

nfep-Experteninterview:

Zauberformel „ESG“ – auf dem Weg zu einem nachhaltigen Finanzmarkt

Interview mit DR. LARS RÖH und DR. NINA SCHERBER von lindenpartners

ESG (Environmental, Social, Governance) ist derzeit das Top-Thema bei Finanzanlagen. Längst sind nachhaltige Finanzprodukte nicht mehr nur etwas für Altruisten, sondern werden zu einer regulierten Assetklasse, die Investoren und Produktanbieter intensiv beschäftigt. Woher kommt diese Entwicklung?

DR. LARS RÖH: Es gibt schon seit einigen Jahren ein wachsendes Interesse von Investoren an der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten bei ihrer Finanzplanung. Das gilt für private ebenso wie für institutionelle Anleger. Die dramatischen Herausforderungen des Klimawandels haben diesen Trend noch verstärkt. Der eigentliche Game Changer ist aber die Regulierung. Die EU-Kommission hat mit dem Aktionsplan Sustainable Finance 2018 den Startpunkt für eine umfassende Transformation des europäischen Finanzmarkts hin zu mehr Nachhaltigkeit gesetzt. Das ohnehin schon bestehende Interesse der Investoren an nachhaltigen Finanzanlagen wird nun durch das regulatorische Framing aufgewertet und damit auch zu einem Compliance-Thema. Dies erfasst die gesamte Finanzbranche in einem sich selbst verstärkenden Effekt.

Können Sie das näher erläutern?

DR. NINA SCHERBER: Vereinfacht gesagt, hat der europäische Gesetzgeber drei Hebel in der Hand: Transparenz, Risikomanagement und Beratungsprozess. Diese Stellschrauben greifen wie folgt ineinander: Alle Finanzmarktteilnehmer müssen zunächst umfassend offenlegen, wie sie es mit dem Thema Nachhaltigkeit halten, und zwar bezogen auf ihr eigenes Unternehmen wie auch ihre Investmentstrategie. Finanzberater haben offenzulegen, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken im Rahmen ihrer Anlageberatung berücksichtigen. Gleichzeitig haben Finanzmarktteilnehmer Nachhaltigkeitsrisiken im Rahmen ihres Risikomanagements zu berücksichtigen. Hier machen BaFin und EZB deutliche Vorgaben. Kreditvergaben und Eigenanlagen dürfen nicht mehr ohne Einwertung von Nach-



DR. NINA SCHERBER, Rechtsanwältin, lindenpartners, Berlin



DR. LARS RÖH, Rechtsanwalt, lindenpartners, Berlin

haltigkeitsrisiken getätigt werden. Dies erhöht den Druck auf die finanzierten Unternehmen, ihr eigenes Nachhaltigkeitsrisiko-Exposure zu verringern, um auf diese Weise attraktiver für institutionelle Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber zu werden. Gleichzeitig wächst die Nachfrage von der Retail-Anlegerseite her. Dort sind ESG-Präferenzen deutlich ausgeprägter als noch vor einigen Jahren. Über eine Novellierung der MiFID II werden Finanzberater und Finanzportfolioverwalter ihre Kunden zukünftig explizit nach etwaigen Risikopräferenzen zu befragen und dies im Rahmen der Geeignetheitsprüfung zu berücksichtigen haben. Eingerahmt wird das Ganze dann von einer EU-weiten Taxonomie, die für alle Investitionen in realwirtschaftliche Aktivitäten verbindlich festlegt, wann diese nachhaltig sind. So entsteht ein sich immer weiter verstärkender Kreislauf hin zu mehr Nachhaltigkeit.

Lassen Sie uns etwas genauer auf den aktuellen Stand der Regulierung schauen. Am 10. März 2021 ist die Offenlegungsverordnung (SFDR) europaweit in Kraft getreten. Ist damit jetzt erst einmal Ruhe eingekehrt?

DR. LARS RÖH: Der 10. März 2021 war sicherlich eine wichtige Wegmarke. Erstmals gelten europaweit Transparenzpflichten für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater, die einen bislang regulatorisch unbekanntem Bereich betreffen: den Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken und negativen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren bei der Finanzanlage. Das ist kategorial etwas völlig Neues. Dabei darf man nicht übersehen, dass dies nur der Anfang ist. Die SFDR ist am 10. März 2021 erst auf dem sogenannten Level 1, also der europäischen Rahmengesetzgebung, in Kraft getreten. Dies zu bewältigen, war für die Marktteilnehmer sicherlich schon herausfordernd. Aber hier bleibt die Entwicklung nicht stehen. Zum 1. Januar 2022 werden umfangreiche Detailregelungen auf Level 2 der SFDR umzusetzen sein. Und die haben es in sich.



Worum geht es hier genau?

DR. NINA SCHERBER: Im Mittelpunkt stehen zwei Aspekte: Zum einen müssen die Finanzmarktteilnehmer (also Anbieter von Finanzprodukten wie Fonds oder der individuellen Vermögensverwaltung) jährlich ein sogenanntes PAI-Statement abgeben. PAI steht für Principal Adverse Impact. Vermögensverwalter müssen bezogen auf die Gesamtheit ihrer Assets und Management zum Beispiel angeben, wie tief der CO₂-Fußabdruck des Gesamtportfolios ist. Hinzu kommen zahlreiche weitere klima- und sozialbezogene Angaben.

Das zweite Thema ist die Angabe eines Taxonomiegrades in den Produktinformationen. Handelt es sich um ein Impact-Produkt nach Art. 9 der SFDR oder auch nur um ein sogenanntes Merkmal-Produkt nach Art. 8 des SFDR, muss im Zielmarkt sowie den vorvertraglichen Informationen (und danach in den periodischen Berichten) angegeben werden, wie hoch der Taxonomiegrad der in dem Produkt enthaltenen nachhaltigen Investitionen ist.

Das setzt doch aber voraus, dass die Produktemittenten über die hierfür erforderlichen Daten verfügen?

DR. NINA SCHERBER: Genau hier liegt das Problem. Nach heutigem Stand sind diese Daten größtenteils nicht öffentlich verfügbar. Die Finanzmarktteilnehmer müssen also nach Lösungen suchen, sich diese Daten zu beschaffen. Abhilfe verspricht hier eine weitere gesetzliche Neuerung, die die Pflicht zur nicht-finanziellen Offenlegung für große kapitalmarktorientierte Unternehmen um den Aspekt der Nachhaltigkeit erweitert. Dies ist eine Vorgabe der Taxonomie-Verordnung, die ebenfalls zum 1. Januar 2022 umzusetzen sein wird. Auch die börsennotierten Unternehmen der Realwirtschaft werden dann detailliert anhand ihrer Umsatzerlöse sowie CapEx- und OpEx-Daten offenzulegen haben, inwieweit ihre wirtschaftlichen Tätigkeiten ökologisch nachhaltig sind. Auch hier dient die Taxonomie als Maßstab. Finanzmarktteilnehmer, die in diese Unternehmen investiert sind, können diese Daten dann für ihre eigenen Transparenzpflichten verwenden.

Macht es hier nicht Sinn, eine Datenkonsolidierung über öffentliche oder private Stellen voranzutreiben, damit nicht alle das Rad neu erfinden müssen?

DR. LARS RÖH: Unbedingt. Im privaten Sektor positionieren sich schon Indexanbieter und ESG-Ratingagenturen, um Services für die ESG-Datenaufbereitung anzubieten. Ebenfalls vernehmbar ist der Ruf nach einer öffentlichen, von den Aufsichtsbehörden betriebenen Datenbank, die dann als „Golden Source“ von den Marktteilnehmern genutzt werden kann. Für Letzteres ist es jedoch ein weiter Weg. Zum 1. Januar 2022 werden wir das mit Sicherheit nicht sehen.

Was ist in diesem Zusammenhang mit den ESG-Ratings? Sind diese ebenfalls reguliert?

DR. NINA SCHERBER: Bislang nicht. Aus Sicht der Aufsichtsbehörden und der EU-Kommission dürfte es jedoch auf der Hand liegen, dass ESG-Ratings – ähnlich wie ESG-Benchmarks, für die bereits seit 2020 eine geänderte Benchmark-Verordnung in Kraft ist – einer europäisch harmonisierten Regulierung bedürfen. Verschiedene Seiten haben sich bereits für eine solche Regulierung ausgesprochen. Es würde mich daher nicht wundern, wenn wir hier noch im Laufe des Jahres 2021 einen Verordnungsentwurf aus Brüssel auf den Tisch bekommen.

Komplexe Regelwerke sind häufig mit der Erwartung verbunden, dass sie keine Auslegungsfragen offenlassen. Wie sieht es bei der Sustainable Finance-Regulierung aus?

DR. NINA SCHERBER: Leider führt hier die Komplexität der Regulierung eher zu mehr als zu weniger Auslegungsfragen. Dies liegt nicht so sehr daran, dass die Aufsichtsbehörden bei der Vorbereitung der Level 2-Maßnahmen generell einen schlechten Job machen. Problematisch ist aber schon, dass es auf Level 1 ein nicht sauber aufeinander abgestimmtes Zusammenspiel von Taxonomie-Verordnung und SFDR gibt. Beide Regelwerke stehen in einem verschränkten, aber nicht passgenauen Verhältnis zueinander. Hinzu kommt, dass gerade dort, wo man Level 2-Maßnahmen erwarten dürfte, diese nicht vorgesehen sind. Dies betrifft insbesondere den Begriff der nachhaltigen Investition (sustainable investment) oder das Art. 8-Produkt nach der SFDR, das nachhaltige Merkmale fördern soll, ohne dass man genau weiß, was darunter zu verstehen ist. Übersetzungsungenauigkeiten kommen noch hinzu. All dies führt dazu, dass die europäischen Aufsichtsbehörden ESAs ihrerseits Fragen an die EU-Kommission gerichtet haben, weil



sie teilweise nicht mehr weiterwissen, wie bestimmte Regelungen zu verstehen sind. Innerhalb der EU-Kommission sind für die SFDR und die Taxonomie-VO zudem unterschiedliche Abteilungen zuständig. Auch insoweit knirscht es dann bei der internen Abstimmung. Das alles trägt nicht unbedingt zu einer schnellen und effizienten Umsetzung in der Praxis bei.

Herausfordernd wird ja sicherlich auch die neu eingeführte Abfrage von ESG-Präferenzen? Wie hat man sich das genau vorzustellen?

DR. LARS RÖH: Die regulatorische Idee ist, künftig die Erhebung des Anlegerprofils, die einer Anlageberatung oder einer Finanzportfolioverwaltung vorauszugehen hat, um die Abfrage von ESG-Präferenzen des Anlegers zu ergänzen. Der Anleger soll also im Wege eines nudging (Anschubsens) dazu gebracht werden, sich zu äußern, ob ihm bei seiner Vermögensanlage auch Nachhaltigkeitsaspekte wichtig sind und wie wichtig sie ihm sind. Insbesondere letztgenannter Punkt wird die Finanzindustrie vor erhebliche Herausforderungen stellen. Eine rein binäre Abfrage: ESG ja oder nein, wird vermutlich nicht ausreichen. Vielmehr wird nach den jüngst vorgelegten Vorschlägen der EU-Kommission für eine Ergänzung von Level 2 der MiFID II der Anleger danach zu befragen sein, wie viel „Taxonomiekonformität“ in seiner Anlage enthalten sein soll. Eine so granulare Abfrage führt zu einer entsprechenden Ausdifferenzierung des Anlegerprofils. Umso schwieriger wird es dann für den Finanzberater, ein passendes Produkt zu finden, das auch zu dem Anlegerprofil im Übrigen passt.

... denn die übrigen Kriterien wie Risikobereitschaft, Anlagedauer und finanzielle Verhältnisse spielen ja nach wie vor eine Rolle.

DR. LARS RÖH: Unbedingt. Diese Kriterien können nicht einfach durch eine ESG-Präferenz „overruled“ werden. Vielmehr wird in einer Gesamtschau ein Produkt nur dann empfohlen werden können, wenn es unter Berücksichtigung sämtlicher Elemente des Anlegerprofils als geeignet erscheint. Jedenfalls wage ich einmal die Prognose, dass dies die Aufsichtsbehörden so vertreten werden. Wie das dann im Einzelnen gehen soll, bedarf sicherlich noch der Klärung im Dialog mit BaFin und ESMA. Insoweit wird also noch einiger Abstimmungsbedarf auf alle Beteiligten zukommen.

Das hört sich alles in der Tat so an, als ob der 10. März 2021 nur ein regulatorischer Zwischenschritt gewesen ist ...

DR. NINA SCHERBER: Ja, absolut. Der 10. März 2021 markiert nicht das Ende, sondern den Beginn einer umfassenden ESG-Regulierung in Europa. Dieser wird durch umfangreiche Level 2-Maßnahmen im Laufe des Jahres 2021 weiter an Kontur und Dynamik gewinnen. Eine wichtige Wegmarke dürfte dabei der 1. Januar 2022 sein. An diesem Tag werden zahlreiche Level 2-Maßnahmen in Kraft treten und dann unmittelbar in der Praxis umzusetzen sein. Vergleicht man dies mit den Vorbereitungsfristen, die wir für die Umsetzung von MiFID II gesehen haben, reden wir hier über sehr enge Zeitfenster.

Droht denn hier nicht ein regulatorischer Overkill, der den Transformationsprozess abwürgen könnte?

DR. LARS RÖH: Diese Gefahr besteht in der Tat. Der europäische Gesetzgeber und die Aufsichtsbehörden sollten darauf achten, ihre Stellschrauben nicht zu überdrehen. Wenn nachhaltige Finanzprodukte so stark reguliert sind, dass Emission und Vertrieb mit unabsehbaren Compliance-Risiken verbunden sind, ist das für den Transformationsprozess nicht förderlich. Andererseits gilt aber auch: Die Nachfrage nach ESG-Produkten will bedient werden. Das muss der Markt dann schon irgendwie leisten. Und: Mit Blick auf die sich dramatisch materialisierenden Klimarisiken haben wir keine Zeit mehr zu verlieren. Angesichts einer globalen Herausforderung wird man von allen Beteiligten – Aufsehern ebenso wie Marktteilnehmern – außerordentliche Anstrengungen erwarten dürfen. Die Generation unserer Kinder würde dies jedenfalls so unterschreiben.

Wir danken Ihnen für dieses Gespräch.

Das Interview führte MAXIMILIAN KLEYBOLDT vom Netzwerk der Finanz- und Erbschaftsplaner e.V. (www.nfep.de).