

VuV-Rundschreiben Nr. 12-2020

Umsetzung „Nachhaltigkeit“

- 1. VuV-Leitfaden „Nachhaltigkeitsstrategie“**
- 2. Zentrale Fragestellung: Mit welcher Tiefe soll das Thema „Nachhaltigkeit“ in die Investmentprozesse integriert werden?**
- 3. Erste Erläuterungen zur OffenlegungsVO**
- 4. Exit „beratungsfreies Geschäft“?**

Frankfurt, den 22.09.2020

Sehr geehrte Mitglieder,

analog zur MiFID II-Umsetzung möchten wir auch das Thema Nachhaltigkeit mit den regulatorischen und dokumentatorischen Notwendigkeiten begleiten. Bei der Entwicklung eines Fahrplans des VuV war es eine Empfehlung des Fachausschusses Nachhaltigkeit (<https://vuv.de/wir-ueber-uns/fachausschuesse/>), einen Leitfaden zur Implementierung einer Nachhaltigkeitsstrategie zur Verfügung zu stellen (dazu nachfolgend Ziffer 1).

Wichtig: Am Anfang aller Strategie-Überlegungen steht die Frage, innerhalb welcher Finanzdienstleistung und insbesondere mit welcher Tiefe Sie das Thema Nachhaltigkeit in Ihrem Unternehmen überhaupt umsetzen möchten. Denn der Umfang der regulatorischen Vorgaben hängt ganz wesentlich davon ab, wie intensiv die Thematik in den Investmentprozessen integriert werden soll (Ziffer 2). Dazu sowie zur aufgetretenen These, dass das „beratungsfreie Geschäft“ einen Ausweg für die durchaus anspruchsvolle Komplexität bietet, nehmen wir unter Ziffer 4 Stellung.

Da die Offenlegungsverordnung (VO EU 2019/2088 vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor) bereits verabschiedet und leider mal wieder recht sperrig (bis hin zur Unverständlichkeit) formuliert ist, wagen wir unter Ziffer 3 erste Erläuterungen dazu. Nachhaltigkeit in Investmententscheidungen zu integrieren, ist für alle Neuland und erfordert Geduld und Aufgeschlossenheit. Wir gehen von einem eher langwierigen Prozess mit zahlreichen Anpassungsmanövern aus.

1. Zum Leitfaden „Nachhaltigkeitsstrategie“

Der als **Anlage 1** beigefügte Leitfaden mit Musterüberlegungen und Musterformulierungsvorschlägen ist eine **Einstiegshilfe in die Welt der Nachhaltigkeit**, um sich als Unternehmen einen internen Rahmen geben zu können. Die Ausführungen in dem Leitfaden ermöglichen also nur eine erste Orientierung und sind **keine Anleitung zur Erfüllung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben**. Trotz der optischen Aufmachung ist der Leitfaden auch keine Werbebroschüre. Ziel des Leitfadens ist es, dass Sie sich frühzeitig mit den einschlägigen Denkfiguren auseinandersetzen und entscheiden können, wie und in welcher Intensität Sie Nachhaltigkeit in Ihrem Unternehmen umsetzen wollen.

Dazu können Sie sich an den im Fachausschuss herausgearbeiteten **vier Dimensionen** von Nachhaltigkeit orientieren, die einen strukturierten Überblick geben. Innerhalb der einzelnen Dimensionen werden Möglichkeiten und Handlungsnotwendigkeiten erläutert, die in diesem Zusammenhang berücksichtigt werden können. Auf Normbezüge haben wir verzichtet und uns auf diejenigen Regelungen beschränkt, die schon jetzt als unabdingbar erscheinen. Dazu können Sie anhand der Erläuterungstexte, die die Anforderungen im Kontext Nachhaltigkeit in der jeweiligen Dimension beschreiben, für Ihr Institut entscheiden, ob und welche der vorgeschlagenen Musterformulierungen Sie aufgreifen und individuell für Ihr Institut anpassen möchten. Ob und in welcher Form der Leitfaden beziehungsweise die Nachhaltigkeitsstrategie in das verbandseigene Organisationshandbuch (VuV-CMS) aufgenommen wird, ist noch offen.

Nicht verschweigen wollen wir, dass der Leitfaden im Vorfeld nicht nur bejubelt wurde (Zitat: „...wenig griffiges BlaBla mit dem zweifelhaften Ziel der Beruhigung eines schlechten Gewissens...“). Die Förderung von Nachhaltigkeit in ökologischer und sozialer Hinsicht ist leider ebenso diffus wie die ehrenwerte Absicht ein „guter Mensch“ zu sein. Beides ist schwer in normative Formen zu gießen und mündet entweder in formelhaften Absichtsbekundungen oder in totaler Überregulierung (siehe Taxonomie-VO (EU) 2020/852). Gleichwohl müssen wir uns der Thematik stellen und versuchen einen Weg zu finden.

2. Zentrale Fragestellung:

Mit welcher Tiefe soll das Thema „Nachhaltigkeit“ in die Investmentprozesse integriert werden?

Am Anfang aller Strategie-Überlegungen steht die Frage, innerhalb welcher Finanzdienstleistung und insbesondere mit welcher Tiefe Sie das Thema Nachhaltigkeit in Ihrem Unternehmen überhaupt umsetzen möchten. Denn je nachdem, ob Sie die Thematik

- **überhaupt nicht,**
- **eher nebenbei oder aber**
- **bewusst als Teil des Geschäftsmodells oder gar Kerngeschäft**

in Ihre Investmentprozesse integrieren, folgen weitere regulatorische Konsequenzen. Davon hängt dann auch ab, im Rahmen welcher Finanzdienstleistung –

- **beratungsfreies Geschäft (Anlage- und Abschlussvermittlung)**
- **Anlageberatung**
- **Finanzportfolioverwaltung**

– nachhaltige Anlagen vertrieben werden sollen. Sofern Nachhaltigkeitsthemen nur „nebenbei“ angeboten werden, könnte das beratungsfreie Geschäft zum Beispiel durch Vermittlung eines entsprechenden Investmentfonds in Betracht kommen. Wer die ESG-Themen aber intensiver bearbeiten möchte beziehungsweise aufgrund der Kundenwünsche muss, wird eher die Anlageberatung beziehungsweise Finanzportfolioverwaltung mit entsprechenden Strategien und/oder sogar „eigene“ Nachhaltigkeitsfonds anbieten.

Auch soweit Nachhaltigkeitsthemen intensiver im Rahmen einer spezifischen Anlagestrategie integriert werden sollen, stellt sich die weitere Frage, mit welcher Intensität und Zielrichtung dies umgesetzt werden soll. In der Branche diskutiert werden hier unter anderem folgende Konzepte:

- **„Ausschlussprinzip“** (= Ablehnung bestimmter Sektoren und Unternehmen),
- **„Best-in-Class-Prinzip“** (= Ermittlung der ESG-Vorreiter) oder
- **„Impact-Prinzip“** (= Investition in Anlagen mit messbaren positiven Wirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren).

Einen gut verständlichen Überblick über die gängigen Konzepte finden Sie im BaFin-Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken (dort unter Ziffer 6.2):

https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html

Sie sind hieran nicht gebunden, sondern können auch abweichende Modelle oder auch Mischformen entwickeln. Je nachdem welches Konzept Sie insoweit verfolgen, sind weitere aufsichtsrechtliche Anforderungen zu erfüllen.

Insgesamt lässt sich sagen: **Je intensiver das Thema Nachhaltigkeit beworben und angeboten wird, desto umfangreicher und komplexer sind die regulatorischen Anforderungen.**

Dies lässt sich insbesondere an der OffenlegungsVO gut nachvollziehen.

3. Erste Erläuterungen zur OffenlegungsVO

Die regulatorische Welt der Nachhaltigkeit erschließt sich durch die bereits verabschiedete Offenlegungsverordnung (VO EU 2019/2088 vom 27.11.2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor), deren Vorgaben **ab dem 10.03.2021** umgesetzt werden müssen. Daher empfehlen wir, sich bereits jetzt mit den einschlägigen Fachbegriffen und den sich daran anknüpfenden Pflichten vertraut zu machen. Dies ist zwar aufgrund der wieder einmal reichlich unpräzisen Terminologie nicht gerade trivial, wir versuchen aber einen möglichst einfachen Zugang zu geben. Die nachstehenden Ausführungen stellen eine erste Einschätzung dar. Da die Konkretisierungen (RTS sowie ESMA- und BaFin-Leitlinien) noch ausstehen, können wir immer noch nachjustieren.

Bei der OffenlegungsVO geht es im Kern um Erläuterungspflichten für die Firmenwebseite, die vorvertraglichen Informationen und für den Quartalsbericht. Eine kurze grafische Übersicht fügen wir als **Anlage 2** bei und fassen die wesentlichen Begriffe sowie die daran anknüpfenden Pflichten im nachfolgenden Text zusammen. Zur besseren Verständlichkeit verzichten wir weitestgehend auf eine langatmige Gesetzesexegese (was uns freilich Überwindung kostet).

3.1 Webseite (Art. 3, 4 und 10 OffenlegungsVO)

Die erste Informationsquelle für Kunden ist die Firmenwebseite. Wichtig zum Verständnis der Vorgaben ist: Wer Finanzportfolioverwaltung erbringt, ist ein „Finanzmarktteilnehmer“. Und Portfolien sind „Finanzprodukte“. Wer Anlageberatung erbringt, ist ein „Finanzberater.“

- Auf der Webseite veröffentlichen müssen alle Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater ihre **Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken**. Nachhaltigkeitsrisiken sind Umstände aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung (= ESG), die „**wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition** haben könnten“. Die BaFin hat in ihrem Merkblatt im Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken –

https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html

– zahlreiche Beispiele für Nachhaltigkeitsrisiken gegeben. Gemeint sind hier Verlustrisiken. **Achtung:** Die Regelung begründet eine **Pflichtinformation** und betrifft alle Institute, die Finanzportfolioverwaltung und/oder Anlageberatung als solche anbieten. Also nicht nur solche, die spezifische Nachhaltigkeitsstrategien verfolgen. Die Regelungen der OffenlegungsVO dürfen deshalb nicht dahingehend

missverstanden werden, dass eine diesbezügliche Veröffentlichung auf der Webseite entbehrlich ist, wenn im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung beziehungsweise Anlageberatung keine spezifischen Nachhaltigkeitsstrategien verfolgt werden. Denn es geht allein darum öffentlich zu machen, wie ein Institut allgemein mit Nachhaltigkeitsrisiken umgeht. Dies ist auch nicht Teil der Kür, sondern gehört zum Pflichtprogramm. Jeder Vermögensverwalter (und Anlageberater) sollte insoweit ein Konzept haben, um wesentliche Wertverluste – sei es aufgrund von Nachhaltigkeitsrisiken oder sei es wegen sonstiger Ereignisse – zu vermeiden. In einer Welt, deren ökologischen und sozialen Rahmenbedingungen immer instabiler werden, dürfte es kaum denkbar sein, dass diese Risiken von einem professionellen Vermögensverwalter einfach ignoriert werden. Selbst wenn keine spezifische Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt wird, wäre daher eine Einzelfallbetrachtung (zum Beispiel Erzeuger von Energie aus Kohle und Kernkraft zu meiden beziehungsweise in bestimmten Situationen zu verkaufen) eine Strategie, die dann auf der Webseite mit geeigneten Worten veröffentlicht werden müsste. Nach Erwägungsgrund 23 der OffenlegungsVO reichen hierfür „Kurzinformationen“.

- Auf der Webseite von Finanzmarktteilnehmern (und Finanzberatern) ebenfalls zu veröffentlichen ist eine Erläuterung des etwaigen Umgangs mit den **Auswirkungen von Anlageentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren**. Gemeint sind hier die nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen für die Umwelt, auf Sozial- und Arbeitnehmerbelange sowie auf die Achtung der Menschenwürde und die Korruptionsbekämpfung. Ein weites Feld. Erfreulich ist, dass die Erläuterungen unter dem **Proportionalitätsgrundsatz** stehen. Wir verstehen dies so, dass entsprechende Erklärungen insbesondere bei spezifischen Nachhaltigkeitsstrategien erforderlich sind, aber dann kürzer ausfallen können, wenn die ESG-Kriterien in der Strategie nur eine untergeordnete Rolle spielen. Abzuwarten bleibt aber, was sich aus den noch nicht veröffentlichten Umsetzungsstandards (RTS) hierzu ergibt ([vergleiche https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf)).
- Sofern „Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren“ bei den Anlageentscheidungen indes **nicht berücksichtigt** werden (ein Zwang hierzu besteht nicht), müssen „klare Gründe“ veröffentlicht werden, warum dies nicht der Fall ist. Einfach ausgedrückt: Sofern Nachhaltigkeitsziele aktiv verfolgt werden, muss auf der Webseite erklärt werden, wie dies umgesetzt wird. Sofern die Auswirkungen von Anlageentscheidungen auf die genannten Nachhaltigkeitsfaktoren (Umwelt usw.) bei der Asset-Allokation (oder den Empfehlungen) keinerlei Rolle spielen, müssen die Nachhaltigkeitskriterien runtergelassen und damit implizit zugegeben werden, dass zum Beispiel ökologische Auswirkungen der unternehmerischen Tätigkeit oder dortige Arbeitsbedingungen unerheblich sind. Ziel der Regelung ist es offenbar, sich als Ignorant outen zu müssen, dem der Zustand der Welt bei der Anlageentscheidung beziehungsweise Anlageempfehlung gleichgültig ist.

- Wer Nachhaltigkeit im Vertrieb betont, muss schon auf der Webseite erklären, wie er das umsetzt. Sofern mit einem **Finanzprodukt eine nachhaltige Investition entweder „beworben“ oder „angestrebt“** wird, muss die Firmenwebseite auch Informationen unter anderem darüber enthalten, anhand welcher Methoden, Datenquellen und Nachhaltigkeitsindikatoren dies bewertet, gemessen und überwacht wird. Eine „nachhaltige Investition“ liegt vor, wenn sie eine wirtschaftliche Tätigkeit betrifft, „die zur Erreichung eines Umweltziels, eines sozialen Ziels beiträgt“, wobei die Unternehmen zugleich auch „Verfahrensweisen guter Unternehmensführung anwenden“. Da Portfolien als „Finanzprodukte“ definiert sind, muss davon ausgegangen werden, dass auch eine Anlagestrategie für ein Portfolio ein Finanzprodukt ist. Hier soll dem Anleger ein erster **Einblick in die Methodik** gewährt und erläutert werden, wie und mit Hilfe welcher eigener oder externer Bewertungsmethoden (Index, Rating oder Siegel) die beworbenen beziehungsweise angestrebten Nachhaltigkeitsziele erreicht werden sollen. Dies hängt im Wesentlichen davon ab, welches Konzept hier jeweils verfolgt wird. Während im Rahmen eines „Ausschlussprinzips“ (= Ablehnung bestimmter Sektoren und Unternehmen) offenkundig einfachere Erläuterungen möglich sind, müsste beim „Impact-Prinzip“ (= Investition in Anlagen mit messbaren positiven Wirkungen) beschrieben werden, wie die positiven Wirkungen ermittelt werden.

3.2 Vorvertragliche Informationen (Art. 6, 8 und 9 OffenlegungsVO)

Ein weiterer Bezugspunkt für Transparenzanforderungen sind die vorvertraglichen Informationen, die dem Kunden zur Verfügung gestellt werden müssen. Gemeint sind hier die allgemeinen MiFID-Informationen (Art. 24 Abs.4 MiFID II iVm Art. 47, 48 DVO MiFID II).

- Soweit **Nachhaltigkeitsrisiken** im Rahmen der Investitionsentscheidungen berücksichtigt werden, müssen Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater (= Finanzportfolioverwalter und Anlageberater) in den vorvertraglichen Informationen erläutern, „wie Nachhaltigkeitsrisiken einbezogen werden“ und welche Auswirkungen diese auf die Rendite haben könnten. Sofern Nachhaltigkeitsrisiken insoweit „als nicht relevant“ erachtet werden, muss dies „klar und knapp“ begründet werden. Anders als auf der Webseite muss in den vorvertraglichen Informationen konkreter erläutert werden, ob und welche relevanten Renditerisiken bei den angebotenen Produkten gesehen beziehungsweise nicht erwartet werden. Dies ist ebenfalls eine **Pflichtinformation** für alle Institute und gilt auch für diejenigen, die das Nachhaltigkeits-thema nicht aktiv verfolgen wollen.
- Zu erwähnen ist an dieser Stelle die **zivilrechtliche Dimension** einer hinreichenden Aufklärung über etwaige Nachhaltigkeitsrisiken in den vorvertraglichen Informationen oder alternativ in der Risikobeschreibung der jeweiligen Anlagestrategie beziehungsweise des einzelnen Anlageinstrumentes. Wenngleich das Aufsichtsrecht grundsätzlich keine anlegerschützende Wirkung entfaltet, so ist nicht

ausgeschlossen, dass der Zweck einer Erläuterung über wertmindernde Nachhaltigkeitsrisiken darin gesehen wird, Anleger vor Verlusten zu schützen, die in einer zunehmend krisenhaften Welt entstehen können. Insoweit wäre eine vollmundige Erklärung, dass in dem Anlageuniversum angebotenen Anlagestrategien keinerlei Nachhaltigkeitsrisiken gesehen werden, nicht ohne Risiko. Im Grunde beruhen zahlreiche Depotverluste entweder auf ökologischen oder sozialen Risiken. Umgekehrt ist es aber auch nicht weniger haftungsträchtig, wenn in den vorvertraglichen Informationen ein breiter Katalog formuliert wird, welche Sicherungsmaßnahmen im Einzelnen zur Vermeidung von Nachhaltigkeitsrisiken ergriffen werden. Diese müssen dann im Zweifel auch eingehalten beziehungsweise deren Einhaltung auch nachgewiesen werden. Wie dies alles in den allgemeinen Informationen (und/oder in den Vertragsunterlagen) formuliert werden kann, ohne Haftungsrisiken zu begründen, müssen wir noch klären.

- Wird mit einem Finanzprodukt eine **nachhaltige Investition „angestrebt“** (zum Beispiel beim „Impact-Konzept“), hängen die vorvertraglichen Informationen zusätzlich davon ab, ob ein Index als Referenzwert bestimmt wurde oder nicht. Wenn eine spezifische Nachhaltigkeitsförderungsstrategie mit einem Index verknüpft wird (zum Beispiel im Rahmen eines Impact-Ansatzes), dann muss unter anderem erläutert werden, wie der Index „auf das verfolgte Ziel ausgerichtet“ ist. Der Kunde muss also verstehen können, welche Aussagen der Index in Bezug auf das verfolgte ESG-Ziel trifft. Sofern der Nachhaltigkeitsstrategie kein Index zugeordnet wurde, muss mit eigenen Worten erläutert werden, wie das jeweilige Ziel erreicht werden soll. Unter welchen Voraussetzungen eine nachhaltige Investition zum Beispiel in einer Anlagestrategie „angestrebt“ wird und wie dies bei Quotenmodellen (= zum Beispiel 30% der Anlagen erfolgen in nachhaltige Produkte) zu sehen ist, bleibt abzuwarten.
- Auch bei den vorvertraglichen Informationen gilt: Wer Nachhaltigkeit betont, muss erläutern, wie er dies umsetzt. Werden mit einem Finanzprodukt „unter anderem **ökologische oder soziale Merkmale** oder eine Kombination aus beiden Merkmalen **beworben**“, dann muss erklärt werden, wie diese erfüllt werden. Aufgrund des gesetzlichen Wortlauts („unter anderem“) wird die Anlagestrategie aus unserer Sicht schon dann beworben, wenn Nachhaltigkeitserwägungen lediglich eine untergeordnete Rolle spielen, dem Kunden aber gegenüber kommuniziert wird, dass diese Aspekte bei den Investitionsentscheidungen berücksichtigt werden. Hier ist dann zum Beispiel zu erläutern, welcher Ansatz insoweit verfolgt wird (zum Beispiel „Ausschluss“, „Best-In-Class“ oder „Impact“) und wie dieser dann umgesetzt wird. Sofern Referenzwerte beziehungsweise Indizes eingesetzt werden, dann muss erläutert werden, ob und wie diese funktionieren und wo eine ergänzende Erklärung zu finden ist. Einfach ausgedrückt: Entweder wird der Index eingesetzt und erklärt. Oder (ohne Index) es muss freihändig beschrieben werden, wie die Anlageentscheidungen getroffen werden, damit die Ziele erreicht werden. Wie dies alles formuliert werden sollte, können wir derzeit nicht beurteilen.

- Spätestens ab dem 30.12.2022 muss in den vorvertraglichen Informationen erläutert werden, ob und wie **in einem konkreten Finanzprodukt die Nachhaltigkeitsfaktoren** berücksichtigt werden. Und zwar unabhängig davon, ob ökologische oder soziale Merkmale „beworben“ beziehungsweise „angestrebt“ werden. Auch wenn Nachhaltigkeitsfaktoren von dem Institut grundsätzlich nicht aktiv berücksichtigt werden, muss ab diesem Zeitpunkt in den vorvertraglichen Informationen erklärt werden, „ob und wie“ die nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren in dem konkreten Produkt jeweils berücksichtigt werden usw. Wir verstehen dies so, dass spätestens ab dem 30.12.2022 **zu jedem konkreten Finanzprodukt** zu erläutern ist, **ob und wie** in diesem die Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden. Es genügen dann nicht die eher allgemeinen Informationen zu den „Investitionsentscheidungen“ auf Unternehmensebene, sondern es bedarf zum Beispiel zu jeder einzelnen Anlagestrategie einer Erklärung, ob und wie die Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden. Das bedeutet: Zu jeder angebotenen Anlagestrategie muss auch ohne „Bewerbung“ eine Erklärung erfolgen, ob und wie diese Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden. „Spätestens“ meint hier, dass dies bei den derzeit schon angebotenen Nachhaltigkeitskonzepten ohnehin bereits der Fall ist, dass aber ab dem 30.12.2022 auch diejenigen entsprechende Erläuterungen zu den Anlagestrategien geben müssen, die mit Nachhaltigkeit nichts am Hut haben und dies auch nicht „bewerben“ oder „anstreben“.

3.3 Erläuterungen in den regelmäßigen Berichten (Art. 11 OffenlegungsVO)

Der nächste Ort zur Transparenz ist das regelmäßige Reporting im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung. Die Regelung gilt nur für „Finanzmarktteilnehmer“ und nicht für die Anlageberatung. Sofern mit einer Anlagestrategie eine **nachhaltige Investition „angestrebt“ oder „unter anderem ökologische oder soziale Merkmale oder eine Kombination aus beiden Merkmalen beworben werden“**, muss der Bericht erläutern, wie die beworbenen beziehungsweise angestrebten Ziele im Berichtszeitraum erfüllt worden sind. Soweit eine nachhaltige Investition angestrebt wurde, muss die „Gesamtnachhaltigkeitswirkung“ durch Nachhaltigkeitsindikatoren belegt werden. Sofern ein Index als Referenzwert bestimmt wurde, muss die „Gesamtnachhaltigkeitswirkung“ des Quartalsergebnisses mit den Wirkungen des Referenzwertes verglichen werden.

4. Exit „beratungsfreies Geschäft“?

Nach dem aktuellen Stand der Gesetzgebung beziehen sich sämtliche Neuregelungen zur Nachhaltigkeit in erster Linie auf Anlageberatung und Finanzportfolioverwaltung. Weder in der Offenlegungsverordnung noch in der bisher lediglich als Entwurf vorliegenden Änderungsverordnung zur DVO-MiFID II sind für das beratungsfreie Geschäft spezifische Vorgaben vorgesehen. Insoweit wird vielfach überlegt, das Thema auf kleiner Flamme im Rahmen der Vermittlung zum Beispiel eines Nachhaltigkeitsfonds

„beratungsfrei“ abzuwickeln. Um eine Entscheidungshilfe zu geben, fassen wir die aus unserer Sicht bestehenden Unterschiede sowie die Vor- und Nachteile wie folgt zusammen:

- **Webseite:** Für die Hinweispflicht auf der Webseite kommt es nach unserem derzeitigen Verständnis nur darauf an, ob generell Finanzportfolioverwaltung beziehungsweise Anlageberatung angeboten beziehungsweise erbracht wird und nicht darauf, ob bei diesen beiden Finanzdienstleistungen spezifische Nachhaltigkeitsstrategien berücksichtigt werden. Das heißt, dass auch Institute, die Nachhaltigkeit nicht im Rahmen einer spezifischen Vermögensverwaltungsstrategie, sondern nur zum Beispiel im Wege der Vermittlung eines Nachhaltigkeitsfonds umsetzen, auf der Firmenwebseite Angaben machen müssen, wie sie **Nachhaltigkeitsrisiken** „bei ihren Investmententscheidungsprozessen“ (= im Rahmen der angebotenen Vermögensverwaltung) und oder ihren Anlageberatungstätigkeiten (= im Rahmen der Anlageempfehlungen) steuern. Auch die obligatorischen Angaben zu **Nachhaltigkeitsanforderungen** entfallen nicht. Es muss in jedem Fall in einer Kurzinformation erklärt werden, ob, wie, beziehungsweise warum diese bei der Vermögensverwaltung beziehungsweise Anlageberatung nicht berücksichtigt werden. Für das beratungsfreie Geschäft sieht die OffenlegungsVO hingegen keine besonderen Pflichtangaben auf der Webseite vor. Zulässig, aber nicht vorgeschrieben wäre es daher, auf der Webseite zum Beispiel zu erläutern, dass Nachhaltigkeit über entsprechende Nachhaltigkeitsfonds umgesetzt wird, die Kunden im Wege der Anlagevermittlung erwerben können.
- **Vorvertragliche Informationen:** Vorvertragliche Informationen zum Umgang mit **Nachhaltigkeitsrisiken** in der Vermögensverwaltung (und Anlageberatung) sind auch dann erforderlich, wenn Nachhaltigkeit nur im beratungsfreien Geschäft umgesetzt wird, aber Vermögensverwaltung beziehungsweise Anlageberatung als solche erbracht werden. Für das beratungsfreie Geschäft sieht die OffenlegungsVO zwar keine spezifischen Erläuterungspflichten in den vorvertraglichen Informationen zu den Nachhaltigkeitsrisiken vor, weil dabei weder Investitionsentscheidungen getroffen noch Empfehlungen erteilt werden. Aber: Wenn zum Beispiel auf der Webseite oder auch nur mündlich angeboten wird, einen Nachhaltigkeitsfonds beratungsfrei erwerben zu können, dürfte damit der Tatbestand des „**Bewerbens**“ oder des „**Anstrebens**“ von **ökologischen und sozialen Merkmalen** erfüllt sein mit der Folge, dass in den vorvertraglichen Informationen erläutert werden muss, wie dies umgesetzt wird. Diese Erläuterungen dürften in den einschlägigen Fondsprospekten allerdings enthalten sein.
- **Regelmäßiger Bericht:** Angaben im Reporting der Vermögensverwaltung zur Nachhaltigkeitswirkung entfallen, wenn und soweit nachhaltige Anlagen nur im beratungsfreien Geschäft vertrieben werden.
- **Angemessenheitsprüfung versus Geeignetheitsprüfung:** Im Rahmen der **Vermögensverwaltung** ist eine Geeignetheitsprüfung dahingehend vorzunehmen,

dass die individuellen Verhältnisse mit der zu empfehlenden Anlagestrategie im Einklang stehen. Nach dem derzeitigen Entwurf zur Änderung des Art. 54 DVO sind bei der Geeignetheitsprüfung auch die Nachhaltigkeitspräferenzen („including environmental, social and governance considerations“) einzubeziehen. Die Erwägungsgründe des Entwurfs lassen darauf schließen, dass dem Kunden (im WpHG-Bogen) zielführende Fragen zu den drei ESG-Kriterien gestellt werden sollen. Mit welcher Detailtiefe die entsprechenden Präferenzen des Kunden verpflichtend abzufragen sind, ist derzeit noch offen. Ebenso offen ist, wie die erteilten Antworten dann mit den Merkmalen der Anlagestrategie abgeglichen werden können. **Ort der Angaben und des Abgleichs sind die „Anlageziele“.** Der Abgleich hängt wohl maßgeblich davon ab, welcher Ansatz (zum Beispiel „Ausschlussprinzip“, „Best-in-Class-Prinzip“ oder „Impact-Prinzip“) jeweils verfolgt wird und ob diese (gegebenenfalls unter Berücksichtigung der TaxonomieVO) mit den Präferenzen des Kunden in Einklang gebracht werden können. Es spricht einiges dafür, dass die Fragen an den Kunden im WpHG-Bogen nicht zu ausdifferenziert gestellt werden sollten. Zum einen, um die Geeignetheitsprüfung nicht zu verkomplizieren und zum anderen, um die Weichen für die angebotene Anlagestrategie nicht zu verengen. Je detaillierter der Kunde seine Präferenzen beschreiben und damit vorgeben kann, desto problematischer wird es, eine insoweit für die Anlageziele geeignete Anlagestrategie zu empfehlen. Beispiel: Wenn es zu den erklärten Präferenzen des Kunden gehört, messbare positive Wirkungen in Bezug auf Nachhaltigkeitsfaktoren zu erzielen (= Impact-Ansatz), könnte es schwierig werden, ihm eine Anlagestrategie zu empfehlen, die lediglich bestimmte Branchen ausschließt (= Ausschluss-Konzept). Ähnliche Probleme dürften sich **auch bei der Anlageberatung** ergeben, wenn ein konkretes Finanzinstrument mit den Nachhaltigkeitspräferenzen in Übereinstimmung gebracht werden muss. Obgleich wir davon ausgehen, dass am Ende eine praktikable Lösung möglich sein wird, stellt sich die **Angemessenheitsprüfung deutlich einfacher** dar. Denn hier muss lediglich abgeprüft werden, ob der Kunde über die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, die mit dem nachhaltigen Produkt verbundenen Risiken verstehen zu können. Anlageziele und damit auch Nachhaltigkeitspräferenzen sind dabei ohne Bedeutung. Ob der Erhebungsbogen zur Ermittlung der Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden sowie die Dokumentation der Angemessenheitsprüfung (vergleiche VuV-Rundschreiben Nr. 26-2017) um ein Nachhaltigkeitskapitel erweitert werden muss, müssen wir klären.

- **Zielmarkt:** Nach der derzeit als Entwurf vorliegenden Delegierten Richtlinie der Kommission (EU 2017/593) muss sichergestellt werden, dass Vertreiber für die Produkte auch in Bezug auf Nachhaltigkeitspräferenzen einen entsprechenden Zielmarkt definieren. Das heißt, dass zusätzlich zu den bisherigen Zielmarktkriterien die Nachhaltigkeitsanforderungen als weiteres Kriterium berücksichtigt und im Vertrieb (= bei der konkreten Vermittlung gegenüber dem Kunden) abgeglichen werden. Wie dies umgesetzt wird und welche Unterschiede hier zwischen beratungsfreiem Geschäft und Anlageberatung beziehungsweise Finanzportfolioverwaltung bestehen, können wir leider auch noch nicht sagen.

VuV-Rundschreiben Nr. 12-2020

Wie Sie sehen, ist es keineswegs trivial, die bestehenden regulatorischen Institutionen (Kundeninformation, Zielmarkt, WpHG-Bogen, Geeignetheit) in die neue Welt der Nachhaltigkeit zu integrieren und einfache Anleitungen zu geben. Es spricht einiges dafür, dass vieles komplizierter klingt als es am Ende umgesetzt werden muss. Wie immer werden sich praktikable Branchenstandards und Mustertexte entwickeln. Weitere Konkretisierungen hierzu folgen, sobald wir diese formulieren können.

Abschließend noch ein Zwischenfazit: Wir hoffen sehr, dass das für uns alle doch sehr bedeutsame Thema aus Angst vor „Greenwashing“ nicht noch totreguliert wird. Die Chancen hierfür stehen allerdings nicht besonders gut. Außerdem dürften es nicht nur die Investitionsentscheidungen der Finanzbranche, sondern unser tägliches Konsumverhalten sein, was einen wirklich nachhaltigen Einfluss auf den Zustand der Welt bewirken kann.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Nero Knapp
Geschäftsführender Verbandsjustiziar

Carla Krauss
Justiziarin

Thomas Buckard
Mitglied des Vorstands

Anlage

1. VuV-Leitfaden „Nachhaltigkeitsstrategie“ (Stand 22.09.2020)
2. Übersicht Pflichtenkatalog OffenlegungsVO