

Stellungnahme des BVI¹ zur BaFin-Konsultation 13/2021: Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen

Mit ihrer geplanten „Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen“ möchte die BaFin in einem nationalen Alleingang Anforderungen an die Anlagebedingungen von in Deutschland domizilierten Publikumsfonds festlegen als Voraussetzung dafür, dass die betreffenden Fonds als „nachhaltig“ o.ä. bezeichnet und vertrieben werden dürfen. Dadurch sollen irreführende Fondsbezeichnungen verhindert und letztlich das Risiko von „Grünwäscherei“ reduziert werden.

Wir sehen das Risiko, dass die BaFin mit diesem Ansatz nicht nur die genannten Ziele verfehlen, sondern darüber hinaus die Bemühungen der Bundesregierung, Deutschland als Fondsstandort voranzubringen² und zu einem führenden Nachhaltigkeitsstandort zu entwickeln³, konterkarieren wird.

Unsere Einschätzung wird maßgeblich von folgenden Überlegungen getragen:

- **Der Entwurf schlägt neue, in Teilen unpraktikable Kriterien für nachhaltige Fonds vor, die nicht nur auf die EU-Vorgaben zur Nachhaltigkeit nicht abgestimmt sind, sondern diesen in einzelnen Punkten sogar zuwiderlaufen.** Diese würden im Markt für Verunsicherung sorgen und die Auflage nachhaltiger Fonds in Deutschland erheblich erschweren.
- **Der Entwurf verstärkt die Fragmentation im europäischen Markt für nachhaltige Fonds.** Die EU-Initiativen, allen voran SFDR⁴ und EU-Taxonomieverordnung⁵, streben an, grenzüberschreitend harmonisierte Rahmenbedingungen für das Angebot nachhaltiger Fonds in der EU zu schaffen; die Definition der Nachhaltigkeitspräferenzen unter MiFID II bzw. IDD harmonisiert das Verständnis im Vertrieb. Ein separates Regime nur für den deutschen Fondsmarkt läuft dieser Grundidee zuwider und schafft zusätzliche Verwirrung für Produktanbieter, Vertriebe und Anleger.
- **Nationale Kriterien nur für in Deutschland aufgelegte Fonds würden das grenzüberschreitende Fondsgeschäft erheblich behindern.** Insbesondere die geplanten einheitlichen Ausschlusskriterien reflektieren ein nationalspezifisches Verständnis der Nachhaltigkeit, das mit den ESG-Konzepten in anderen Märkten in einigen Punkten nicht übereinstimmt. Als Beispiel ist die Bewertung der Kernenergie zu nennen, deren Nutzung in einigen Mitgliedsstaaten mit Blick auf das Ziel des Klimaschutzes als nachhaltig gilt. In Deutschland aufgelegte nachhaltige Fonds, die die Vorgaben der Richtlinie einhalten müssten, wären dann für den grenzüberschreitenden Vertrieb weniger attraktiv.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 117 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten knapp 4 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 27 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

² Vgl. BT-DS 19/27631

³ Vgl. Mandat des Sustainable Finance Beirats, <https://sustainable-finance-beirat.de/>

⁴ Vgl. Erwägungsgrund 9 SFDR

⁵ Erwägungsgründe 12 bis 14 Taxonomieverordnung



- **Auch im deutschen Markt würde die Richtlinie deutsche Fonds im Vertrieb gravierend benachteiligen.** Publikumsfonds aus dem EU-Ausland könnten auf Grundlage des OGAW-Passes nach wie vor in Deutschland als nachhaltig vertrieben werden, sobald sie die maßgeblichen EU-Kriterien einhalten. Die zusätzlichen Anforderungen der Richtlinie hätten nur deutsche Fonds zu beachten, ohne daraus im Vertrieb irgendeinen Vorteil zu ziehen. Denn die Kriterien für die Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Anlageberatung bestimmen sich einzig und allein nach den EU-Regeln der MiFID II bzw. der IDD, die dezidierte Anforderungen an Produkte enthalten, die an Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen empfohlen werden können. Die absehbare Folge wäre eine Abwanderungsbewegung des Wertpapierfondsgeschäfts ins EU-Ausland und die Neuaufgabe nachhaltiger Fonds an anderen EU-Standorten wie Luxemburg oder Irland, um diese im Wege des „Round-Trip“-Geschäfts Anlegern in Deutschland anzubieten. Allein aufgrund der durch die aktuelle Konsultation entstandenen Rechtsunsicherheit ziehen es einige KVGs bereits vor, neue nachhaltige Fonds in Luxemburg aufzulegen.
- **Die Benachteiligung im Vertrieb würde sich auch gegenüber anderen Konkurrenzprodukten wie Zertifikaten oder Aktien auswirken.** Diese könnten ebenfalls bei Einhaltung der MiFID-II-Vorgaben an Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen empfohlen werden, ohne weitere Kriterien zur Nachhaltigkeit zu beachten. Im Ergebnis könnten Kunden stärker in nicht regulierte Produkte hineinberaten werden, wenn diese zu ihrem sonstigen Risiko-Rendite-Profil passen und, etwa durch Abbildung von ESG-Indizes, Strategien anbieten, die nach der Richtlinie der BaFin für nachhaltige Fonds nicht zulässig wären.
- **Welche Produkte als nachhaltig vertrieben werden, richtet sich alleine nach den zwingenden Kriterien der MiFID II bzw. der IDD.** § 4 KAGB beschränkt sich ganz bewusst auf die Frage, welche Bezeichnungen für einen bestimmten Fonds zulässig sind bzw. welcher Kategorie er angehört. Die auf § 4 KAGB beruhende Richtlinie hat daher keinerlei Einfluss auf die Frage, inwieweit ein bestimmter Fonds im Vertrieb als nachhaltig darzustellen ist.

Darüber hinaus gibt es für verbreitetes Greenwashing im deutschen Fondsmarkt keinerlei Belege. Im Gegenteil: Jüngste Markterhebungen zeigen, dass der Anteil nachhaltiger Fonds im Sinne der SFDR in Deutschland ca. 10 Prozent beträgt und damit im europäischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau liegt. Andere Märkte haben deutlich höhere Quoten vorzuweisen (z.B. Frankreich mit über 40 Prozent). Dies macht deutlich, dass deutsche Fondsgesellschaften bei der Einstufung ihrer Fonds als nachhaltig bereits heute umsichtig vorgehen. Für den europäischen Fondsmarkt hat die ESMA in ihrer Marktuntersuchung im April festgestellt, dass die Preisstrukturen nachhaltiger Fonds keine Anzeichen für systematische Grünwäscherei erkennen lassen.⁶ Außerdem zielen alle relevanten EU-Initiativen, allen voran SFDR, Taxonomieverordnung und die Level-2-Maßnahmen unter MiFID II bzw. IDD ihrerseits darauf ab, Grünwäscherei entgegenzuwirken.⁷ Deshalb ist ein Eingreifen der BaFin auf nationaler Ebene nicht nur zur Zielerreichung nicht geeignet, sondern auch weder erforderlich noch angemessen.

Schließlich entfaltet der Entwurf eine Lenkungswirkung, die die Finanzierung der Transformation behindern könnte. Dies gilt für den gesamten, systematisch verfehlten⁸ Ansatz, in allen nachhaltigen Investmentvermögen sicherzustellen, dass keines der Umwelt- und Sozialziele erheblich beeinträchtigt wird (das sog. „Do not significant harm“ oder DNSH-Prinzip). Die Vermeidung dieser

⁶ Seite 37 des ESMA-Berichts über Wertentwicklung und Kosten der Anlageprodukte für Privatanleger in der EU vom 14. April 2021 (ESMA 50-165-1710).

⁷ Erwägungsgrund 7 des Level-2-Vorschlags zur MiFID II vom 21. April 2021 sowie Erwägungsgründe 9 und 10 SFDR, Erwägungsgründe 11, 18 Taxonomie-VO.

⁸ Vgl. dazu im Einzelnen die Ausführungen zu III.2 auf S. 6.



erheblichen Beeinträchtigungen lässt sich letztlich nur mit Hilfe von Ausschlusskriterien erreichen. Eine verbreitete Nutzung der Ausschlüsse entspricht jedoch nicht dem „State of the Art“ im ESG-Portfoliomanagement, da sie die Diversifikationsmöglichkeiten einschränkt, vor allem aber keine positive Nachhaltigkeitswirkung erzeugt. Assetmanagern wird dadurch die Möglichkeit genommen, im Rahmen von ESG-Engagement Einfluss auf das Management der Zielunternehmen auszuüben, um für eine nachhaltige Ausrichtung der Geschäftsstrategien zu werben und damit Transformation zu mehr Nachhaltigkeit zu unterstützen. Nach dem Konsultationsentwurf würde dies insbesondere Investitionen in den Energiesektor betreffen, die wegen der vorgeschlagenen Mindestausschlüsse in Bezug auf die Nutzung fossiler Energieträger (mit Ausnahme von Gas) oder der Atomenergie in weiten Teilen unmöglich wären.

Aus diesen Gründen appellieren wir erneut an die BaFin, das Vorhaben einer nationalen Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen grundlegend zu überdenken und stattdessen für eine europäische Lösung einzutreten.

Sollte die BaFin den Erlass einer Richtlinie für nachhaltige Fonds dennoch für notwendig erachten, so halten wir es für unabdingbar, diese mindestens entsprechend unseren nachfolgenden Vorschlägen nachzubessern. Von großer Bedeutung ist insbesondere eine Klarstellung des Anwendungsbereichs der Richtlinie in Abgrenzung zur SFDR und den Vertriebsvorschriften nach MiFID II / IDD (siehe unten zu II. und IV.). Auch sollte sichergestellt werden, dass die Richtlinie noch stärker mit den EU-Vorgaben zur Nachhaltigkeit in Einklang gebracht wird, um Störungen des grenzüberschreitenden Fondsgeschäfts zu vermeiden und die Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland aufgelegter Fonds im EU-weiten Vertrieb nicht weiter zu schmälern (vgl. unsere Vorschläge zu III.). Dazu ist vor allem eine Reduzierung der fortlaufend einzuhaltenden Nachhaltigkeitsquote in allen Varianten nachhaltiger Fonds auf 50 Prozent geboten.

Im Einzelnen:

Zu II.: Anwendungsbereich

Eine klare Abgrenzung zwischen Fonds, die im Sinne des Konsultationsentwurfs als „explizit nachhaltige Produkte“ dargestellt werden, und nachhaltigen Fonds im Sinne der SFDR bzw. MiFID II / IDD ist zwingend erforderlich. Wir gehen insbesondere davon aus, dass die BaFin mangels Zuständigkeit nicht die Absicht hat, die Anforderungen an die Qualifikation von Fonds im Sinne von Art. 8 oder Art. 9 SFDR zu präzisieren. Die Frage, wann ein Produkt Art. 8 oder Art. 9 SFDR unterliegt und welche Anforderungen es in diesem Zusammenhang zu beachten hat, richtet sich einzig und allein nach den einschlägigen EU-Vorgaben.

Klar sollte sein, dass Art.-8-Produkte nach SFDR gemäß Art. 13 SFDR mit der Förderung ökologischer oder sozialer Merkmale entsprechend den Angaben im Verkaufsprospekt werben dürfen. Nach Auskunft der EU-Kommission betrifft dies alle Formen des Werbens und gilt auch für die Bezeichnung des Fonds.⁹ Art.-8-Produkte können zudem als nachhaltige Produkte an Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen vertrieben werden, sofern sie mindestens eines der Zusatzkriterien nach MiFID II bzw. IDD erfüllen (vgl. dazu unter III.2. und III.3.). **Die Anwendung dieser höherrangigen EU-Vorgaben darf durch den konsultierten Entwurf der BaFin-Richtlinie nicht beeinträchtigt werden.**

⁹ Vgl. Seite 8 der [Antworten](#) der EU-Kommission auf Fragen der ESAs zur SFDR, siehe auch Erwägungsgrund 22 RTS-Entwurf zur SFDR.



Im Workshop des BMF vom 25. August 2021 hat die BaFin dieses Verständnis bestätigt und erläutert, dass die geplante Richtlinie nur für Fonds gelten soll, die mit besonders hohen Nachhaltigkeitsstandards werben. Bezogen auf den Anwendungsbereich der Art. 8 und 9 SFDR würde dies nur auf einen Ausschnitt der Fonds zutreffen. Auch soll die Richtlinie keine Einschränkung der Fonds bewirken, die nach MiFID II und IDD für das Angebot an Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen geeignet sind.

Die Beschreibung des Anwendungsbereichs ist daher zwingend anzupassen, um Rechtsunsicherheit zu vermeiden. Folgende Änderungen sind erforderlich:

*„Darüber hinaus fallen in den Anwendungsbereich auch solche Investmentvermögen, die dem Anleger gegenüber **mit einem hohen Nachhaltigkeitsanspruch werben**. Hierzu kann es beispielsweise ausreichen, wenn im Verkaufsprospekt bzw. in den Verkaufsunterlagen das Investmentvermögen als **ein Produkt** dargestellt wird, **das besonders hohe Nachhaltigkeitsstandards erfüllt bzw. als nachhaltig im Sinne der BaFin-Richtlinie gilt**.*

*Dabei müssen Nachhaltigkeitsgesichtspunkte jedoch das bestimmende Merkmal bei der Verwaltung des Investmentvermögens sein. Sofern bei einem Investmentvermögen nachhaltige Merkmale lediglich neben anderen Aspekten gefördert und/oder beworben werden, liegt kein nachhaltiges Investmentvermögen im Sinne dieser Richtlinie vor. Entsprechendes gilt für Investmentvermögen, bei denen der Anteil der nachhaltigen Investitionen unter den in dieser Richtlinie genannten Schwellenwerten liegt. Dabei führt die bloße Erfüllung der durch die SFDR vorgegebenen Transparenzpflichten **oder die Einstufung für die Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen nach MiFID II und IDD nicht zwingend** dazu, dass ein Fonds sich als „nachhaltig im Sinne dieser Richtlinie“ bezeichnen oder als solches vertrieben werden darf.“*

Aufgrund der maßgeblichen EU-Rechtsauffassung, wonach Art.-8-Fonds auch in ihrem Namen oder in der allgemeinen Bezeichnung mit ökologischen und/oder sozialen Merkmalen werben dürfen, ist es zudem geboten, die Aussagen zum Anwendungsbereich aufgrund der Namensgebung zu überprüfen. Fragwürdig ist insbesondere, Art.-8-Fonds, die nicht die Anforderungen der BaFin-Richtlinie erfüllen, die Bezugnahme auf „ESG“ zu verwehren. Es ist durchaus marktüblich, die Zusätze „ESG“, „ESG screened“ bzw. „ESG enhanced“ im Namen aufzunehmen, um zu kennzeichnen, dass der Fonds seine Vermögensgegenstände nach ESG-relevanten Kriterien auswählt. Dies entspricht dem Grundsatz der Produktwahrheit und -klarheit nach § 4 Abs. 1 KAGB und erweckt keineswegs den Anschein, dass der Fonds umfassend nachhaltig investiert oder besonders hohe Nachhaltigkeitsstandards verfolgt.

Der Abschnitt II.1. sollte daher wie folgt angepasst werden:

*„Der Anwendungsbereich dieser Richtlinie ist grundsätzlich für jedes Investmentvermögen eröffnet, das im Namen einen **Bezug auf besonders hohe Nachhaltigkeitsstandards** aufweist. **Dies gilt insbesondere für die Verwendung der Namensbestandteile „ESG“, „nachhaltig/sustainable“ und „grün/green“.***



Zu III. 1.: Nachhaltiges Investmentvermögen aufgrund der Investition in nachhaltige Vermögensgegenstände

1. Investitionsgrenze

Erfreulich ist, dass der Konsultationsentwurf gegenüber der informellen Vorversion die Mindestgrenze der Investitionen in nachhaltige Vermögensgegenstände von 90 auf 75 Prozent herabgesetzt hat. Allerdings ist auch eine 75-Prozent-Grenze aus folgenden Gründen unrealistisch:

- Der Konsultationsentwurf gibt zwar an, zur Bestimmung eines nachhaltigen Vermögensgegenstands die Vorgaben des Art. 2 Nr. 17 SFDR heranzuziehen, fordert aber im Einzelnen „einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umwelt- oder Sozialziele“. Die Vorgabe „wesentlicher Beitrag“ geht über die Definition des Art. 2 Nr. 17 SFDR hinaus und reduziert den Anwendungsbereich faktisch auf Taxonomie-konforme Investitionen.¹⁰ Diese sind wegen des frühen Entwicklungsstadiums der EU-Taxonomie derzeit nur für Aktivitäten feststellbar, die wesentlich zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel beitragen. Mangels technischer Kriterien in anderen Bereichen zur Feststellung des „wesentlichen Beitrags“, müssten alle anderen Umwelt- und Sozialziele außen vor bleiben. Effektiv würde man damit nachhaltige Fonds in dieser Kategorie auf fokussierte Themenfonds beschränken, die etwa nur in erneuerbare Energien investieren.
- Entgegen dem Konsultationsentwurf sind die Kriterien für nachhaltige Investitionen nach Art. 2 Nr. 17 SFDR sowie Art. 3 Taxonomieverordnung nicht bezogen auf die Portfoliounternehmen, sondern auf einzelne wirtschaftliche Aktivitäten zu prüfen. Dies verringert den Anteil nachhaltiger Investitionen im Portfolio ganz erheblich, da nur ein bestimmter Anteil z.B. am Umsatz der Portfoliounternehmen als nachhaltig gelten kann. Im Rahmen der Arbeiten am EU-Ökosiegel legte man zeitweilig einen Portfolioanteil von effektiv 18 Prozent nachhaltiger Investitionen zugrunde.¹¹ Praxistests auf dieser Grundlage haben gezeigt, dass allenfalls 3 bis 6 von über 100 untersuchten grünen OGAWs dieses Kriterium erfüllt hätten. Dabei ist die Prüfung wesentlicher Beeinträchtigungen („DNSH“-Prinzip) noch nicht einmal berücksichtigt gewesen.¹²
- Selbst unter Verzicht auf das Kriterium der Wesentlichkeit wäre es kaum möglich, dauerhaft 75 Prozent nachhaltige Investitionen zu halten. Fonds müssen in volatilen Marktphasen in der Lage sein, Liquiditätsreserven auszubauen und Anlagen umzuschichten, um Verluste für Anleger zu minimieren. Gerade offene Immobilienfonds müssen häufig mit hohen Liquiditätsquoten arbeiten, um großvolumige Immobilientransaktionen abwickeln oder anstehende Rückgabeverlangen bedienen zu können.
- Hinsichtlich Investitionen in Immobilien und andere Sachwerte wird verlangt, dass alle Werte im Portfolio die Kriterien für nachhaltige Investitionen erfüllen. Dies benachteiligt ohne ersichtlichen Grund Fonds, die im Schwerpunkt in Immobilien oder andere Sachwerte investieren.

¹⁰ Art. 3 (a) Taxonomie-VO setzt im Gegenteil zu Art. 2 Nr. 17 SFDR einen wesentlichen Beitrag zu einem Umweltziel voraus.

¹¹ Vgl. Technischer Bericht 2.0 zur Entwicklung der Kriterien für das EU-Umweltzeichen für Finanzprodukte vom Dezember 2019, Kriterium 1.1.A für Aktienfonds.

¹² <https://www.climateandcompany.com/eu-ecolabel>



Es bleibt weiterhin das Problem, dass auch eine 75-Prozent-Grenze keine Entsprechung in den Vorgaben von MiFID II bzw. IDD für die Anlageberatung findet; dort soll der Anleger anhand seiner Nachhaltigkeitspräferenzen selbst entscheiden, welchen Mindestanteil die nachhaltige Investitionen im Produkt ausmachen sollen.

Bei anderen Fondskategorien (Aktien-, Renten-, Immobilienfonds) gilt nach der Fondskategorien-Richtlinie der BaFin die fortlaufende Anlage von **mehr als 50 Prozent** als ausreichend, um eine Irreführung der Anleger auszuschließen. **Dieser Anteil sollte auch für nachhaltige Fonds als Mindestgrenze für nachhaltige Investitionen maßgeblich sein.**

2. Bestimmung nachhaltiger Investitionen

„Zur Bestimmung einer nachhaltigen Investition“ sollen die Vorgaben des Art. 2 Nr. 17 SFDR herangezogen werden. Das ist sinnvoll, um einen Gleichlauf der geplanten BaFin-Richtlinie mit den EU-Vorgaben sicherzustellen und Widersprüche im Verständnis der zulässigen Anlagen zu vermeiden.

Die nachfolgenden Mindestanforderungen an die Anlagebedingungen nachhaltiger Fonds widersprechen dieser Aussage jedoch in mehrfacher Hinsicht, indem sie inhaltlich von der Definition des Art. 2 Nr. 17 SFDR abweichen:

- Die Anforderungen im Konsultationsentwurf betreffen die Einstufung der Emittenten bzw. Portfolio-Unternehmen. Die Definition der „nachhaltigen Investition“ gemäß Art. 2 Nr. 17 SFDR stellt demgegenüber ausdrücklich auf die Tätigkeitsebene ab. Gleiches gilt für die Kriterien der EU-Taxonomie, die sich nach Art. 3 Taxonomieverordnung ebenfalls an einzelne wirtschaftliche Aktivitäten richten.
- Art. 2 Nr. 17 SFDR setzt keinen „wesentlichen“ Beitrag zur Verwirklichung von Umwelt- oder Sozialzielen voraus; vielmehr reicht jeder potenziell positive Beitrag aus. Das Merkmal der Wesentlichkeit ist ausschließlich ein Kriterium für Taxonomie-konforme Investitionen und anhand von technischen Kriterien zu prüfen, die bisher im Entwurf nur für die ersten beiden Umweltziele der EU-Taxonomie (Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel) vorliegen.
- Die DNSH-Prüfung im Sinne des Art. 2 Nr. 17 SFDR ist nach Level 2 SFDR anhand der Indikatoren für „principal adverse impacts“ (PAIs) vorzunehmen.¹³ Produkthanbieter sind ausdrücklich frei zu bestimmen, wann sie von einer erheblichen Beeinträchtigung ausgehen, und müssen keine standardisierten Ausschlüsse beachten. Der BaFin-Entwurf enthält dagegen quantitative Mindestausschlüsse, die auf keines der EU-Regelwerke abgestimmt sind.

Insbesondere die Einstufung der Energiegewinnung aus Atomkraft ist unter der EU-Taxonomie noch offen. Es ist durchaus möglich, dass bestimmte Nutzungsformen als ökologisch nachhaltig anerkannt werden. Die EU-Kommission hat dazu Ergänzungen der technischen Kriterien im 2. Halbjahr 2021 angekündigt. Die abschließende Berücksichtigung von Atomstrom in den Ausschlusskriterien greift der EU-Bewertung in unzulässiger Weise vor. Die Mitgliedsstaaten sind nach Art. 4 Taxonomieverordnung verpflichtet, die Kriterien der EU-Taxonomie im Rahmen von Produktstandards und sonstigen Anforderungen an ökologisch nachhaltige Produkte zu beachten.

¹³ Art. 17 (3), 23 (23) RTS-Entwurf zu SFDR.

Die absoluten Ausschlüsse im Zusammenhang mit Ölsand und Ölschiefer sind nicht praktikabel. Da sie entsprechend der Marktpraxis auch auf Konzerngesellschaften und Zulieferer von Portfoliounternehmen zu beziehen sind, würden sie praktisch den gesamten Energiesektor und potenziell Unternehmen aus anderen Sektoren (z.B. Logistik) erfassen. Das würde die KVGs der Möglichkeit berauben, in diesem Bereich auf Transformation hinzuwirken.

Die Anforderungen an nachhaltige Investitionen in Immobilien und andere Sachwerte wurden zwar nachgebessert, sind aber nach wie vor nicht praktikabel. Alle Immobilien sollen nach dem Entwurf „in Bezug auf die Bewirtschaftung, die Sanierung, den Erwerb und bei Neubauten auch die Erstellung“ einen wesentlichen Beitrag zur Nachhaltigkeit leisten. Dies ist bezogen auf den Lebenszyklus einer Immobilien absolut realitätsfern. Die meisten Instandhaltungsarbeiten, etwa der Austausch eines Teppichs im Rahmen einer Mietvertragsverlängerung, werden keine wesentlich positiven Auswirkungen auf Nachhaltigkeit erzielen. Die EU-Taxonomie bewertet diese Aktivitäten unabhängig voneinander und erkennt etwa eine Immobilie im Bestand als nachhaltig an, wenn diese besonders gute Energieperformance aufweist.¹⁴ Dieser übergeordnete Ansatz der EU-Taxonomie muss auch im Rahmen der geplanten BaFin-Richtlinie Gültigkeit haben.

Im Ergebnis werden die Kriterien für nachhaltige Vermögensgegenstände nach III. 1. grundlegend überarbeitet und an die Definition des Art. 2 Nr. 17 SFDR angepasst werden müssen, um den angestrebten Gleichlauf mit den EU-Vorgaben zu erreichen. **Zumindest müssen das Merkmal „wesentlich“ bei der Bestimmung des Beitrags zu einem Umwelt- oder Sozialziel und die standardisierten Mindestausschlüsse im Rahmen der Prüfung der wesentlichen Beeinträchtigungen gestrichen werden.**

Zu III. 2.: Nachhaltiges Investmentvermögen aufgrund einer nachhaltigen Anlagestrategie

Nachhaltige Anlagestrategien sollen in zwei Varianten möglich sein: entweder, indem „bei mindestens 75 Prozent des Investmentvermögens die Nachhaltigkeitsgesichtspunkte/-faktoren bei der Auswahl der Vermögensgegenstände von entscheidender Bedeutung sind“, oder indem „bei der Verwaltung des gesamten Investmentvermögens eine nachhaltige Anlagestrategie verfolgt wird“.

Unklar ist zunächst, wie sich diese Anlagestrategien zueinander und zu den Produktkategorien nach Artikel 8 und 9 SFDR verhalten. Jedenfalls bei der ersten Variante gelten unsere Bedenken, die wir unter III. 1. dargestellt haben, gleichermaßen.

Bei der zweiten Variante stellt sich zudem die Frage, wie bei einem „gesamten“ Investmentvermögen eine nachhaltige Strategie verfolgt werden kann, also zu 100 Prozent des Fonds. Jede auch noch so marginale Absicherungs- oder Liquiditätsanlage, die diesem Anspruch nicht gerecht werden kann, würde den Status eine solchen Fonds als nachhaltig verhindern. Diese „sonstigen Anlagen“ sind nach den Level-2-Vorgaben für Art.-8- und Art.-9-Produkte nach SFDR zukünftig im Verkaufsprospekt und im Jahresbericht gesondert auszuweisen und von dem Anteil des Portfolios zu differenzieren, der als nachhaltige Investition gilt bzw. zur Förderung ökologischer oder sozialer Merkmale dient.¹⁵ Nach dieser Maßgabe ist es gar nicht möglich, von der Anwendung einer nachhaltigen Strategie auf das gesamte Investmentvermögen auszugehen.

¹⁴ Vgl. Abschnitt 7.7 im Anhang zur Delegierten Verordnung zur Taxonomie-VO.

¹⁵ Vgl. Art. 16 (2), 23 (2) RTS-Entwurf zur SFDR.



Die Anforderung, auch bei Anwendung einer nachhaltigen Anlagestrategie das „DNSH“-Prinzip einzuhalten und sicherzustellen, dass keines der relevanten Umwelt- und Sozialziele erheblich beeinträchtigt wird, widerspricht zudem offensichtlich der Systematik der Produktregulierung nach SFDR. Die „DNSH“-Prüfung ist wegen der vorgeschriebenen Anknüpfung an PAI-Indikatoren und der Notwendigkeit entsprechender Datenbeschaffung und interner Auswertung äußerst komplex. Nach EU-Vorgaben ist sie ausschließlich als ein Kriterium für nachhaltige Investitionen in Art. 2 Nr. 17 SFDR vorgeschrieben. Selbst in Art.-9-Produkten betrifft sie somit nur den Anteil des Portfolios, der als nachhaltige Investition eingestuft wird, und gilt nicht insgesamt auf Portfolioebene. Außerdem lässt sich die Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen letztlich nur mit Hilfe von Ausschlusskriterien effektiv erreichen, die mangels positiver Nachhaltigkeitswirkung keinen Beitrag zur Transformation der Realwirtschaft leisten können.

Fonds mit nachhaltigen Anlagestrategien können sich dafür entscheiden, die wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen (PAIs) auf Produktebene zu berücksichtigen und dadurch negative Externalitäten einzugrenzen, vgl. Art. 7 (1) SFDR. Fonds, die dies tun, sind im Verkaufsprospekt besonders zu kennzeichnen.¹⁶ Anders als im Rahmen der „DNSH“-Prüfung kann die Berücksichtigung der PAIs nach SFDR nicht nur über Ausschlusskriterien erfolgen, sondern auch mit Hilfe anderer Strategien wie z.B. Best-In-Class oder ESG-Engagement. Reduktion der Beteiligung oder gar Ausschlüsse sind erst am Ende des Eskalationsprozesses vorgesehen.¹⁷

Der Konsultationsentwurf verkennt schließlich die Auswirkungen der MiFID-II-Kriterien für Nachhaltigkeitspräferenzen für die Auflage nachhaltiger Investmentvermögen. Ab dem 2. August 2022 werden Publikumsfonds nur dann an Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen vertrieben werden können, wenn sie zusätzliche materielle Nachhaltigkeitskriterien erfüllen, die sich auch aus der Vertragsdokumentation ergeben müssen. Die Berücksichtigung der PAIs auf Produktebene bildet eines dieser Zusatzkriterien, anhand deren der Vertrieb geeignete Produkte auswählen soll. Sofern erforderlich, sollten diese Zusatzkriterien die Grundlage für die aufsichtlichen Anforderungen der BaFin darstellen.

Die Kriterien für nachhaltige Investmentvermögen nach III. 2. sind daher im Sinne der Praktikabilität zu ändern und an die Produktsystematik nach SFDR und MiFID II anzugleichen. Dies erfordert zumindest:

- **Herabsenkung des Mindestanteils des Vermögens, der nach einer nachhaltigen Anlagestrategie verwaltet wird, in allen Fällen auf fortlaufend 50 Prozent,**
- **Überarbeitung der Mindestanforderungen an nachhaltige Anlagestrategien, um die Nachhaltigkeitskriterien nach MiFID II zu berücksichtigen. Nachhaltige Investmentvermögen aufgrund einer nachhaltigen Anlagestrategie sollten danach anerkannt werden, wenn sie mit einer vertraglichen Verpflichtung einhergehen:**
 - (1) einen bestimmten Anteil des Portfolios in ökologisch nachhaltige Aktivitäten im Sinne der Taxonomieverordnung zu investieren,**
 - (2) einen bestimmten Anteil des Portfolios in nachhaltige Investitionen im Sinne des Art. 2 Nr. 17 SFDR anzulegen oder**
 - (3) die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren auf Produktebene zu berücksichtigen.**

Sollte das Kriterium der Vermeidung erheblicher Schädigungen durch die Anwendung von Ausschlüssen dennoch beibehalten werden, so muss zumindest der unmittelbare Verweis auf Art. 2

¹⁶ Art. 17, Anhang II RTS-Entwurf zur SFDR.

¹⁷ Vgl. Erwägungsgrund 16 RTS-Entwurf zur SFDR.



Nr. 17 SFDR entfallen. Die Prüfung der erheblichen Schädigung mit Hilfe der PAI-Indikatoren im Sinne des Art. 2 Nr. 17 SFDR wird in der BaFin-Richtlinie offensichtlich nicht vorausgesetzt.

Die deutsche Finanzwirtschaft hat in den letzten Jahren intensiv an einem Konzept gearbeitet, das vor dem Hintergrund der erwarteten MiFID-II-Regelung eine einheitliche Klassifikation nachhaltiger Produkte im Vertrieb sicherstellt. Dieses final abgestimmte Verbändekonzept liegt der BaFin inzwischen vor. Es baut auf den rechtlichen Produktausprägungen der SFDR und MiFID II auf, ergänzt diese aber um weitere materielle Anforderungen, um eine Mindestqualität der nachhaltigen Anlagestrategien sicherzustellen. Diese umfassen u.a. standardisierte Mindestausschlüsse für Investitionen in Zielunternehmen und Staatsanleihen (siehe Folie 3). **Die Einhaltung der im Verbändekonzept vorgesehenen Mindestausschlüsse wird von den Vertriebsstellen vorausgesetzt und kann folglich auch zur Voraussetzung für die Genehmigung nachhaltiger Publikumsfonds mit entsprechender Ausprägung gemacht werden. Ausgehend vom vorliegenden Entwurf sollte es insbesondere möglich sein, die geforderte „Implementierung entsprechender Ausschlüsse“ auf die Mindestausschlusskriterien nach dem Verbändekonzept zu beziehen.**

Zu III. 3.: Nachbildung eines nachhaltigen Index

Auch bei der Nachbildung eines nachhaltigen Index ist nach dem Konsultationsentwurf sicherzustellen, dass kein Umwelt- oder Sozialziel erheblich geschädigt wird. Diese Vorgabe einer umfassenden „DNSH“-Prüfung widerspricht der Wertung der SFDR, wonach eine solche Prüfung nur ein Kriterium der Definition für nachhaltige Investitionen gemäß Art. 2 Nr. 17 SFDR ist und auch nur in diesem Zusammenhang zum Tragen kommt. Nach den Erläuterungen der EU-Kommission gilt sie somit für die Nachbildung der EU-Klimaindizes im Sinne von Art. 9 (3) SFDR¹⁸, ist aber nicht für sonstige nachhaltig ausgerichtete Indizes relevant. Im Übrigen verweisen wir auf unsere Ausführungen zu III.2.

Auch unter III. 3. sind daher die Nachhaltigkeitskriterien nach MiFID II bzw. IDD als Mindeststandards für indexbasierte nachhaltige Anlagestrategien festzulegen. Die Nachbildung eines nachhaltigen Index sollte anerkannt werden, wenn durch die Zusammensetzung des Index, dessen Nachhaltigkeitscharakter näher zu beschreiben ist, sichergestellt wird, dass:

- (1) ein bestimmter Anteil des Index ökologische nachhaltige Aktivitäten im Sinne der Taxonomieverordnung enthält,**
- (2) ein bestimmter Anteil des Index nachhaltige Investitionen im Sinne des Art. 2 Nr. 17 SFDR umfasst oder**
- (3) die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren bei der Zusammensetzung des Index berücksichtigt werden.**

Sollte das Kriterium der Vermeidung erheblicher Schädigungen durch die Anwendung von Ausschlüssen dennoch beibehalten werden, so muss zumindest der unmittelbare Verweis auf Art. 2 Nr. 17 SFDR entfallen. Die Prüfung der erheblichen Schädigung mit Hilfe der PAI-Indikatoren im Sinne des Art. 2 Nr. 17 SFDR wird in der BaFin-Richtlinie offensichtlich nicht vorausgesetzt.

Die Ausführungen zum Verbändekonzept unter III.2. gelten hier gleichermaßen.

¹⁸ Vgl. S. 5-6 der [Antworten](#) der EU-Kommission auf die Fragen der ESAs zur SFDR



Zu VI. Zeitlicher Anwendungsbereich

Grundsätzlich ist ein Bestandsschutz für bereits genehmigte Fonds im Interesse des Vertrauensschutzes der KVGs geboten. Allerdings ist die Regelung des Abschnitts VI, wonach die Richtlinie ab Veröffentlichung der Konsultationsfassung (!) zur Anwendung kommen soll, willkürlich und bewirkt eine absurde Form der Rückwirkung: Eine Konsultation kann – und soll – durchaus dazu führen, dass die konsultierten Inhalte sich bis zur endgültigen Fassung noch verändern. Seit dem 2. August sollen jedoch bereits die endgültigen Regeln gelten, obwohl diese voraussichtlich frühestens im Herbst bekannt sein werden. Es ist abzusehen, dass bereits eingereichte Genehmigungsanträge zunächst nicht weiter bearbeitet werden, bis die Inhalte der endgültigen Richtlinie feststehen. Das bedeutet eine unzumutbare Belastung der Anbieter, insbesondere von Fonds, deren Anlagebedingungen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Konsultation kurz vor oder bereits in dem Genehmigungsverfahren stehen.

Die Richtlinie darf daher frühestens mit Veröffentlichung der endgültigen Vorgaben in Kraft treten und auch dann nur für solche Fonds gelten, deren Anlagebedingungen zu diesem Zeitpunkt noch nicht zur Genehmigung eingereicht worden sind.

Weiterhin ist klarzustellen, dass die zeitliche Ausnahme aus dem Anwendungsbereich auch dann gilt, wenn bereits genehmigte Fonds aus anderen Gründen, etwa zur Anpassung an neue gesetzliche Vorgaben, eine Änderung der Genehmigung beantragen. Angesichts der Häufigkeit solcher Anpassungen wäre der Bestandsschutz ansonsten in der Praxis weitgehend wirkungslos.

Für weiteren fachlichen Austausch und Rückfragen zu unseren Vorschlägen stehen wir Ihnen gerne und jederzeit zur Verfügung.