

## **Grundsätze ordnungsgemäßer ESG Kennzeichnung – Handlungsmaximen und Forderungen**

Mangelhafte Kennzeichnung sozial-ökologischer Geldanlagen, Missbrauchsgefahr und Fehlallokation

13.2.2023

Was unter sozial-ökologischen Geldanlagen (ESG) zu verstehen ist, kann heute jeder Anbieter weitgehend selbst definieren und kennzeichnen. Fehlt es derzeit ohnehin schon an einer klaren, einfachen, verständlichen und vergleichbaren Produktkennzeichnung für Finanzdienstleistungen,<sup>1</sup> so kommt für Verbraucherinnen und Verbraucher zusätzlich noch die Hürde hinzu, dass auch bezogen auf ethische Kriterien die nötige Transparenz und Vergleichbarkeit der Produkte mangels einer einheitlichen Kennzeichnung und eines verbindlichen Kriterienkatalogs fehlt.<sup>2</sup> Mit anderen Worten: Würde eine Verbraucherin in die ESG-Anlage investieren, in die sie investiert ist, wenn sie wüsste, in was sie tatsächlich investiert hat? Und: Was ein Verbraucher wissen will, kann er nur wissen, wenn er weiß, was er wissen müsste!<sup>3</sup>

### **Forderung**

Warum steht nicht endlich 'drauf, was 'drin ist? Sozial-ökologische Transformation klappt nur, wenn man die Bürgerinnen und Bürger bei der Finanzierung gewinnt! Baden-Württemberg geht voran und fordert einen Mindeststandard für ESG-Finanzprodukte. Die Verbraucherkommission fordert die Landesregierung daher auf, sich über eine Bundesratsinitiative und eine Initiative in der EU, so rasch als möglich für eine transparente, klare, einfache, verständliche und vergleichbare Kennzeichnung zu „E“ (environmental), „S“ (social) und „G“ (good governance) einzusetzen.

### **Hintergrund: ESG und Kennzeichnung<sup>4</sup>**

In dieser Stellungnahme werden die Begriffe „ESG“, „sozial-ökologisch“ und „ethisch“ synonym verwendet, aus dem pragmatischen Grund (siehe auch die Studie für das MLR, Oehler 2013a), dass Maßnahmen und Instrumente der "good governance" (G) sowie deren Wirkung unter anderem auch in "sozial-ökologisch" und "ethisch" enthalten sind. Nachhaltigkeit umschließt grundsätzlich auch die ökonomische, sonst sind solche Ansätze vorab zum Scheitern verurteilt (siehe dort).

Der Begriff „Geldanlagen“ bezieht sich auf private, nicht-professionelle Investorinnen und Investoren im Sinne der einschlägigen Regulierung und hier insbesondere auf

<sup>1</sup> Oehler 2021, Oehler/Wendt 2017.

<sup>2</sup> Oehler 2014, Oehler 2013a.

<sup>3</sup> Oehler 2013b.

<sup>4</sup> Oehler 2014.

solche, die geeignet sind für eine mittel- bis langfristige Anlage und Vorsorge, also finanzmarktbezogene Finanzdienstleistungen wie Aktien, Anleihen und Publikumsfonds. Grundsätzlich kann man aber das Feld auch ohne grundlegendes Problem erweitern auf einige Produkte von Versicherungen, z. B. Lebensversicherungen, oder von Banken, wie z. B. Tages- und Festgeld. Gemeint sind aber keine spekulativen Anlagen und/oder Direktinvestments, die einer ausgewogenen Portfoliostruktur mit mittel- bis langfristigem Anlagehorizont widersprechen würden.

Bleibt man bei der grundlegenden Annahme, ethisches Verhalten umfasse das „Soziale“ und „Ökologische“, also das Arbeitsumfeld und die Arbeitsbedingungen bis hin zu gesellschaftlichen Aspekten („social“) einerseits und die Umwelt im weitesten Sinne inklusive Wasser, Luft, Boden, Fauna (inkl. Tierschutz/-rechte) und Flora („environmental“), dann ließen sich in einem ersten Schritt zumindest zu diesen beiden Bereichen umfassende Kriterienkataloge zuordnen, die grundsätzlich separat analysiert und bewertet werden könnten. Hinzu kämen die klassischen ökonomischen Kriterien wie Risiken in Euro, erwartete Wertentwicklung abzüglich aller Kosten in Euro, Verfügbarkeit in Euro und Zeit, gegebenenfalls Portfolio-Effekte.<sup>5</sup> Die Thematik wird dadurch interessanter, aber auch schwieriger zugänglich, weil soziale Kriterien zum Teil deutliche Schnittstellen und Überlappungen zu ökologischen Kriterien aufweisen. So ordnet man regelmäßig zwar ökologische Aspekte des Arbeitsumfeldes den sozialen Kriterien zu (Arbeitsbedingungen: z. B. Umgang mit toxischen Substanzen), jedoch haben die jeweiligen Arbeitsbedingungen ebenso Wechselwirkungen zu ökologischen Kriterien (Wasser- oder Energieverbrauch, Emission toxischer Substanzen via Produktionsprozess und/oder Endprodukte).

Hinsichtlich des häufiger anzutreffenden Gedankens, bei sozial-ökologischen Geldanlagen wäre ein Renditeverzicht zu erwarten, ist festzustellen, dass geringere Renditen (bei gleichem Risiko) eines Unternehmens als Anlageprojekt oder seiner Finanzierungstranchen keineswegs zwingend sind.<sup>6</sup> Bezugnehmend auf die Unterscheidung ökonomischer, sozialer und ökologischer Kriterien lässt sich hinsichtlich sozialer Aspekte argumentieren, dass z. B. verbesserte Arbeitsbedingungen oder eine verbesserte Entlohnung grundsätzlich zwar einerseits zu renditemindernden, höheren Arbeits- oder Personalaufwendungen führen. Andererseits wird als Folge durchaus auch eine höhere Arbeitszufriedenheit und mithin eine höhere Produktivität sowie eine geringere Fluktuation zu erwarten sein, was eher zu niedrigeren Aufwendungen führen dürfte. In ähnlicher Weise kann auch bezüglich ökologischer Aspekte argumentiert werden. Dies bedeutet, dass sozial-ökologische Geldanlagen denselben ökonomischen Anforderungen genügen können und müssen. Die ökonomischen Kriterien stehen also nicht im Fokus, die Risiko-Rendite-Anforderungen gelten für sozial-ökologische wie für konventionelle Geldanlagen gleichermaßen.

---

<sup>5</sup> Oehler 2011, Oehler 2012.

<sup>6</sup> Vgl. auch Friede et al. 2015.

## Instrumente zur Bewertung der ESG-Anlagen

In Forschung und Praxis werden drei Ansätze zur Auswahl der einzelnen Kriterien für sozial-ökologische Geldanlagen unterschieden und angewendet:<sup>7</sup>

- **Negativauswahl:** Für die zu wählenden Anlage bzw. Finanzierungstranchen werden bestimmte Tätigkeitsfelder von Unternehmen („Geschäftsmodelle“, „strategische Felder“) ausgeschlossen.
- **Positivauswahl:** Hier werden im Gegensatz zum Negativfilter ein oder mehrere Tätigkeitsfelder festgelegt, in denen die relevanten Tranchen gezeichnet werden dürfen. Anders als der „Verbotsansatz“ des Negativfilters wird hier also noch strenger mit einem „Gebotsansatz“ gearbeitet.
- **Mix** aus Positiv- und Negativauswahl: Möglich sind auch Kombinationen von Verboten und Geboten.

Bei der Erfüllung der ausgewählten Kriterien wird gerne von einem klaren und für Verbraucherinnen und Verbraucher eindeutigen „erfüllt“/„nicht erfüllt“ (Nominalprinzip) abgewichen. Stattdessen wird mit sogenannten Schwellenwerten verwässert („5% oder weniger Kinderarbeit“, „unter 5% Rüstung“, „nicht mehr als 3% Massentierhaltung“). Regelmäßig werden verschiedenste Kriterien miteinander verrechnet, z. B. beim Scoring, bei sogenannten Hitlisten (Ranking, „best in class“) oder beim Rating, ohne dass das Resultat noch transparent nachvollziehbar und erklärbar wäre. Angebliche Verbote oder Gebote werden so dauerhaft aufgeweicht und zum bloßen Etikett.<sup>8</sup>

Die Überlegungen zur Beurteilung solcher Praxis-Instrumente aus der Perspektive von privaten Anlegerinnen und Anlegern des Retail-Segmentes zeigen recht eindeutig: Insbesondere aufgrund der Verletzung des Nominalprinzips und der zahlreichen Aggregations- und Verrechnungsstufen erscheinen die vorhandenen Praxis-Ansätze kaum tauglich, den Informationsaufwand potenzieller privater Investoren zu reduzieren und deren Vertrauen und Akzeptanz dauerhaft zu fördern.<sup>9</sup>

## Befunde aus der Praxis

Eine aktuelle Recherche des Südwestrundfunks (SWR) beklagt ein „lasches EU-Regelwerk“ und eine „fehlende Transparenz“.<sup>10</sup> Die Recherche des SWR fragt daher: „Viele als nachhaltig beworbene Geldanlagen enthalten Firmen, die in der Rüstungs- oder Ölindustrie tätig sind. ... Dabei gibt es EU-weite Transparenzregeln. Warum funktioniert das Greenwashing dennoch?“ Im Ergebnis zeigt das vorgenommene Mystery Shopping bei mehreren Finanzdienstleistern: „Alle ETF [Autor: Exchange Traded Funds], die dem SWR-Reporter in den Beratungsgesprächen als „nachhaltig“ empfohlen wurden, sind durch große Rüstungsunternehmen belastet. ... Die Auswertung zeigt auch, dass die beworbenen ETF durch Unternehmen belastet sind,

<sup>7</sup> Oehler 2014; vgl. auch Wilkens/Klein 2021.

<sup>8</sup> Oehler 2014.

<sup>9</sup> Oehler 2014.

<sup>10</sup> SWR 2022.

die Öl und Gas - auch durch umstrittene Methoden, wie etwa Fracking - fördern.“ Als Beispiel wird angeführt: „Obwohl die Deka Unternehmen, die Umsätze durch Fracking erzielen, nach ihren eigenen Richtlinien aus ihren nachhaltigen Fonds ausschließt, findet sich dort das Energieunternehmen Repsol. Die Auswertung einer Datenbank zur Erfassung von Fracking-Aktivitäten zeigt: Im Jahr 2022 wurden bei einer 100-prozentigen Tochtergesellschaft von Repsol mindestens 20 verschiedenen Fracking-Aktivitäten erfasst. Besonders häufig taucht nach SWR-Informationen der Energiekonzern TotalEnergies in vermeintlich nachhaltigen Geldanlagen auf. Das Unternehmen ist auch Teil eines von der Commerzbank als nachhaltig beworbenen ETF der Investmentgesellschaft Fidelity. Der Konzern beteiligt sich derzeit am Bau der längsten beheizten Rohölpipeline der Welt, die 1443 Kilometer quer durch Tansania verlaufen soll. Ab 2025 sollen dort täglich 216.000 Barrel Öl gefördert werden. Die Energieproduktion soll bis 2030 um 30 Prozent erhöht und 80 Prozent der Umsätze dann aus Öl und Gas gewonnen werden, teilte TotalEnergies auf eine SWR-Anfrage mit.“

Die SWR-Recherche benennt auch einen möglichen Grund: „Nachhaltigkeit ist kein genau definierter Begriff und nur schwer messbar. Deshalb nutzt die Finanzbranche als Kriterium „ESG“, eine Abkürzung für Environment (= Umwelt), Social (= Sozial) und Governance (= Unternehmensführung). Auch wenn der ESG-Begriff in Beratungsgesprächen der Banken mit Nachhaltigkeit gleichgesetzt wird, ist das ein Trugschluss.“

Die Stiftung Warentest ergänzt in diesem Kontext zur aktuellen EU-Regulierung, der sogenannten Taxonomie, also einem Klassifizierungssystem, das festlegt, welche wirtschaftlichen Aktivitäten nach Entscheidung der EU als klima- und umweltfreundlich gelten sollen:<sup>11</sup> „Die EU hat die Gemengelage nicht gerade vereinfacht, indem sie Gas und Atomkraft unter bestimmten Auflagen als nachhaltig eingestuft hat. Mit dieser sogenannten Taxonomie werden unternehmerische Tätigkeiten als umweltfreundlich klassifiziert. Eine soziale Taxonomie steht noch aus.“

Ein gewisses Problembewusstsein scheint aber vorzuliegen, denn es wird auf Abstufungen und eine gewisse Transparenz gesetzt:<sup>12</sup> „Die Taxonomie sieht ... drei Untergruppen von klima- und umweltfreundlichen Aktivitäten vor: Am besten sind klassische grüne Aktivitäten wie das Betreiben von Windkraftanlagen. Daneben gibt es ermöglichende Aktivitäten - darunter fielen die Hersteller der Rotoren - sowie Übergangstätigkeiten. Zu dieser schwächsten Untergruppe gehören Technologien, die lediglich auf dem Weg hin zur klimafreundlichen Wirtschaft gebraucht werden. Und Kernenergie und Gas werden nur als zeitlich befristete Übergangstechnologien eingestuft. Ökofonds müssen zudem klar erkennbar darüber informieren, ob sie ausschließlich Aktien und Anleihen klassisch grüner Konzerne beinhalten oder auch Papiere von Gas- und Atomfirmen. ... Kritiker des Gesetzes warnen, die EU-Kommission, Regierungen oder Förderbanken könnten die Taxonomie zum Maßstab

---

<sup>11</sup> Stiftung Warentest 2022.

<sup>12</sup> Finke 2022a.

nehmen, wenn sie festlegen, welche Branchen von Hilfsprogrammen für mehr Klimaschutz profitieren sollen. Dann könnten Atom- und Gaskonzerne mitkassieren. Allerdings wird keine Regierung oder Bank gezwungen, das Klassifizierungssystem eins zu eins für solche Entscheidungen zu nutzen.“

Allerdings:<sup>13</sup> „Dies bedeutet aber nicht, dass das Gesetz keinen Schaden anrichtet. Schaden nimmt die gesamte Taxonomie, ihre Glaubwürdigkeit und Akzeptanz. Die Taxonomie ... soll Greenwashing unterbinden, also die Unsitte, dass Firmen oder Investmentfonds sich als grüner verkaufen, als sie es wirklich sind. Ärger wie gerade bei der Fondsgesellschaft DWS soll vermieden werden. So will die EU-Kommission das Vertrauen in Öko-Finanzprodukte erhöhen: ein ebenso wichtiges wie überfälliges Vorhaben. ... Die Kommission hat eigentlich gehofft, dass die Taxonomie ein globaler Goldstandard für nachhaltige Finanzprodukte wird: Konzerne und Investoren weltweit sollen das ausgefeilte Regelwerk freiwillig nutzen, da die EU Vorreiter ist. Doch das kann sich Brüssel jetzt abschminken. Denn die Aufnahme von Kern- und Gaskraftwerken in Ökofonds zu erlauben, verschreckt und verunsichert umweltbewusste Anleger. Und das macht das System unattraktiv für Unternehmen und Fondsgesellschaften, die es ja auf das Geld der Anleger abgesehen haben. Die Konzerne werden im Zweifel andere Kriterienkataloge verwenden. Dieses Gesetz zu Kernenergie und Gas ist daher ein fulminantes Eigentor. Eine große Chance wurde vertan.“

Seit August 2022 gilt im Kontext der Regulierung der EU durch eine Änderung der sogenannten Delegierten Verordnung<sup>14</sup>, dass Anlageberaterinnen und -berater bei (potenziellen) Kundinnen und Kunden deren Nachhaltigkeitspräferenzen erfragen müssen, wenn sie Geld anlegen oder fondsgebundene Renten- und Lebensversicherungen abschließen wollen, allerdings sind bislang freie Anlagevermittlerinnen und -vermittler ebenso ausgenommen wie Honorarberaterinnen und -berater:<sup>15</sup> „Schließlich kann es nicht im Sinne des Verbraucherschutzes sein, dass ausgerechnet Vermittler in Finanzvertrieben, die ihre Verkaufsempfehlungen nicht selten von ihren Provisionen abhängig machen, von den neuen Vorschriften ausgenommen sind.“

Die Vorgaben sind aber wiederum eher ungenau, wie Öchsner beschreibt:<sup>16</sup> „Die Berater sollten verschiedene grundsätzliche Fragen abhaken. Doch Vorsicht, diese sind für Laien kaum zu verstehen. ... Die Tücke steckt wieder einmal im Detail. Beispiel: Eine Kundin will sich an der EU-Taxonomieverordnung orientieren. Weniger Treibhausgase – das hört sich doch gut an, denkt sie sich. Von ihrer Beraterin erfährt sie aber, dass die EU darin allerdings Atomkraft und Gas als Brückentechnologie akzeptiert. „Wer das mit seinem Geld nicht unterstützen will, muss dann zu diesem Weg klar nein sagen“, empfiehlt Vermögensverwalter Hedrich. Hinzu kommt: Der

---

<sup>13</sup> Finke 2022b.

<sup>14</sup> DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2021/1253 DER KOMMISSION vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen.

<sup>15</sup> Öchsner 2022.

<sup>16</sup> Öchsner 2022.

grüne Teil des EU-Regelwerks ist noch nicht ganz fertig, vom Thema Menschenrechte und Soziales ganz zu schweigen. ... [weiteres] Beispiel: Der Kunde will keine Fonds mit Aktien von Unternehmen, die mit Atomkraft oder Gas Geld verdienen. Er möchte aber, dass die Fondsanbieter ökologische und soziale Aspekte berücksichtigen. Nur, die Investmentgesellschaften legen hier unterschiedliche Maßstäbe an. „Manche sind strenger, manche weniger streng. Und in der Vergangenheit haben manche ihre Fonds so klassifiziert, dass sie nachhaltige Aspekte berücksichtigen, ohne ihre Anlagestrategie wirklich geändert zu haben. Das ist dann Greenwashing“, warnt Hedrich.“

Es ist daher nicht überraschend, dass diese komplexe Problematik auch von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aufgegriffen und inzwischen intensiver bearbeitet wird. Der Präsident der BaFin, Branson, begrüßt die Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen zwar grundsätzlich, merkt aber an:<sup>17</sup> „Wollen Sie nachhaltig investieren?“ Viele Anleger werden diese Frage mit ‚ja‘ beantworten. Aber was ist eigentlich eine nachhaltige Finanzdienstleistung? Wenn wir nur die Umweltdimension anschauen, ist das alles andere als trivial: Soll sie in eindeutig grüne Aktivitäten investieren, soll sie lediglich umweltschädliche Aktivitäten vermeiden – „do no harm“ – oder soll sie die Transition zu einer grünen Wirtschaft finanzieren – die Begrünung von braunen Unternehmen, sozusagen? ... Was also ist nachhaltig? In Europa hat man mit der Taxonomieverordnung versucht, eine konsistente Antwort auf diese Frage zu finden. Genauer gesagt: auf die Frage, was grün ist. Denn in der Verordnung wird bislang definiert, was unter ökologisch-nachhaltigem Wirtschaften zu verstehen ist. Für zwei von sechs Umweltzielen ist definiert, wann eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel leistet. Grundsätzlich ist die Idee hinter der Taxonomie gut. Wenn sich Verbraucherinnen, Verbraucher und Unternehmen bewusst für oder gegen eine nachhaltige Investition entscheiden sollen, müssen die Karten auf den Tisch. Aus meiner Sicht aber sind bei der konkreten Ausgestaltung der Taxonomie Probleme aufgetaucht. ... Nach meiner Wahrnehmung mischen sich aktuell der politische und der wissenschaftliche Diskurs. Das erhöht zusätzlich die Komplexität eines ohnehin schon komplexen Themas. Deshalb sehe ich die Gefahr, dass durch die – kontroversen – Entscheidungen zur Vollendung der Taxonomie Anleger verwirrt oder sogar enttäuscht werden.“

Branson führt zugleich auch die Lösungsmöglichkeiten aus Sicht der Finanzaufsicht an:<sup>18</sup> „Wie auch auf anderen komplexen Gebieten ist beim Thema Nachhaltigkeit die Transparenz das A und O. Mit ihr stärken wir Verbraucherinnen und Verbraucher: Sie müssen schließlich erkennen können, ob ein Produkt auf Unternehmen basiert, die bereits ‚grün‘ sind, oder auf Unternehmen, die den Übergang zu einer grünen Wirtschaft gestalten. Sie müssen erkennen können, ob ein Produkt in Unternehmen investiert, welche mit oder ohne Atomenergie oder Gas arbeiten. Denn nur dann besteht die Chance, dass Anleger eine bewusste und gut informierte Entscheidung

---

<sup>17</sup> Branson 2022.

<sup>18</sup> Branson 2022.

treffen können. Mit einer größeren Transparenz stärken wir also die Eigenverantwortung der Verbraucherinnen und Verbraucher. Das bedeutet aber auch: Das Produkt muss in einer Form gekennzeichnet sein, die zumindest einen Teil der Komplexität, welche die Bezeichnung als ‚grün‘ mit sich bringt, in ihren Wahlmöglichkeiten auch widerspiegelt. ... Die BaFin prüft und kontrolliert, ob sich alle Stakeholder ein realistisches Bild machen können und nicht durch Greenwashing getäuscht werden. ... Investitionen in Erdgas und Atomkraft sind unter gewissen Bedingungen als Übergangstechnologie auch für nachhaltige Investmentvermögen erwerbbar. Die Kapitalverwaltungsgesellschaften müssen aber in den wesentlichen Anlegerinformationen sowie an herausgehobener Stelle im Verkaufsprospekt deutlich machen, ob in diesen beiden Segmenten aktive Portfoliounternehmen im Investmentvermögen enthalten sind. Mit dieser strikten Verwaltungspraxis unterbinden wir Greenwashing bereits, bevor das Produkt überhaupt auf den Markt kommt. Aber natürlich nur für deutsche Produkte – also für einen Bruchteil des europäischen Markts.“

Eine aktuelle Untersuchung von Greenpeace und anderen zum Verhalten deutscher Vermögensverwalter kommt zu dem Ergebnis:<sup>19</sup> „Der Report „German asset management and fossil fuel expansion“ zeigt ein umfangliches Greenwashing der vier größten Asset Manager in Deutschland: Allianz Global Investors (AGI), Deka Investment, DWS und Union Investment. Geprüft wurde, inwiefern die Klimaversprechen der Top-Vermögensverwalter in Deutschland durch ihre fossilen Anlagerichtlinien gedeckt sind. Das Ergebnis: Bei allen vier Vermögensverwaltern besteht eine erhebliche Diskrepanz zwischen Bekenntnissen zum Klimaschutz und dem faktischen Umgang mit besonders klimaschädlichen, expandierenden fossilen Unternehmen.“

Der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) hat sich intensiver mit dieser Thematik beschäftigt und zeigt ein weiteres gravierendes Problem auf, nämlich die bislang nicht messbare direkte Wirkung vorgeblich „grüner“ Anlagen, also zum Beispiel eine unmittelbare CO<sub>2</sub>-Reduktion:<sup>20</sup> „Als nachhaltig beworbene Geldanlagen führen nicht automatisch zu mehr Nachhaltigkeit. Zu diesem Fazit kommt ein Gutachten ... im Auftrag des vzbv.<sup>21</sup> Zwar können nachhaltige Geldanlagen durchaus eine positive Wirkung entfalten. Wahrscheinlicher sind dabei indirekte Effekte, zum Beispiel, wenn Verbraucher über eine Geldanlage für das Thema Nachhaltigkeit sensibilisiert werden. Direkte Effekte über den Kapitalmarkt sind möglich, aktuell aber kaum nachweisbar.“

Anbieter von Finanzprodukten haben frühzeitig in Marketingkampagnen auf die Wahrnehmung von Verbraucherinnen und Verbrauchern, sozial-ökologische Geldanlagen seien wünschenswert und sinnvoll, reagiert, indem sie im Sinne der oben genannten Positivauswahl unter dem Schlagwort „Impact Investing“ suggerieren, dass sie mit einem besonders strengen Gebotsansatz nur in besonders nachhaltige Unternehmen investieren. Nicht zuletzt die aktuelle Untersuchung der Stiftung

<sup>19</sup> Greenpeace et al. 2022.

<sup>20</sup> vzbv 2021a; vgl. auch Oehler/Horn/Wendt 2018.

<sup>21</sup> Wilkens/Klein 2021.

Warentest offenbart bei einigen Produkten erhebliche Zweifel am „Impact“.<sup>22</sup> Es entsteht die Frage, ob manche Anbieter nicht forciert auf eine beschränkte Positivauswahl setzen, um die harten Kriterien einer Negativauswahl zu vermeiden und letztendlich doch wieder nahezu das gesamte Anlageuniversum zur Verfügung zu haben?

Es erscheint daher nicht besonders überraschend, dass die Verbraucherzentrale Baden-Württemberg bereits Ende September 2021 sechs aktuelle Verfahren wegen Greenwashing berichtet.<sup>23</sup> Inzwischen gibt es auch ein rechtskräftiges Urteil gegen einen Anbieter:<sup>24</sup> „Landgericht Stuttgart, Urteil vom 31.1.2022, 36 O 92/21 KfH. Umweltwerbung ist ebenso wie Gesundheitswerbung nach strengen Maßstäben zu bewerten. Die Angabe einer absoluten CO<sup>2</sup> Reduktion bei einem Investment ist zur Täuschung geeignet.“

Die Sendung ZDFzoom resumierte:<sup>25</sup> „Zwischen buntem Marketing und einem milliardenschweren Markt bleiben viele Kleinanleger ratlos zurück. Die neuen Nachhaltigkeitsregeln der EU sind zwar ein Anfang, aber nicht alles ist ausgereift. Wer zu 100 Prozent nachhaltig und ökologisch investieren will, muss genau hinschauen und viel Zeit und Mühe investieren. Denn es herrschen Unklarheit und Intransparenz auf einem Markt, auf dem nicht alles so grün ist, wie es scheint.“ Und auch mex.das marktmagazin kommt grundsätzlich zu keiner anderen Schlussfolgerung:<sup>26</sup> „Das Chaos in der Europäischen Union um Atomkraft und Erdgas verdeutlicht gerade jetzt, wie wichtig es ist, sich unabhängig zu informieren. Vermeintliche Öko-Stars werden schnell zu schwarzen Löchern, andere Sünder sammeln Punkte.“ (Tesla: E-Mobilität vs. Zertifikatehandel; Starbucks: Pappbecher vs. Handel mit fairem Kaffee).“

---

<sup>22</sup> Stiftung Warentest 2022.

<sup>23</sup> Verbraucherzentrale Baden-Württemberg 2021.

<sup>24</sup> Verbraucherzentrale Baden-Württemberg 2022.

<sup>25</sup> ZDFzoom 2022.

<sup>26</sup> mex.das marktmagazin 2022.

## Anforderungen an einen Mindeststandard

Ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen könnte für private Retail-Investorinnen und -Investoren eine wichtige Entscheidungshilfe sein, Aspekte ihrer Geldanlage einzuschätzen, die sie im Detail meist selbst nicht beurteilen können oder wollen. Um dieser Idee eine Realisierungschance zu geben, bedarf es einiger weniger Basisanforderungen:<sup>27</sup> Identifizierung (wer?), Verifizierung (nachprüfbar?), Relevanz (maßgeblich?) und, sofern kein staatlicher Mindeststandard und/oder Label vorliegt, Unabhängigkeit.

Während die Identifizierung, die Verifizierung und die Unabhängigkeit weitgehend die Regulierung im Sinne von Vollzug, Kontrolle und Aufsicht betreffen, bezieht sich die Anforderung der Relevanz im Kern auf die inhaltlichen Anforderungen an die Ausgestaltung eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen. Ausgehend von der Perspektive privater Retail-Investorinnen und -Investoren erscheint es naheliegend, von der Position in Deutschland, inkl. der geltenden Rechtslage der Europäischen Union, auszugehen. Dies würde bedeuten, dass die gegebene, insbesondere rechtliche Situation in Deutschland nicht Bestandteil, sondern Voraussetzung oder Basis eines zu entwickelnden Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen ist.

Mit der Auswahl der Einzelkriterien im Rahmen eines demokratischen Willensbildungsprozesses (Exekutive, Legislative) ist in der Regel unmittelbar eine Bewertung der Gesamtschar der Einzelkriterien verbunden. Eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise wählt dabei eine Mindestqualität in dem Sinne, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen (Nominalprinzip). Schwellenwerte sind dabei genauso ungeeignet wie Verrechnungen und Vermischungen via Scoring, Ranking oder Rating.

Im Rahmen der Auswahl der Einzelkriterien ist schließlich zu beachten, dass grundsätzlich die gesamte Wertschöpfungskette einbezogen wird. Dass manche reale Situation hierbei Schwierigkeiten erwarten lässt, weil man, teilweise auch schon ökonomisch, die eigene Wertkette kaum kennt/kennen will, bedeutet nicht, dass diese Forderung obsolet ist. Im Gegenteil, eine Konsequenz dieser Forderung wäre, dass Anbieter dann offensiv sagen müssten, dass sie dies nicht für ihre Wertkette schaffen.

Überlegungen zur Einführung eines Siegels zusätzlich zu einem Mindeststandard können zu Zweifeln anregen, ob die Einführung eines Gütesiegels zur gezielten, klaren und vereinfachenden Verbraucherinformation zu sozial-ökologischen Geldanlagen überhaupt notwendig ist oder sogar zu Fehlinformationen führen könnte (verleitet Verbraucher das Etikett „sozial-ökologisch“ dazu, so gekennzeichnete Finanzprodukte als grundsätzlich „geeignet“, „passend“ oder „gut“ wahrzunehmen?). Branson merkt hier skeptisch an:<sup>28</sup> „...unsere Erfahrungen aus der Aufsichtspraxis zeigen: Einen komplexen Sachverhalt mit einem einfachen Etikett zu versehen, kann zur Folge

---

<sup>27</sup> Oehler 2017.

<sup>28</sup> Branson 2022.

haben, dass häufig nicht „drin“ ist, was Anleger erwarten. Der Glaube daran, dass allein ein einfaches Etikett die Welt verbessert, mag gut sein. Aus Aufsichtsperspektive sind Transparenz, klare Standards zum Mindestmaß nachhaltiger Anteile am Produkt und marktgetriebene Auswahl jedoch die bessere Grundlage für selbstbestimmte Entscheidungen.“ Solche Argumente sind ernst zu nehmen und abzuwägen mit dem möglichen Nutzen der Signalisierung durch ein Gütesiegel. Ein Siegel „sozial-ökologische Geldanlage“ dient ja grundsätzlich dazu, eine gut verständliche Verbraucherinformation herbeizuführen, um gerade Irreführung zu vermeiden. In einer solchen Abwägung wird davon ausgegangen, dass unter Beachtung der hier formulierten Anforderungen der Nutzen durch die Orientierungshilfe überwiegt und Reputation im Markt für sozial-ökologische Geldanlagen aufbauen hilft.<sup>29</sup> Gleichzeitig würde damit ein „level playing field“ geschaffen, was den Wettbewerb stärken dürfte<sup>30</sup>, durchaus verwandt zum Prozess der Einführung von Fair-trade-Siegeln.

### **Notwendigkeit einer Initiative zur Regulierung der Rahmenbedingungen**

Um einen verbindlichen Mindeststandard zu setzen, wären die zu wählenden sozialen und/oder ökologischen Kriterien in einem demokratischen Willensbildungsprozess als Mindestkriterien festzuschreiben. Die Einhaltung rechtlicher Rahmenbedingungen und die ökonomischen Grundrelationen stellen eine selbstverständliche Anforderung dar. Eine konzeptionelle Neuentwicklung ist anzustreben: Ein näherer Blick in die aktuellen Praxis-Systeme zeigt, dass die notwendigen Bedingungen und Anforderungen an einen Mindeststandard in keinem dieser Systeme existieren. Durch eine konzeptionelle Neuentwicklung wird die notwendige Unabhängigkeit gewährleistet. Der möglicherweise höhere Aufwand im Vergleich zur denkbaren Weiterentwicklungsoption bestehender Systeme wird schnell durch Vermeidung von Verwechslungen und einen erhöhten Aufmerksamkeitsgrad kompensiert.<sup>31</sup>

Auf dieser Grundlage gehören zu den prozeduralen Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen die Partizipation und Evidenzbasierung (ex ante) im demokratischen Standardsetzungsprozess, die unabhängige Überprüfung/Aufsicht mit Vollzug/Sanktionierung in der praktischen Umsetzung (Kontrolle der Zielerreichung, Evidenzbasierung ex interim) sowie die Vorsorge für Weiterentwicklungen/Veränderungen (Zielanpassung und Evidenzbasierung ex post).<sup>32</sup>

Jenseits eines so konzipierten und eingesetzten Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen sollte in einer sozialen Marktwirtschaft die Möglichkeit bestehen, zusätzliche freiwillige Vertrauenslabels privatwirtschaftlich zu initiieren und zu vermarkten. Um eine hohe Akzeptanz und Vertrauenswürdigkeit des Mindeststandards selbst nicht zu gefährden, aber auch aus grundsätzlichen

---

<sup>29</sup> Oehler 2014, Oehler 2013a.

<sup>30</sup> Oehler/Horn/Wendt 2018.

<sup>31</sup> Oehler 2014, Oehler 2013a.

<sup>32</sup> Vgl. auch Kenning/Oehler 2017.

Überlegungen zu Gebrauch und Missbrauch von Vertrauenslabeln, sollten dann aber von Anfang an klare rechtliche Regeln beachtet werden.<sup>33</sup>

Entscheidend wird bei allen solchen Bestrebungen sein, dass tatsächlich Transparenz darüber hergestellt wird, welcher (positive) Beitrag ganz konkret zum Umweltschutz, zum Klimaschutz, zu besseren Arbeitsbedingungen etc. mit dem Investment in ein Finanzprodukt geleistet und wie er verifiziert werden soll.

So wäre zum Beispiel eine Aussage eines Anbieters, ein Investmentfonds ist zu 80% „grün“ im Sinne der EU-Taxonomie wenig hilfreich und kaum transparent, da (s. o.) die Taxonomie selbst eher oberflächlich und unkonkret bleibt.

Autor: Prof. Dr. Andreas Oehler

*Die Stellungnahme wurde als Mehrheitsvotum mit zwei Gegenstimmen von u. a. Herrn Stellpflug verabschiedet.*

---

<sup>33</sup> Vgl. Verbraucherkommission Baden-Württemberg 2011 und Oehler 2013c.

## Zitierte Literatur

Branson, M., 2022, Keynote, BaFin-Konferenz „Sustainable Finance“ am 13.9.2022, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/RedenInterviews/re\\_220913\\_rede\\_sustainable\\_finance\\_p.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/RedenInterviews/re_220913_rede_sustainable_finance_p.html), abgerufen am 27.9.2022.

Finke, B., 2022a, Ökosiegel für Atomkraftwerke kann kommen, Süddeutsche Zeitung, 6.7.2022, <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/taxonomie-eu-parlament-atom-gas-nachhaltig-1.5615410?reduced=true>, abgerufen am 7.7.2022.

Finke, B., 2022b, Taxonomie: Die Grünwäscher. Das EU-Parlament stimmt einem unsinnigen Gesetz zu, das Investitionen in Kern- und Gaskraftwerke für nachhaltig erklärt. Es ist ein Jammer, Süddeutsche Zeitung, 6.7.2022, <https://www.sueddeutsche.de/meinung/taxonomie-eu-atom-gas-parlament-rechtsakt-1.5616279?print=true>, abgerufen am 27.9.2022.

Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4), 210-233.

Greenpeace, ReclaimFinance und urgewald, 2022, Die deutschen Vermögensverwalter und ihr Umgang mit Unternehmen mit expandierendem Kohle-, Öl- und Gasgeschäft. Deutsche Zusammenfassung, 18. Oktober 2022

Kenning, P., Oehler, A., 2017, Evidenzbasierung; in: Kenning, P., Oehler, A., Reisch, L., Grugel, C. (Hrsg.) *Verbraucherwissenschaften – Rahmenbedingungen, Forschungsfelder und Institutionen*, Springer, Wiesbaden, 315-328.

mex. das marktmagazin vom 28.09.2022, <https://www.ardmediathek.de/video/mex/mex-das-marktmagazin-vom-28-09-2022/hr-fernsehen/Y3JpZDovL2hyLW9ubGluZS8xODI3NTA>, abgerufen am 2.10.2022.

Öchsner, T., 2022, Geldanlage. Was Anleger jetzt über Nachhaltigkeit wissen sollten, Süddeutsche Zeitung, 13.7.2022, <https://www.sueddeutsche.de/projekte/artikel/wirtschaft/was-anleger-jetzt-ueber-nachhaltigkeit-wissen-sollten-e627665/>, abgerufen am 14.7.2022.

Oehler, A., 2011, Behavioral Economics und Verbraucherpolitik: Grundsätzliche Überlegungen und Praxisbeispiele aus dem Bereich Verbraucherfinanzen, *BankArchiv* 59, 2011, 707-727.

Oehler, A., 2012, Anbieter- und verbrauchergerechte Beratung und Information. Mehr Anlegerschutz durch standardisierte Beratungsprotokolle und Produktinformationsblätter, Studie im Auftrag des MLR Ministerium für Ländlichen Raum und Verbraucherschutz Baden-Württemberg, des SparkassenVerband Baden-Württemberg, des Baden-Württembergischen Genossenschaftsverband e.V., Bamberg/Stuttgart.

Oehler, A., 2013a, Mindeststandards sozial-ökologischer Geldanlagen. Studie zur Erarbeitung eines Anforderungskatalogs, im Auftrag des MLR Ministerium für Ländlichen Raum und Verbraucherschutz Baden-Württemberg, Bamberg/Stuttgart.

Oehler, A., 2013b, Was bedeutet eigentlich „Nachhaltigkeit“? Kann ich solche Produkte erkennen und überprüfen? Vortrag, Verbrauchertag 2013: Der Finanzmarkt im Fokus, München, 16. April 2013.

Oehler, A., 2013, Labeling & Co – Wegweiser, Irreführung oder Wettbewerbsanreiz? EMF Spectrum 3, 31-34.

Oehler, A., 2014, Überlegungen zu einem Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG), JVL Journal für Verbraucherschutz und Lebensmittelsicherheit 9, 251-255.

Oehler, A., 2017, Grundsätze ordnungsgemäßer Bewertung durch Scoring; Wirtschaftsdienst 97, Oktober, 748-751.

Oehler, A., 2021, Finanzen und Altersvorsorge, in: Kenning, P., Oehler, A., Reisch, L. (Hrsg.), Verbraucherwissenschaften, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage, 185-206.

Oehler, A., Horn, M., Wendt, S., 2018, Why self-commitment is not enough: On a regulated minimum standard for ecologically and socially responsible financial products and services; in: Walker, T. et al. (eds.), Designing a Sustainable Financial System, Palgrave MacMillan, Cham, 405-421.

Oehler, A., Wendt, S., 2017, Good Consumer Information: the Information Paradigm at its (Dead) End?; Journal of Consumer Policy 40, 179-191.

Stiftung Warentest, 2022, Grün – aber wirklich, Finanztest, Heft 9, 32-35.

SWR, 2022, Greenwashing bei ETF. Das grüne Versprechen, <https://www.tagesschau.de/investigativ/swr/vollbild-etf-geldanlage-nachhaltigkeit-101.html>, abgerufen am 9.9.2022.

Wilkens, M., Klein, C., 2021, Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), 4. Januar 2021.

Verbraucherkommission Baden-Württemberg, 2011, Vom Labelmissbrauch zu Vertrauenslabeln, Empfehlungspapier Nr. 20 vom 18.02.2011.

Verbraucherzentrale Baden-Württemberg, 2021, Greenwashing bei der Geldanlage: Werbung mit Nachhaltigkeit, <https://www.verbraucherzentrale-bawue.de/greenwashing>, abgerufen am 12.7.2022.

Verbraucherzentrale Baden-Württemberg, 2022, Urteil gegen Greenwashing bei Commerz Real, <https://www.verbraucherzentrale-bawue.de/urteilsdatenbank/geldversicherungen/urteil-gegen-greenwashing-bei-commerz-real-69718>, abgerufen am 28.9.2022.

vzbv, 2021a, Greenwashing-Risiko bei nachhaltigen Geldanlagen,  
<https://www.vzbv.de/pressemitteilungen/greenwashing-risiko-bei-nachhaltigen-geldanlagen>, abgerufen am 12.7.2022.

vzbv, 2021b, Ergebnispräsentation zur Umfrage "Nachhaltige Geldanlagen". Grafischer Datenbericht, 11. Februar 2021,  
[https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2021/02/11/nachhaltige\\_geldanlage\\_ergebnis\\_praesentation\\_aktualisiert\\_sem\\_09.02.pdf](https://www.vzbv.de/sites/default/files/downloads/2021/02/11/nachhaltige_geldanlage_ergebnis_praesentation_aktualisiert_sem_09.02.pdf), abgerufen am 12.7.2022.

ZDFzoom, 2022, Grünes Geld. Fragwürdige Geschäfte mit dem guten Gewissen - Film von Carolin Hentschel und Norman Laryea, ZDF, 28.9.2022.