

## Umsetzung der Nachhaltigkeitspräferenzen bei Investmentfonds: aktuelle Herausforderungen und Erkenntnisse

Der Markt für Fonds mit nachhaltigkeitsbezogenen Merkmalen erfährt aktuell ein beispielloses Wachstum. Deutsche Privatanleger haben 2021 netto 60 Mrd. Euro in Fonds mit ESG-Merkmalen investiert, was einen Anstieg um fast 200 Prozent gegenüber 2020 bedeutet. Das Wachstum in den ersten 3 Monaten 2022 war mit Zuflüssen von netto 5 Mrd. Euro trotz der unsicheren Marktlage ungebrochen. Die verpflichtende Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung ab August 2022 wird weiter dazu beitragen, nachhaltige Investitionen zu verbreiten und Kapitalströme in nachhaltige Aktivitäten und Projekte zu lenken.

Die Mitglieder des BVI<sup>1</sup> sind als Kapitalsammelstellen prädestiniert dafür, die Transformation der Wirtschaft durch das Lenken der Kapitalströme im Sinne der Nachhaltigkeit zu unterstützen. Derzeit bereiten sie sich mit Hochdruck darauf vor, das Produktangebot fortzuentwickeln, damit Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung für nachhaltigkeitsinteressierte Kunden weiterhin in Frage kommen. Nach den EU-Vorgaben zur MiFID und IDD müssen Fonds dafür mindestens eines der folgenden Merkmale aufweisen: (1) einen Mindestanteil taxonomiekonformer Investitionen, (2) einen Mindestanteil sonstiger nachhaltiger Investitionen mit einem Umwelt- und/oder einem Sozialziel, (3) die Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen, sog. PAIs, im Rahmen der Anlagestrategie.

Die Umsetzung dieser Merkmale stellt die Fondswirtschaft indes vor erhebliche Herausforderungen:

- Für die meisten Fonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen ist es **derzeit nicht möglich, sich in nennenswertem Umfang zur Umsetzung eines Mindestanteils taxonomiekonformer Investitionen im Rahmen ihrer Anlagestrategie zu verpflichten.**<sup>2</sup> Die Gründe dafür sind vor allem:
  - o **das frühe Entwicklungsstadium des EU-Rahmens zur Taxonomie**, der aktuell nur Umweltziele definiert und nur für zwei der sechs EU-Umweltziele technische Kriterien zur Bewertung von wirtschaftlichen Aktivitäten festlegt; im Ergebnis beschränkt sich die Investierbarkeit nach der EU-Taxonomie auf Aktivitäten in einigen wenigen Sektoren, insbesondere Energiewirtschaft und Verkehr, die strenge Anforderungen an den Klimaschutz erfüllen,
  - o **der weit verbreitete Mangel an gemeldeten oder anderweitig verlässlichen Daten** für die Bewertung von Investitionen anhand der EU-Taxonomie, der darauf zurückzuführen ist, dass EU-Unternehmen erst ab 2023 über den Anteil ihrer taxonomiekonformen Umsätze, Investitionen und Ausgaben berichten sollen und die Granularität der technischen Taxonomie-Kriterien keine eigene Bewertung durch Investoren zulässt,

<sup>1</sup> Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 116 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten rund 4 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 28 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

<sup>2</sup> Zum 2. August 2022 haben knapp vier Prozent der in Deutschland abgesetzten Publikumsfonds positive Angaben zu einem Mindestanteil taxonomiekonformer Investitionen gemacht, Quelle: Morningstar Direct.



- **regulatorische Einschränkungen, andere als direkt berichtete oder gleichwertige Daten zur Bewertung der Taxonomie-Konformität heranzuziehen.** Der Rückgriff auf Näherungswerte oder Schätzungen ist nach dem aktuellen Verständnis allenfalls in engen Grenzen zulässig. Dieses strikte Verständnis der zulässigen Datenquellen wird im Übrigen auch langfristig zu Problemen bei der Anwendung der EU-Taxonomie bei Investitionen außerhalb der EU führen.

**Hohe Anteile an taxonomiekonformen Investitionen werden in breit diversifizierten Aktien- oder Mischfonds auch in den kommenden Jahren unrealistisch bleiben, selbst wenn sich die Datenverfügbarkeit verbessern sollte.**<sup>3</sup> Dies liegt daran, dass für die Quote taxonomiekonformer Investitionen nicht die gesamte Investition in ein Unternehmen angerechnet wird, sondern nur entsprechend dem Anteil der Umsätze (oder ggf. der Investitionen/Ausgaben), die das Unternehmen aus wirtschaftlichen Aktivitäten im Sinne der EU-Taxonomie erwirtschaftet (z. B. bei Investition in Aktien eines Automobilherstellers nur bezogen auf den Anteil des Umsatzes aus der Produktion von Elektrofahrzeugen, die die technischen Kriterien der EU-Taxonomie erfüllen). Hohe Taxonomie-Quoten sind deshalb bis auf Weiteres nur in fokussierten Themenfonds denkbar (etwa „clean energy“-Fonds, die in erneuerbare Energien investieren, oder „new mobility“-Fonds, die Elektromobilität im Fokus haben). Diese werden aber vielfach nicht den Bedürfnissen der Privatanleger mit Blick auf die angemessene Risikostreuung entsprechen und allenfalls als Beimischungen für die Anlageportfolien von diesen Kunden geeignet sein.

- Viele Fonds setzen derzeit Verpflichtungen zu einem Mindestanteil nachhaltiger Investitionen mit ökologischen und/oder sozialen Zielen um. **Das Konzept der nachhaltigen Investition wirft allerdings noch viele Fragen auf, die auch die Berechnung des Anteils solcher Investitionen auf Portfolioebene betreffen.** Für den Markt bedeutet dies erhebliche Probleme:
  - Jede Fondsgesellschaft muss intern ein Konzept dafür entwickeln, **anhand welcher Kriterien sie den Beitrag zu einem ökologischen bzw. sozialen Ziel bemisst und wie sie dafür Sorge trägt, dass durch die Investition keines der sonstigen ökologischen oder sozialen Ziele erheblich beeinträchtigt wird** (das sog. „do not significant harm“-Prinzip). Diese internen Konzepte können mangels einschlägiger regulatorischer Vorgaben erheblich variieren. So können Fondsgesellschaften etwa eine wesentliche Beeinträchtigung des Klimaschutzes annehmen, wenn ein Unternehmen zu den schlechtesten 3, 5 oder 10% seiner Branche in Sachen CO<sub>2</sub>-Ausstoß gehört; sie können die Bewertung auf eigene Emissionen des Unternehmens beschränken oder die Wertschöpfungskette mit einbeziehen. Andere Anbieter werden ggf. absolute Grenzwerte für den CO<sub>2</sub>-Ausstoß festlegen. Je nach Ansatz kann die Beurteilung der Investierbarkeit einzelner Unternehmen und damit die Zusammensetzung des Portfolios ganz unterschiedlich ausfallen.

---

<sup>3</sup> Bei den wenigen Fonds, die sich zu Mindestanteilen taxonomiekonformer Investitionen verpflichten, liegt der Anteil derzeit fast immer unter 10 Prozent, Quelle: Morningstar Direct.



- Jede Fondsgesellschaft muss sich überlegen, **wie sie den Anteil der nachhaltigen Investitionen im Portfolio berechnet**. Auch dafür zeichnen sich sehr unterschiedliche Ansätze im Markt ab: Einige Häuser stellen wie bei der EU-Taxonomie auf die Umsätze aus nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten ab und berücksichtigen eine Investition nur mit dem jeweils relevanten Umsatzanteil, andere setzen einen Mindestumsatz aus nachhaltigen Aktivitäten voraus, um dann die gesamte Investition als nachhaltig einzustufen. Im letzteren Fall kann die Fondsgesellschaft selbst festlegen, welchen Mindestumsatz (z.B. 20, 40 oder 50%) sie dafür ausreichen lässt. Diese Methodenvielfalt hat erhebliche Auswirkungen auf die Mindestanteile an nachhaltigen Investitionen, die in den Fonds umsetzbar sind.

Beispiel: Fondsgesellschaft A bewertet nachhaltige Investitionen auf Ebene der wirtschaftlichen Aktivitäten (Umsatzanteil aus nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten), Fondsgesellschaften B und C bewerten die gesamte Investition als nachhaltig, wobei Fondsgesellschaft B dafür einen Umsatzanteil von 20% und Fondsgesellschaft C von 50% genügen lässt.

Bei Investition in ein Unternehmen, das 25% seiner Umsätze aus nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten (etwa im Bereich der Wasseraufbereitung und -versorgung) erwirtschaftet, würde die Fondsgesellschaft A entsprechend dem Umsatzanteil 25% der Investition als nachhaltig ansetzen, Fondsgesellschaft B 100% und Fondsgesellschaft C 0%.

**Im Ergebnis werden die Mindestanteile der nachhaltigen Investitionen in den einzelnen Fonds nicht miteinander vergleichbar sein, da sie auf Grundlage unterschiedlichster Annahmen und mit abweichenden Methoden berechnet werden.** Ein Fonds, der etwa einen anspruchsvollen Ansatz zur Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen anwendet und den Anteil nachhaltiger Investitionen anteilig zum Umsatz ermittelt, kann eine vergleichsweise geringe Quote nachhaltiger Investitionen im Portfolio ausweisen, im Ergebnis aber möglicherweise einen höheren Nachhaltigkeitsanspruch in der Anlagestrategie umsetzen als andere Fonds, die sich nach dem jeweils hausinternen Ansatz zu höheren prozentualen Anteilen nachhaltiger Investitionen bekennen. Trotzdem stehen alle diese Ergebnisse im Einklang mit dem EU-Recht, da hinsichtlich der Methodik keine Vorgaben bestehen.

- **Für die Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen, sog. PAIs, im Rahmen der Anlagestrategie gibt es ebenfalls eine Vielzahl denkbarer Ansätze.** Auch hier gibt die Regulierung keine Richtung vor. Fonds können sich dafür entscheiden, nachteilige Auswirkungen auf die Umwelt, Arbeitnehmer- und Menschenrechte **von vorneherein in den Portfolien zu reduzieren**, etwa indem sie Ausschluss- oder sonstige Selektionskriterien anwenden, die auf PAI-Indikatoren beruhen (z.B. Ausschlüsse für Unternehmen nach dem „worst in class“-Ansatz bezogen auf CO2-Emissionen). Denkbar ist aber auch, diese „ESG-Nachzügler“ im Portfolio zu belassen und sich durch die Ausübung von Aktionärsrechten und den Dialog mit den Unternehmen, sog. ESG-Engagement, **für eine reale Reduktion der negativen Auswirkungen** einzusetzen. Oft werden diese Ansätze auch miteinander kombiniert.

Zum Start der Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen möchten wir angesichts dieser komplexen Situation auf Folgendes hinweisen:

- **Das Fehlen des Merkmals „taxonomiekonforme Investitionen“ in einem ESG-Fonds ist aktuell kein Indiz für den fehlenden Anspruch bei der Nachhaltigkeitsstrategie.** Breit diversifizierte Fonds werden sich auch langfristig schwer damit tun, nennenswerte Quoten der taxonomiekonformen Investitionen auszuweisen.
- **Die rechtlichen Unsicherheiten und Auslegungsspielräume beim Verständnis der neuen Nachhaltigkeitsmerkmale führen zwangsläufig zu großen Unterschieden in der praktischen Umsetzung.** Insbesondere die quantitativen Angaben zum Anteil nachhaltiger Investitionen können in Abhängigkeit vom internen Ansatz für vergleichbare Portfolien und ESG-Strategien sehr unterschiedlich ausfallen. Eine vergleichsweise niedrige/hohe Quote nachhaltiger Investitionen darf deshalb nicht mit einem niedrigen/hohen Anspruch der Nachhaltigkeitsstrategie gleichgesetzt werden. Das ist keine Grünwäscherei, sondern ein absehbares Ergebnis des aktuellen Rechtsrahmens für nachhaltiges Investieren.
- **Für Berater und Anleger ist es vor diesem Hintergrund essenziell, sich ein klares Bild darüber zu verschaffen, was sich hinter dem Nachhaltigkeitsversprechen eines Fonds verbirgt.** Informationen zu den angewandten Konzepten und Methoden sind in aller Regel bereits auf den Internetseiten der Fonds zu finden und werden zum 1. Januar 2023 auf Grund der Umsetzung der Detailvorschriften zur EU-Offenlegungsverordnung weiter verfeinert und ergänzt. Viele Fondsgesellschaften stellen darüber hinaus allgemeine Erläuterungen zu ihren produktübergreifenden ESG-Ansätzen zur Verfügung. Eine Fixierung auf den quantitativen Anteil der nachhaltigen Investitionen ist vor dem Hintergrund der aktuellen Methodenvielfalt nicht empfehlenswert.