

Quo vadis, Nachhaltigkeitspräferenzabfrage?

Wie die Berücksichtigung Mifid-II-konformer Nachhaltigkeitspräferenzen Zielkonflikte in der Anlageberatung auslösen kann

Börsen-Zeitung, 18.3.2023
In Deutschland genießen Privatanleger einen weitgehenden Anleger-schutz, der insbesondere in der sogenannten Markets in Financial Instruments Directive II (Mifid II) und dem sogenannten zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz (2. FiMaNoG) zum Ausdruck kommt. Die darin ent-



Von
Matthias Brust

Wissenschaftlicher
Mitarbeiter der
Forschungsstelle
Nachhaltigkeit an
der Hochschule für
Finanzwirtschaft &
Management (HFM)
in Bonn

haltenen Vorschriften zwingen Wertpapierdienstleister und Finanzanlagenvermittler unter anderem dazu, bei der Wertpapierberatung beziehungsweise Finanzportfolioverwaltung die Anlageziele ihrer Kunden – aufgeschlüsselt nach Anlagezweck, Anlagedauer und Risikotoleranz – zu erfragen und mit den Produktmerkmalen der empfohlenen Finanzinstrumente abzugleichen.

Dieser Abgleich muss in der sogenannten Geeignetheitserklärung, in der eine möglichst hohe Kongruenz von Kundenwunsch und Produktempfehlung anzustreben ist, festgehalten werden. Ziel dieser Anforderung ist es, Finanzprodukte an den Kundenbedürfnissen auszurichten sowie die Gründe für die Produktempfehlung nachvollziehbar und transparent darzulegen.

Vor dem Hintergrund des 2018 veröffentlichten EU-Aktionsplans „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ spielen Nachhaltigkeitserwägungen in der Finanzberatung eine Schlüsselrolle bei der Umleitung von privaten Kapitalströmen in nachhaltige(re) Investitionsvorhaben. So sind Finanzdienstleister gemäß der Delegierten Verordnung (EU) 2021/1253 als Ergänzung zu Mifid II seit 2. August 2022 verpflichtet,

neben den Anlagezielen auch die Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden zu ermitteln und im Rahmen der Produktempfehlung adäquat zu berücksichtigen. Damit wird das traditionell in der Anlageberatung eingesetzte magische Dreieck, das die auszutarierenden Zielkonflikte zwischen Rendite, Risiko und Liquidität beschreibt, de jure um die Dimension Nachhaltigkeit zu einem magischen Viereck erweitert.

De facto gestaltet sich die praktische Umsetzung der regulatorischen Vorgaben aber aus mehreren Gründen als schwierig. Zunächst lässt der Gesetzgeber offen, wie die Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen konkret auszu-sehen hat. Ferner beinhaltet die vorge-nannte EU-Verordnung keine Legaldefinition des Nachhaltigkeitsbegriffs. Auch der Rechtsprechung und einschlägigen Fachliteratur fehlt es an einem einheitlichen Begriffsver-

„Wie aktuelle Umfragen zeigen, ziehen rund ein Drittel der Kunden nachhaltige Geldanlagen in Betracht. Dementgegen verursacht das zu eng angelegte Begriffsverständnis einen Zielkonflikt, der sich vorerst nicht auflösen lässt.“

ständnis. Statt sich dieser Problematik anzunehmen, verweist der Gesetzgeber vielmehr auf bereits existierende Definitionen in verschiedenen, nicht unmittelbar aufeinander abgestimmten Gesetzestexten. Somit stehen Kunden gegenwärtig

bei drei Optionen offen, ihre Nachhaltigkeitspräferenzen zu hinterlegen:

Nachhaltigkeit i.S. von Art. 2 Nr. 1 VO (EU) 2020/852 – In diesem Falle präferiert ein Kunde Finanzinstrumente, bei welchen ein Mindestanteil in ökologisch nachhaltige Investitionen i.S. der sogenannten Taxonomieverordnung angelegt werden soll. Dabei handelt es sich um ein europäisches gesetzliches Rahmenwerk und Klassifizierungssystem zur Identifizierung von (derzeit ausschließliche) ökologisch nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten. Folglich investieren Anleger in Unternehmen, deren Geschäftstätigkeiten einen positiven Einfluss auf Umweltziele haben. Grund für das enge Nachhaltigkeitsverständnis ist, dass bis dato nur die ökologische, aber nicht die soziale Taxonomie ausformuliert wurde. Unabhängig davon gilt es zu beachten, bei der Verfolgung von Umweltzielen keine anderen sogenannten ESG-Ziele (Environment, Social, Governance) zu verletzen.

Nachhaltigkeit i.S. von Art. 2 Nr. 17 VO (EU) 2019/2088 – Des Weiteren besteht die Möglichkeit, dass ein Mindestanteil in nachhaltige Investitionen i.S. der sogenannten Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) angelegt werden soll, wodurch Anleger in ökonomische Aktivitäten investieren, die zur Erreichung eines Umwelt- oder Sozialziels beitragen. Voraussetzung ist wiederum, dass die Investitionen andere ESG-Ziele nicht beeinträchtigen. Die SFDR wurde entwickelt, um die Offenlegung von Informationen hinsichtlich nachhaltiger Anlageziele gegenüber Endanlegern zu harmonisieren. Durch die explizite Einbeziehung von sozialen Zielen ist der Nachhaltigkeitsbegriff der SFDR weiter gefasst als jener der EU-Taxonomie.

Nachhaltigkeit i.S. von Art. 2 Nr. 24 VO (EU) 2019/2088 – Schließlich können auch die mit dem Finanzinstrument in Verbindung stehenden sogenannten wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (Principal Adverse Impact Indicators, PAI) ein-

bezogen werden. Dabei benennen Kunden bestimmte ESG-Faktoren, die sie durch die Anlage geschützt beziehungsweise nicht beeinträchtigt wissen wollen. Anders als die vorherigen Präferenzabfragen erfordert das PAI-Nachhaltigkeitskonzept keinen aktiven Beitrag zu ESG, sondern beschränkt sich auf die Reduzierung von nachteiligen Auswirkungen auf ausgewählte Nachhaltigkeitsfaktoren. Das Ambitionsniveau ist hier am schwächsten ausgeprägt.

Die Geeignetheitserklärung verlangt eine Übereinstimmung der in der Anlageberatung hinterlegten Nachhaltigkeitspräferenzen mit dem Nachhaltigkeitsniveau der empfohlenen Wertpapiere. Um die Taxonomie-, SFDR- beziehungsweise PAI-Konformität festzustellen, bedarf es einer Vielzahl an Informationen über das Geschäftsmodell und die -tätigkeiten der Zielunternehmen, in welche das Finanzprodukt die Anleger-gelder investiert. Dies setzt voraus, dass Unternehmen entsprechende ESG-Daten veröffentlichen, was bisher jedoch nur vereinzelt geschieht. Problematisch hierbei ist, dass viele



Unternehmen noch keine Datenhistorie aufgebaut haben, weil sie über keine standardisierten Prozesse zur systematischen Erfassung dieser Daten verfügen.

Die Konsequenz für Anleger ist ein stark limitiertes Angebot an mit der Offenlegungs- und Taxonomieverordnung konformen Investitionszielen und damit auch Anlageprodukten. Hoffnung macht die zu Jahresbeginn in Kraft getretene sogenannte Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), die künftig die Anzahl der zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichteten Unternehmen sukzessive erhöht.

Breit diversifizierte Finanzprodukte wie zum Beispiel Fonds lassen sich – ungeachtet der Informationslage – dennoch kaum realisieren, da die SFDR und insbesondere die Taxonomie ein sehr enges Nachhaltigkeitsverständnis begründen und so das Anlageuniversum erheblich einschränken. Denkbar sind lediglich PAI-konforme oder spezielle ESG-Themenfonds, die in kleine Segmente investieren. Derartige Fonds haben infolge des geringeren Diversifikationsgrads indes meist eine höhere Volatilität und passen daher gegebenenfalls nicht zu den Risikopräferenzen nachhaltigkeitsorientierter Anleger. Dies kann dazu führen, dass sich Kunden im Depot entscheiden müssen zwischen einer breit gestreuten und einer konzentrierten, dafür aber nachhaltigen Portfolioallokation.

Dieser Zielkonflikt verdeutlicht sich am Beispiel der zunehmend beliebter werdenden sogenannten Robo-Advisors. Ihnen liegt die Idee zugrunde, Anlageentscheidungen privater Investoren auf Basis von wissenschaftlichen Erkenntnissen professionalisieren zu können, um sie vor irrationalen Verhaltensweisen, die suboptimale Portfolioallokationen begünstigen, zu schützen. Demnach bieten Robo-Advisors in der Regel keine Investments in einzelne Aktien, Fonds oder Anleihen an, in welchen sich nachhaltige Konzepte leichter umsetzen ließen, sondern ein über Branchen, Länder, Währungen, etc. hinweg diversifiziertes Portfolio aus diversen Finanzinstrumenten. Hier könnte also das Fehlen von regulatorisch-nachhaltigen Produkten besonders zum Tragen kommen.

Dieser Eindruck bestätigt sich in einer im März 2023 eigens durchge-

führten Kurzstudie, in der von 21 untersuchten Robo-Advisors nur zehn ein PAI- und vier ein SFDR-konformes Portfolio umzusetzen vermochten. Zudem konnte keiner ein Portfolio nach den strengen Vorgaben der Taxonomie allokieren. Jedoch waren zwei Anbieter in der Lage, ein Portfolio sowohl PAI- als auch SFDR-gerecht abzubilden. Neun wiederum konnten keine der drei Varianten darstellen. Ferner zeigte sich, dass zwei Anbieter bislang nicht die verpflichtende Nachhaltigkeitspräferenzabfrage im Beratungsprozess implementiert haben.

„Besserung verspricht die CSRD, welche die Quantität und Qualität nichtfinanzieller Informationen erhöht, sowie die künftige Sozialtaxonomie, die den Nachhaltigkeitsbegriff auf soziale Ziele erweitert. Doch bis diese Maßnahmen ihre Wirkung entfalten, wird es noch dauern.“

Gegenstand der Studie waren ausschließlich deutsche, im Markt etablierte Anbieter.

Abschließend lässt sich festhalten, dass die obligatorische Präferenzabfrage die Nachhaltigkeit weiter in den Fokus rückt. Wie aktuelle Umfragen zeigen, ziehen rund ein Drittel der Kunden nachhaltige Geldanlagen in Betracht. Dementgegen verursacht das zu eng angelegte Begriffsverständnis einen Zielkonflikt (Nachhaltigkeit versus Diversifikation), der sich vorerst nicht auflösen lässt. Besserung verspricht die CSRD, welche die Quantität und Qualität nichtfinanzieller Informationen erhöht, sowie die künftige Sozialtaxonomie, die den Nachhaltigkeitsbegriff auf soziale Ziele erweitert. Doch bis diese Maßnahmen ihre Wirkung entfalten, wird es noch dauern. Daher ist es sinnvoll, schon vorher regulatorische Anpassungen vorzunehmen.