die derzeitige Nachhaltigkeitspräferenzabfrage den Vertrieb nachhaltiger Anlageprodukte eher behindert, **ist es die wichtigste Aufgabe der Revision der SFDR bzw. MiFID II/IDD eine praktikable Lösung für das Beratungsgespräch zu liefern**. Alle Bemühungen um sinnvolle Definitionen, Kriterien und Produktkategorien für nachhaltige Anlageprodukte verlieren

¹² Richtlinie (EU) 2024/1760 zu Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit

¹³ <https://www.ohchr.org/en/human-rights/universal-declaration/translations/german-deutsch?LangID=ger>

ihren Sinn, wenn Privatanlegern im Beratungsgespräch keine verständlichen Optionen angeboten werden, die eine verlässliche Grundlage für ihre Entscheidungen darstellen.

Problem Artikel 8 und 9

Obwohl dies vom Gesetzgeber nicht intendiert war, wurde die Unterscheidung zwischen Artikel 8 und Artikel 9 Produkten im Markt als die Möglichkeit aufgenommen, nachhaltigere Artikel 9 Produkte von weniger nachhaltigen Artikel 8 Produkten zu unterscheiden (Labeling). Während Artikel 9 Produkte Nachhaltigkeitsziele ausweisen müssen, reicht es bei Artikel 8 Produkten, relativ flexible Nachhaltigkeitsmerkmale anzugeben. Die kleine Gruppe von vergleichsweise homogenen Artikel 9 Produkten steht derzeit neben einer Vielzahl sehr unterschiedlicher Artikel 8 Produkte. Besonders diese letzte Gruppe erschwert derzeit eine Orientierung für Anleger. In der Marktpraxis hat sich ohne regulatorische Grundlage hilfsweise der Begriff „Artikel 8+“-Produkt herausgebildet, was den Bedarf einer weiteren Unterscheidung innerhalb der vielfältigen Artikel 8-Gruppe zeigt.

Eine klarere Definition verschiedener Kategorien von Nachhaltigkeitsprodukten würde die vom Markt gewünschte Einordnung von nachhaltigen Finanzprodukten, die mit der Unterscheidung zwischen Artikel 8 und 9 Produkten alleine nur sehr unzureichend möglich ist, deutlich verbessern. Dazu müssten die derzeit bestehenden Elemente der EU SF Regulierung wie die Principal Adverse Impacts (PAI) in der SFDR, die Ausschlusskriterien in der Benchmark-Regulierung sowie die EU-Taxonomie und die Regulierung von Fondsamen berücksichtigt werden, da diese bereits im Markt eingeführt sind. Nur so wird der Aufwand für die Anbieter bei einer Reform der SFDR vertretbar bleiben.

Der SFB schlägt angesichts dieser Problemlage folgende Eckpunkte einer Revision von MiFID II/IDD und Artikel 8 und 9 Produkten nach SFDR vor:

1. Entwicklung von nicht mehr als vier Anlageoptionen für den ersten Schritt des Beratungsgesprächs, die zunächst nicht auf Konzepte der SF-Regulierung verweisen. Diese sollen mit Artikel 8 und 9 kompatibel sein und darauf aufbauend Kategorien von Nachhaltigkeitsprodukten unterscheiden.
2. Die Definition der Kategorien soll über die bestehende Datengrundlage aus der EU-Taxonomie, der Benchmark-Regulierung und den PAI gestaltet werden.

Vorschlag für die erste Ebenen der Nachhaltigkeitspräferenzabfrage

Es werden die folgenden vier Kategorien für Finanzprodukte im Beratungsgespräch vorgeschlagen:

1. Nachhaltige Finanzprodukte;
2. Finanzprodukte für die Transition;
3. Basisprodukte mit vom Anbieter definierten Nachhaltigkeitsmerkmalen bei bestimmten sozialen und ökologischen Mindeststandards und
4. Produkte ohne Nachhaltigkeitsmerkmale, die zu ökologischen und sozialen Mindeststandards berichten müssen.

Vorschlag für die Definition der Kategorien:

Die Kategorisierung wird für Wertpapierfonds vorgeschlagen, versteht sich allerdings als exemplarisch und kann unter Berücksichtigung der jeweiligen Besonderheiten auf fast alle Anlageprodukte übertragen werden.

Eine Übertragung dieses Vorschlags auf Staatsanleihen ist allerdings nur eingeschränkt möglich, da sich z.B. die EU-Taxonomie nicht auf Staatsanleihen bezieht, die PAB-Regulierung keine Kriterien für

Staaten enthält und die PAI für Staaten für diesen Zweck ungeeignet sind. Die Kategorie „Nachhaltig Sozial“ eignet sich hingegen bei Entwicklung entsprechender Ausschlüsse gut für Staatsanleihen.

1. Kategorie Nachhaltig

Ökologisch: 70 % der Investitionen werden auf der Grundlage in der EU-Regulierung bestehender Indikatoren investiert. Für diese Indikatoren gibt der Regulator Schwellenwerte vor, die mindestens erreicht werden müssen. Die Indikatoren können aus den PAI gewählt werden und/oder es werden die Anforderung der EU-Taxonomie zugrunde gelegt

Sozial: 70 % der Investitionen werden gemäß Artikel 25 (1) der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte¹⁴ und den Social Bond Prinzipien investiert¹⁴

Es sind sowohl rein ökologisch nachhaltige Fonds möglich als auch rein sozial nachhaltige Fonds, als auch Fonds, die beide Aspekte berücksichtigen.

Für beide Varianten gelten die Ausschlüsse der PAB¹⁵.

2. Kategorie Transition

Ökologisch: Für 70 % der Investitionen liegen Transitionspläne vor, die dem Standard der TPI/IFRS entsprechen. Berücksichtigt werden können zusätzlich die Pläne für Kapitalinvestitionen gemäß der EU-Taxonomie.

Sozial: 70 % der Investitionen werden in Unternehmen mit einer weitreichenden Umsetzung der UNGP- und OECD-Leitlinien getätigt. Messgröße können die entsprechend angepassten PAI 10 und PAI 11 sein.

Für beide Varianten gelten die Ausschlüsse für Climate Transition Benchmarks¹⁶ zuzüglich des Ausschlusses von neuen Projekten zur Förderung von fossilen Energien.

3. Basiskategorie

Anlageprodukte mit frei definierbaren Nachhaltigkeitsmerkmalen bei bestimmten sozialen und ökologischen Mindeststandards. Die Nachhaltigkeitsmerkmale des Produkts müssen den Anlegern gegenüber offengelegt und erklärt werden und in der Berichterstattung, z.B. mit Informationen zu Nachhaltigkeitsratings oder Second Party Opinions, zu allen Titeln belegt werden.

Es gelten die Ausschlüsse für Climate Transition Benchmarks zuzüglich des Ausschlusses von neuen Projekten zur Förderung von fossilen Energien.

¹⁴ Zugängliche und erschwingliche Gesundheitsversorgung, Bildung und Berufsausbildung Wohnraum, Ernährungssicherheit und zugänglicher und erschwinglicher Basisinfrastruktur (sauberes Trinkwasser, Kanalisation, sanitäre Einrichtungen, öffentlicher Verkehr, Energie).

¹⁵ PAB exclusions (a) companies involved in any activities related to controversial weapons; (b) companies involved in the cultivation and production of tobacco; (c) companies that benchmark administrators find in violation of the United Nations Global Compact (UNGC) principles or the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises; (d) companies that derive 1 % or more of their revenues from exploration, mining, extraction, distribution or refining of hard coal and lignite; (e) companies that derive 10 % or more of their revenues from the exploration, extraction, distribution or refining of oil fuels; (f) companies that derive 50 % or more of their revenues from the exploration, extraction, manufacturing or distribution of gaseous fuels (g) companies that derive 50 % or more of their revenues from electricity generation with a GHG intensity of more than 100 g CO₂ e/kWh.

¹⁶ (a) companies involved in any activities related to controversial weapons;

(b) companies involved in the cultivation and production of tobacco;

(c) companies that benchmark administrators find in violation of the United Nations Global Compact (UNGC) principles or the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises .

4. Keine Nachhaltigkeitsmerkmale

Anlageprodukte ohne Nachhaltigkeitsmerkmale müssen zu einer Auswahl von ökologischen und sozialen Indikatoren berichten.

Die Auswahl erfolgte auf der Grundlage bestehender, breit genutzter Indikatoren, weil für diese eine gute Datenverfügbarkeit vorausgesetzt werden kann. Außerdem wurden mit Ausnahme des dritten Indikators, solche Indikatoren ausgewählt, die sich in allen Strängen der EU-Regulierung wiederfinden. Der Anteil an fossilen Energien wurde hinzugenommen, weil er sehr relevant für den Klimaschutz ist und leicht ermittelt werden kann. Folgende Indikatoren wurden ausgewählt:

1. Kontroverse Waffen (PAI 14);
2. Respektierung der Menschenrechte (PAI 11);
3. Anteil der Unternehmen, die im Sektor der fossilen Energie tätig sind (PAI 4) und
4. CO₂-Emissionen Scope 1- 2 (PAI 1).

Artikel 8 und 9 - Kategorien

Produkte, die derzeit der Definition in Artikel 8 und Artikel 9 der SFDR entsprechen, können sich folgendermaßen in die dargelegte Kategorisierung einordnen:

In die nachhaltige Kategorie können sich sowohl heutige Artikel 9 Produkte wiederfinden sowie Produkte, die informell als Artikel 8+ beschrieben werden. Für die Kategorie „Finanzprodukte für den Übergang“ eignen sich Produkte aus Artikel 8 und 9, wenn sie ihren Schwerpunkt auf die Transition legen. Die „Basiskategorie“ kann alle sonstigen Artikel 8 Produkte aufnehmen, die die geforderten Mindestkriterien einhalten.

Mit diesem Modell für die Gestaltung von Kategorien ist damit für Anbieter sichergestellt, dass die Produkte, die bisher nach Artikel 8 und 9 berichten, sich in einer der Kategorien wiederfinden.

Änderung des PAB und PAI-Indikators für Menschenrechte

Der derzeit in den CTB, den PAB und PAI referenzierte UN-Global Compact (UNGC) eignet sich nicht als Indikator zum Ausschluss von Menschenrechtsverletzungen und Korruption im nachhaltigen Investment. Der UNGC ist kein Standard, sondern ein Unternehmensverband mit freiwilligen Grundsätzen. Diese Grundsätze werden von keiner Instanz überwacht. Der Verband überprüft die Einhaltung der Grundsätze nicht. Unternehmen, die gegen sie verstoßen, können Mitglied des Verbandes bleiben.

Aus diesem Grund sowie zur Verbesserung der Kohärenz innerhalb der EU SF Regulierung empfiehlt der SFB die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte (UN Guiding Principles on Business and Human Rights, UNGP) sowie die OECD-Leitlinien als Indikatoren für die Themen Menschenrechte und Korruption zu verwenden. Diese werden im EU Sorgfaltspflichten Gesetz (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD) referenziert und umgesetzt ebenso wie in der CSRD und den Minimum Safeguards der EU-Taxonomie.

Der Vorschlag des SFB für die Neufassung des Ausschlusses in den PAB und den PAI lautet:

„Ausschluss von Unternehmen, die die Menschenrechte im Sinne der UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte (UNGP) und die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen nicht respektieren.“

Erläuterung zur Nachhaltigkeits-, Transitions- und Basiskategorie

Der wesentliche Unterschied zwischen den ersten beiden Kategorien (Nachhaltig und Transition) und der Basiskategorie besteht darin, dass die Ersteren sich an den in der EU SF Regulierung bestehenden Indikatoren orientieren und die vorgegebenen Schwellenwerte einhalten müssen bzw. sich über die oben genannten Kriterien für Transitionspläne definieren. Das erleichtert den Anbietern die Gestaltung des Fonds. Er muss nicht mehr begründen, warum diese Indikatoren für die Nachhaltigkeit einer Investition relevant sind. Dies hat die EU bereits entschieden. Gleichzeitig gibt dies dem Anleger die Sicherheit, dass sich die Indikatoren, auf denen die Produkte aufbauen, vom Regulator definiert wurden. Das sollte mit Erleichterungen im Hinblick auf die vorvertraglichen Informationen und das Beratungsgespräch einhergehen. So sollte es in den Dokumenten und im Gespräch ausreichen, auf den regulatorischen Rahmen zu verweisen, dessen Inhalte erst auf Nachfrage erläutert werden müssen.

Die regelmäßige Berichterstattung bezieht sich auf die ausgewählten Indikatoren, für die in der EU geprüfte Daten vorliegen.

Die Basiskategorie bewegt sich außerhalb des regulatorisch genauer definierten Nachhaltigkeitsverständnisses und bedarf deshalb einer Offenlegung und Begründung. Es muss offengelegt werden, welche Indikatoren ausgewählt wurden und die Auswahl muss dem Anleger gegenüber begründet werden. Sie kann neben Fonds mit vergleichsweise geringen Nachhaltigkeitsanforderungen auch innovative Fonds enthalten, die z.B. die Wirkung der Anlagen auf die Biodiversität messen und dafür Indikatoren verwenden, die nicht in der EU Regulierung enthalten sind.

Die regelmäßige Berichterstattung muss Daten zu den Indikatoren enthalten, z.B. aus ESG-Ratings.

Die Kategorien sind damit eindeutig voneinander unterscheidbar und die Indikatoren prüfbar, entweder über die CSRD oder über eine marktbasierende Veröffentlichung wie Second Party Opinion (SPO) oder die auf der Fondsebene zusammengefasste Veröffentlichung von ESG-Ratingergebnissen.

Hinweis auf die Wirkung (Impact) der Finanzprodukte

Produkte der Kategorien 1 – 3 können eine positive Wirkung im Hinblick auf Nachhaltigkeitsziele generieren. Dieser Impact wird für einige Anleger von Interesse sein.¹⁷ Im Beratungsgespräch sollte deshalb die Möglichkeit gegeben sein, neben der Einordnung in eine der Kategorien auch die Wirkung des jeweiligen Produkts darzustellen. Dies kann in Form einer Matrix geschehen, in der sowohl die Produktkategorie als auch die Art des Impacts abgetragen wird. Fonds, die einen Impact für sich reklamieren, müssen diesen in ihrer Berichterstattung darstellen.

Bezug zu der ESMA-Namensrichtlinie

In ihrer Richtlinie zu Fondsamen legt die europäische Aufsichtsbehörde ESMA fest, welche Merkmale ein Fonds haben muss, wenn bestimmte Begriffe im Namen enthalten sind. Die Behörde unterscheidet zwischen drei Varianten. Für alle gilt, dass 80 % des Fondsvermögens gemäß sozialen oder

¹⁷ So identifizierte das IFF in seinem Brief 2/2024: Herausforderung nachhaltige Investitionsentscheidung den Typ „Wissbegierige/Detailinteressierte“: In dieser Kategorie von Privatanleger:innen besteht ein hoher Informationsbedarf und ein ausgeprägter Wunsch nach differenzierten und umfangreichen Informationen, um eine eigene fundierte Qualitätsbewertung einer nachhaltigen Geldanlage durchführen zu können. Diese Gruppe ist bereit, hohe Suchkosten in Kauf zu nehmen, um eine eigene, individuelle und umfassende Bewertung vorzunehmen.
https://www.iff-hamburg.de/wp-content/uploads/2024/10/Policy-Brief-2_Beratungsgespraech.pdf

ökologischen Charakteristiken oder Zielen angelegt sein muss. Außerdem legt die Behörde bei Verwendung bestimmter Begriffe Ausschlusskriterien fest. Diese sind:

1. Wenn der Name die Begriffe: „Transition“ „Sozial“ oder „Governance“ enthält, gelten die Ausschlusskriterien der CTB, also der Ausschluss von Investitionen in kontroverse Waffen und Tabak sowie in Unternehmen, die gegen den UN Global Compact oder die OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen verstoßen.
2. Wenn der Name die Begriffe „Umwelt“ oder „Impact“ enthält, muss der Fonds die Ausschlusskriterien der PAB einhalten.¹⁸
3. Wenn der Name den Begriff „Nachhaltigkeit“ enthält, muss der Fonds die Ausschlusskriterien der PAB einhalten. Außerdem müssen die Investitionen der Definition von nachhaltigen Investitionen gemäß SFDR Artikel 2 (17) entsprechen.

Der markanteste Unterschied zwischen der Richtlinie zu Fondsnamen und den in diesem Papier entworfenen Vorschlägen für Fondskategorien liegt darin, dass gemäß der Richtlinie 80 % des Vermögens nachhaltig angelegt werden muss, während in diesem Papier ein Anteil von 70 % nachhaltiger Investitionen als ausreichend erachtet wird. Die 70 % wurden gewählt, weil in der Praxis der Fondsverwaltung die Vorschrift 80 % des Vermögens nachhaltig anzulegen für bestimmte Fondsarten und Vermögensklassen schwer umsetzbar ist. Dies ist z.B. angesichts der fehlenden Kriterien für Staatsanleihen für Mischfonds und Versicherungen der Fall und für Immobilienfonds, die einen hohen Kassenbestand halten müssen. Außerdem liegt die Anforderung in UK für nachhaltige Fonds bei 70 % nachhaltiger Investitionen. Eine Anpassung auf 70% würde den Vertrieb über die Grenzen der EU hinweg erleichtern.

Ein weiterer Unterschied ist, dass die Namensregulierung der ESMA auf Impact Fonds eingeht. Wie oben dargelegt, würden sich in diesem Vorschlag Impact Fonds in eine der Kategorien einordnen, also entweder zur Nachhaltigkeits-, Transition- oder der Basiskategorie. Sie müssten dann der Kategorie entsprechende Ausschlüsse beachten, die im Fall von Transitionsfonds oder Basisfonds mit Impact schwächer wären als die von der ESMA geforderten. Der SFB schlägt deshalb vor, die Anforderungen an Fonds mit dem Begriff „Impact“ im Namen entsprechend anzupassen.

Außerdem sollten Impact Fonds, die den Begriff „Impact“ verwenden in ihrer Berichterstattung darauf eingehen, wie Impact erzielt wird. Diese Berichtspflicht kann z.B. mit einem entsprechenden Engagement Report erfüllt werden.

Ebenso würden für sozial nachhaltige Fonds die PAB gelten und nicht die CTB wie in der ESMA Richtlinie vorgesehene. Für Transition soziale Fonds würden hingegen die CTB gelten, was mit der Namenrichtlinie übereinstimmt.

Bezug zu “Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels” in UK

Die Sustainability Disclosure Requirements (SDR) unterscheiden vier Kategorien von Fonds: “Sustainability Impact”, “Sustainability Focus”, “Sustainability Improvers” und “Sustainability Mixed Goals”. Die Vorgaben für die Einordnung in eine Fondskategorie beziehen sich auf den Anteil an Investitionen, die mit der Charakteristik der Kategorie übereinstimmen muss und der für alle

¹⁸ Kontroverse Waffen, Tabak Verstöße gegen den UN Global Compact oder die OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen, sowie Exploration, Abbau, Gewinnung, Verteilung oder Veredelung von Kohle zu über 1 %, von Öl zu über 10 % oder von Gas zu über 50 % des Umsatzes und die Produktion von Elektrizität mit mehr als 100 gr CO² Emissionen pro kWh.

Kategorien bei 70 % liegt. Die von dem Anbieter der Fonds ausgewählten Kriterien für die Zugehörigkeit der Kategorie sollten zudem robust und evidenzbasiert sein. Die UK-Regulierung gibt keinerlei Indikatoren vor. In diesem Punkt unterscheidet sie sich von der EU-Regulierung.

Der britische Ansatz geht von vom Anbieter frei gewählten Kriterien aus, die zu einer bestimmten Anlegergruppe passen könnten. Die EU gibt Kriterien vor, die auf wissenschaftlichen Erkenntnissen (Ziele des Pariser Klimaabkommens) und internationalen Abkommen (Allgemeine Erklärung der Menschenrechte) beruhen. Während UK dem Anbieter damit mehr Freiheit lässt, intendiert die EU neben dem Verbraucherschutz auch eine Lenkung von Kapital, die über den Ansatz der UK-Regulierung kaum zu erreichen ist, weil er eine hohe Divergenz in der Ausgestaltung zulässt. Ferner zeigt sich in der bisherigen Umsetzung im UK-Markt, dass die Kategorien der SDR von Produkthanbietern wegen der unklaren Kriterien kaum angewandt werden.¹⁹

Durch die vorgeschlagene Vereinheitlichung der Investitionsgrenze auf 70 % lassen sich Produkte, die einer Kategorie der SDR zugeordnet sind, auch grundsätzlich einer Kategorie der SFDR zuordnen. Durch den Vorschlag der Einführung einer Basiskategorie ist sichergestellt, dass ein nachhaltiges Produkt gemäß SDR auch ein nachhaltiges Produkt gemäß SFDR ist, wenn es die Mindestkriterien einhält.

Wie trägt der Vorschlag zu den zu Beginn genannten Zielen bei?

1. Unklarheit und fehlende Aspekte in der Definition von nachhaltigen Investitionen

Der Vorschlag versucht eine Lösung zwischen einer zu allgemeinen und zu detaillierten Definition von Nachhaltigkeit zu finden, indem er sich auf bestehende Konzepte (Principal Adverse Impact, Taxonomie, Paris-aligned Benchmark Kriterien, Climate Transition Benchmark Kriterien, Transitionspläne und die Social Bond Principles,) bezieht, ohne zu genaue Vorgaben zu machen, wie diese für ein bestimmtes Produkt angewendet werden sollen. Damit liefert er mehr Klarheit der Begriffe, ohne die Umsetzung zu sehr einzuschränken.

2. Die Vorgaben zur Thematisierung von Nachhaltigkeit in der Präferenzabfrage im Verkaufsgespräch blockieren den Vertrieb nachhaltiger Investitionen, anstatt ihn zu fördern

Vorgeschlagen wird lediglich die erste Eingangsfrage regulatorisch festzulegen. Diese sollte nicht suggerieren, dass nachhaltige Investitionen ein Sonderweg sind. Vorgeschlagen wird: „**Inwieweit sollen Nachhaltigkeitsaspekte in Ihrer Anlage berücksichtigt werden?**“. In das weitere Verkaufsgespräch fließen die regulatorisch vorgegebenen Merkmale und Berichtspflichten der Kategorien ein. Dies erscheint für Vermögensverwalter umsetzbar, weil sie zu den PAI bereits berichten müssen und damit zu diesen Indikatoren entsprechende Daten, auch international vorliegen. Angesichts der bereits bestehenden Berichtspflicht sollte darauf geachtet werden, dass die Revision der SFDR nicht zu völlig neuen Offenlegungsvorschriften führt und weitere Datenanfragen an Unternehmen generiert.

Wie oben erläutert wird außerdem vorgeschlagen, dass für die Basiskategorie weiterreichende Informations- und Offenlegungspflichten gelten.

3. Verwendung von Artikel 8 und 9 als Label

Der Vorschlag versucht zum einen der Situation gerecht zu werden, dass der Unterschied zwischen Artikel 8 und 9 Anlageprodukten bereits im Markt eingeführt ist und so bestehende Produkte in den neuen Kategorien unter Einhaltung der definierten Schwellenwerte und Kriterien einen Platz finden können. Zum anderen kommt er dem Wunsch klarer Unterscheidungsmöglichkeiten nach. Zudem

¹⁹ <https://www.responsible-investor.com/more-funds-meet-sdr-deadline-amid-slow-start-to-uk-label-regime/>.

erweitert er die thematische Breite, indem der Übergang zu klimaneutralem Wirtschaften und soziale Aspekte aufgenommen werden und entsprechende Definitionen vorgeschlagen werden.

4. Kapitallenkung

Es ist zu hoffen, dass die Vereinfachung des Verkaufsgesprächs, die Klarheit und angemessene Definition der Kategorien eine Kapitallenkung erleichtert. Eine solche Lenkung ist jedoch vor allem über die Kategorien 1 und 2 möglich und messbar. Die große Varianz, die bei Anwendung der dritten Kategorie möglich ist, lässt eine Lenkung unwahrscheinlicher werden. Sollte diese im Vergleich zu den Kategorien 1 und 2 deutlich attraktiver sein, wird eine Kapitallenkung kaum stattfinden

Weitere Themen

Prüfung der Kategorien

Die bisherige Vorgehensweise, dass die Finanzaufsicht (BaFin) die vorvertraglichen Informationen (Prospekt) genehmigt und Wirtschaftsprüfer die regelmäßigen Berichte prüfen, was einschließt, ob die Angaben nach Artikel 8 bzw. Artikel 9 „vollständig“ und „richtig“ sind, sollte beibehalten werden. Sollte eine Prüfung der Zugehörigkeit eines Fonds zu einer Kategorie notwendig werden, so sollte auch das bei dem Wirtschaftsprüfer liegen. Eine Prüfung der Zugehörigkeit zu einer Kategorie durch einen Dritten in Form z.B. einer SPO ist nicht nötig und würde zusätzliche Kosten und Aufwand erzeugen. Die BaFin wird mit dem Prüfungsbericht des Wirtschaftsprüfers gut informiert und wird bei Bedarf zum Schutz der Anleger eingreifen.

Anwendungsbereich der SFDR (Pensionskassen)

Unter den Anwendungsbereich der SFDR fallen Pensionskassen, obwohl hier die Wahlfreiheit im Vergleich zum Publikumsfonds eingeschränkt ist. Anstatt eine Ausnahme für diese Akteure einzurichten, scheint es jedoch naheliegender, für alle Anbieter eine Erleichterung zu schaffen, indem alle Finanzmarktakteure z.B. lediglich jedes zweite Jahr zu den PAI berichten müssten.