

Steuer, Sebastian; Tröger, Tobias

**Research Report**

## Bewertung des Vorschlags der BaFin für eine Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen

SAFE Policy Letter, No. 93

**Provided in Cooperation with:**

Leibniz Institute for Financial Research SAFE

*Suggested Citation:* Steuer, Sebastian; Tröger, Tobias (2021) : Bewertung des Vorschlags der BaFin für eine Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen, SAFE Policy Letter, No. 93, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/248445>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Sebastian Steuer  
Tobias Tröger

# Bewertung des Vorschlags der BaFin für eine Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen

SAFE Policy Letter No. 93 | December 2021

**Leibniz Institute for Financial Research SAFE**  
Sustainable Architecture for Finance in Europe

[policy\\_center@safe-frankfurt.de](mailto:policy_center@safe-frankfurt.de) | [www.safe-frankfurt.de](http://www.safe-frankfurt.de)

# Bewertung des Vorschlags der BaFin für eine Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen \*

*Tobias Tröger, Goethe-Universität Frankfurt und SAFE  
Sebastian Steuer, SAFE*

Dezember 2021

## *Abstract*

*Die BaFin hat im August 2021 eine Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen vorgelegt. Diese soll regeln, unter welchen Voraussetzungen ein Fonds als „nachhaltig“, „grün“ o.ä. bezeichnet und vermarktet werden darf. Zwar sind aufsichtsrechtliche Maßnahmen, die darauf abzielen, die Qualität von Informationen zu Nachhaltigkeitscharakteristika von Finanzprodukten zu erhöhen, grundsätzlich zu begrüßen. Der Erlass der konsultierten Richtlinie ist jedoch nicht zu befürworten. Im Lichte der einschlägigen unionsrechtlichen Regelwerke und Initiativen ist unklar, welchen informationellen Mehrwert diese rein nationale Maßnahme schaffen soll. Ferner bleibt auf Grundlage des Entwurfs unklar, anhand welcher Maßstäbe die „Nachhaltigkeit“ eines Investmentvermögens beurteilt werden soll, sodass das primäre Regelungsziel einer verbesserten Anlegerinformation nicht erreicht würde.*

## **I. Einleitung**

Der menschengemachte Klimawandel wirkt sich zunehmend auf alle Bereiche des menschlichen Lebens aus. Auch das Finanzsystem kann bei der Bewältigung der damit verbundenen ökologischen und sozialen Herausforderungen eine wichtige Rolle spielen, wenn und soweit Kapital in nachhaltige Anlagen umgelenkt werden kann (Green Finance). Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden befassen sich folgerichtig mit der Frage, welche regelnden Eingriffe in den Marktmechanismus einen klimaverträglichen Umbau der Volkswirtschaften befördern. Es entspricht dabei einem weltweiten Trend, durch vielfältige Transparenzpflichten die Informationsversorgung der Anleger in Bezug auf das Nachhaltigkeitsprofil verschiedener Investitionsprodukte zu verbessern, um informierte Allokationsentscheidungen zu ermöglichen.

---

\*SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter. Dieser Policy Letter basiert auf der Stellungnahme beider Autoren im Rahmen der Konsultation 13/2021 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2021/kon\\_13\\_21\\_WA4\\_Leitlinien\\_nachhaltige\\_Investmentvermoegen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2021/kon_13_21_WA4_Leitlinien_nachhaltige_Investmentvermoegen.html))

Vor diesem Hintergrund ist es zu begrüßen, dass sich auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verstärkt um die Transparenz am „grünen“ Kapitalmarkt sorgt und das Problem des „Greenwashing“ bekämpfen will. Wir bezweifeln allerdings, dass die vorgeschlagene Benennungsrichtlinie hierfür ein geeignetes Instrument darstellt, und raten davon ab, diese zu verabschieden. Auf EU-Ebene wurden bereits zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um Informationsasymmetrien in Bezug auf nachhaltige Fondsprodukte abzubauen und dem „Greenwashing“ Einhalt zu gebieten. Wir können nicht erkennen, welchen informationellen Mehrwert die angestrebte Kategorie des nachhaltigen Investmentvermögens über die europäischen Maßnahmen hinaus erzeugen soll. Unabhängig von diesen grundsätzlichen Bedenken an dem Vorhaben sind wir zudem skeptisch, ob der weitreichende Verweis der Richtlinie auf unbestimmte, höchst konkretisierungsbedürftige Nachhaltigkeitsdefinitionen im Unionsrecht zielführend wäre.

## II. Konzeptionelle Grundlagen: Labels und Rohdaten

Transparenzinitiativen im „grünen“ Kapitalmarkt können auf die Bereitstellung zweier verschiedener Informationskategorien abzielen: *Labels* und *Rohdaten*.<sup>1</sup> Labels verdichten vorab definierte, objektive Indikatoren zu einem leicht verständlichen Qualitätssignal, wie etwa einem Siegel, einem Rating oder einem Ranking. Solche Labels zielen darauf ab, vorzugswürdige oder erwünschte Eigenschaften ihres Bezugsobjekts sichtbar zu machen. Als Rohdaten lassen sich alle Informationen verstehen, die darauf abzielen, Marktteilnehmern eine Grundlage für die eigene Bewertung der „Grünheit“ des Bezugsobjekts bereitzustellen. Rohdaten können quantitative und zurückschauende Angaben sein, wie zum Beispiel Emissionsintensitäten zu einem bestimmten Stichtag. Aber auch qualitative und zukunftsgerichtete Informationen, wie etwa eine Strategiebeschreibung, zählen zu den Rohdaten. Der entscheidende Unterschied zu Labels liegt darin, dass Rohdaten nicht bereits eine *Bewertung* nachhaltigkeitsrelevanter Information kodieren.

Auf einer hohen Abstraktionsebene können zwar sowohl Labels als auch Rohdaten zur Transparenz am „grünen“ Kapitalmarkt beitragen. Im Detail handelt es sich aber um völlig unterschiedliche Mechanismen, die ganz unterschiedliche Informationsinteressen bedienen. Rohdaten richten sich vor allem an den Teil des Publikums, der willens und in der Lage ist, im Rahmen von Anlageentscheidungen auch eine größere Menge von Informationen aufzunehmen und zu verarbeiten. Rohdatentransparenz kann die Informationseffizienz des Marktes fördern, indem sie die Verfügbarkeit, Vergleichbarkeit und Verlässlichkeit bewertungsrelevanter Informationen verbessert.

---

<sup>1</sup> Die folgenden Ausführungen beruhen auf einem kürzlich vorgelegten Arbeitspapier, in dem wir einen konzeptionellen Rahmen zur Analyse und Bewertung transparenz-basierter Regelungsvorschläge im Bereich Green Finance entwickeln; siehe *Steuer/Tröger, The Role of Disclosure in Green Finance*, SAFE Working Paper No. 320 (2021), abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=3908617>

Labels hingegen richten sich vor allem an Investoren wie private Kleinanleger, die nicht über die Zeit, Ressourcen und Kenntnisse verfügen, um sich auf Basis etwaiger Rohdaten ein eigenes Urteil zu bilden. Unter Umständen kommt Labels dabei auch eine gewisse Appell- und Erinnerungsfunktion in Bezug auf nicht-finanzielle Präferenzen der Anleger zu.

Die Entwicklung von Labels ist regelmäßig mit ungleich größeren Schwierigkeiten verbunden als die Ausgestaltung von Offenlegungsstandards, die auf Rohdatentransparenz abzielen. Über die „richtigen“ Kriterien für ein Label, das die Performance in inhärent subjektiven Kategorien wie „Klimafreundlichkeit“ oder „Nachhaltigkeit“ auszeichnen soll, wird sich in endlicher Zeit kaum Konsens erzielen lassen. Je mehr Nachhaltigkeitsdimensionen ein Label erfassen soll (CO<sub>2</sub>-Emissionen, andere Umweltthemen, Menschenrechte, Arbeitnehmerbelange, etc.), umso anspruchsvoller wird die Auswahl und Gewichtung angemessener Kriterien, und desto streitbarer wird das Ergebnis sein. Wer ein aussagekräftiges Label bereitstellen will, kommt aber nicht daran vorbei, die Kriterien für das Label ausreichend detailliert festzulegen. Denn die Funktion von Labels besteht gerade in der Kodierung einer *Bewertung* spezifischer Fakten (Rohdaten). Kriterien nach dem Schema „Nachhaltig im Sinn des Labels sind Finanzprodukte, die tatsächlich nachhaltig investieren“ haben tautologische Züge und erfüllen den Zweck von Labels gerade nicht.

### III. Der europäische Rechtsrahmen

Die Green Finance-Agenda der europäischen Union setzt, soweit es um Fonds und andere portfolioartige Produkte geht, bislang auf eine Kombination aus Rohdatentransparenz und Labels. Die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)<sup>2</sup> verpflichtet Anbieter von Investmentprodukten, die ökologische oder soziale Eigenschaften bewerben (sog. Art. 8-Produkte) oder die die nachhaltige Investition zum Ziel haben (sog. Art. 9-Produkte), formularbasiert bestimmte Rohdaten offenzulegen, und zwar sowohl ex ante zur Konkretisierung der Nachhaltigkeitsdimensionen der Anlagestrategie als auch zur ex post zur tatsächlichen Umsetzung und Erfolgsmessung. Die Kommission nutzt den bestehenden Rechtsrahmen für europäische Umweltzeichen, um ein „Ecolabel“ für Retail-Finanzprodukte zu entwickeln. Die ESG-Benchmarks-Verordnung<sup>3</sup> hat zwei Kategorien besonderer europäischer Klima-Benchmarks eingeführt, die funktional als Labels für passive nachhaltige Produkte dienen. Auch der Abgrenzung zwischen Art. 8- und Art. 9-Produkten unter der SFDR kommt eine gewisse Labelfunktion zu, die ihren Ausdruck nicht zuletzt in der verbreiteten Bezeichnung

---

<sup>2</sup> Verordnung (EU) 2019/2088 des europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor

<sup>3</sup> 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

dieser Produkte als „hellgrün“ und „dunkelgrün“ findet. In ihrer aktualisierten Green Finance-Strategie hat die Kommission ferner weitere Label-Initiativen auf der europäischen Ebene in Aussicht gestellt.

Aus unserer Sicht ist unklar, welchen Mehrwert die von der BaFin vorgeschlagene Richtlinie erzeugen soll, der nicht bereits durch die dargestellten europäischen Initiativen realisiert wird. Es ist nicht ersichtlich, welchen zusätzlichen Beitrag eine solche Richtlinie zur Bekämpfung des „Greenwashing“ oder allgemein zur Stärkung der Transparenz am „grünen“ Kapitalmarkt leisten soll, der über das hinausgeht, was auch mit einer konsequenten Durchsetzung bestehender Transparenzpflichten oder einzelfallorientiert im Wege der Missbrauchsaufsicht erreicht werden könnte. Gerade auf dem global wichtigsten Kapitalmarkt der USA nutzt die Aufsichtsbehörde bislang vor allem die laufende Marktüberwachung, um bei „grünen“ Investmentprodukten ein Mindestmaß an Konsistenz zwischen werbenden Angaben und tatsächlichen Anlagepraktiken sicherzustellen.<sup>4</sup>

Denkbar ist zunächst, dass die vorgeschlagene Richtlinie eine Verbesserung der Rohdatentransparenz in Bezug auf Art und Ausmaß der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitserwägungen bei der Verwaltung „nachhaltiger“ Fondsportfolios anstrebt. In der Sache verlangt die Richtlinie in allen drei Fallgruppen nämlich primär, dass Anbieter nachhaltiger Investmentvermögen das von ihnen verfolgte Nachhaltigkeitskonzept unter Berücksichtigung der in Art. 2 Nr. 17 SFDR enthaltenen Definition konkretisieren. Entsprechende Informationsinteressen des Publikums dürften allerdings – nach Verabschiedung und Inkrafttreten der einschlägigen Technischen Regulierungsstandards (RTS)<sup>5</sup> – bereits hinreichend durch die produktbezogenen Formulare unter der SFDR bedient werden. Diese sind zwar technisch gesehen nicht Bestandteil der Anlagebedingungen, sondern bei OGAW ein Teil des Prospekts, was in Einzelfällen zu Fragen über die vertrags- und damit verbundene haftungsrechtliche Bedeutung der SFDR-Offenlegungen führen mag. Es ist aber nicht ersichtlich, dass die Aufnahme der entsprechenden Ausführungen in die Anlagebedingungen zu einer Verbesserung der Informationslage in Bezug auf die Nachhaltigkeitselemente der Anlagestrategie führen wird. Insbesondere leuchtet nicht ein, wieso es bei einer durch die Aufsichtsbehörden überwachten, korrekten Berichterstattung unter der SFDR zu wesentlichen Widersprüchen zwischen SFDR-Offenlegungen und Anlagebedingungen kommen sollte: Eine wahrheitsgemäß berichtete Anlagestrategie wird de facto stets auch über eine Verankerung in den Anlagebedingungen verfügen.

---

<sup>4</sup> Vgl. Securities Exchange Commission (SEC), *Risk Alert: Review of ESG investing* (9. April 2021), abrufbar unter <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>

<sup>5</sup> Gemeinsamer Ausschuss der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs JC), *Draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088 (Final Report)*, JC 2021/03; ESAs JC, *Taxonomy-related sustainability disclosures (Joint Consultation Paper)*, JC 2021/22

Naheliegender scheint es deshalb, die Kategorie des „nachhaltigen Investmentvermögens“ als Label zu verstehen: Anleger, die ein solches Fondsprodukt erwerben, sollen sich darauf verlassen können, dass die wirtschaftlichen Aktivitäten am Ende der Intermediationskette bestimmten ökologischen, sozialen und governance-bezogenen Mindestanforderungen genügen. Diese Zielrichtung wird im Konsultationsdokument selbst zwar nicht klar ausgesprochen. Sie klingt jedoch prägnant in einem Zitat des zuständigen Exekutivdirektors im begleitenden BaFin Journal-Artikel an: „Wo ESG draufsteht, muss auch Nachhaltigkeit drin sein.“ Selbst wenn die BaFin die angestrebte Fondskategorie nicht als Label verstanden wissen wollte, wäre zu erwarten, dass sich eine derartige Interpretation jedenfalls in den Augen des Publikums durchsetzen wird, und Vermögensverwalter ggf. mit einer „Zertifizierung“ ihrer nachhaltigen Produkte durch die BaFin werben werden.

Angesichts der bereits auf der europäischen Ebene bestehenden Label-Initiativen ist es alles andere als offensichtlich, weshalb die Einführung eines weiteren Nachhaltigkeitslabels auf nationaler Ebene sinnvoll und erstrebenswert ist. Mit Einführung einer besonderen Kategorie des nachhaltigen Investmentvermögens auf nationaler Ebene droht in erster Linie eine Verkomplizierung der ohnehin schon wenig übersichtlichen Rechts- und Begriffslage im Bereich der transparenzbezogenen Green Finance-Regulierung. Wertungswidersprüche sind praktisch vorprogrammiert. Schon die knappen, im Rahmen der ersten Fallgruppe der Richtlinie vorgeschlagenen Mindestanforderungen an das negative Screening scheinen beispielsweise weder völlig konsistent mit dem Ausschlusskatalog für das Paris-abgestimmte Klima-Benchmark (EU PAB)<sup>6</sup> noch mit den geplanten Kriterien für das Ecolabel<sup>7</sup> (vgl. Tabelle 1).

Selbst wenn man die Einführung eines deutschen Nachhaltigkeitslabels für Fondsprodukte trotz der hier geäußerten Bedenken für erstrebenswert erachtet, erscheint zweifelhaft, ob die Richtliniensetzung nach § 4 Abs. 2 KAGB hierfür einen angemessenen Rahmen bietet. Dass ein Aktien-Fonds überwiegend in Aktien investieren sollte, und ein DAX-Index-Fonds den DAX nachbilden sollte, darüber lässt sich leicht Einvernehmen erzielen. Vor allem solche Selbstverständlichkeiten sind es aber, die traditionell den Regelungsgegenstand der Fondskategorien-Richtlinie bilden. Auf Basis welcher Kriterien und Daten die Nachhaltigkeit eines Fonds beurteilt werden sollte, liegt hingegen nicht auf der Hand. Die Entwicklung tragfähiger und legitimer Labels, die die schwierigen und konflikträchtigen Fragen in diesem Zusammenhang repräsentativ für die Allgemeinheit zu

---

<sup>6</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. a-b, d-g 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

<sup>7</sup> JRC, *Draft Commission Decision establishing the EU Ecolabel criteria for retail financial products* (Stand 9. März 2021), abrufbar unter <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau//product-groups/432/documents>, Anhang Kriterien 2.1.1 C und 3.1

beantworten versuchen, erfordert erhebliche Ressourcen und die Einbindung multi-disziplinären Sachverstands. Die Kriterien für die Klima-Benchmarks etwa wurden eigens durch die Technical Expert Group on Sustainable Finance vorbereitet, die auch die klimabezogenen Taxonomie-Kriterien entworfen hat. Die Kriterien für das Ecolabel werden in einem aufwendigen – und zugleich sehr transparenten – Prozess durch die Gemeinsame Forschungsstelle (JRC) der Kommission kalibriert. Demgegenüber ist auf Basis des Konsultationsdokuments nicht ersichtlich, ob und in welchem Umfang die BaFin bei der Formulierung des Richtlinienvorschlags externe Expertise eingebunden hat.

**Tabelle 1: Überblick über ausgewählte negative Screening-Kriterien des EU PAB, des Ecolabel-Entwurfs, und des Richtlinienvorschlags der BaFin**

	<i>EU PAB</i>	<i>Ecolabel-E</i>	<i>BaFin-RL-E</i>
Kohleförderung	1%		5%
Ölförderung	10%	5%	
Erdgasförderung	50%		n.a.
Energieerzeugung mit Atomkraft	n.a.	5%	10%***
CO <sub>2</sub> -intensive Energieerzeugung	50%*	5%**	
Umstrittene Waffen	0%	0%	n.a.
Konventionelle Waffen	n.a.	5%	n.a.
Tabakproduktion	0%	0%	n.a.

\* Grenzwert von 100g CO<sub>2</sub>-Äquivalenten pro kWh.

\*\* Jegliche Nutzung fossiler Brennstoffe; 30%-Grenze bei tragfähigem Phase-Out-Plan.

\*\*\* Exklusive Gas.

Die Prozentangaben beziehen sich auf den Umsatzanteil, den Portfoliounternehmen höchstens aus den genannten Aktivitäten beziehen dürfen.

Wie im Vorschlag der BaFin kommt den negativen Screening-Kriterien auch im Rahmen des EU PAB und des geplanten Ecolabels nur eine ergänzende Funktion zu. Das EU PAB stellt hauptsächlich auf portfolioweite Emissionskennzahlen ab, das Ecolabel auf die Taxonomie-Konformität der durch das Investmentprodukt finanzierten wirtschaftlichen Aktivitäten.

#### IV. Konturlose Kriterien

Losgelöst von der Frage, ob die vorgeschlagene Richtlinie dem Grunde nach ein sinnvolles Projekt darstellt, bleiben unserer Einschätzung nach auch die Kriterien, die der Richtlinienentwurf in der Sache anbietet, außerordentlich blass. Die Voraussetzungen für die Qualifikation als nachhaltiges Investmentvermögen bestehen in allen drei vorgeschlagenen Fallgruppen im Kern darin, dass der Nachhaltigkeitscharakter des Produkts in den Anlagebedingungen zu beschreiben ist, und dass dabei



die drei Elemente der „nachhaltigen Investition“ im Sinn des Art. 2 Nr. 17 SFDR abzudecken sind (positiver Beitrag zu Umwelt- oder Sozialzielen, Do No Significant Harm-Prinzip, und gute Governance). Konkret wird der Richtlinienentwurf allein bei den negativen Screening-Kriterien im Rahmen der ersten Fallgruppe („Nachhaltiges Investmentvermögens aufgrund der Investition in nachhaltige Vermögensgegenstände“). Diese betreffen aber einen äußerst eng umgrenzten Bereich und scheinen teilweise konfliktträchtig (Gas in Ordnung, Atomkraft nicht). Gleichwohl wird die Auswahl der Kriterien nicht näher begründet.

Mit einem breitflächigen Verweis auf die Nachhaltigkeitsdefinition der SFDR würde die Richtlinie mindestens ebenso viele Fragen aufwerfen wie sie beantwortet. Die Vorschrift des Art. 2 Nr. 17 SFDR ist – wie die SFDR im Allgemeinen – bislang kaum durchdrungen, ihre Interpretation und praktische Anwendung bereitet erhebliche Probleme. Schon über die simple Frage, ob die Nachhaltigkeit der Investition im Sinn des Art. 2 Nr. 17 SFDR die Eigenschaft einer konkreten wirtschaftlichen Aktivität, eines Emittenten, oder eines Portfolios darstellt, lässt sich lange und mit guten Argumenten für alle drei Sichtweisen streiten. Auch das Verhältnis des Begriffs zur Taxonomie-Verordnung bereitet im Detail zahlreiche Probleme. Die Level 2-Rechtsakte unter der Taxonomie-Verordnung helfen bei der Operationalisierung der Anwendung des Art. 2 Nr. 17 SFDR nur teilweise weiter. Auch die von den europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) vorgelegten RTS-Entwürfe enthalten tendenziell wenig Antworten, sondern werfen nur noch mehr Fragen auf. Zu der zerfahrenen Rechtslage trägt auch bei, dass es im Level 1-Text der SFDR an entscheidenden Stellen an Level 2-Ermächtigungen fehlt.

Jedenfalls Stand heute geht die „Definition“ der nachhaltigen Investition des Art. 2 Nr. 17 SFDR bei Lichte besehen nicht über eine – nicht notwendigerweise die „richtige“ – programmsatz-artige Beschreibung des Konzepts nachhaltigen Investierens hinaus. Die „Definition“ strotzt nur so vor konkretisierungsbedürftigen Begriffen (z.B. „Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung“), denen auch bei größten interpretatorischen Anstrengungen keine allseits konsentiertere Bedeutung abgerungen werden kann. Inwieweit die Kommission im Rahmen der Finalisierung des SFDR-RTS oder über anderweitige Verlautbarungen zu einem besseren Verständnis des Art. 2 Nr. 17 SFDR beitragen wird, ist auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen noch nicht absehbar.

Solange die Maßstäbe zur Beurteilung der in Art. 2 Nr. 17 SFDR genannten Nachhaltigkeitskomponenten nebulös und ungeklärt bleiben, scheint es aus unserer Sicht wenig zielführend, bei der Ausgestaltung von Label-Kriterien maßgeblich auf ebendiese Maßstäbe zu verweisen. Ein nachvollziehbarer Mindeststandard, auf den sich die Teile des Publikums verlassen können, die auf Labels angewiesen sind, wird dadurch nicht geschaffen. Im günstigsten Fall erweist sich ein solches Label als funktionslos, da es nicht ernstgenommen wird. Im schlimmsten Fall liest die relevante Zielgruppe in das Label mehr hinein, als die Kriterien leisten können. Der Zweck der

Bekämpfung des „Greenwashing“ verkehrt sich dann in sein Gegenteil, das Marktvertrauen in die hohe Qualität der Aufsicht wird mittelfristig erschüttert.

## **V. Fazit**

Aus den genannten Gründen können wir den Erlass der Richtlinie nicht befürworten. Die Richtlinie dürfte – generell, jedenfalls aber in der vorgeschlagenen Fassung – nur schwerlich einen (zusätzlichen) Beitrag zur Bekämpfung des „Greenwashing“ oder allgemein zur Verbesserung der Informationslage am „grünen“ Kapitalmarkt leisten. Den Richtlinienentwurf abzulehnen, heißt dabei nicht, das Problem des „Greenwashing“ zu leugnen oder kleinzureden. Soweit Anlegern Fondsprodukte als „grün“ angeboten werden, obwohl Nachhaltigkeitsthemen weder in der Anlagestrategie noch ihrer praktischen Umsetzung eine Rolle spielen, sollten diese Praktiken unserer Auffassung nach aber nicht mit einer konturlosen Benennungsrichtlinie bekämpft werden. Vielmehr sollte zunächst im Rahmen der laufenden Aufsichtspraxis gegen die entsprechenden Anbieter vorgegangen werden, etwa wegen Verstoßes gegen das allgemeine Irreführungsverbot in § 4 Abs. 1 KAGB oder das Konsistenzgebot des Art. 13 Abs. 1 SFDR. Ein durchsetzungsbasierter Ansatz bietet größere Flexibilität, vermeidet unerwünschte Nebenfolgen, und erfordert keine Differenzierung zwischen bereits zugelassenen und neuen Produkten.

Sofern die BaFin trotz der oben geäußerten Bedenken die Entwicklung eines nationalen Nachhaltigkeitslabels für Fondsprodukte vorantreiben will, sollte erwogen werden, ob dieses Projekt nicht besser in Kooperation mit dem BMF und ggf. dem BMJV und unter Einbindung externen Sachverständigen verfolgt werden sollte, statt im Rahmen einer knappen und, soweit ersichtlich, allein mit Behördenressourcen entwickelten Benennungsrichtlinie. Sofern die BaFin gleichwohl eine Benennungsrichtlinie für nachhaltige Investmentvermögen verabschieden will, empfehlen wir dringend, die Kriterien für die Qualifikation als solches Investmentvermögen detailliert nach Vorbild der einschlägigen europäischen Initiativen herauszuarbeiten, und von einem Verweis auf die Maßstäbe des Art. 2 Nr. 17 SFDR abzusehen. Ferner regen wir an, dass die BaFin ihre Pläne überdenkt, die Richtlinie ohne vorherige öffentliche Anhörung zu verabschieden.