

Die EU Offenlegungsverordnung

Den Verbraucher*innen, die ihr Geld in Investmentfonds anlegen möchten, begegnen spätestens seit dem 10. März 2021 immer öfter die Bezeichnungen „Artikel 8“- oder „Artikel 9“-Fonds sowie die Stichwörter „Nachhaltigkeit“ und „ESG“. Anleger*innen könnten deshalb zum einen davon ausgehen, dass Artikel 8-Fonds einen hellgrünen und Artikel 9-Fonds einen dunkelgrünen Anspruch haben. Zum anderen hegen sie vielleicht die Hoffnung, dass die Klassifizierung als Artikel 8- oder Artikel 9-Fonds ein hinreichendes Label für die nachhaltige Ausrichtung des Fonds ist.

Wir haben uns gefragt, was diese Einstufungen genau umfassen und welche Anforderungen die Fondsanbieter in beiden Fällen erfüllen müssen.

Einleitung

Am 10. März 2021 trat die EU Offenlegungsverordnung (EU) 2019/2088 in Kraft¹ (auf Englisch „Regulation on sustainability-related disclosures in the financial services sector“ oder „Sustainable Finance Disclosure Regulation“, kurz **SFDR**). Ihre erklärten Ziele sind

*„harmonisierte Vorschriften für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater über Transparenz bei der **Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken** und der **Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen** in ihren Prozessen und bei der **Bereitstellung von Informationen** über die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten“ (Art. 1).*

Die Informationen, die die adressierten Finanzmarktteilnehmer, z.B. Fondsanbieter, zur Nachhaltigkeit ihrer Produkte zur Verfügung stellen, sollen EU-weit vereinheitlicht und vergleichbar gemacht werden. Die Verordnung legt fest, welche Erläuterungen auf der Webseite der Anbieter, in den vorvertraglichen Informationen (Verkaufsprospekten) und in den Jahresberichten der Fonds zur Verfügung gestellt werden müssen. Die Offenlegungsverordnung soll ihrem Namen entsprechend lediglich für Transparenz sorgen, sie erwartet keine Veränderung bei den Investitionsentscheidungen der Anbieter, etwa durch verbindliche Mindeststandards.

Bis Ende 2022 galt nur der sog. Level 1, in dem die Finanzmarktteilnehmer dem entsprechen mussten, was die Verordnung unmittelbar regelt. Level 2 gilt seit dem 1. Januar 2023, als eine delegierte Verordnung mit mehreren Anhängen in Kraft getreten ist.

Die SFDR, die ergänzende Verordnung mit ihren Anhängen und Erläuterungen sind ein komplexes Regelwerk und beziehen sich auch noch auf andere EU-Verordnungen wie die zur Taxonomie. Wir versuchen hier darzustellen, welche Hauptanforderungen die Artikel 4 und 7, 3 und 6 sowie 8 und 9 an die Fondsanbieter stellen.

Artikel der SFDR	Inhalt	Medium für die Veröffentlichung	Bemerkung
Artikel 3 und 6	Strategien zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken	Webseite (Art. 3) Verkaufsprospekte (Art. 6)	Gilt für Anbieter und alle Fonds

¹ Eine Übersicht findet sich z.B. hier: <https://am.jpmorgan.com/gb/en/asset-management/institutional/investment-strategies/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

Artikel 4 und 7	Berücksichtigung von nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (=PAI)	Webseite (Art. 4) Verkaufsprospekte (Art. 7) mit Anhang I	Es kann mit einer Begründung erläutert werden, dass ein Anbieter oder ein Fonds einen möglichen schädlichen Einfluss seiner Investitionen nicht berücksichtigt
Artikel 8	Bewerbung (Förderung) von ökologischen oder sozialen Merkmalen	Verkaufsprospekte mit Anhang II	Verbindliche Anlagestrategie (aber nur für einen Teil des Fondsvermögens); Beschreibung, wie diese Merkmale erfüllt werden; Indikatoren, die dies messen; PAI fakultativ
Artikel 9	Nachhaltiges Investitionsziel	Verkaufsprospekte mit Anhang III	Verbindliche Anlagestrategie (aber nur für einen Teil des Fondsvermögens); Indikatoren zur Messung der Zielerreichung UND Sicherstellung, dass das Ziel nicht erheblich beeinträchtigt wurde (Do-No-Significant-Harm-Prinzip) <i>PAI dennoch fakultativ (Widerspruch?!)</i>
Artikel 10	Informationen aus den Verkaufsprospekten und den Jahresberichten	Webseite	SFDR verlangt dafür eine „präzise, redliche, klare, nicht irreführende, einfache und knappe Form“
Artikel 11	Erfüllung der ökologischen oder sozialen Merkmale oder der Gesamtnachhaltigkeitswirkung	Jahresbericht	Erste Jahresberichte ab Mitte 2024 zu erwarten

„Outside-In“ und „Inside-Out“

Es ist erfreulich, dass sich viele der Regelungen aus der SFDR nicht nur auf die finanziellen Nachhaltigkeitsrisiken beziehen, mit denen ein Fonds umgehen muss, sondern den Einfluss der Investitionen auf die Um-Welt in den Mittelpunkt stellen, und zwar ebenso ihren positiven wie ihren negativen Einfluss. Nochmals: Es geht der SFDR nicht um Standardsetzung, sondern lediglich um Berichtspflichten.



Die SFDR definiert ein **Nachhaltigkeitsrisiko** als

„ein Ereignis oder eine Bedingung in den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, dessen beziehungsweise deren Eintreten tatsächlich oder potenziell wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnte“ (Art. 2 (22)).

Art. 3 und 6: Diese beiden Artikel regeln, welche Informationen auf den **Webseiten der Anbieter** und in den **Verkaufsprospekten** für jeden einzelnen Fonds hinsichtlich der **Nachhaltigkeitsrisiken** zur Verfügung gestellt werden müssen (Perspektive: Outside-In). Diese Informationen müssen für die Kund*innen abrufbar sein, bevor sie sich für einen Anbieter und einen Fonds entscheiden („vorvertraglich“). Diese **Informationspflicht gilt für jeden Fonds**, nicht nur für Nachhaltigkeitsfonds.

Die Anbieter sind verpflichtet zu erläutern, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken bei ihren Investitionsentscheidungen einbeziehen. Sie müssen insbesondere darlegen, welche Prozesse und Gremien sie installiert haben, um finanziell relevante Nachhaltigkeitsaspekte bei Unternehmen, in die investiert werden soll, zu identifizieren und zu bewerten. In Bezug auf die Fondsprodukte ist eine Beurteilung erforderlich, ob dem Fonds durch Portfoliounternehmen mit hohen Nachhaltigkeitsrisiken ein finanzieller Schaden entstehen könnte. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn ein Unternehmen Wetterereignissen wie Dürre, Stürmen oder Überschwemmungen, lang andauernden Streiks der Belegschaften, Umweltklagen oder schweren Korruptionsfälle ausgesetzt ist.

Oder besser gesagt, müssen die Fondsanbieter erläutern, ob ihnen ein solches Risiko als relevant erscheint: Die SFDR, als *Transparenzverordnung*, sieht auch den Umstand voraus, dass ein Fondsanbieter Nachhaltigkeitsrisiken als nicht relevant erachtet und sie gar nicht in seine Unternehmensanalysen einbezieht. In einem solchen Fall muss dies entsprechend dargelegt werden. Im Branchenjargon wird dies als „comply or explain“ bezeichnet:

„Wenn die Finanzmarktteilnehmer Nachhaltigkeitsrisiken als nicht relevant erachten, so enthalten die Erläuterungen [...] eine klare und knappe Begründung dafür.“ (Art. 6 (1))

Art. 4 und 7: In diesen beiden Artikeln geht es um die „nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren“^{2, 3}. Damit wird nach den **Auswirkungen der Investitionen auf die Um-Welt** gefragt; ob also die Investitionen schädlich sind oder ob Investoren von schädlichen Geschäftsmodellen profitieren. Die beiden Artikel 4 und 7 regeln, dass die Prozesse, mit denen solche schädlichen Aktivitäten festgestellt, eingestuft und verhindert werden sollen, auf Unternehmens- und Produktebene erläutert werden müssen⁴. Auf Unternehmensebene gilt dies

² Die englische Definition ist nur wenig klarer: „Principal adverse impacts should be understood as those impacts of investment decisions and advice that result in negative effects on sustainability factors.“ <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>, Begründung 20; die technischen Standards bieten eine etwas eingängigere Formulierung: „Principal adverse impacts are the most significant negative impacts of investment decisions on sustainability factors.“

³ In der SFDR bezeichnet der Ausdruck Nachhaltigkeitsfaktor: „Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung“ (Art. 2 (24)).

⁴ Ein Fondsanbieter mit weniger als 500 Mitarbeiter*innen kann jedoch unter Angabe von Gründen erklären, dass diese Auswirkungen nicht berücksichtigt werden. Auch für Fonds von kleineren Anbietern kann erklärt werden, dass nachteilige Auswirkungen nicht berücksichtigt werden.

schon in Level 1 (Art. 4); auf Fondsebene (Art. 7) werden diese Informationen vorvertraglich für die Verkaufsprospekte aller Anbieter und Fonds ab dem 30. Dezember 2022 verpflichtend.

Wiederum muss jeder Anbieter und jeder Fonds dazu Stellung nehmen. Doch wie auch schon in Bezug auf die Nachhaltigkeitsrisiken (Art. 6) trägt die SFDR der Möglichkeit Rechnung, dass ein Fondsanbieter den eigenen schädlichen Einfluss auf die Um-Welt **nicht** berücksichtigt:

„wenn sie nachteilige Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren nicht berücksichtigen, klare Gründe, warum sie das nicht tun [...].“ (Art. 4 (1b))

Allerdings versucht die SFDR zu verhindern, dass große Fondsanbieter sich ihrer Verantwortung komplett entziehen. Anbieter mit mehr als 500 Mitarbeiter*innen müssen daher auf der Webseite zumindest

„[...] eine Erklärung über Strategien zur Wahrung der Sorgfaltspflicht im Zusammenhang mit den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren [...]“ veröffentlichen. (Art. 4 (3))

Dass die SFDR eine Transparenzverordnung ist, wird in der Regelung für die Fondsebene ebenfalls deutlich. Auch ein Fondsprodukt, das sich nach Art. 8 klassifiziert, kann so aufgestellt sein, dass die Inside-Out-Perspektive, also die eigenen schädlichen Einflüsse auf die Um-Welt, **keine** Berücksichtigung findet⁵. Die SFDR fordert lediglich

„klare und begründete Erläuterungen dazu, ob und – wenn ja – wie in einem Finanzprodukt die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden.“ (Art. 7 (1a))

In der Blickrichtung von innen nach außen können die Investitionen eines Fonds also *nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen* oder mit der englischen Bezeichnung *Principal Adverse Impacts (PAI)*⁶ haben, z.B. auf das Klima, die Biodiversität oder die gerechte Entlohnung. Im Zentrum der Artikel 4 und 7 steht die Frage, inwieweit die Unternehmen, in die ein Fonds investiert, den Klimawandel verschärfen, die Umwelt zerstören oder Arbeits- und Menschenrechte verletzen. Die SFDR geht also davon aus, dass die Investitionsentscheidungen eines Fondsanbieters oder eines Fonds selbst nachteilige Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren haben können, dass also das Portfolio eines Fonds über die enthaltenen Unternehmen z.B. negativ auf das Klima wirken kann⁷. Dies ist ein bemerkenswerter Schritt, da beispielsweise so manche Pensionskasse noch vor wenigen Jahren ihre Verantwortung rundweg abgestritten hat. Das Schlagwort der „doppelten Materialität“ gewinnt also zunehmend an Bedeutung.

⁵ Beispielsweise der Pimco Dynamic Multi-Asset Fund, [IE00BYQDND46](#)

⁶ Die englische Definition ist unwesentlich klarer: „Principal adverse impacts should be understood as those impacts of investment decisions and advice that result in negative effects on sustainability factors.“ <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>, Begründung 20; die technischen Standards bieten eine etwas eingängigere Formulierung: „Principal adverse impacts are the most significant negative impacts of investment decisions on sustainability factors.“

⁷ Empirische Belege über den direkten Einfluss von Investitionen eines Fonds, sei dieser Einfluss nun negativ oder positiv, werden wissenschaftlich gerade erst erbracht (s. z.B. „The Impact of Sustainable Investment Funds – Impact Channels, Status Quo of Literature, and Practical Applications“, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4205546). Diese durchaus relevante Frage soll hier aber nicht diskutiert werden.

Informationsvorgaben für nachhaltige Fonds

Art. 8 und 9: Neben der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken und den wesentlichen „nachteiligen Auswirkungen“ gibt es einen dritten Bereich, für den die SFDR die Transparenz EU-weit harmonisieren will. Dies sind die Informationen, die Fondsanbieter über die **nachhaltige Ausrichtung** eines Fonds zur Verfügung stellen müssen. Dabei geht die Verordnung so weit, dass sie vorgibt, auf welcher Seite und unter welcher Überschrift bestimmte Informationen auf der Webseite zur Verfügung gestellt werden müssen.

Die Artikel 8 und 9 stellen jeweils unterschiedliche Anforderungen an die vorvertraglichen Informationen, die für Fondsprodukte in den jeweiligen Verkaufsprospekten bereitgestellt werden müssen. Die Bestimmungen aus Artikel 8 gelten für Fonds, die *ökologische oder soziale Merkmale bewerben*⁸, jene aus Artikel 9 für solche Fonds, die *eine nachhaltige Investition anstreben*⁹. Diese beiden Artikel bilden zurzeit den Mittelpunkt der Debatte um die SFDR: Kann sie Greenwashing tatsächlich verhindern?

Die Definition einer nachhaltigen Investition, die Artikel 9-Fonds verfolgen, ist im Grunde die „Ausbuchstabierung“ der Kürzel E, S und G:

"nachhaltige Investition" [bezeichnet] eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels¹⁰ [...] oder eines sozialen Ziels¹¹ [...] beiträgt, vorausgesetzt, [...] dass die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung¹² anwenden.“ (Art. 2 (17))

Die Definition enthält aber außerdem noch die Formulierung¹³

„vorausgesetzt, dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen.“ (Art. 2 (17))

Artikel 9-Fonds müssen also einerseits darlegen, wie sie ihr selbst gesetztes Umwelt- oder Sozialziel erreichen wollen, und andererseits belegen, dass diese Investition **keine anderen nachhaltigen Ziele beeinträchtigt**. Details dazu wurden in einer ergänzenden delegierten Verordnung durch die EU vorgegeben.

Details durch die delegierte Verordnung

Ergänzend zur SFDR hat die EU-Kommission im April 2022 eine **delegierte Verordnung** erlassen, die die Bestimmungen der SFDR im Detail erläutert (hier auf [Deutsch](#)¹⁴). Mittels dieser Präzisierungen,

⁸ Die englische Originalbezeichnung „Transparency of the promotion of environmental or social characteristics“ macht deutlicher, dass es nicht nur um „Bewerbung“ im Sinne von Marketing geht, sondern auch um eine Förderung ökologisch-sozialer Merkmale.

⁹ „where a financial product has sustainable investment as its objective“

¹⁰ Als Indikatoren zur Erreichung eines Umweltziels zählen die Effizienz bei der Nutzung von Energien, erneuerbarer Energie, von Rohstoffen, Wasser und Boden; die Menge von Abfall und die Höhe von CO₂-Emissionen, Biodiversität und Kreislaufwirtschaft

¹¹ wie die Bekämpfung von Ungleichheiten, die Förderung des sozialen Zusammenhalts, der Integration oder von Arbeitsbeziehungen; außerdem Investitionen in Humankapital oder zugunsten benachteiligter Bevölkerungsgruppen

¹² Vor allem im Hinblick auf das Management, die Beziehungen zu Arbeitnehmern, die Vergütung von Mitarbeiter*innen oder die Einhaltung von Steuervorschriften

¹³ Hier für die bessere Lesbarkeit herausgelöst

¹⁴ Eine Einordnung auf Englisch hier: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en

den „Regulatory Technical Standards“, sollen die Angaben, die Fonds und Fondsanbieter veröffentlichen, gehaltvoller und vergleichbarer werden. Und schließlich gibt es noch die Anhänge zu der delegierten Verordnung, die weitere Details für die Berichterstattung in den Verkaufsprospekten und den Jahresberichten enthalten. Die ergänzende Verordnung gilt mit einer Verzögerung von einem Jahr ab dem 1. Januar 2023.

Artikel 4 der SFDR wird durch die delegierte Verordnung insoweit spezifiziert (?), dass die Angaben über die Berücksichtigung der nachteiligen Auswirkungen jeweils bis zum 30. Juni für das vorausgegangene Jahr gemacht werden müssen, und zwar unter dem Menüpunkt „Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen“ in einem Abschnitt mit dem Titel „Erklärung zu den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren“. Der Anhang I der Verordnung gibt dafür neun ökologische (aus den Themengebieten Emissionen, Biodiversität, Wasser und Abfall) und fünf soziale Indikatoren (Soziales¹⁵ und Beschäftigung) vor, zu denen sich die Fondsanbieter äußern müssen. Außerdem soll mindestens ein weiterer gewählter Indikator aus diesen Themengebieten erläutert werden¹⁶.

Man merkt: Durch diese zusätzliche Verordnung und ihre Anhänge ist die SFDR erheblich detaillierter geworden. Für Verbraucher*innen sind die **Anhänge II und III** besonders nützlich^{17, 18}. Sie sind ein Musterformular, das ab dem 1. Januar 2023 in genau dieser Form in jedem Verkaufsprospekt von Artikel 8- und Artikel 9-Fonds enthalten sein muss. Weil sie nicht verändert werden darf, bietet diese Vorlage tatsächlich eine verbesserte Transparenz. Denn jeder Fonds muss an derselben Stelle der Vorlage dieselben Informationen zur Verfügung stellen. So lassen sich die Aussagen der Fonds einfacher miteinander vergleichen. Doch das Verständnis dieser Texte selbst wird dadurch nicht erleichtert. Die Bestimmungen der SFDR sind komplex und unbestimmt¹⁹. Fondsanbieter liefern zwar die geforderten Informationen – aber sie sind damit nicht konkreter und verständlicher geworden²⁰.

Anhang II und III

Für einen **Artikel 8-Fonds**, der ökologisch-soziale Merkmale „bewirbt“, aber keine nachhaltigen Investitionen tätigt, müssen die **Merkmale**, die beworben werden (z.B. die Berücksichtigung von Klimarisiken) und die **Indikatoren**, mit denen dies belegt werden kann, aufgeführt werden.

¹⁵ Unter Soziales fallen Landminen, Streumunition, Biologische und Chemische Waffen

¹⁶ Wie die Taxonomie auch, stellt die SFDR Klima- und Umweltaspekte in den Mittelpunkt, möglicherweise bedingt durch die vielfach zitierte Datenlage, die bei Menschenrechtsthemen ungleich schwieriger sei als bei Emissionen.

¹⁷ Die Anhänge IV und V beziehen sich auf die Erläuterungen, die in den Jahresberichten der Fonds getätigt werden müssen.

¹⁸ Die Anhänge wurden mit Fragen nach Atom und Gas erweitert, nachdem diese beiden Bereiche als nachhaltig im Sinne der Taxonomie definiert wurden. Diese Entscheidung der EU war katastrophal und hat der Taxonomie einen absoluten Bärendienst erwiesen. Aber immerhin bieten die Anhänge für nachhaltige Fonds aufgeschlüsselte Informationen dazu, ob ein Fonds in Atom oder Gas investiert und wie hoch der entsprechende Anteil ist.

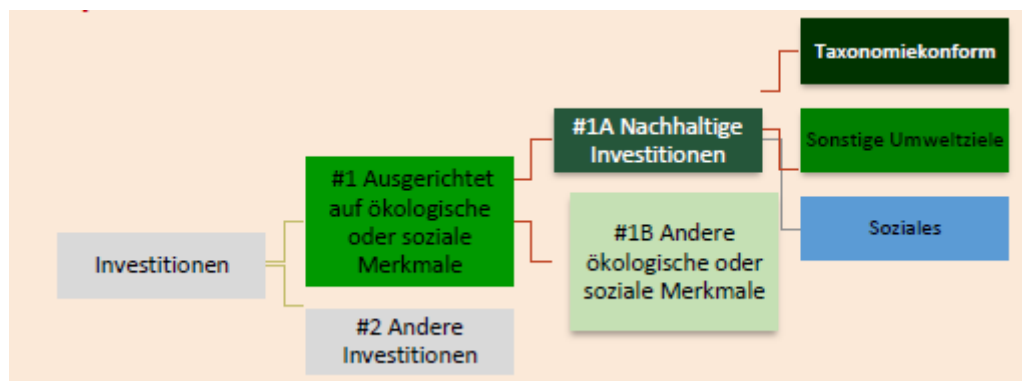
¹⁹ Wie sind z.B. „erhebliche Auswirkungen“ definiert? Was ist mit „Bewerbung“ gemeint? Welches sind die Indikatoren, die zur Messung herangezogen werden? Hat die EU diese festgelegt? Was ist der Unterschied zwischen dem Do-No-Significant-Harm-Prinzip (=DNSH) und der Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren? Wie kann der DNSH-Grundsatz eingehalten werden, aber die schädlichen Einflüsse unberücksichtigt bleiben? Was bedeutet eigentlich „Berücksichtigung“?

²⁰ Dies legt zumindest eine Stichprobe von Verkaufsprospekten von DWS-Fonds vom 1.1.2023 nahe: die einschlägigen Passagen über die Investitionskriterien aus den alten sind in den neuen Dokumenten größtenteils wortwörtlich wiederzufinden.

Außerdem müssen der Auswahl der Unternehmen verbindliche Kriterien zugrunde liegen, die in der Anlagestrategie beschrieben werden. „Keine geächteten Waffen“ und ein Kohleausschluss ab 30% Umsatz aus Abbauprodukten stellen schon eine solche Anlagestrategie dar.

Der Fonds muss angeben, wie hoch der minimale Anteil der Investitionen sein wird, die diesen Kriterien entsprechen. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass weiterhin in Positionen investiert werden kann, die den angestrebten sozial-ökologischen Merkmalen nicht entsprechen²¹ (#2 Andere Investitionen). Für diese „anderen Investitionen“ muss erläutert werden, welcher Zweck mit ihnen verfolgt wird, und ob es einen „ökologischen oder sozialen Mindestschutz“ gibt.

Und schließlich ist es eine Eigentümlichkeit der SFDR, dass auch Artikel 8-Fonds nachhaltige Ziele verfolgen können. Für diese Investitionen gelten dann die Regelungen für Artikel 9-Fonds, die im Folgenden erläutert werden²².



Die Grafik aus dem Anhang II zum delegierten Rechtsakt veranschaulicht, wie ein Fonds nach Art. 8 aufgestellt sein kann.

Artikel 9-Fonds verfolgen **explizit ein nachhaltiges Anlageziel**²³, zumindest zu einem festgelegten Mindestanteil vom Fondsvermögen. Wie auch bei Artikel 8-Fonds muss nicht das gesamte Vermögen auf ein nachhaltiges Ziel ausgerichtet sein, und die SFDR gibt keinen Mindestprozentsatz dafür vor. Es muss mittels Indikatoren benannt und nachgewiesen werden, dass die getätigten Investitionen auch tatsächlich zu diesem Nachhaltigkeitsziel beitragen. Dieses Ziel kann ein Umweltziel wie die Produktion von ökologisch abbaubaren Fischernetzen sein. Die wirtschaftliche Aktivität könnte auch der Taxonomie entsprechen, also einer der definierten Wirtschaftszweige für den Klimaschutz oder die Anpassung an den Klimawandel sein. Und schließlich kann der Fonds auch ein soziales Ziel verfolgen, wie den Zugang zu Bildung.

In jedem Fall kann ein nachhaltiges Anlageziel aber nur erreicht werden, wenn die getätigten Investitionen dieses nicht gleichzeitig konterkarieren. Die delegierte Verordnung führt aus:

*„Der Grundsatz der **Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen** ist von besonderer Bedeutung für Finanzprodukte, mit denen **nachhaltige Investitionen** angestrebt werden, da die Einhaltung dieses*

²¹ In den Verkaufsprospekten wird beziffert, wie hoch der Anteil des Fondsvermögens sein kann, der der Anlagestrategie nicht zu entsprechen braucht. Dies reicht bei den untersuchten DWS-Fonds beispielweise von 10 bis 49%.

²² Also einschließlich des Prinzips „Do No Significant Harm“ und der Berichterstattung nach Anhang I

²³ Definition nach Art. 2 SFDR: Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines bestimmten Umweltziels oder eines sozialen Ziels beiträgt, vorausgesetzt, kein anderes nachhaltiges Ziel wird beeinträchtigt.

Grundsatzes ein **notwendiges Kriterium** ist, um zu beurteilen, ob eine Investition das Ziel der nachhaltigen Investition erreicht.“ (Begründung 22)

Deshalb müssen Artikel 9-Fonds in Anhang III auch die Frage beantworten:

„Wie wird erreicht, dass nachhaltige Investitionen nicht zu einer **erheblichen Beeinträchtigung** des ökologischen oder sozialen nachhaltigen Investitionsziels führen?“²⁴

Artikel 9-Fonds haben also eine doppelte Nachweispflicht. Es ist nicht nur der Nachweis zu erbringen, wie das selbstgesetzte Ziel erreicht werden soll, sondern auch, dass dieses Ziel durch die Investitionen nicht beeinträchtigt wird. Für taxonomiekonforme Investitionen muss außerdem belegt werden, dass sie keinem der sechs Umweltziele der EU²⁵ zuwiderlaufen.

Dies ist in der Praxis durchaus relevant: Wenn das Ziel ist, zu den 17 UN-Entwicklungszielen (SDGs) beizutragen, dann sollten die Investitionen beispielsweise nicht den Hunger verschlimmern, indem in Unternehmen investiert wird, die durch den Bau von Ölpipelines Menschen vertreiben. Es gilt aber nicht nur, das definierte Ziel („Bekämpfung von Hunger“) nicht zu konterkarieren, sondern auch keines der anderen Umwelt- oder sozialen Ziele zu beeinträchtigen (siehe oben: „vorausgesetzt, dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen“ (Art. 2 (17)). Beispielsweise sollten also Unternehmen, die CO₂-Emissionen durch Erneuerbare Energien einsparen, nicht gleichzeitig ihre Mitarbeiter*innen unterdrücken.

In der Ausbuchstabierung dieses **Do-No-Significant-Harm (DNSH)**-Grundsatzes liegt die eigentliche Schwierigkeit der SFDR, aber auch ihr Potential. Wird der Grundsatz verletzt, wenn ein Unternehmen CO₂-Emissionen einspart, indem es auf Atomenergie setzt (widerspricht dem Ziel „Vermeidung von radioaktivem Abfall“)? Oder wenn ein Unternehmen zwar Erneuerbare Energien nutzt, diese aber in höchstem Maße verschwendet (widerspricht dem Ziel „Ressourceneffizienz“)? Oder wenn ein Unternehmen Kohlekraftwerke baut und den Strom an Menschen liefert, die bisher keinen Zugang zu Elektrizität hatten (widerspricht dem Ziel „CO₂-Reduzierung“)? Allein solche Interessenkonflikte sichtbar zu machen, kann möglicherweise zu ihrer Lösung beitragen.

Bedeutsam ist, dass der DNSH-Grundsatz nur für die nachhaltigen Investitionen gilt. Das nachhaltige Ziel soll aber durch die „anderen Investitionen“ zumindest „nicht dauerhaft beeinträchtigt“ werden und die Fonds sollen darlegen, ob sie einen ökologischen oder sozialen Mindestschutz an diese anderen Investitionen anlegen. Dieser Mindestschutz verweist auf die EU-Taxonomieverordnung und bezieht sich insbesondere auf den Schutz der Menschenrechte, wie er in den OECD-Leitsätzen für multinationale Unternehmen, den UN Guiding Principles for Business and Human Rights und den 8 ILO-Kernarbeitsnormen zugesichert ist.

Jenseits der Frage der Machbarkeit des DNSH-Grundsatzes stellt die delegierte Verordnung in Anhang I eine Reihe von Indikatoren zur Verfügung, die für Artikel 9-Fonds ebenfalls verpflichtend auszufüllen sind. Es geht dabei z.B. im Umweltbereich um die Höhe der CO₂-Emissionen, die Biodiversität, den Wasserverbrauch und die Menge von radioaktivem oder anderem gefährlichen Abfall.

²⁴ „How do sustainable investments not cause significant harm to any environmental or social sustainable investment objective?“

²⁵ Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, Nachhaltiger Einsatz und Gebrauch von Wasser oder Meeresressourcen, Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Vorbeugung oder Kontrolle von Umweltverschmutzung, Schutz und Wiederherstellung von Biodiversität und Ökosystemen.

Schließlich stellt die delegierte Verordnung für das DNSH-Prinzip, das für Artikel 9-Fonds eine verbindliche Voraussetzung ist, auch noch die Verbindung zu den nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren, auf Englisch „**Principal Adverse Impacts**“ (PAI), her:

*„Der Grundsatz der **Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen** steht in Verbindung mit der Offenlegung der **wichtigsten nachteiligen Auswirkungen** von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren.“ (Begründung 22)*

Dies sieht wie ein eklatanter Widerspruch aus, denn auch für Fonds mit einem nachhaltigen Investitionsziel ist die Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen nicht mehr verpflichtend. Selbst die delegierte Verordnung und der Anhang III bringen keine abschließende Klarheit. Der Anhang III fragt einerseits:

„Wie wird erreicht, dass nachhaltige Investitionen nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung des ökologischen oder sozialen nachhaltigen Investitionsziels führen?“

und präzisiert:

„Wie wurden die Indikatoren für nachteilige Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt?“

um den Fonds im nächsten Punkt die Option zu bieten die Frage

„Werden bei diesem Finanzprodukt die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt?“

mit „Nein“ anzukreuzen.

Möglicherweise stellt auch diese Unklarheit einen Grund dafür dar, dass es Ende 2022, kurz bevor die neuen Verkaufsprospekte veröffentlicht werden mussten, eine ganze Welle von Herabstufungen von Artikel 9- zu Artikel 8-Fonds gab.²⁶ Und möglicherweise weist die sehr schwache Definition, die die SFDR für die PAI bietet („unter den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen sind diejenigen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen und Anlageberatung zu verstehen, die negative Auswirkungen auf die Nachhaltigkeitsfaktoren haben“), auch darauf hin, dass sich die EU-Kommission davor gescheut hat, zu präzise zu werden und dem Finanzsektor womöglich konkrete Vorgaben zu machen.

Nachhaltiges Investitionsziel → notwendiges (verbindliches) Kriterium: Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen (DNSH) → in Verbindung mit den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (PAI)²⁷

²⁶ Oder war den Anbietern das Ausmaß der erforderlichen Informationen vorher nicht deutlich? Oder wollten sie womöglich die kurze Phase für attraktives Artikel-9-Marketing nutzen, um dunkelgrün orientierte Kund*innen zu gewinnen?

²⁷ Begründung 22 der delegierten Verordnung



Die entsprechende Grafik aus Anhang III für Fonds nach Art. 9

Artikel 10 und 11

Abschließend sei noch ergänzt, dass alle Informationen, die laut Artikel 8 und 9 in den Verkaufsprospekten gegeben werden müssen, so auch auf den Webseiten zu finden sein müssen, und zwar an derselben Stelle wie auch die übrigen Informationen zu einem Fonds, z.B. über dessen Performance, Management oder Risikoprofil. Außerdem sollen sie

„in einer präzisen, redlichen, klaren, nicht irreführenden, einfachen und knappen Form“

veröffentlicht werden. Ob die Fondsanbieter dies einlösen werden, bleibt wohl abzuwarten.

Und schließlich Artikel 11: In den Jahresberichten muss dargelegt werden, ob und wie das Ziel, das sich ein Fonds gesetzt hatte, erreicht wurde. Dazu gibt es ähnliche Mustervorlagen wie die Anhänge II und III, nämlich analog die Anhänge IV und V. Jahresberichte nach diesem Muster sind aber wohl erst 2024 zu erwarten.

FAZIT zum Nutzen der SFDR als „Label“ für nachhaltige Fonds

Artikel 8-Fonds können durchaus als „hellgrün“ gelten; denn sie wollen zwar ökologischen oder sozialen Merkmalen entsprechen, aber kein explizites nachhaltiges Ziel verfolgen. Artikel 9-Fonds dagegen müssen zumindest einen Mindestanteil festsetzen, der ein solches nachhaltiges Ziel verfolgt. Für diese nachhaltigen Investitionen müssen definierte Größen wie die Höhe der Emissionen oder der Wasserverbrauch berechnet und veröffentlicht werden. Für sie muss auch gezeigt werden, dass die Investitionen in die ausgewählten Unternehmen dem gewählten Ziel nicht widersprechen.

Allerdings lässt sich hieraus nicht pauschal schließen, dass Artikel 9-Fonds per se besser in Sachen Klima-, Umwelt- oder Menschenrechtsschutz aufgestellt sind. Stattdessen kommt es wie bisher auch auf die einzelnen Kriterien an, die die Anlagestrategie eines Fonds ausmachen. Wie grün ein Artikel 8- oder Artikel 9-Fonds ist, hängt weiterhin davon ab, wie viele und welche Kriterien sich Anbieter selbst auferlegen. Ein Garant für tiefgrüne bzw. nachhaltige Investitionen sind diese Klassifizierungen nicht.

Um sozial-ökologische Merkmale zu bewerben, reicht es einem Fonds in der Praxis schon, wenn die Hersteller von Landminen und Streumunition ausgeschlossen werden und für den Rest des

Investment-Universums das Best-in-Class-Prinzip²⁸ angewendet wird. Bei Artikel 9-Fonds steht noch der Beleg aus, ob Investitionen überhaupt einen positiven Beitrag leisten und gleichzeitig an anderer Stelle keinen Schaden anrichten können²⁹. Eine weitere Frage ist, welche Indikatoren herangezogen werden, um die Nachhaltigkeit eines Fonds zu messen. Im Bereich der fossilen Energie z.B. ist die Berechnung der CO₂-Intensität eines Portfolios im Vergleich zum Kapital nicht zielführend. Denn je höher das Volumen eines Fonds (durch Zukauf von anderen Wirtschaftsbranchen oder die Steigerung der Aktienwerte der Unternehmen) ist, desto geringer ist seine CO₂-Intensität, ohne dass sich die absoluten Emissionswerte verändert hätten. Schließlich ist auch noch die Frage relevant, wie hoch der Anteil des Fondsvolumens ist, das überhaupt nach den selbst aufgestellten Kriterien eingesetzt wird.

Wichtige Fragen an die Nachhaltigkeit von Fonds sind weiterhin:

- Welche und wie viele Sektoren werden geregelt?
- Wie hoch sind die angewendeten Schwellenwerte?
- Was ist deren Bezugsgröße (Umsatz oder absolute?)
- Wie hoch ist der Anteil des Vermögens, für den diese Kriterien überhaupt gelten?
- Wie konkret sind die Regelungen?

Ein Blick in die neuen Verkaufsprospekte, die ab dem 1. Januar 2023 veröffentlicht werden mussten, zeigt, dass sich zwar durch die genormte Berichtsform tatsächlich eine bessere Vergleichbarkeit zwischen einzelnen Fonds eingestellt hat, allein schon aus dem Grund, dass dieselben Informationen an denselben Stellen zu finden sind. Leider sind die Ausführungen selbst aber nicht konkreter und einfacher geworden. Für Verbraucher*innen wird es daher nicht einfach sein, das Fachvokabular selbst richtig zu interpretieren. Professionellen Berater*innen jedoch bietet die Vereinheitlichung der Berichte sicher einen besseren Überblick.

Die SFDR bietet keine Veranlassung, der Klassifizierung als Artikel 8-Fonds oder Artikel 9-Fonds einfach zu vertrauen. Denn sie soll zwar die Transparenz und Vergleichbarkeit der Berichterstattung erhöhen, hat aber keine verbindlichen Mindeststandards eingeführt. Allerdings geht die Informationspflicht so stark ins Detail, dass es möglich ist, dass Berater*innen, Verbraucher*innen und Gesetzgeber mit der Zeit feststellen, wie wenig nachhaltige Kriterien in den Mainstream-Investmentfonds derzeit tatsächlich angewendet werden. Hier kann nur helfen, verbindliche Mindestkriterien für die Fonds einzuführen, die sich „nachhaltig“ nennen wollen.

²⁸ Ausgewählt wird z.B. ein Kohlekonzern, der sich von den anderen durch umfangreiche Berichterstattung, transparente Vergütung des Managements und die Nutzung von erneuerbaren Energien im eigenen Geschäftsbetrieb unterscheidet.

²⁹ Abgesehen von der schon erwähnten Frage, ob Fonds grundsätzlich überhaupt einen Einfluss haben können, wenn sie lediglich am Sekundärmarkt Papiere handeln.