



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

Vom aufgeklärten Umgang mit Irreführungsvorwürfen: Greenwashing – eine Einordnung und ein möglicher Lösungsweg besserer Produktkommunikation

Roland Kölsch

Abstract

Wie auch in der Kunst spielen die Augen des Betrachtenden eine wichtige Rolle bei der Beurteilung, ob jemand jemand anderes (bewusst) täuschen möchte, ob es dabei formalrechtlich Stichhaltiges (also Illegales) gibt oder ob eine Art allgemeines (gesellschaftliches) Verständnis über den Zusammenhang zwischen Produktinhalt und Produktkommunikation ausgemacht und damit als Legitimation für öffentliches Anprangern im Falle zu hoher Diskrepanzen zwischen beiden herangezogen werden kann.

Dieses Kapitel soll über das Verbraucherschutzthema »Mogelpackung« bei Finanzprodukten mit einem Schwerpunkt auf sich als nachhaltig vermarktende Investmentfonds aufklären. Es gibt Einblicke in die verschiedenen Aspekte, die es bei Vorwürfen von Irreführung zu berücksichtigen gilt, und ordnet diese vor dem Hintergrund der verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten nachhaltiger Geldanlagen ein. Eine große Rolle spielen dabei die verschiedenen Ambitionsniveaus, die Produkthanbieter anstreben bzw. die Produktnachfrager erwarten, »Produktklarheit – Produktwahrheit« als klassisches Schlagwort.

Gleichzeitig gibt das Kapitel den Status quo regulatorischer Bemühungen zur Bekämpfung von irreführenden Geschäftspraktiken wieder bzw. geht auf die aus der Regulatorik selbst sich ergebenden, Greenwashing wiederum erst befördernden Unklarheiten ein.

Am Ende werden mögliche Lösungswege aufgezeigt.

1. Einleitung

Wo kommerzielle Interessen auf die Umsetzung von (mehr) Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage treffen, gilt es immer, zwischen einfach verständlicher werbewirksamer Vermarktung und den oft komplexen analytisch-inhaltlichen Fakten der Nachhaltigkeitseigenschaften des jeweiligen Finanzprodukts auszutariieren. Das klassische Schlagwort ist hier »Produktklarheit – Produktwahrheit«.

Gelingt dieses Balancieren nicht und kommt in Schiefelage, landet man schnell beim sogenannten Greenwashing.

Dieses Kapitel soll über dieses Verbraucherschutzthema aufklären, indem es teils umfassende Einblicke in die verschiedenen Aspekte gibt, die es bei gefühlt zunehmenden Vorwürfen von Irreführung zu berücksichtigen gilt. Gleichzeitig gibt es den Status quo regulatorischer Bemühungen zur Bekämpfung von irreführenden Geschäftspraktiken wieder bzw. geht auf die aus der Regulatorik selbst sich ergebenden, Greenwashing wiederum erst befördernden Unklarheiten ein und zeichnet am Ende mögliche Lösungswege auf. Zahlreiche Querverweise und viele Quellenangaben dienen als eine Art Nachschlagewerk dieses plakativ eigentlich verständlichen Themas, das bei genauerem Hinsehen allerdings umso differenzierender und vor allem im untrennbaren Zusammenhang mit der Komplexität nachhaltiger Geldanlagen betrachtet werden muss.

So wie wir Mogelpackungen bei Produkten des täglichen Gebrauchs oder Nahrungsmittel kennen und nachhaltigkeitsbezogene Aussagen von realwirtschaftlichen Unternehmen kritisch beleuchtet und im Falle von unverhältnismäßigen Botschaften beispielsweise zu Umwelteigenschaften pauschal als »Greenwashing« (besser passt eigentlich der deutsche Begriff der »Grünfärberei«) angeprangert werden, begleitet dieses Verbraucherschutzthema nicht nur Unternehmen aus der Realwirtschaft, sondern auch Finanzdienstleister, insbesondere Asset-Manager, die nachhaltige Geldanlagen bzw. Produkte mit nachhaltigkeitsbezogenen Merkmalen anbieten.

Und im Kontext von Finanzmarktteilnehmenden spielen die 2016/17 beginnenden Regulatorikbemühungen der EU eine zentrale Rolle, da sie einerseits als maßgeblicher Motivator für den starken Anstieg an Produkten mit Nachhaltigkeitsmerkmalen gelten, andererseits aber auch ihren Anteil daran haben, dass dem Thema Greenwashing in diesem Buch ein eigenes Kapitel gewidmet ist. Denn wie auch in der Kunst spielen die Augen des Betrachtenden eine wichtige Rolle bei der Beurteilung, ob jemand jemand anderes (bewusst) täuschen möchte und ob es dabei formalrechtlich Stichhaltiges (also Illegales) gibt oder ob

eine Art allgemeines (gesellschaftliches) Verständnis über den Zusammenhang zwischen Produktinhalt und Produktkommunikation ausgemacht und damit als Legitimation für öffentliches Anprangern im Falle zu hoher Diskrepanzen zwischen beiden herangezogen werden kann.

War das Feld zwischen Produkthanbietern und -nachfragern vor zehn Jahren noch überschaubar und in der Nische zu verorten (man kannte sich), haben Irreführungsvorwürfe von zivilgesellschaftlichen Akteuren wie NGOs, Umweltverbänden, Verbraucherschützern, (Privat-)Anlegern und Aufsichtsbehörden seit der Popularisierung und zunehmenden Relevanz nachhaltiger Geldanlagen zugenommen. Produkthanbietern wird vermehrt Etikettenschwindel vorgeworfen. Ganz grundsätzlich heißt das, dass manche Angebote zur nachhaltigen Geldanlage nachhaltiger bzw. meist umweltfreundlicher dargestellt werden, als sie es tatsächlich sind, oft mittels irreführender Werbung und PR-Strategien, die Umweltfreundlichkeit betonen, ohne substantielle ökologische Maßnahmen, Wirkungen oder Schadensvermeidung zu belegen. Oder es werden in einem viel höheren Maße nicht nachhaltige oder sogar umweltschädliche Aspekte verschwiegen und damit ein nicht gerechtfertigter, positiv-grüner Gesamteindruck des Produkts erzeugt. Diese bewusste oder unbewusste Täuschung kann Verbraucher und Investoren irreführen und das Vertrauen in tatsächlich nachhaltige Investitionen untergraben.

Die Herausforderung, vernünftig und wohlüberlegt mit manchmal leichtfertig schnell und vereinzelt auch effekthascherisch vorgebrachten Greenwashing-Vorwürfen – der Antithese sozusagen – umzugehen, findet ihren Ursprung bereits in der Definition der nachhaltigen Geldanlage selbst, der These sozusagen. Denn um herauszufinden, ob das Anprangern von Irreführung gerechtfertigt ist, muss man sich erst mal mit dem Objekt auseinandersetzen, um das es in jedem einzelnen Fall von Greenwashing-Vorwürfen geht. Greenwashing ist ja im Grunde immer eine RE-Aktion auf das Marketing eines Produkts, dessen Inhalte offenbar nicht zum (formulierten) Anspruch (Claim) passen, also irreführend bzw. »nur grün angestrichen« bzw. »das berühmte grüne Mäntelchen umgehängt« sind.

2. Orientierungsrahmen / Referenzwerk / Koordinatensystem nachhaltiger Geldanlagen

Um eine Antwort auf die gar nicht so triviale Frage, ob Greenwashing vorliegt, geben zu können, müssen wir uns also erst mal mit der »These« auseinandersetzen. Mit »These« ist vor allem die Ambition gemeint, die Investmentprodukte im Bereich Nachhaltigkeit haben. Ambition im Hinblick auf das eigentliche Ziel, letztendlich realwirtschaftliche Veränderungen ökologischer oder sozialer Natur herbeizuführen. Diese Ambition, die übrigens gar nicht mit der Intention realwirtschaftlicher Veränderungen einhergehen muss, ist vor allem aus den Produkteigenschaften ableitbar. Also den verschiedenen, oft vielschichtigen Anlagestilen, die mittels einer großen Auswahl an Werkzeugen zur Umsetzung von (mehr) Nachhaltigkeit in Portfolios in oft sehr verschiedenartiger Weise Anwendung im Markt finden. Zwangsläufig gehen damit Analysemethoden zur Identifikation der Aktien oder Anleihen von Unternehmen oder Schuldverschreibungen von Staaten, die für die Konstruktion eines nachhaltigen Investmentportfolios infrage kommen und in der Regel mittels Negativ- und Positivkriterien, also eines Auswahlfilters, in Investmentprozesse einfließen, einher; außerdem ein evtl. begleitender Umgang mit den Investitionsobjekten, die noch vergleichsweise hohes Potenzial zur Verbesserung ihrer Nachhaltigkeitsperformance haben.

Erst nach der Sezierung dieses Gesamtkonstrukts in Form eines Finanzprodukts, welches dann Namen wie »Nachhaltigkeitsfonds«, »ESG-Investment« oder Namenszusätze wie »Sustainable«, »Umwelt«, »Fair«, »Ethisch«, »Verantwortlich« etc. trägt, ist es möglich, den Vorwurf von Greenwashing mit der Eigenaussage des Produkthanbieters abzugleichen.

Was das Ambitionsniveau angeht, so hat Eurosif (in Zusammenarbeit mit dem gemeinnützigen Wissenschaftsverein F. I. R. S.T. und dem Spin-off der Sustainable Finance Research Group der Universität Hamburg, AIR) eine neue Methodik zur Erhebung deren Marktstudien entwickelt.¹ Nachstehend eine Illustration in Tabellenform:²

1 https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024.02.15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf

2 Diese Tabelle ist letztendlich ein Ausfluss der viel beachteten Grundsatzstudie »Impact investments: a call for (re)orientation« von zwei Handvoll weltweiter Sustainable-Finance-Wissenschaftler, die vor einigen Jahren zu den Begriffen »Impact« und »Impact-Investing« reflektierten. In der Studie zeichnen sie auch die tendenziell historischen Entwicklungsstufen nachhaltiger Geldanlagen nach: <https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>

		Basic ESG	Advanced ESG	Impact-Aligned	Impact-Generating
Investment objective		Integration of ESG factors	Systematic analysis & incorporation of ESG factors	Align with positive impacts on environment and/or society	Measurable contribution to positive real-world impacts
Investment process	Investment approach	Binding negative or positive screening	Binding negative & positive screening (≤80 % of initial universe investable)	Binding negative & positive screening for assets with positive impact	Exclude non-transformable activities & use stewardship or provide new capital to assets to generate measurable positive impact
	Performance measurement	—	Measurement of ESG performance	Measurement of company impact	Measurement of company impact & investor contribution
Ambition level		Low	Moderate	Medium	High
Investment focus		Double materiality			

Abbildung 1: Neue Methodik zur Erhebung von Marktdaten nachhaltiger Geldanlagen nach Zielsetzung bzw. Ambitionsniveau. *Quelle: https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024.02.15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf (Seite 3)*

Es wird ersichtlich, dass die verschiedenen hohen Ambitionsniveaus, die im Markt mittels einer sehr großen Produktpalette nachhaltiger Geldanlagen Gestalt annehmen, wichtig sind, um etwaige Irreführungsvorwürfe auf ihre Legitimität zu untersuchen. Zentral ist dabei das Kriterium der Wirkung. Denn es gibt eine nicht geringe Zahl an nachhaltigen Finanzprodukten, die primär gar kein Wirkungsversprechen abgeben und sich selbst auch gar nicht als z.B. Impact-Fonds sehen, da sie entweder rein ethisch-moralisch getriebene Ausschlusskriterien anwenden, um z. B. auch den sogenannten Feel-Good-Faktor einer Gruppe von nachhaltig Anlegenden zu befriedigen (in der Wissenschaft spricht man von »warm glow«, einem guten Gefühl).³ Wieder andere nutzen ESG-Kriterien, um die finanzielle Materialität, die sich aus Nachhaltigkeitsherausforderungen erge-

³ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3765659

ben, im Rahmen einer klassischen Rendite-Risiko-Optimierung besser integrieren zu können. Dass es damit über die verschiedenen Wirkungskanäle⁴ durchaus zu indirekten und erwünschten Nebeneffekten im Sinne einer Nachhaltigkeitsverbesserung kommen kann, ist unbestritten, jedoch ist es nicht das primäre Ziel bzw. die Ambition dieser Produkte, auf Wirkung hinzuarbeiten.⁵ Einen bekannten, aber nichtsdestoweniger guten Beitrag verfasste die ehemalige Präsidentin der American Finance Association Laura T. Starks hinsichtlich verschiedener Motivationen von Investierenden, Geld nachhaltig anzulegen. Mit den englischsprachigen Begriffen »Value vs. Values« erörtert sie, wie unterschiedliche Investitionsabsichten zu Missverständnissen bei nachhaltigen Geldanlagen beitragen.⁶

Die vorstehend ausgeführte, Impact als Unterscheidungsmerkmal begreifende Differenzierung ist sehr wichtig für die Greenwashing-Debatte. Denn nicht selten geht manchen vorschnell geäußerten Irreführungsvorwürfen das falsche Voraussetzen von (beabsichtigter) Wirkungserzielung voraus.

So gibt es Stimmen aus dem Verbraucherschutz, die fordern, dass »Anlagen nur als nachhaltig bezeichnet werden sollten, wenn sie einen messbaren Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen leisten«.⁷ Dadurch, dass es aktuell noch keine objektivierbaren, systematischen und anerkannten Messmethoden gibt⁸ und die EU mit den European Sustainability Reporting Standards ESRS (ehemals Non-Financial-Reporting-Directive) erst jetzt – nach der Offenlegungsverordnung für nachhaltigkeitsbezogene Finanzprodukte – einheitliche Nachhaltig-

4 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4205546

5 Kein Greenwashing, aber eine mögliche Impact-Illusion konkludiert die Studie »Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior?«, die Fonds analysiert hat, die Unternehmen mit guten ökologischen und/oder sozialen Leistungen auswählen (natürlich ein konkreter SRI-Anlagestil unter vielen): https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3837706. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass diese Fonds zwar kein Greenwashing betreiben (sie investieren wirklich in Unternehmen mit hoher ES-Leistung), dass sie aber weder direkt noch indirekt zu einer Wirkung beitragen. Eine Schlussfolgerung ist folgende: Es gibt viele Wege zu (mehr) Nachhaltigkeit. Der Glaube daran, dass sich das Verhalten der Unternehmen ändert, wenn wir uns von »braunen« Unternehmen trennen und in »grüne« Unternehmen investieren, ist laut diesem Paper nicht haltbar (zumindest nicht bei Verwendung der statischen Bewertungen, die für die untersuchten Fonds herangezogen wurden). Außerdem wird deutlich, dass Impact-Claims mit Vorsicht zu genießen sind. Denn es gibt den bekannten Unterschied zwischen »Die Unternehmen, in die wir investieren, tun X, Y und Z« und »Das Geld, das Sie bei uns anlegen, veranlasst die Unternehmen, X, Y und Z zu tun«. Wohlgermerkt hat die Studie »nur« ES-, nicht aber ESG-Performance untersucht. Zur besseren Impact-Unterscheidung mehr im späteren Verlauf dieses Kapitels.

6 <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.13255>

7 <https://fng-siegel.org/media/downloads/VZBV-ImpactGutachten-VZBVZitat.pdf>

8 Die EU-Taxonomie wird sich bei höherer Abdeckung (sowohl in puncto betreffende Wirtschaftssektoren, Übertragbarkeit auf nicht unter die EU-Taxonomie fallende Unternehmen und einen auch Soziales einschließenden Nachhaltigkeitsbereich) zukünftig dafür eignen.

keits-Berichtsstandards für die Realwirtschaft auf den Weg bringt,⁹ sind solche Forderungen noch nicht in einem nachvollziehbar und objektiv überprüfbar Rahmen umsetzbar und werden darüber hinaus auch der Bandbreite an nachhaltigen Geldanlagen nicht gerecht.

Es werden in der nicht selten auch emotional geführten Debatte¹⁰ mangels differenzierender Analyse Dinge vermischt, die daher rühren, dass der konventionelle Finanzmarkt nun mit den Begriffen »Impact« und »Impact Investing« arbeitet und Marketingabteilungen bei der Wirkungsdarstellung hin und wieder sehr kreativ sind. Würde sich vorstehend genannte Forderung des Verbraucherzentralen-Dachverbands bzgl. messbaren Beiträgen zu Nachhaltigkeitszielen auf »Impact Investing« beziehen, wären diese nachvollziehbar. Aber da Impact Investing aktuell nur ein kleiner Teil nachhaltiger Geldanlagen ist, sollte hier nicht das Kind mit dem Bade ausgeschüttet werden.

Um genau hier sauber arbeiten zu können, sei auf die vorstehend genannte Tabelle von Eurosif zu den Ambitionsniveaus und der dieser zugrunde liegenden Studie »Impact investments: a call for (re)orientation«¹¹ verwiesen, in der auch die tendenziell historischen Entwicklungsstufen nachhaltiger Geldanlagen nachgezeichnet werden.¹²

3. Arten von Greenwashing

Greenwashing kann viele Formen annehmen und ist nicht selten mit der Täuschung zu Wirkungsaussagen verbunden. Nachstehend eine Auflistung bekannter »Waschprogramme«:¹³

- ◆ *Impact Washing*: Beim Impact Washing behaupten Asset-Manager oder Asset-Owner, größere positive soziale oder ökologische Wirkungen zu erzielen, als dies wirklich der Fall ist. Unternehmen und Finanzprodukte können hierbei marginale oder indirekte positive Auswirkungen hervorheben, um sich ein nachhaltiges Image zu verleihen, während ihre Kernaktivitäten nur eine

⁹ Die meisten, zumindest börsennotierten Unternehmen müssen erst ab 2025 in ihrer offiziellen Berichterstattung darüber veröffentlichen.

¹⁰ Einige Beispiele sind hier aufgeführt: <https://fng-siegel.org/media/presse/FNG-Siegel-Newsletter-022021.pdf> (S. 8 unten)

¹¹ <https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>

¹² Ähnliche Ausführungen, allerdings weniger chronologisch, finden sich hier: https://cric-ethik.finance/data/2024/08/2022_cricTANK_Impact_Investing_CRIC_2022.pdf

¹³ Der Großteil dieser Liste stammt aus dem Kapitel (5.1) »Greenwashing« des Buchs *Impact Investing. Regulierung, Methoden und Erfolgsmessung* von Benjamin Ruppert

geringfügige oder überhaupt keine nachhaltige Wirkung erzielen. Dies kann den Markt für Impact Investing verzerren und das Vertrauen der Investoren in echte, wirkungsorientierte Projekte beeinträchtigen. Auch machen sich manche Finanzprodukte die Wirkung der Produkte der Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, zu eigen, ohne darauf hinzuweisen, dass diese mittelbaren Wirkungen nicht (direkt) dem Geldgeber angerechnet werden können. Fachleute unterscheiden hier zwischen Company Impact und Investor Impact.¹⁴ Auf Finanzprodukte übertragen, wird differenzierend von wirkungseffektiven (impact-generating) und wirkungskompatiblen (impact-aligned) Investments gesprochen.

- ◆ *SDG-Washing*: SDG-Washing bezieht sich auf die Vereinnahmung der UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs) durch Unternehmen oder Investierende, die vorgeben, diese Ziele zu unterstützen oder zu fördern, ohne tatsächlich substanzielle Beiträge zu leisten. Unternehmen können SDG-Symbole in ihrer Kommunikation verwenden oder Projekte hervorheben, die scheinbar im Einklang mit den SDGs stehen, während ihre Haupttätigkeiten diesen Zielen entgegenwirken. Dies führt eventuell dazu, dass die tatsächliche Erreichung der SDGs erschwert wird, da Ressourcen und Aufmerksamkeit von echten zielgerichteten Initiativen abgezogen werden.
- ◆ *Rainbow-Washing oder Pink-Washing*: Um sich dem Thema der sozialen Inklusion zu widmen und ein Produkt als modern, fortschrittlich und tolerant zu platzieren, setzen Investmentstrategien auf Unternehmen, die sich mit der LGBTQI+-Bewegung identifizieren bzw. deren Anliegen fördern, in Wahrheit dies aber nur in ihren niedergeschriebenen Geschäftspolitiken und öffentlichen Äußerungen propagieren, ohne dass die statistischen Unternehmenskennzahlen dazu passen, also nicht wirklich gehandelt wird. Dies oft auch, um sich als attraktiver Arbeitgeber zu positionieren.
- ◆ *Green- bzw. Impact-Hushing*: Das bewusste Zurückhalten oder Untertreiben der positiven sozialen oder ökologischen Auswirkungen eines Unternehmens oder Projekts wird auch als Impact Hushing bezeichnet (engl. hush – »schweigen«). Im Gegensatz zu den vorherigen Formen des Greenwashing handelt es sich dabei um eine Form der Bescheidenheit oder Vorsicht, oft aus Angst

¹⁴ Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F. & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), S. 554–574.

vor regulatorischen Anforderungen, ungewollter öffentlicher Wahrnehmung oder der Erwartung, dass hohe Standards kontinuierlich erfüllt werden müssen. Unternehmen könnten ihre positiven Beiträge herunterspielen, um sich nicht dem Vorwurf des Greenwashing auszusetzen oder um potenziell unerfüllbare Erwartungen zu vermeiden.

- ◆ *Green-Bleaching*: Ähnlich wie beim Green-Hushing werden beim Green Bleaching bewusst Nachhaltigkeitsmerkmale der Produkte nicht offengelegt, um nicht in das Umfeld regulatorischer Verpflichtungen zu kommen. Vermögensverwalter versuchen bei dieser Vorgehensweise, regulatorische Kosten und Risiken zu vermeiden.
- ◆ *Time-Washing*: Eine weitere problematische Praxis im Kontext von Nachhaltigkeit ist das Time-Washing, das Unternehmen und häufig auch Staaten vorgeworfen wird. Es bezieht sich auf die Verzögerung oder das Ausdehnen von Versprechungen und Zielen zur Nachhaltigkeit oder sozialen Wirkung über lange Zeiträume, um kurzfristig besser dazustehen. Unternehmen setzen möglicherweise langfristige Nachhaltigkeitsziele, die in ferner Zukunft liegen, ohne sofortige oder substanzielle Maßnahmen zu ergreifen. Diese Praxis kann dazu führen, dass Unternehmen kurzfristig von einem nachhaltigen Image profitieren, ohne tatsächliche kurzfristige Verpflichtungen zur Veränderung einzugehen.
- ◆ *Competence-Washing*: Der Versuch, die Heerscharen von Portfoliomanager, Analysten, Produktspezialisten, Vertriebsexperten bis zum Topmanagement mit dem Titel »ESG-Experte« bzw. »Nachhaltigkeitsspezialist« umzuetikettieren, ohne dass diese eine hinreichende Aus- oder umfassende Weiterbildung absolviert, geschweige denn jahrelange Praxiserfahrung haben. Woher auch? Kern der Nachhaltigkeit in der Finanzwelt ist der Stakeholder-Ansatz, und hier sind Umweltingenieure, Governance-Experten, Ethiker und Menschen mit NGO-Erfahrung im Sinne der Diversität und komplexen Zusammenhänge wichtige Kompetenzergänzungen zu den bislang vorherrschenden Experten mit klassischer Bankausbildung, Wirtschaftsstudium oder CFA.
- ◆ *Green-Botching*: Dieser Begriff beschreibt Situationen, in denen Unternehmen Nachhaltigkeitsinitiativen einführen oder kommunizieren, diese aber aufgrund mangelnder Planung, schlechter Umsetzung oder unzureichender Kenntnisse scheitern. Es handelt sich weniger um bewusste Täuschung als um fehlgeschlagene oder ineffiziente Bemühungen, umweltfreundliche

Praktiken zu etablieren. Green-Botching kann durch verschiedene Faktoren verursacht werden, z. B. unzureichende Expertise, mangelnde Ressourcen oder schlechte Kommunikation.

- ◆ *Green-Wishing*: Der Wunsch oder die Hoffnung von Unternehmen, nachhaltig zu sein, ohne dass konkrete und effektive Maßnahmen ergriffen werden, wird auch als Green-Wishing bezeichnet. Dabei werden positive Absichten und Visionen für die Zukunft geäußert, ohne dass diese durch substantielle Handlungen unterstützt werden. Dies kann sich beispielsweise in ambitionierten Versprechungen, unverbindlichen Zielen, fehlender Transparenz oder symbolischen Handlungen äußern.

4. EU-Definition von Greenwashing

Um Greenwashing-Gefahren zu vermeiden, gibt es verschiedene Lösungsansätze. Dazu muss aber erst einmal verstanden werden, in welchen teils verschiedenen Zusammenhängen Greenwashing verortet wird. Ausführliches findet man dazu in Berichten der EU-Kommission und von Aufsichtsbehörden, die mittels Richtlinien und Vorschriften daran arbeiten, irreführende Nachhaltigkeitsbehauptungen zu verhindern und Unternehmen zur Rechenschaft ziehen zu können. Zentral bei dieser Arbeit ist die Greenwashing-Definition der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA:¹⁵

»The ESAs understand greenwashing as a practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants.«

Dies ist die Antwort auf eine im Mai 2022 von der Europäischen Kommission an die drei europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, ESAs) gestellte Bitte, die Greenwashing-Risiken in der Finanzbranche aufzugrei-

¹⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Green_washing.pdf (S. 78 Annex 3). Der Sustainable-Finance-Beirat der deutschen Bundesregierung formuliert zu Greenwashing übrigens wie folgt: »Greenwashing bezeichnet den Versuch von Unternehmen, sich durch Marketing- und PR-Maßnahmen in der Öffentlichkeit ein »grünes« und verantwortungsbewusstes Image zu geben, ohne dass es dafür allerdings eine hinreichende Grundlage gibt. Analog zum Greenwashing kursieren die Begriffe SDG- und Impact-Washing.«

fen und sich auf eine Definition zu einigen. Die ESMA veröffentlichte im Namen der ESAs im Mai 2023 einen Fortschrittsbericht, dem ein finaler Bericht im Juni 2024 folgte.

Die Berichte enthalten ein gemeinsames Greenwashing-Verständnis und helfen, Marktteilnehmern und Regulierungsbehörden einen gemeinsamen Bezugspunkt im Umgang mit diesem Phänomen zu geben. Er dient zur besseren Überwachung, Vorbeugung und Behebung von Greenwashing-Risiken, was darüber hinaus später auch in die europäische Gesetzgebung eingebettet werden könnte. Dabei geht es auch um den Begriff des Greenwashing-bezogenen finanziellen Risikos, das sich auf die umfassenderen finanziellen Risiken bezieht, die Greenwashing-Vorkommnisse für Unternehmen, Finanzmärkte und Investoren darstellen können.¹⁶

Gleichzeitig mahnt der erste Fortschrittsbericht der Aufsichtsbehörde vor dem Missbrauch der SFDR als Labelling. Zu diesem speziellen Aspekt mit Green- bzw. Impact-Washing-Potenzial mehr im Anschluss an diesen Abschnitt. In selbigem Bericht weist die ESMA übrigens auf die Hilfe gut gemachter Labels zur Greenwashing-Prophylaxe hin.

Nachfolgend hervorgehoben sind die von den ESAs identifizierten vier Schlüsseldimensionen, die von hohen Greenwashing-Risiken betroffen sind:

1. die Rolle eines Akteurs bei Greenwashing: Auslöser, Verbreiter oder Empfänger von irreführenden Nachhaltigkeitsaussagen
2. die Themen von Nachhaltigkeitsaussagen: Governance, ESG-Ressourcen, ESG-Strategie, Nachhaltigkeitsdaten und -ziele
3. Die Eigenschaften, die Aussagen irreführend machen:
 - ◆ leere Versprechungen und Übertreibungen
 - ◆ Rosinenpickerei, selektive Transparenz
 - ◆ Auslassungen von Informationen
 - ◆ Verwendung von zweideutigen Begriffen
 - ◆ irreführende Verwendung von ESG-Terminologie
 - ◆ irrelevante Informationen
4. die Kanäle, die die Aussagen kommunizieren: Marketingmaterial, Ratings, Benchmarks, Labels

¹⁶ Progress Report von 2023: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf

Was Asset-Manager betrifft, identifiziert der Bericht Angaben über Engagement-Strategien, die ESG-Strategie als solche oder zu guter Unternehmensführung als anfällig für Greenwashing. Gerade bei der Gestaltung von Fondsnamen herrsche ein hohes Missbrauchspotenzial. Notwendig seien zuverlässige Labels und eine Übereinkunft über eine sinnvolle bzw. nicht irreführende Namensgebung. Gerade für Retail-Investoren spielen die Namen eine wesentliche Rolle, da sie oft schon Kaufentscheidungen auslösen können. Nicht verwunderlich ist, dass auch die ESAs die missbräuchliche Anwendung der SFDR als Klassifizierungssystem hervorheben und eine Überprüfung der Verordnung empfehlen. Auch der Rechtsrahmen für die Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen und damit verbundener Gefahren in der Anlageberatung sollte auf den Prüfstand. In diesem Kontext wird über die Notwendigkeit des Aufbaus von Fachwissen bei Finanzberatern hingewiesen, um Fehlinterpretationen in Beratungsgesprächen und daraus folgende haftungsrechtliche Falschberatung mit Greenwashing-Ergebnis vorzubeugen.

Die Ergebnisse des konkreten ESMA-Berichts zeigen, dass sich im Kontext von Finanzprodukten (auch unbeabsichtigte) irreführende Behauptungen auf viele Bereiche der SRI-Wertschöpfungskette beziehen können – von Governance-Aspekten und Investmentstrategien über ESG-Ziele und entsprechende Kennzahlen bis zu Impact-Aussagen.

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass sich die EU-Wertpapieraufsicht mit der Einführung der Begriffe »buying impact«¹⁷ (getting underlying investee company exposure) und »creating impact«¹⁸ (impact attributable to the investment strategy) auf das bereits angesprochene zweigeteilte Impact-Konzept von »impact alignment« und »impact generating« der vor zwei Jahren erarbeiteten Typologisierung Nachhaltiger Geldanlagen von elf Sustainable-Finance-Wissenschaftlern stützt.¹⁹ Die sich daraus ergebende logische Konsequenz formuliert die ESMA gleich mit, indem sie betont, dass Marktteilnehmende aufgrund des neutralen Charakters der SFDR ihre Einschätzung, ob ein Artikel-8- oder ein Artikel-9-Produkt eine Impact-Strategie verfolgt (und in diesem Zusammenhang darauf abzielt, Wirkung zu »kaufen« oder zu »schaffen«), unabhängig von der Offenlegungsverordnung vornehmen sollten.

17 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf (S. 41, Punkt 98).

18 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf (S. 41, Punkt 99).

19 <https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>

5. EU-Offenlegungsverordnung

Damit sind wir nun bei einem zentralen Baustein der Sustainable-Finance-Regulatorik der EU: Mit der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) hat die EU eigentlich den Grundstein dafür legen wollen, dass verpflichtende Transparenzstandards für mehr Klarheit bei einem Großteil von Finanzprodukten sorgen sollen und dadurch Orientierung besser gelingen kann. Das Regelwerk formuliert Transparenzanforderungen an Finanzmarktteilnehmende sowie an Finanzberater. Es enthält unternehmens- und produktbezogene Offenlegungspflichten. Um hier keinen Exkurs in diesen Regulatorikstrang zu starten, sei sehr komprimiert auf das für dieses Kapitel Relevante und vor allem den mittlerweile erfolgten Umgang des Markts, also die gelebte Praxis, eingegangen: Durch die Unterscheidung von Produkten mittels Artikel 6 (Angaben zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungen), Artikel 8 (Bewerbung mit ökologischen und/oder sozialen Merkmalen) und Artikel 9 (Anstreben einer nachhaltigen Investition) kam es mit Inkrafttreten im März 2021 vor allem zu einem sprunghaften Anstieg von sog. Artikel-8-Produkten, die z. B. im Investmentfondsbereich gemeinläufig sofort als Nachhaltigkeitsfonds aufgegriffen wurden und entsprechend Einzug in den Markt hielten. Wuchs die Zahl der in Deutschland angebotenen nachhaltigen Fonds in den 2010er-Jahren, ausgehend von einer dreistelligen Zahl, zwischen 10 und 20 Prozent jährlich, kam es mit einer Verdreifachung 2021 zu einer wahren Schwemme des Angebots nachhaltiger Fonds, das von der Anzahl mittlerweile sogar fast fünfstellig ist.²⁰

An dieser Stelle darf angemerkt werden, dass die EU zwar nicht bewusst, aber durch die Zurverfügungstellung eines letzten Endes nicht klar abgrenzbaren formell-regulatorischen Spielfelds mit vielerlei, oft nicht eindeutig vorgegebenen Eigenschaften (sei es allein schon die nicht eindeutige Begrifflichkeit einer nachhaltigen Investition, die Definition eines dafür notwendigen wesentlichen Beitrags, der Umgang mit der DNSH [»do no significant harm«]-Nebenbedingung, der Ansatz und die letztendliche Berechnung von Quoten nachhaltiger Investitionsanteile eines Portfolios etc.), die insgesamt zu weiten Interpretationsspielräumen führen, die Grundlage dafür geschaffen hat, dass die Häufig-

²⁰ <https://fng-siegel.org/media/presse/VergFeierFNG-Siegel2024.pdf> (S. 24) und <https://www.scopegroup.com/dam/jcr:9ab8164c-0cde-4102-b48c-a92debd501a/Scope%20ESG%20im%20Fokus%20M%C3%A4rz%202024.pdf>

keit und nicht selten auch die Schärfe an Greenwashing-Vorwürfen eher zu- als abgenommen hat.

So zeigt das seltsame Beispiel²¹ eines milliardenschweren Fonds eines großen Asset-Managers, der sich nie selbst als nachhaltig vermarktet hat und seiner schon vor der EU-Sustainable-Finance-Regulatorik verfolgten, nicht explizit auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Anlagestrategie bis heute treu bleibt, sich aber völlig legitim (und legal) nach Artikel 8 der SFDR eingestuft hat und damit von vielen im Markt als »nachhaltig« wahrgenommen und teilweise allokiert wird, dass es möglich ist, dass einem eigentlich konventionellen Fonds ein Nachhaltigkeitsmäntelchen umgelegt werden kann. Und dies wohlgerne nicht mit aktiver Vermarktung seitens des Produkthanbieters selbst (er zieht sich das »grüne Mäntelchen« also gar nicht selbst an), sondern mittels der Interpretation Dritter, die dies mittelbar durch den Praxisumgang des Markts mit der EU-Offenlegungsverordnung tun. Dies kann nicht im EU-Sinne einer guten Erkennbarkeit nachhaltiger Geldanlagen sein.

Scurril mutet auch das Beispiel eines Awards im Bereich Sustainable Finance an, der Produkten bei Vorliegen der zwei Eigenschaften²² (a) Artikel 8 und (b) z. B. mind. ein überdurchschnittliches Rating hinsichtlich finanzieller ESG-Materialität der aggregierten Portfolioholdings ungefragt mittels seines Awards den werblichen Stempel einer nachhaltigen Geldanlage aufdrücken möchte, obwohl der Produkthanbieter selbst von sich sagt, dass dieses Produkt überhaupt nicht als nachhaltig positioniert wird und letzten Endes auch gar kein Nachhaltigkeitsfonds ist. Schon die Begrifflichkeit des Awards mit den Namensbestandteilen »Sustainable Performance« schafft Verwirrung, da in Zusammenhang mit ESG-Charakteristiken und Nachhaltigkeits-KPIs (Key Performance Indikatoren) eine Doppeldeutigkeit entsteht, die zumindest fahrlässig eine irreführende Begriffsauslegung in Kauf nimmt.

Auch wenn die EU nicht die Intention hatte, mit den regulatorischen Vorgaben eine Produktklassifizierung entstehen zu lassen, nutzen viele Marktteilnehmende die Unterscheidung zwischen Artikel 6, 8 und 9 als solche, und nicht wenige Produkthanbieter haben sich sogar einen gar nicht aus der Regulatorik hervorgehenden Artikel 8+ (Plus) geschaffen. Und jeder, der den Pluszusatz nutzt, hat wiederum eine eigene Definition, was er unter dem Plus ver-

21 https://www.fondsprofessionell.de/content/fpim/uploads/article/7/a/e/1726748733_screenshot_2024-09-19_142232.png bzw. <https://www.fondsprofessionell.de/magazin/markt-strategie/artikel/nachhaltigkeit-war-eine-art-gamechanger-fuer-die-branche-65993/>

22 <https://sp-award.com/award/voraussetzungen/>

steht. Auf den unerwünschten Marktgebrauch der Offenlegungsverordnung hatte bereits der damalige Asset-Management-Chef der DG FISMA Sven Genter mahndend hingewiesen.²³

Kritisch ist in diesem Zusammenhang die insbesondere von Medien geprägte Semantik, Artikel 8 als »hellgrüne« und Artikel 9 als »dunkelgrüne« Fonds zu bezeichnen. Und die kreative Schaffung eines nicht aus der Regulatorik hervorgehenden Artikels 8+, der dann je nach Produkthanbieter mit unterschiedlichem Inhalt gefüllt wird, darf getrost als fragwürdige Marketingidee kritisiert werden. Die Offenlegung gibt wohlgerne kein hinreichend konkretes Set an inhaltlichen Mindeststandards²⁴ vor bzw. überlässt die Frage der Operationalisierung mit im Ergebnis sehr hohen Interpretationsspielräumen den Marktteilnehmenden, was zur Folge hat, dass eine Bezeichnung von »hellgrün« und »dunkelgrün« nicht rechtfertigbar ist. Noch kritischer ist allerdings eine Art Automatismus vieler im Markt, Artikel 9 mit z. B. Impact-Fonds gleichzusetzen. In Deutschland nicht ganz unschuldig daran ist das sog. Verbändekonzept.

Schon im Vorfeld des Inkrafttretens der SFDR hatte sich im deutschen Markt seit 2019/20 eine unterschiedliche Praxis der Einstufung von Finanzprodukten nach SFDR herauskristallisiert. Aufgrund des damaligen Zielmarktvakuums durch die nicht spezifizierte MiFID-II-Regulierung bezüglich Nachhaltigkeitspräferenzen und noch zu klärender Details der SFDR hatten die deutschen Interessenvertreter einen grundsätzlich sinnvollen ersten Entwurf eines Zielmarktkonzeptes (Verbändekonzept) vorgelegt. Durch die Schaffung und Benennung der Rubrik »ESG-Impact« mit Verweis auf Artikel-9-Produkte hat dieser Vorschlag allerdings Artikel-9-Produkte mit Impact gleichgesetzt, ohne zwischen wirkungskompatiblen und wirkungseffektiven Investments zu unterscheiden. Durch die gleichzeitige Schaffung der Rubrik »ESG« mit Verweis auf Artikel-8-Produkte hat dieser Entwurf in der Praxis nicht unerheblich zu einer zweigeteilten Semantik in »Impact-Investments« und »Nicht-Impact-Investments« beigetragen.

Fußend auf der bereits vorstehend erwähnten Empfehlung der ESMA, dass Marktteilnehmende aufgrund des neutralen, da auf Transparenz abzielenden Charakters der SFDR ihre Einschätzung, ob ein Artikel-8- oder ein Artikel-9-Produkt eine Impact-Strategie verfolgt und in diesem Zusammenhang darauf

²³ <https://www.ipe.com/ec-official-reminds-of-sfdr-intent-amid-label-tendency/10052548.article>

²⁴ Die Definition nachhaltiger Investments nach 2(17) enthält zwar grundsätzlich inhaltliche Mindeststandards (Nachweis eines positiven Beitrags, Respektierung der »do not significant harm«-Bedingung und Erfüllung von »good governance«), bleibt aber vage und liefert auch keine weiterführende Hilfestellung zur Umsetzung.

abzielt, wirkungskompatibel (»impact-aligned«) oder wirkungseffektiv (»impact-generating«) zu sein, unabhängig von der Offenlegungsverordnung vornehmen sollten, haben die Wissenschaftenden Lisa Scheitza und ihr Kollege Timo Busch eine Studie unter dem Titel »SFDR Article 9: Is it all about impact?« veröffentlicht.²⁵ Die Arbeiten beruhen auf der bereits erwähnten Typologisierung nachhaltiger Geldanlagen. Eine der Kernaussagen der Analyse von über 1.000 Artikel-9-Fonds ist, dass Artikel-9-Fonds unterschiedliche Ambitionsniveaus aufweisen. Während 60 Prozent der Fonds eine wirkungsorientierte Anlagestrategie verfolgen, verfolgen 40 Prozent eine (nicht Impact-bezogene) ESG-orientierte Anlagestrategie.

Zusätzlich hat die Sustainable Finance Research Group der Universität Hamburg 185 (sogenannte) Impact-Fonds auf der Grundlage eines etablierten Klassifizierungsschemas, das die Anforderungen an tatsächliche Impact-Investments umreißt, analysiert. Die Forscher untersuchten, ob der selbst ausgegebene Impact-Anspruch gerechtfertigt ist. Ergebnisse der Studie »The impact of impact funds – A global analysis of funds with impact-claim«:²⁶ Lediglich ein Drittel der Impact-Fonds erfüllte die beschriebenen Impact-Anforderungen. Ähnlich niedrig ist der Anteil bei Fonds, die nach Artikel 9 SFDR klassifiziert sind.

Konkret um Greenwashing kümmerte sich eine Studie, deren Autoren Investmentfonds analysierten, die behaupteten, ESG-Ziele zu verfolgen, deren Ansprüche jedoch weder durch Portfoliobestände mit überdurchschnittlichen ESG-Ratings noch durch häufige Stimmabgabe für ESG-Vorschläge (über dem Medianwert aller ESG-Fonds) gestützt wurde. Nach dieser Analyseverfahren haben sich 29 Prozent der ESG-Fonds in den USA im Zeitraum 2016–2022 des Greenwashings schuldig gemacht.²⁷

6. Wie die SFDR selbst sogar zu höheren Greenwashing-Risiken beiträgt

Aber nicht nur die gelebte Marktpraxis führt zu Schwierigkeiten über den Umgang mit der Umsetzung der EU-Offenlegungsverordnung und damit der Gefahr (unbeabsichtigten) Green- bzw. Impact-Washings. Innerhalb des regulatorischen Rahmenwerks selbst sind definitorische Unklarheiten.

25 <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612324002095>

26 <https://econpapers.repec.org/article/risjofitr/1688.htm>

27 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4098411

So lassen sich beispielsweise zur Analyse der Definition von Impact Investments die aktuellen regulatorischen Vorschriften der SFDR auf Level 1 und die technischen Regulierungsstandards (RTS) heranziehen. Ein Finanzprodukt nach Artikel 9 strebt eine nachhaltige Investition an. Artikel 2(17) der SFDR definiert nachhaltige Investition als »Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels« oder »zur Erreichung eines sozialen Ziels beiträgt«, vorausgesetzt, »dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen« und die investierten Unternehmen Governance-Kriterien erfüllen. Die Definition legt demnach fest, dass die einer Investition zugrunde liegenden wirtschaftlichen Aktivitäten zur Erreichung eines Nachhaltigkeitsziels beitragen müssen (Unternehmens-Impact). Diese Darstellung erinnert daher an die Merkmale wirkungskompatibler Investitionen.

Dem gegenüber steht Artikel 9(3) der SFDR, welcher in seiner Formulierung eher ein wirkungseffektives Investment beschreibt. So formuliert dieser, dass mit einem »Finanzprodukt eine Reduzierung der CO₂-Emissionen angestrebt« werden kann. Anstelle der zugrunde liegenden nachhaltigen Investitionen liegt hier der Fokus auf dem Finanzprodukt, das zu einer CO₂-Reduzierung beiträgt (Investor-Impact).

Ein weiteres Beispiel findet sich in Artikel 10 Abs. 1b der SFDR, der Berichtsvorschriften für Artikel-8- und -9-Produkte auf den Internetseiten von FMT einführt: Artikel-9-Produkte müssen angeben, welche Methoden »angewandt werden, um [...] die Auswirkungen der für das Finanzprodukt ausgewählten nachhaltigen Investitionen zu bewerten, zu messen und zu überwachen«. Da es hier um die Auswirkungen zugrunde liegender nachhaltiger Investitionen geht (Unternehmens-Impact), drängt sich das Verständnis von Artikel-9-Produkten als wirkungskompatible Investitionen auf. Allerdings wird im gleichen Absatz erläutert, dass Angaben »zu den relevanten Nachhaltigkeitsindikatoren, die zur Messung der [...] Gesamtnachhaltigkeitsauswirkungen des Finanzprodukts herangezogen werden«, gemacht werden müssen. Durch den klaren Bezug zu den »Gesamtnachhaltigkeitsauswirkungen des Finanzproduktes« betrachtet dieser Teil des Absatzes den Investor-Impact und legt die Gleichsetzung von Artikel-9-Produkten mit wirkungseffektiven Investitionen nahe.

Die begrifflichen Unklarheiten setzen sich auf Ebene der RTS fort. So müssen Artikel-9-Produkte laut Template in regelmäßigen Berichten darstellen, wie die dem Finanzprodukt zugrunde liegenden nachhaltigen Investitionen einen Beitrag zum angestrebten Nachhaltigkeitsziel geleistet haben: »describe how the sustainable investments contributed to the sustainable investment objective«

(Annex IV SFDR-RTS S.49). Da der Fokus auf den nachhaltigen Investitionen liegt, die dem Finanzprodukt zugrunde liegen, können Artikel-9-Produkte hier als wirkungskompatible Investitionen verstanden werden. Artikel 68 und 71 der RTS legen hingegen die Interpretation als wirkungseffektive Investitionen nahe. Artikel 68 verlangt ein Reporting über die Aktivitäten, die zur Erreichung des Nachhaltigkeitsziels umgesetzt wurden, »including shareholder engagement«. Artikel 71 schlägt die Darstellung der historischen Entwicklung der genutzten Nachhaltigkeitsindikatoren beispielsweise anhand des »impact per euro invested« (Artikel 71 Abs. 2 Buchst. a SFDR-RTS) vor. Damit wird in beiden Fällen auf die Wirkung des Finanzprodukts verwiesen (Investor-Impact).

Diese nur auf diesen einen exemplarisch herausgegriffenen Artikel der Offenlegungsverordnung bezogenen Beispiele zeigen, dass nach aktuellem Stand der SFDR unklar zu sein scheint, ob es sich bei Artikel-9-Produkten um wirkungskompatible oder wirkungseffektive Investitionen handelt. Und die voranstehend aufgeführte Empirie der Marktpraxis zeigt darüber hinaus, dass ein nicht geringer Teil der von Produktanbietern umgesetzten Artikel-9-Fonds noch nicht mal den notwendigen Anforderungen für Impact Investments entspricht. Eine undifferenzierte Gleichsetzung von Impact- und Artikel-9-Produkten kann also in die Irre führen, insbesondere wenn Anlegende unter Impact-Produkten nur wirkungseffektive Investitionen verstehen. Für Investierende, die mit ihrer Investition eine nachhaltige Veränderung anstreben, wird daher eine Wiedererkennbarkeit in wirkungskompatible oder wirkungseffektive Investitionen hilfreich sein. Auch weil die SFDR nur Transparenz- und keine Qualitätsanforderungen vorgibt, ist diese Unterscheidung sachdienlich. Der präzise Umgang mit Begrifflichkeiten und somit die transparente Kommunikation der Eigenschaften von Artikel-9-Produkten können Missverständnissen vorbeugen und Impact-Washing entgegenwirken.

7. EU-Taxonomie

Nun muss aber noch kurz auf einen weiteren Regulatorikstrang eingegangen werden, aus dem in der Gesamtbeschau der verschiedenen Regulatorikstränge neben vielen Vorteilen auch inhärente Probleme bzw. Ansatzpunkte zu Greenwashing-Vorwürfen erwachsen.

Die EU-Taxonomie soll neben dem primären Ziel der Umlenkung von Kapitalflüssen dabei helfen, Greenwashing zu verhindern, indem sie Kriterien definiert, die eine wirtschaftliche Aktivität erfüllen muss, um als nachhaltig eingestuft zu

werden. Die in einem ersten Schritt detaillierte Auflistung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten soll durch die dann bessere Transparenz unter anderem helfen, irreführende Marketingpraktiken bekämpfen zu können. Die dazu herangezogenen Kriterien basieren prinzipiell auf wissenschaftlichen Erkenntnissen und orientieren sich an sechs Umweltzielen der EU:²⁸ (1) Klimaschutz, (2) Anpassung an den Klimawandel, (3) nachhaltige Nutzung von Wasserressourcen, (4) Wandel zu einer Kreislaufwirtschaft, (5) Vermeidung von Verschmutzung und (6) Schutz von Ökosystemen und Biodiversität.

Dies soll Anlegende vor Täuschung schützen und dafür sorgen, dass deren Kapital tatsächlich in Projekte fließt, die einen positiven ökologischen Beitrag leisten. Diese auf Wirkung ausgerichtete Absicht wurde bereits vorstehend kritisch reflektiert.

8. Wie die Taxonomie selbst sogar zu höheren Greenwashing-Risiken beiträgt

Nun ist es allerdings so, dass die sechs von der EU definierten Umweltziele nur einen Teil des Nachhaltigkeitsspektrums abdecken und auch nur Unternehmen der EU bzw. mit einem relevanten Geschäftsanteil in der EU tätige Unternehmen betrifft. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die Kriterien der Taxonomie in einigen Bereichen unklar oder zu weit gefasst sind. Die Definitionen dessen, was als »nachhaltig« gilt, führt zu Interpretationsspielräumen, was wiederum die Gefahr von Greenwashing trotz der Taxonomie erhöht.

Dies zeigt sich besonders deutlich in den Diskussionen über die Einstufung von Atomkraft und fossilem Gas: Beide Energiequellen wurden nach intensiven Debatten als »grün« bzw. »klimafreundliche Übergangstechnologien« eingestuft, obwohl sie in der Öffentlichkeit und unter Experten umstritten sind. Das führte sogar zu einer Klage Österreichs vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH),²⁹ deren Verhandlung Ende Oktober 2024 stattgefunden hat und worüber ein Urteil im Frühjahr 2025 gesprochen werden soll.

Eine weitere Kritik zielt darauf ab, dass dem Großteil der Wirtschaft nicht geholfen ist, da die Taxonomie nicht ausreichend berücksichtige, dass ein realistischer Übergang zu einer CO₂-armen Wirtschaft oft graduell ist. Besonders energieintensive Industrien könnten Schwierigkeiten haben, sich sofort an die

²⁸ https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

²⁹ <https://www.bmimi.gv.at/green-finance/finanzen/eu-strategie/taxonomie/nichtigkeitsklage.html>

strengen Standards anzupassen. Die Taxonomie riskiert, Unternehmen zu entmutigen oder Investitionen in wichtige Übergangstechnologien zu behindern, die zwar nicht vollkommen emissionsfrei, aber dennoch besser als bestehende fossile Alternativen sind. Sprich, das wichtige Thema der ökologischen und vor allem energiebezogenen Transformation ist nicht ausreichend abgedeckt.

Und die für viele skurril anmutende, aber mittlerweile auf höchster Politikerebene stattfindende Debatte, ob auch die Finanzierung von Waffen und Rüstung in die Taxonomie aufgenommen werden soll, zeigt, dass die Entscheidungen, welche Aktivitäten in die Taxonomie aufgenommen werden, teilweise stark von Lobbygruppen beeinflusst werden. Durch den sich also erhärtenden Eindruck, dass politische und wirtschaftliche Interessen die Definition von Nachhaltigkeit mitbestimmen, steigt das Risiko, dass die Glaubwürdigkeit der Taxonomie untergraben wird.

Insgesamt zeigt sich, dass die EU-Taxonomie zwar ein wichtiges Instrument für die Förderung nachhaltiger Investitionen sein kann, gleichzeitig aber in der Praxis mit Herausforderungen, Beeinflussung von Interessengruppen und Zielkonflikten konfrontiert ist. Es bleibt abzuwarten, wie sich diese Kritikpunkte in der Umsetzung und zukünftigen Überarbeitung der Taxonomie auswirken werden. Die Tatsache, dass es mittlerweile alternative Taxonomien mit dem Anspruch »wirklich wissenschaftsbasierter« Wirtschaftsaktivitäten gibt,³⁰ spricht Bände.

9. Herausforderungen aus der Kombination von Taxonomie und Offenlegungsverordnung

Die Taxonomie-Verordnung und die Offenlegungsverordnung sind zwei unterschiedliche, aber sich überschneidende Regulatorikstränge bzw. Rechtsrahmen. Die Taxonomie gibt klare Kriterien für ökologische Nachhaltigkeit vor, während die Offenlegungsverordnung darauf abzielt, die Transparenz zu erhöhen, was insbesondere beim Begriff der »nachhaltigen Investition« zu Inkonsistenzen führt.

Was also, wie vorstehend erläutert, als »nachhaltige Investition« im Rahmen der EU-Taxonomie immerhin recht klar umrissen und vor allen Dingen in vielen, wenn auch teils diskussionswürdigen Detailgraden umfassend defi-

³⁰ <https://www.wwf.eu/?14317916/Independent-Science-Based-Taxonomy-A-New-Tool-for-Sustainable-Finance>

niert ist, sieht bei der in der Offenlegungsverordnung formulierten Definition einer »nachhaltigen Investition« leider anders aus. Der mittlerweile zu kritischer Berühmtheit gewordene Artikel 2 (17) liefert keine hinreichend klare Definition. Obwohl die Verordnung gewisse Kriterien vorgibt, bleibt unklar, welche genauen Voraussetzungen eine Investition erfüllen muss, um als nachhaltig zu gelten. Der Begriff einer »nachhaltigen Investition« ist nicht eindeutig definiert, und die daraus sich ergebenden Interpretationsspielräume führen zu teils sehr unterschiedlichen Umsetzungen verschiedener Marktteilnehmer, die dieselbe Investition nach ihren eigenen Maßstäben interpretieren und einstufen. Dies erschwert logischerweise die Vergleichbarkeit und führt zum Gegenteil gewünschter Transparenz. Diese Vorgehensweise der Produktanbieter wird allerdings von der EU-Wertpapieraufsichtsbehörde gestärkt. Reduziert und vereinfacht ausgedrückt, ließ die EU verlautbaren, dass es jedem freigestellt sei, wie er die Definition der »nachhaltigen Investition« vornimmt, solange er nur offenlegt, wie das geschieht.³¹ Da es an klaren, überprüfbaren Standards mit z. B. konkreten inhaltlichen Mindeststandards fehlt, besteht die Gefahr, dass Finanzprodukte fälschlicherweise als nachhaltig gekennzeichnet bzw. von Dritten als solche wahrgenommen werden. Finanzmarktteilnehmende können die Offenlegungspflichten nutzen, um Nachhaltigkeit zu suggerieren bzw. auch unbeabsichtigt zum Effekt beitragen, dass Dritte einem Nachhaltigkeit zuschreiben, ohne wesentliche Änderungen in ihren Investitionsstrategien vorzunehmen, siehe das bereits genannte seltsame Beispiel³² eines milliardenschweren Fonds eines großen Asset-Managers.

Das Vorhandensein zweier Definitionen einer »nachhaltigen Investition«, wobei bei der SFDR-Version die Kombination aus Vagheit und großen Interpretationsspielräumen verkomplizierend hinzukommt, bietet umso mehr Angriffsfläche für Greenwashing-Vorwürfe. Die formaljuristische Bewertung solcher Vorwürfe wird nun allerdings durch die von der ESMA zugestandenen Methoden zur Berechnung von Nachhaltigkeitsquoten, die aufgrund der beschriebenen erheblichen Interpretationsspielräume zu unvergleichbaren Ergebnissen führen, nicht leichter. So führen allein schon unterschiedliche Berechnungsansätze (activity-weighted-/pass-fail- oder entity-based-approach) und deren

³¹ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2279_Note_Sustainable_investments_SFDR.pdf

³² https://www.fondsprofessionell.de/content/fpim/uploads/article/7/a/e/1726748733_screenshot_2024-09-19_142232.png bzw. <https://www.fondsprofessionell.de/magazin/markt-strategie/artikel/nachhaltigkeit-war-eine-art-gamechanger-fuer-die-branche-65993/>

»Strenge« (die Auslegung bzgl. der drei geforderten Merkmale »contribution/DNSH/Good Governance«) zu teils höchst unterschiedlichen Quoten nachhaltiger Investitionen nach SFDR. Einer Analyse von ISS ESG zufolge können hierbei Werte identischer Portfolios von 13 bis 84 Prozent herauskommen.³³ Und eine Umfrage bei Schweizer Produkthanbietern bestätigt, dass es in der Praxis bei z. B. einem etablierten Index wie dem MSCI World zu Quoten zwischen 25 und 82 Prozent kommt.

Unter anderem das fehlende auch nur halbwegs gemeinsame Verständnis für die Berechnung von Quoten nachhaltiger Investitionen führt dazu, dass die so dringend vom Markt geforderte Erkennbarkeit von (allen) Finanzprodukten in puncto Nachhaltigkeit bzw. deren diesbezügliche Klassifizierung in Form eines einfach verständlichen Skalierungssystems à la Nutri-Score, Energieeffizienzklassen o. Ä. (also eine Kennzeichnung mittels »Greenness«-Faktors, der gleichzeitig Greenwashing-Vorwürfe vorbeugen könnte) eben noch nicht auf Basis der Regulatorik und damit z. B. unter Zuhilfenahme quantitativer Daten der allseits ausgefüllten EETs (ein von der Branche genutztes Daten-Template zur Erfassung von ESG-Charakteristiken) funktionieren wird. Darauf hat selbst der Abschlussbericht des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung hingewiesen.³⁴ Die Arbeitsgruppe hält eine Festlegung von Schwellenwerten für einzelne Kategorien der ESG-Skala für wenig zielführend und empfiehlt, eine Einstufung anhand »qualitativer Merkmale« anstatt von Schwellenwerten vorzunehmen.

Kommen bei solchen Kategorisierungsbemühungen nämlich keine prozessbezogenen Elemente zum Einsatz,³⁵ fallen Engagement und die Stimmrechtsausübung unter den Tisch und wird auch nicht zwischen Company- und Investor-Impact bzw. Impact-Aligned und -Generating unterschieden, riskiert eine daraus resultierende, hierarchisierende Einstufung als irreführende Scheinorientierung zu verkommen. Wenn also schon mit Quoten gearbeitet wird, muss es auch um deren »Güte«, deren Berechnungsansatz und die dahinterstehenden Hypothesen gehen: Ein Sekundärmarktfonds mit einem einfachen SDG-Mapping hochkapitalisierter Aktien kann durchaus auf eine 80-Prozent-

33 <https://insights.issgovernance.com/posts/different-views-of-sustainability-alternative-approaches-to-applying-the-eus-disclosure-and-naming-rules-in-practice/>

34 https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2024/03/ESG_Skala_Abschlussempfehlung.pdf

35 Da die Research- und Bewertungslogik bei der Umsetzung von Nachhaltigkeit in Finanzprodukten eine entscheidende Rolle spielt, ist es ein großer Unterschied, ob ein Investmentansatz lediglich auf klassische ESG-Scores zurückgreift oder Erkenntnisse aus Inside-out-Perspektive nutzt. Und bei Ausschlüssen muss auf eine strukturell-systematisierte Implementierung geachtet werden.

Quote »nachhaltiger Investitionen« kommen, wohingegen ein AIF/Sachwerte-Investment oder Private-Equity-Produkt mit teilweiser Mittelverwendung für klar nachhaltige Projekte – also direkter und nachweisbarer Impact –, aber einer nur ausgewiesenen 30-Prozent-Quote abgestraft werden würde.

Solange also das Quotenwirrwarr noch groß ist, es keine Verständigung für eine einheitliche Grundlage sozialer Indikatoren gibt (Stichwort »soziale Taxonomie«), die EETs noch nicht hinreichend objektivierbare Fondsvergleiche zulassen, Stewardship als ein wichtiger Wirkungskanal³⁶ noch nicht richtig erfasst wird und die Frage von Transformation und Impact als Elefant im Raum steht, werden Versuche der operativen Umsetzung auf solchen nicht belastbaren Daten zu keiner breiten Akzeptanz im Markt führen.

Hinzu kommt, dass das zentrale Anliegen der EU-Sustainable-Finance-Regulatorik, die letztendlich Transformation und Impact als Ziel hat, nur unzureichend aufgegriffen wird.

Indirekt wird dieses Versäumnis in einem eigens Impact gewidmeten Teil des Greenwashing-Berichts der ESAs adressiert: Die EU-Aufsichtsbehörden stellen fest, dass irreführende Behauptungen meist bei Investmentfonds, Sustainability-linked Bonds, Green Bonds und Benchmarks sowie auf Unternehmensebene vorkommen. Noch nicht vorhandene einheitliche Definitionen von Impact Investing und anderen wirkungsorientierten Begriffen und der auch noch fehlende regulatorische Rahmen auf EU-Ebene werden als Gründe angeführt.

So sei die nicht seltene Insinuation eines kausalen Zusammenhangs zwischen ESG-Daten und realem Impact, der nicht belegt oder übertrieben dargestellt wird, nicht akzeptabel, beispielsweise die Darstellung des CO₂-Fußabdrucks und der Herleitung einer realen Reduzierung von CO₂-Emissionen, die durch eine Investition in den Fonds ausgelöst werden sollen. Auch werde oft suggeriert, dass die Umsetzung von ESG-Prozessen zu realen Umweltverbesserungen in der Wirtschaft führen könnte. Erschwerend komme hinzu, dass oft nicht beschrieben wird, in welchem Teil des Investmentprozesses und der letztendlichen Portfoliokonstruktion beworbene positive ökologische oder soziale Effekte generiert werden und an welcher Stelle schließlich realwirtschaftliche Wirkungen entstehen. So etwas könne z. B. bei der Erstellung des Anlageuniversums, der konkreten Titelauswahl, der Asset Allocation oder beim Einsatz weiterer Tools aus dem Nachhaltigkeits-Werkzeugkasten, wie Engagement oder Stimmrechtsausübung, der Fall sein. Fragen haben die Aufseher

36 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4205546

auch bei Begründungen zu Intentionalität, Additionalität oder der Wirkungsmessung.

An dieser Stelle sei auf die von etablierten Nachhaltigkeitshäusern entwickelten »Leitlinien zur Darstellung von Impact im Bereich wirkungsorientierter Investments«³⁷ hingewiesen.

10. Produktkategorien als Lösungsmöglichkeiten

All diese verschiedenen Elemente ergeben im Aggregat eine relevante Herausforderung. Es besteht Handlungsbedarf, um Lösungsmöglichkeiten in Zusammenhang mit irreführender Produktkommunikation zu entwickeln.

Es ist schwierig, nachhaltige Investitionen einheitlich zu erfassen und zu bewerten. Der Wunsch nach mehr Klarheit, Transparenz und Einheitlichkeit steht im Fokus der weiteren Diskussionen um die Regulierung nachhaltiger Finanzprodukte in der EU.

Bislang schaffte die EU keine Klarheit bzgl. der Definition einer »nachhaltigen Investition«. Durch die grundsätzlich zu begrüßende Gestaltungsfreiheit, Nachhaltigkeit in der Geldanlage individuell umzusetzen, ist das Ambitionsspektrum der Produkthanbieter, wie bereits vorstehend erläutert, sehr breit. Eine Differenzierung des jeweiligen Produktangebots ist also unabdingbar.

Marktakteure, die EU- und einige nationale Behörden selbst sorgen im Rahmen der Konsultation zur Reform der SFDR auch schon mittels öffentlicher Kommentare,³⁸ Empfehlungen und Guidelines³⁹ und sogar einer viel beachteten Joint Opinion dafür, dass der Markt wieder beginnt, konstruktiv über die Zukunft dieser nicht mehr wegzudenkenden Art der Kapitalanlage zu diskutieren. Denn so sind z. B. der pragmatische Vorschlag der vorstehend genannten Joint Opinion der drei ESAs⁴⁰ und auch die kürzliche Empfehlung der BaFin⁴¹ an die Adresse

37 <https://www.gls-investments.de/media/Investments/PDF/Pressemitteilungen/Leitlinien-Impact-2022-GLS-Investment-Management-GmbH.pdf>

38 https://finance.ec.europa.eu/document/download/0f2cfd1-12b0-4860-b548-0393ac5b592b_en?filename=2023-sfdr-implementation-summary-of-responses_en.pdf

39 So hat die ESMA bei ihrem Update on the guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms auf Meta-Ebene eine neue Kategorie für Transformations-Strategien vorgeschlagen und auch der neue BaFin-Chef schlägt eine Produktkategorie vor, die die Entwicklung von »braun« zu »grün« begleitet. Dabei mahnt er aber gleichzeitig, dass »eine solche Anlagestrategie nicht trivial« ist und über »wirklich aktives Management, das Transformationspläne von Unternehmen beurteilt und deren Umsetzung begleitet« geredet wird.

40 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf

41 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_0717_SFDR_Review_ED_SPS.html

der EU-Kommission, sich pragmatisch um Produktkategorien zu kümmern, ein Hoffnungsschimmer, der das Potenzial hat, die ESG-Debatte wieder positiv zu beleben. Und nicht umsonst hat die britische Finanzaufsicht FCA im Rahmen ihrer im Mai 2024 in Kraft getretenen »Anti-Greenwashing Rule and Guidance«⁴² ein Labelsystem für vier verschiedene Produktkategorien geschaffen, um Investierenden eine bessere Orientierung zu geben. Auch die niederländische Aufsicht AFM hat im Rahmen des Konsultationsprozesses zur Verbesserung der Offenlegungsverordnung mit der Empfehlung für drei Labels einen ähnlichen Vorschlag eingereicht.⁴³ Und auch die französische Aufsicht AMF spricht sich für ein Produktkategorisierungssystem aus⁴⁴. Denn eine Orientierung nach für Anlegende und Produkthersteller einfach verständlichen und auch vor dem Hintergrund des Verbraucherschutzgrundsatzes der Produktwahrheit und -klarheit Greenwashing-Vorwürfen vorbeugenden, den Inhalt nachvollziehbar zu überprüfenden Produktkategorien ist sehr viel marktnäher als das bisherige Kuddelmuddel aus Taxonomie, SFDR und Nachhaltigkeitspräferenzen. Auf letztere, in der MiFID-II bzw. IDD regulatorisch festgelegte Vorgabe für die Art und Weise der Beratung nachhaltiger Geldanlagen bei Endkunden wurde in diesem Kapitel nicht eingegangen, da aus dieser Regulatorik selbst kein Greenwashing-Problem erwächst. Der aber an dieser Stelle erwähnte, aus der Anlegerperspektive gedachte Regulatorikstrang ist wichtig, wenn es um Lösungsmöglichkeiten bzw. um Prävention von Greenwashing-Risiken geht. Denn nur ein Zusammendenken von Taxonomie, SFDR und MiFID-II bzw. IDD wird gute Lösungsvorschläge möglich machen.

Es besteht nämlich die Chance, dass der aktuell gestörte Kanal zwischen Produkthersteller und -nachfrager von diesem nicht ineinandergreifenden Regulierungsdickicht gereinigt und wieder funktionieren wird und mittels Vereinfachung auch hier Greenwashing-Risiken vorgebeugt werden, die aufgrund vieler Unklarheiten aus Regulatorik bzw. damit einhergehender großer Interpretationsspielräume bei der letztendlichen Produktausgestaltung überhaupt erst entstanden sind. Die realitätsferne Nachhaltigkeitspräferenzabfrage und die vom Markt missbräuchlich als Labelssystem genutzten, leider nicht immer

⁴² <https://www.fca.org.uk/publications/finalised-guidance/fg24-3-finalised-non-handbook-guidance-anti-greenwashing-rule>

⁴³ <https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2023/november/position-paper-SFDR>

⁴⁴ <https://www.amf-france.org/en/news-publications/amfs-eu-positions/towards-review-sfdr>

Impact zum Inhalt habenden Artikel-9-Produkte⁴⁵ und das inflationär verwendete und daher nichtssagende Artikel-8-Sammelbecken der Offenlegungsverordnung inkl. eines von manchen Marketingabteilungen erfundenen Artikel 8+ führt zu mehr Verwirrung als Hilfestellung. Im Vergleich dazu hätten (in einem ersten Stadium) hierarchiefreie Produktkategorien klare Eigenschaften, die überprüfbar und – wenn der Markt es erfordert – auch qualitativ und quantitativ in ihren jeweiligen Kategorien differenzierbar wären.

Aktuell zeichnet sich eine Dreierklassifizierung ab. Diese ist erstaunlich nah an Überlegungen, die die in die Prüf- und Bewertungsarbeiten des FNG-Siegels involvierten Partner durch die jahrelangen Sparrings mit den sich um diesen SRI-Qualitätsstandard bewerbenden Fonds mittels eines eigenen Vorschlags in die Diskussion zur Verbesserung der SFDR eingebracht haben.⁴⁶

Im Grunde können die drei darin vorgestellten Kategorien für Finanzprodukte mit Nachhaltigkeitsbezug folgendermaßen illustriert werden:

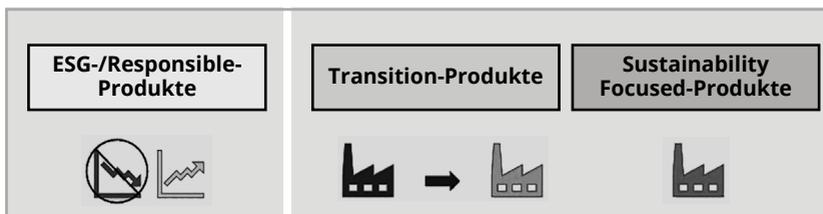


Abbildung 2: Illustration zu vorgeschlagenen Produktkategorien nachhaltiger Geldanlagen im Rahmen der SFDR-Überarbeitung. *Quelle:* <https://fng-siegel.org/media/downloads/FNG-Siegel2025-Verfahrensbedingungen.pdf> (Seite 11)

1. **ESG- bzw. Responsible-Produkte:** Finanzprodukte, die ESG-Risiken und -Chancen managen, sich auf Ausschlüsse konzentrieren bzw. ESG-Integration betreiben, meist Best-in-Class, Exclusion-Strategien, finanzielle Materialität etc.
2. **Transition-Produkte:** Finanzprodukte, die in Titel investieren, die sich in Richtung Nachhaltigkeit transformieren
3. **Sustainability-Focused-Produkte:** Finanzprodukte, die in Titel investieren, die schon nachhaltig sind.

⁴⁵ <https://wpsf.de/publikation/sfdr-article-9-is-it-all-about-impact/> und https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4082091

⁴⁶ <https://air4p.de/wordpress/wp-content/uploads/2023/12/Proposal-for-a-product-classification-for-SFDR.pdf> (zentrale Tabelle auf S. 7).

Die weitere Ausgestaltung, auch die Sinnhaftigkeit einer eigenen Exclusion-Kategorie, werden sicherlich noch intensiv diskutiert werden. Insgesamt lässt sich aber sagen, dass eine solche Kategorisierung besser geeignet ist, das eigentliche Ziel der EU-Sustainable-Finance-Regulatorik, die Umlenkung von Geldflüssen in Richtung Transformation und Impact, zu erreichen und die dazugehörige Orientierungshilfe bei den jeweiligen Finanzprodukten darzustellen, im Gesamtergebnis also auch dazu beizutragen, dass durch eine Art Erwartungsmanagement mittels verschiedener »Grundinhalte« der jeweiligen nachhaltigen Geldanlagen die Diskrepanz zwischen dem, was sich Anlegende unter ihrer Investition vorstellen, und dem, was wirklich drin ist, reduziert wird, sich also die Verpackung und der entsprechende Inhalt annähern.

Um mittels der Umsetzung solcher Vorschläge nicht nur wahrgenommenes, sondern auch de facto Greenwashing zu vermeiden, ist eine unabhängige Prüfung der jeweiligen Produkte unabdingbar.

11. Fondsnamen Richtlinien

In diesem Kontext ist auch die jüngste Regulatorikmaßnahme der EU-Wertpapieraufsicht zu sehen, deren jeweilige Ausprägungen mit unterschiedlichen inhaltlichen Details mittels Clusterisierung eine gute Grundlage für die weitere Ausgestaltung von Produktkategorien darstellt. Im ausführlichen Greenwashing-Report der europäischen Aufsichtsbehörden wurde insbesondere bei der Gestaltung von Fondsnamen ein hohes Missbrauchspotenzial festgestellt und eine Übereinkunft über eine sinnvolle bzw. nicht irreführende Namensgebung empfohlen. Gerade für Retail-Investoren spielen die Namen eine wesentliche Rolle. Insbesondere bei nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen können »falsche« Produktvorstellungen geweckt werden.

Diese Empfehlung hat nach einem bereits im November 2022 durchgeführten Konsultationsverfahren zu Leitlinien für Fondsnamen, die nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden, mittlerweile zum Abschlussbericht »Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms«⁴⁷ geführt, und die darin formulierten Richtlinien treten bereits am 21. November 2024 für neu aufzulegende Fonds und am 21. Mai 2025 für bestehende Fonds in Kraft.

Zentral sind die Schwellenwerte für die Verwendung von nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Verbindung mit den Investitionen, die verwendet wer-

⁴⁷ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-657_Guidelines_on_funds_names_using_ESG_or_sustainability_related_terms.pdf

den, um ökologische oder soziale Merkmale oder Nachhaltigkeitsziele in der SFDR zu erfüllen, oder mit dem Anteil nachhaltiger Investitionen für nachhaltigkeitsbezogene Begriffe in Kombination mit Ausschlusskriterien aus den Benchmarkverordnungen (CTB oder PAB). Die deutsche BaFin hat bereits bestätigt, diese Leitlinien unverändert umzusetzen. Die wesentlichen Inhalte der ESMA-Fondsnamen-Leitlinie im Überblick:⁴⁸

	Social-related	Governance-related	Environmental-related	Impact-related	Sustainability-related	Transition-related
Terms	»social«, »equality«, ...	»governance«, »controversies«, ...	»green«, »environmental«, »climate«, ... ESG, SRI, ...	»impact«, »impactful«, »impacting«, ...	»Sustainable«, »sustainably«, »sustainability«, ...	»transition«, »transitional«, »transitioning«, »improve«, »progress«, »evolution«, »transformation«, »net-zero«, ...
Minimum threshold*	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
Exclusions	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Controversial weapons ◆ Tobacco ◆ Violations UNGC principles or OECD guidelines <p>= CTB benchmark exclusions</p>		<ul style="list-style-type: none"> ◆ Controversial weapons ◆ Tobacco ◆ Violation UNGC principles or OECD guidelines ◆ Hard coal/lignites (>1 %) ◆ Oil fuel (>10 %) ◆ Gaseous fuel (>50 %) ◆ Electricity production with GHC intensity >100 g CO₂e/kWh (>50 %) <p>= PAB benchmark exclusions</p>			<ul style="list-style-type: none"> ◆ Controversial weapons ◆ Tobacco ◆ Violation UNGC principles or OECD guidelines <p>= CTB benchmark exclusions</p>
Additional requirements				Generate a positive and measurable impact	Commit to invest »meaningfully« in sustainable investments	Clear and measurable path to social or environmental transition

* Threshold linked to the proportion of assets used to meet E or S characteristics or sustainable investment objectives in accordance with the binding criteria of the investment strategy as per the SFDR precontractual annexes

Abbildung 3: Illustration der ESMA-Fondsnamen-Leitlinien. Quelle: <https://thedirectorsoffice.com/fund-names/>

48 Quelle: <https://thedirectorsoffice.com/fund-names/>

12. EU Green Claims Directive

Bevor sich gewundert wird, dass in diesem Kapitel bislang noch nicht auf das zentrale Regelwerk der EU zur Bekämpfung von unlauteren Geschäftspraktiken, die Verbraucher irreführen und verhindern, dass sie nachhaltige Konsumentscheidungen treffen, eingegangen wurde – hierzu gehören irreführende Umweltaussagen, irreführende Informationen über die sozialen Merkmale von Produkten oder nicht transparente und nicht glaubwürdige Nachhaltigkeitsiegel –, sei hier kurz auf die sogenannte Green Claims Directive der EU eingegangen.

Sie wird deshalb nur beiläufig am Ende dieses Kapitels erwähnt, da sie größtenteils nicht für den Finanzsektor gilt. Laut dem aktuellen Entwurf sind Finanzprodukte wie Bankdienstleistungen, Versicherungen, Investmentfonds und verwandte Dienstleistungen von den Bestimmungen ausgenommen, wenn Umweltangaben gemäß bereits bestehender EU- oder nationaler Vorschriften gemacht werden. Dadurch sollen die bereits bestehenden und sich aktuell in Entwicklung befindlichen eigenen Regulatorikstränge der EU-Gesetzgebung zur nachhaltigen Finanzwirtschaft nicht beeinträchtigt werden. Auf entsprechende Standards und deren Entwicklungen wurde in Teilen in diesem Kapitel eingegangen.

Der Vollständigkeit halber trotzdem eine kurze Beschreibung des Status quo zur Green Claims Directive: Diese zielt darauf ab, Verbraucher vor Greenwashing zu schützen, indem sie strengere Anforderungen an die Beweisführung für Umweltversprechen von Unternehmen einführt. Unternehmen müssen ihre »grünen« Behauptungen durch wissenschaftliche Belege nachweisen, die von einer unabhängigen, akkreditierten Stelle überprüft und zertifiziert werden müssen. Falsche oder irreführende Behauptungen werden geahndet. Angaben müssen klar formuliert sein und dürfen keine mehrdeutigen Begriffe oder irreführenden Praktiken anwenden. Siegel und sonstige Gütezeichen dürfen nur unter bestimmten Voraussetzungen verwendet und beim Rückgriff auf CO₂-Kompensationen müssen echte Fortschritte nachgewiesen werden.

Die ganz allgemein für die Wirtschaft in der EU gebündelten Anti-Greenwashing-Bemühungen wurden im Februar 2024 mit einer Änderungsrichtlinie hinsichtlich der Stärkung der Verbraucher für den ökologischen Wandel durch besseren Schutz gegen unlautere Praktiken und durch bessere Informationen vom EU-Parlament angenommen.⁴⁹ Aktuell laufen die Trilog-Verhandlungen.

⁴⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32024L0825>

Ab September 2026 dürften Unternehmen ihre Produkte dann nicht mehr als »grün«, »öko«, »nachhaltig«, »klimaneutral« usw. bewerben, wenn sie dies nicht belegen können. Außerdem wird die Verwendung von Nachhaltigkeitsiegeln reguliert, da das Anbringen von Nachhaltigkeitsiegeln, die nicht auf einem Zertifizierungssystem beruhen oder nicht von staatlichen Stellen festgesetzt wurden, verboten werden sollen.

Weitere Hinweise zu Arbeiten anderer Akteure zum Thema Greenwashing

- 1) Die australische Finanzaufsicht hat im Sommer 2022 ein sehr verständliches Informationsblatt⁵⁰ herausgegeben.⁵¹ Es konzentriert sich zwar auf Produkte mit Nachhaltigkeitsbezug von Fondsanbietern, die Grundsätze gelten jedoch auch für andere Unternehmen, die entsprechende Finanzprodukte anbieten oder fördern, so z. B. börsennotierte Unternehmen oder Emittenten von Green Bonds.
- 2) Die Global Alliance for Banking on Values (GABV) hat eine Kurzanleitung zur Erkennung von Greenwashing veröffentlicht.⁵² Mittels sieben Punkten soll besser erkannt werden, inwieweit eine Bank mehr »Grünes« verspricht, als sie halten kann.
- 3) Die internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) hat Maßnahmen ihrer Mitglieder gegen Greenwashing in ihrem Bericht »Supervisory Practices to Address Greenwashing«⁵³ zusammengefasst. Die in verschiedenen Ländern ergriffenen Initiativen zur Bekämpfung von Greenwashing beruhen auf von der IOSCO im November 2021 veröffentlichten Empfehlungen »Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management«⁵⁴ und »ESG Ratings and Data Products Providers«⁵⁵ inkl. dem darauf folgenden Call for Action⁵⁶ ein Jahr später. Der Bericht zeigt die Herausforderungen bei der Umsetzung

50 <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/how-to-avoid-greenwashing-when-offering-or-promoting-sustainability-related-products/>

51 <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2022-releases/22-141mr-how-to-avoid-greenwashing-for-superannuation-and-managed-funds/>

52 <https://www.gabv.org/long-read/how-to-tell-if-your-bank-is-greenwashing/>

53 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>

54 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>

55 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>

56 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD717.pdf>

dieser Empfehlungen, einschließlich Datenlücken, Transparenz, Qualität und Zuverlässigkeit von ESG-Ratings, Konsistenz bei der Kennzeichnung und der Klassifizierung nachhaltigkeitsbezogener Produkte, sich entwickelnde regulatorische Ansätze und den Bedarf an Know-how-Aufbau. Während einige dieser Herausforderungen angegangen werden, bleibe Greenwashing ein grundlegendes Problem des Marktes, das Risiken für den Anlegerschutz und die Marktintegrität birgt.

Literaturverzeichnis

- AFM (2024). position paper on improving the SFDR. <https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2023/november/position-paper-SFDR>
- AMF (2024). Towards a review of SFDR. <https://www.amf-france.org/en/news-publications/amfs-eu-positions/towards-review-sfdr>
- Busch, T. et al. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. Springer Nature. <https://link.springer.com/article/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Dumitrescu, A. et al. (2023). Defining Greenwashing. S&P Global Market Intelligence Research Paper Series. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4098411
- Eba, ESMA, eiopa (2024). Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/JC_2024_06_Joint_ESAs_Opinion_on_SFDR.pdf
- ESMA (2023). Progress Report on Greenwashing. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf
- ESMA (2023). Concepts of sustainable investments and environmentally sustainable activities in the EU Sustainable Finance framework. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2279_Note_Sustainable_investments_SFDR.pdf
- ESMA (2023). Update on the guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA34-1592494965-554_Public_statement_on_Guidelines_on_funds_names.pdf
- ESMA (2024). Final Report on Greenwashing. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf
- ESMA (2024). Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-657_Guidelines_on_funds_names_using_ESG_or_sustainability_related_terms.pdf
- FCA (2024). Finalised non-handbook guidance on the anti-greenwashing rule. <https://www.fca.org.uk/publications/finalised-guidance/fg24-3-finalised-non-handbook-guidance-anti-greenwashing-rule>
- Heath, D. et al. (2023). Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior? University of Miami Business School Research Paper No. 3837706. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3837706
- IOSCO (2021). Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>
- IOSCO (2021). ESG Ratings and Data Products Providers. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>
- IOSCO (2022). Good Sustainable Finance Practices for Financial Markets Voluntary Standard Setting Bodies and Industry Associations – Call for action. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD717.pdf>

- IOSCO (2023). Supervisory Practices to Address Greenwashing. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>
- Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3289544
- Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F. et al. (2021): Do Investors Care About Impact? *The Review of Financial Studies*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3765659
- Pruessner, E., Busch T. et al. (2024): Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments. https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2024/02/2024.02.15-Final-Report-Eurosif-Classification_2024.pdf
- Pruessner, E., Busch T. et al. (2023): Position Paper on Improving the SFDR. <https://air4p.de/wordpress/wp-content/uploads/2023/12/Proposal-for-a-product-classification-for-SFDR.pdf>
- Schaefer, R. (2024): Das geht einfacher und wirksamer. BaFin-Website. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_0717_SFDR_Review_ED_SPS.html
- Scheitza, L., Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105179>
- Scheitza, L., Busch, T., Metzler, J. (2022). The impact of impact funds: A global analysis of funds with impact-claim. *EconPapers*. <https://econpapers.repec.org/article/risjofitr/1688.htm>
- Schürmann et al. (2024). Abschlussempfehlung des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung zur Einführung einer »ESG-Skala« für Finanzprodukte. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2024/03/ESG_Skala_Abschlussempfehlung.pdf
- Starks, L. (2023). Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values. *The Journal of Finance*. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.13255>
- Wilkens, M., Jacob, S., Rohleder, M., Zink, J. (2023). The Impact of Sustainable Investment Funds – Impact Channels, Status Quo of Literature, and Practical Applications, White Paper. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4205546.

cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: www.cric-ethik.finance