

SUSTAINABLE FINANCE - EIN REGULA- TORISCHER ÜBERBLICK

WHITEPAPER

No. 3.7

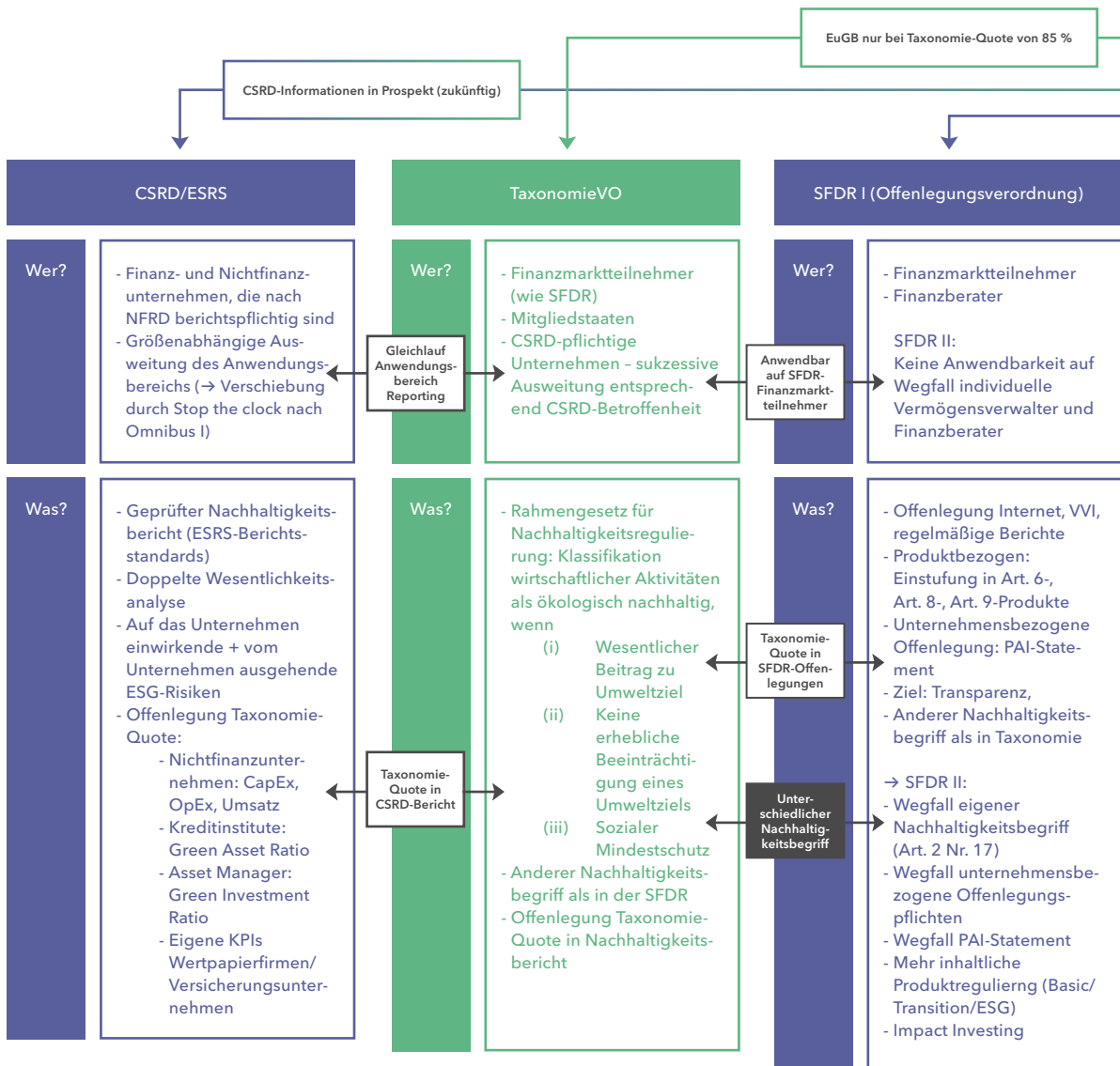
Sustainable Finance in der EU: Regulatorische Landkarte	2	Nachhaltigkeit in der Solvenzaufsicht für Banken und Wertpapierfirmen	54
Sustainable Finance in der EU: Adressatenbezogene Eckpunkte	4	Nachhaltigkeit in der Solvenz- aufsicht für Versicherungen	60
ESG-Regulierung zwischen Green Deal und Omnibus	6	Integration von ESG-Risiken in Solvency II-Richtlinie	62
Umlenkung privaten Kapitals in nachhaltige Investitionen	10	Nachhaltigkeit in der Unternehmenspublizität	64
Wann ist eine Investition nachhaltig?	11	Nachhaltigkeitspublizität unter der TaxonomieVO	64
Normen und Kennzeichen	21	Nachhaltigkeitsberichtspflichten unter der CSRD	69
Welchen Transparenzpflichten unterliegen Emittenten und Intermediäre?	25	Sorgfaltspflichten bei Lieferketten	74
Von der Transparenz zur Inhalts- kontrolle (Schutz vor Green-Washing)	41	LKSG	74
Welche Rolle spielt Nachhaltigkeit im Kundenberatungsprozess und in der Product Governance?	46	CSDDD	76
Wie werden CO ₂ -Benchmarks reguliert?	49	Glossar	78
Nachhaltigkeit im Risikomanagement	53	Endnoten	86
Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter	53	Autor:innen	99

ESG-Regulierung zwischen Green Deal und Omnibus	6	Sorgfaltspflichten bei Lieferketten	74
Umlenkung privaten Kapitals in nachhaltige Investitionen	10	Glossar	78
Nachhaltigkeit im Risikomanagement	53	Endnoten	86
Nachhaltigkeit in der Unternehmenspublizität	64	Autor:innen	99

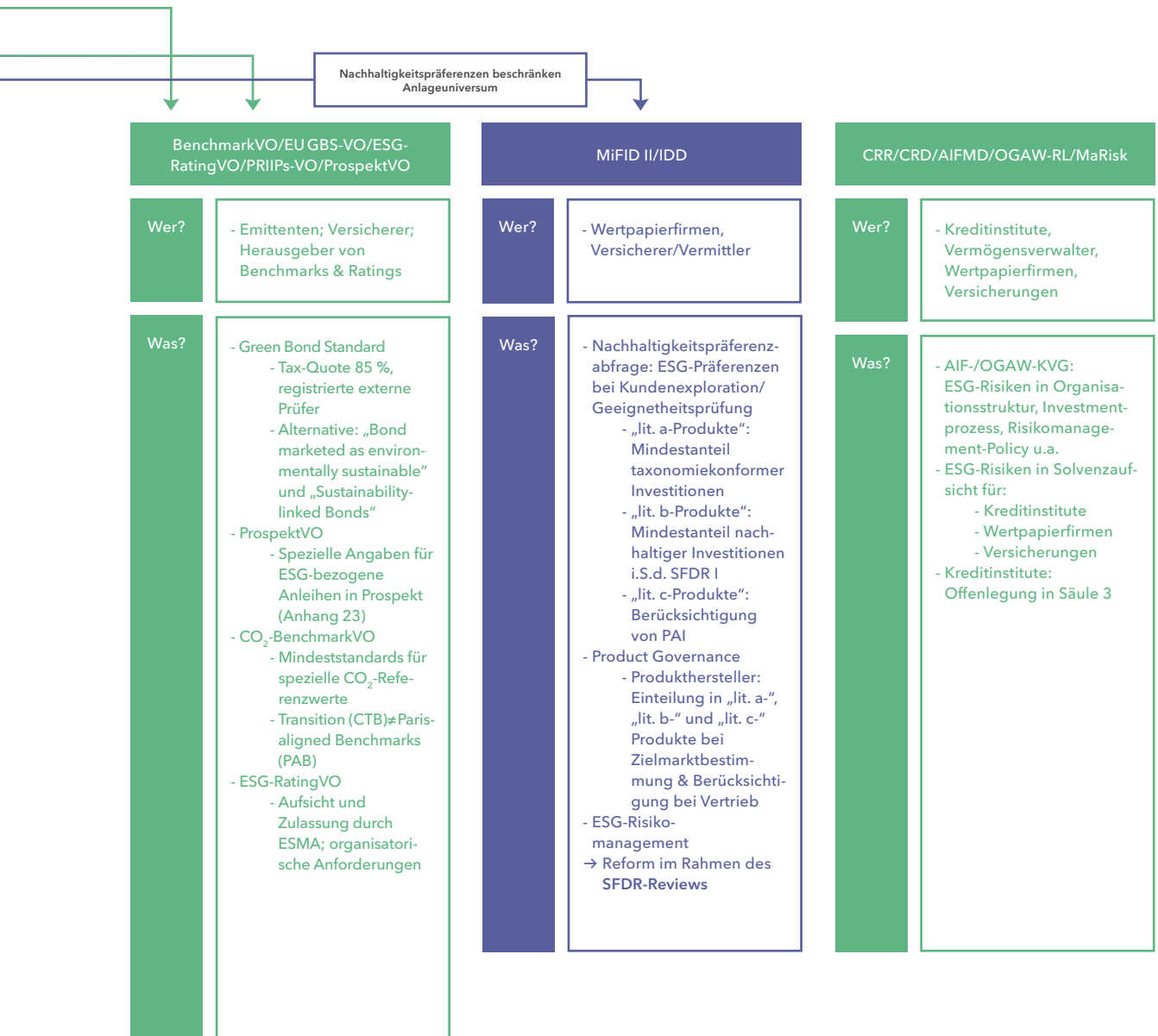
“A deep re-engineering of the financial system is necessary for investments to become more sustainable and for the system to promote truly sustainable development from an economic, social and environmental perspective. This implies finding ways to integrate sustainability into the EU’s regulatory and financial policy framework and to mobilise and orient more private capital flows towards sustainable investments.”

Europäische Kommission, Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, 8. Juni 2017

SUSTAINABLE FINANCE IN DER EU:



REGULATORISCHE LANDKARTE



SUSTAINABLE FINANCE IN DER EU: ADRESSATEN- BEZOGENE ECKPUNKTE

Kreditinstitute		AIF- und OGAW-Verwaltungsgesellschaften	
Wichtige Pflichten	UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT - CSRD/ESRS-Nachhaltigkeitsbericht (s. Unternehmen der Realwirtschaft) - Taxonomie-Quote: Green Asset Ratio, wenn CSRD-pflichtig - PAI-Statement → Wegfall durch SFDR II ESG-RISIKEN - Berücksichtigung in Solvenzaufsicht, u.a.: Geschäftsstrategie, Unternehmensführung, Risikomanagement; Kreditvergabe; Stresstests ESG-Risiken - Offenlegung in Säule 3 EMISSION VON WERTPAPIEREN - European Green Bonds: EuGB-Standard - Anhang 23 ProspektVO für ESG-bezogene Anleihen SORGFALTPFLICHTEN - LkSG grds. nicht im Kundengeschäft (s.u. 6.1), str. bei Großkrediten; - CSDDD (s. Unternehmen der Realwirtschaft) ALS PORTFOLIOMANAGER/ FINANZBERATER - Für SFDR I-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Wegfall durch SFDR II	Wichtige Pflichten	UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT - SFDR I: PAI-Statement → Wegfall durch SFDR II - SFDR I: Strategie der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken auf Website, Vereinbarkeit der Vergütungspolitik mit der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken → Wegfall durch SFDR II - Größenabhängig: CSRD/ESRS-Bericht; Taxonomie-Quote: Green Investment Ratio PRODUKTTRANSPARENZ - SFDR I: Offenlegung Internet, VVI, regelmäßige Berichte - SFDR I: Produktbezogen: Einstufung in Art. 6-, Art. 8- und Art. 9-SFDR-Produkte → Reform durch SFDR II ESG-RISIKEN - Berücksichtigung in Organisationsstruktur und Investmentprozess (in Investmentprozess auch mögliche nachteilige Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren); in Risikomanagement-Policy
	Wichtige Rechtsakte		Wichtige Rechtsakte
	- CSRD/ESRS; EU GBS-VO; ProspektVO; EU-TaxonomieVO; SFDR; CSDDD; MiFID II; CRR; CRD; AIFMD; OGAW; MaRisk; EZB-Leitfaden		- CSRD/ESRS; SFDR; EU-TaxonomieVO; MiFID II; OGAW; AIFMD

Wertpapierfirmen		Unternehmen der Realwirtschaft	
Wichtige Pflichten	UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT - Art. 8 TaxonomieVO: KPIs zu wichtigsten Wertpapierdienstleistungen und -tätigkeiten - Soweit nachhaltigkeitsberichtspflichtig: CSRD/ESRS-Nachhaltigkeitsbericht - Für SFDR-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Wegfall durch SFDR II ESG-RISIKEN - ESG-Risiken in Organisationsstruktur und Risikomanagement nach MiFID II und Wpl-MaRisk NACHHALTIGKEITSPRÄFERENZABFRAGE & ZIELMARKTBESTIMMUNG - Für SFDR I – Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Reform im Rahmen des SFDR-Reviews ALS PORTFOLIOMANAGER/ FINANZBERATER - Für SFDR I-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Wegfall durch SFDR II	Wichtige Pflichten	UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT <u>CSRD/ESRS-Nachhaltigkeitsbericht</u> - Nach NFRD-alt berichtspflichtige Unternehmen: für GJ 2024 in 2025 - Unternehmen mit > 1.000 MA und > 450 Mio. Umsatz: für GJ 2027 in 2028 - Nicht-EU-Unternehmen mit > EUR 450 Mio. Umsatz und großen/kapitalmarktorientierten Tochterunternehmen: für GJ 2028 in 2029 EMISSION VON WERTPAPIEREN - European Green Bonds - EuGB-Standard - Anhang 23 ProspektVO für ESG-bezogene Anleihen LIEFERKETTEN <u>LkSG/CSDDD-Vorschriften</u> - LkSG ab 1.000 Arbeitnehmer - CSDDD nach Omnibus I: Unternehmen mit > 5.000 MA, > EUR 1,5 Mrd. Umsatz ab Juli 2028
	Wichtige Rechtsakte		Wichtige Rechtsakte
	- CSRD/ESRS; EU GBS-VO; EU-TaxonomieVO; MiFID II; LkSG; CSDDD		CSRD/ESRS; EU GBS-VO; EU-TaxonomieVO; LkSG; CSDDD

Versicherungen/Versicherungsvermittler	
Wichtige Pflichten	UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT - CSRD (s. Unternehmen der Realwirtschaft) - Taxonomie-Quote: KPI bzgl. Kapitalanlagen und Versicherungstätigkeit - Für SFDR I-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Wegfall durch SFDR II PRODUKTTRANSPARENZ - Für SFDR I-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften → Reform durch SFDR II ESG-RISIKEN IN DER SOLVENZAUF SICHT - Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in Risikomanagement NACHHALTIGKEITSPRÄFERENZABFRAGE & ZIELMARKTBESTIMMUNG - S.o. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften SORGFALTPFLICHTEN - LkSG grds. nicht anwendbar; CSDDD (s. Unternehmen der Realwirtschaft) ALS IBIP-ANBIETER/FINANZBERATER - Für SFDR I-Pflichten s. AIF-/OGAW-Verwaltungsgesellschaften
	Wichtige Rechtsakte
	- CSRD/ESRS; EU-TaxonomieVO; SFDR; IDD; CSDDD

1. ESG-REGULIERUNG ZWISCHEN GREEN DEAL UND OMNIBUS

- 01 Die Regulierung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten (**ESG**) hat sich in den vergangenen Jahren zu einem zentralen Bestandteil der europäischen Finanzmarktordnung entwickelt. Was zunächst als politisches Projekt zur Unterstützung der Nachhaltigkeitsziele in der Europäischen Union begann, ist inzwischen tief in die aufsichtliche Praxis, die Geschäftsmodelle von Kreditinstituten und die Erwartungen von Investoren und Kunden eingebettet. Nicht-finanzielle Berichtspflichten halten Finanzunternehmen ebenso wie die Realwirtschaft dazu an, über die Nachhaltigkeit ihrer operativen Tätigkeit Rechenschaft abzulegen.
- 02 Welches regulatorische Konzept liegt all dem zugrunde?
- Ausgehend vom Aktionsplan der EU-Kommission zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums aus dem Jahr 2028¹ (**Aktionsplan**) verfolgt der europäische Gesetzgeber einen dreigeteilten Regulierungsansatz:
- 03 (1) **Private Kapitalströme** sollen so **umgelenkt** werden, dass sie der Finanzierung nachhaltiger Projekte dienen (siehe nachfolgend 2.).² Der regulatorische Instrumentenkasten zur Erreichung dieses Ziels setzt sich aus einer EU-weiten Klassifizierung nachhaltiger wirtschaftlicher Tätigkeiten (Taxonomie), der Einführung von Kennzeichen für nachhaltige Produkte (z.B. Green Bonds), der Berücksichtigung von ESG-Präferenzen in der Finanzberatung, einheitlichen Standards für Klima-Benchmarks und einem EU-weiten Regulierungsrahmen für ESG-Ratingagenturen zusammen.
- 04 (2) Ferner sollen finanzielle Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, in das **Risikomanagement** von Kreditinstituten, Vermögensverwaltern, Versicherungen und Ratingagenturen eingebettet werden (siehe nachfolgend 3.).³
- 05 (3) Schließlich will die EU die Transparenz über den Umgang mit Fragen der Nachhaltigkeit in der **Unternehmensberichterstattung und -führung** fördern (siehe nachfolgend 4.).⁴
- 06 Eine Aufwertung erfuhr dieses finanzmarktpolitische Großvorhaben durch den im Dezember 2019 veröffentlichten **European Green Deal** der EU-Kommission, der die klima- und umweltpolitischen Ambitionen der EU deutlich erhöht hat.⁵ So sollen die Treibhausgasemissionen in Europa bis

2030 nicht - wie bisher geplant - um 40 %, sondern um mindestens 55 % sinken, um sicherzustellen, dass Europa bis 2050 klimaneutral wird.⁶ Zur Finanzierung des European Green Deal legte die EU-Kommission im Januar 2020 den Europäischen Green-Deal-Investitionsplan vor, der darauf abzielt, im nächsten Jahrzehnt mindestens eine Billion Euro für nachhaltige Investitionen zu mobilisieren.⁷

07

Im Juli 2021 veröffentlichte die EU-Kommission ihre im European Green Deal angekündigte neue Strategie zur Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft (**Neue SF-Strategie**).⁸ Sie adressiert darin vier Bereiche, in denen zusätzliche Maßnahmen erforderlich sind, damit das Finanzsystem die Transformation zu einem nachhaltigen Wirtschaftssystem unterstützen kann:

- Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Wirtschaft;
- Inklusion durch stärkere Berücksichtigung von Bürgern und kleinen und mittleren Unternehmen (**KMU**) sowie eine Verbesserung ihres Zugangs zu nachhaltiger Finanzierung;
- Stärkung der Resilienz des Finanzsektors gegenüber Klima- und Umweltrisiken und Bekämpfung von Greenwashing;
- Ausbau des globalen Engagements zur Förderung einer nachhaltigen Wirtschaft.



- 08 Die Neue SF-Strategie ist weiterhin gültig und politisch maßgeblich. Die seit 2025 eingeleiteten Vereinfachungs- und Deregulierungsmaßnahmen (siehe dazu Rn. 10) haben zwar wesentliche Einzelmaßnahmen und deren Umsetzungsrahmen verändert, ohne jedoch die Strategie als solche zu ersetzen.
- 09 Ergänzend stellte die EU-Kommission im Februar 2023 ihren **Green Deal Industrial Plan for the Net-Zero Age** vor.⁹ Ziel des Plans ist es, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen klimaneutralen Industrie zu verbessern und gleichzeitig den Übergang zur Klimaneutralität zu beschleunigen.
- 10 In jüngster Zeit ist die ESG-Regulierung unter **rechtspolitischen Druck** geraten. Angesichts geopolitischer Spannungen, eines sich verschärfenden internationalen Wettbewerbs und wachsender Kritik an Bürokratie und Regulierungslast wird die Nachhaltigkeitsagenda hinterfragt. ESG wird dabei nicht selten als Kostentreiber, Innovationshemmnis oder Wettbewerbsnachteil wahrgenommen.¹⁰ Vor diesem Hintergrund entsteht leicht der Eindruck, die ESG-Regulierung befinde sich generell auf dem Rückzug. So sind die industriepolitischen Zielsetzungen des Green Deal Industrial Plan for the Net-Zero Age inzwischen maßgeblich in den **Clean Industrial Deal der EU-Kommission von 2025** und dessen Umsetzungsmaßnahmen überführt und weiterentwickelt worden. Der Clean Industrial Deal stellt dabei die Wettbewerbsfähigkeit und Resilienz der EU-Industrie deutlich stärker in den Vordergrund, als dies beim Green Deal Industrial Plan for the Net-Zero Age der Fall war. Dasselbe gilt für den im März 2026 von der EU-Kommission veröffentlichten Vorschlag für einen **Industrial Accelerator Act**.¹¹
- 11 Ein näherer Blick zeigt indes, dass die europäischen Regulatoren nicht mit einem grundsätzlichen Abbau von ESG-Anforderungen operieren, sondern mit einer bewussten Differenzierung. Während die Nachhaltigkeitsberichterstattung durch das **Omnibus I-Paket** deutlich zurückgeschnitten und vereinfacht wird, bleiben die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an das ESG-Risikomanagement der Institute sowie an ESG-bezogene Finanzprodukte unverändert hoch. Auch die bevorstehende Reform der Offenlegungsverordnung (**SFDR**) zeugt weniger von einem Rückbau als von einem Umbau der Anforderungen an nachhaltige Finanzprodukte.
- 12 Schließlich wird der sich beschleunigende Klimawandel aller Voraussicht nach dazu beitragen, die Sustainable Finance-Regulierung nicht abzuschaffen, sondern zukunftsgerichtet fortzuentwickeln. Dies gilt jedenfalls dann, wenn politische und wirtschaftliche Vernunft der bestimmende Faktor europäischer und nationaler Gesetzgebung bleibt – was nachdrücklich zu hoffen ist.

ZIELE DES AKTIONSPLANS



Umlenkung privater Kapitalströme

- Taxonomie
- Kennzeichen (u.a. Green Bonds)
- Finanzberatung
- Benchmarks
- ESG-Ratings

Einbettung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement

- Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter
- Banken
- Wertpapierfirmen
- Versicherungen

Förderung von Transparenz und Langfristigkeit

- Offenlegung/Rechnungslegung
- Lieferketten

2. UMLENKUNG PRIVATEN KAPITALS IN NACHHALTIGE INVESTITIONEN

13 Um zu einer Neuausrichtung der privaten Kapitalströme hin zu nachhaltigen Investitionen zu gelangen, nimmt der europäische Gesetzgeber die Finanzindustrie in die Pflicht. Sie muss Anleger nach ihren Nachhaltigkeitspräferenzen befragen und ihnen nachhaltige Finanzprodukte anbieten. Um hierfür den regulatorischen Rahmen zu schaffen, hat die EU zum einen neue „Nachhaltigkeits-Finanzmarktgesetze“ erlassen; zum anderen baut sie auf schon existierende Regelwerke auf (MiFID II, IDD).¹²

14 Im Einzelnen hat die EU-Kommission seit Mai 2018 fünf Gesetzesvorhaben umgesetzt:

- 1) Entwicklung eines EU-Klassifizierungssystems für nachhaltige Aktivitäten (**TaxonomieVO**);¹³
- 2) Einführung von auf Nachhaltigkeit bezogenen Transparenzpflichten für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR (die aktuelle Fassung der SFDR nachfolgend auch „**SFDR I**“ genannt);¹⁴
- 3) Schaffung von einheitlichen Referenzwerten für CO₂-Benchmarks;¹⁵
- 4) Integration von Nachhaltigkeit in den Kundenberatungsprozess (Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253¹⁶ und Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269¹⁷ – **MiFID II** – sowie Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257¹⁸ – **IDD**).
- 5) Schaffung eines harmonisierten Rechtsrahmens für Anbieter von ESG-Ratings (**ESG-RatingVO**).¹⁹

15 Ein wichtiger regulatorischer Bezugspunkt in den europäischen Rechtstexten ist das englische Akronym **ESG**. ESG steht für die Begriffe Environmental, Social und (Corporate) Governance und umschreibt damit die drei möglichen Nachhaltigkeitsziele, auf die eine nachhaltige Investition gerichtet sein kann.²⁰

2.1 WANN IST EINE INVESTITION NACHHALTIG?

16

Wenn privates Kapital zur Finanzierung der wirtschaftlichen Transformation hin zu mehr Nachhaltigkeit nutzbar gemacht werden soll, bedarf es einer verbindlichen Festlegung dessen, was als „nachhaltig“ anzusehen ist. Andernfalls droht ein Wildwuchs an marktgetriebenen Nachhaltigkeitsdefinitionen. Ein zentraler Begriff der europäischen ESG-Regulierung ist deshalb die „nachhaltige Investition“ (sustainable investment). Der Begriff kommt sowohl in der TaxonomieVO als auch in der SFDR I vor. Er wird jedoch nicht einheitlich definiert²¹: Der Terminus „nachhaltige Investition“ ist in der SFDR I weiter als in der TaxonomieVO.

Hinweis:

Die nachfolgenden Ausführungen geben den aktuellen Gesetzesstand [August 2026] wieder. Mit der Reform der SFDR I (nachfolgend „**SFDR II**“) wird auch das Verhältnis der SFDR zur Taxonomie neu geordnet werden, insbesondere durch die Streichung des Begriffs „nachhaltige Investition“ in Art. 2 Nr. 17 SFDR (siehe hierzu näher unten 2.3.6).

17

Dies liegt zum einen daran, dass die TaxonomieVO – anders als die SFDR I – vorerst nur „ökologisch nachhaltige Investitionen“, also „grüne“ Investitionen, regelt. Für die Nachhaltigkeitskategorie Sozial (S) hatte eine Expertengruppe, die von der EU-Kommission eingerichtete Plattform on Sustainable Finance (**PoSF**), Vorschläge erarbeitet, die aber bislang nicht aufgegriffen wurden.²² Die nachhaltige Unternehmensführung (G) spart die TaxonomieVO bis auf weiteres ganz aus.²³

18

Zum anderen stellt die TaxonomieVO höhere Anforderungen an eine „ökologisch nachhaltige Investition“ als die SFDR I:

19

Nach der TaxonomieVO bedarf es hierfür einer Investition in eine oder mehrere Wirtschaftstätigkeiten, die nach der TaxonomieVO als ökologisch nachhaltig gelten.²⁴ Eine Wirtschaftstätigkeit ist nur dann ökologisch nachhaltig, wenn sie einen **wesentlichen Beitrag** zur Verwirklichung eines **Umweltziels** leistet.²⁵ Unter welchen Bedingungen dies der Fall ist, ergibt sich aus den Delegierten Verordnungen auf Level 2 der TaxonomieVO.²⁶

- 20 Eine „nachhaltige Investition“ i.S.d. SFDR I ist hingegen eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels oder sozialen Ziels **beiträgt** (ohne „wesentlich“ sein zu müssen).²⁷ Auf die Umweltziele und Evaluierungskriterien der TaxonomieVO wird insofern nicht Bezug genommen.²⁸
- 21 Demnach sind **nachhaltige Investitionen i.S.d. TaxonomieVO eine Teilmenge der nachhaltigen Investitionen i.S.d. SFDR I**.²⁹ Dies hat Auswirkungen auf die Konzeption von Finanzprodukten, denn Finanzprodukte können ökologisch nachhaltige Investitionen i.S.d. SFDR I beinhalten, ohne taxonomiekonform zu sein.³⁰
- 22 Gemeinsame Schnittmenge beider Definitionen ist, dass die Investition eine positive Auswirkung (*impact*) auf eine nachhaltige Wirtschaftstätigkeit haben muss, um als nachhaltig anerkannt zu werden. In beiden Varianten dürfen die Investitionen zudem keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen (*Do no significant harm-Prinzip – DNSH*), wobei die Beachtung des DNSH-Prinzips ebenfalls anhand unterschiedlicher Parameter gemessen wird.³¹ Ferner müssen die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden, insbesondere mit Blick auf solide Managementstrukturen, die Beziehungen zu den Arbeitnehmenden, die Vergütung von Mitarbeitenden sowie die Einhaltung der Steuervorschriften.
- 2.1.1 **TaxonomieVO und SFDR I verfolgen unterschiedliche Zwecke ...**
- 23 Die **TaxonomieVO** dient dem Ziel, eine einheitliche Klassifizierung der ökologischen Nachhaltigkeit für Finanzmarktteilnehmer innerhalb der EU zu etablieren.³² Sie ist als **Rahmengesetz** (*Framework Regulation*) für die Nachhaltigkeits-Regulierung der europäischen Finanzmärkte konzipiert.
- 24 Ziel der **SFDR I** ist es demgegenüber, **Informationsasymmetrien** in den Beziehungen zwischen Anlegern und Finanzmarktteilnehmern im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken und -kriterien abzubauen.³³
- 25 Die SFDR I verfolgt keine inhaltliche Produktregulierung. Ihr geht es um Produkttransparenz. Vereinfacht ausgedrückt: Anbieter von Finanzprodukten, die als nachhaltig beworben werden, sollen Auskunft darüber geben, wieviel Nachhaltigkeit in dem Produkt tatsächlich steckt.

2.1.2 ... und unterscheiden sich in ihrem Anwendungsbereich

26 Die TaxonomieVO richtet sich an **Finanzmarktteilnehmer**, an **zur nicht-finanziellen Berichterstattung verpflichtete Unternehmen** und an die **Mitgliedstaaten der EU**.³⁴ Letztere sind verpflichtet, die in der Verordnung niedergelegte Taxonomie anzuwenden, wenn sie Anforderungen in Bezug auf als „ökologisch nachhaltig“ bezeichnete Finanzprodukte festlegen.³⁵ Hierbei geht es um Mindeststandards, Siegel oder vergleichbare Kennzeichnungen für „grüne“ Finanzprodukte. Weil mit der Zunahme nationalstaatlicher Standards für derartige Finanzprodukte zu rechnen sei, befürchtet die EU-Kommission eine Zersplitterung in verschiedene nationale Nachhaltigkeitskonzepte. Dieser Entwicklung soll durch eine einheitliche europäische Nachhaltigkeitstaxonomie vorgebeugt werden.³⁶

27 Der persönliche Anwendungsbereich der **SFDR I** umfasst hingegen **Finanzmarktteilnehmer** und **Finanzberater**.

Hinweis:

In der **SFDR II** werden Finanzberater vom Anwendungsbereich der SFDR ausgenommen sein (siehe hierzu näher unten 2.3.6)

28 Der sachliche Anwendungsbereich der SFDR I erstreckt sich auf „Finanzprodukte“. Ein Finanzprodukt ist hiernach:

- ein Portfolio, das Gegenstand einer Finanzportfolioverwaltung ist (individuelle Vermögensverwaltung),
- ein AIF,
- ein IBIP,
- ein Altersvorsorgeprodukt/Altersversorgungssystem,
- ein OGAW,
- ein europaweites privates Altersvorsorgeprodukt (PEPP).³⁷

Hinweis:

In der **SFDR II** wird die individuelle Vermögensverwaltung nicht mehr als Finanzprodukt reguliert sein (siehe hierzu näher unten 2.3.6)

29 Nicht erfasst vom Begriff des Finanzproduktes sind nach der SFDR I demnach Schuldtitel, wie z.B. Unternehmensanleihen (corporate bonds) oder strukturierte Wertpapiere (Zertifikate).

Hinweis:

In die **SFDR II** werden möglicherweise PRIIPs (Packaged Retail Investment and Insurance Products) und damit auch strukturierte Wertpapiere in den Kreis der Finanzprodukte aufgenommen (siehe hierzu näher unten 2.3.6)

2.1.3 Nachhaltige Investition und nachhaltige Wirtschaftstätigkeit

30 Zentrale Begriffe der TaxonomieVO und der SFDR I sind

- die ökologisch nachhaltige Investition und
- die ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit.

a) TaxonomieVO

31 Die **TaxonomieVO** beschränkt sich auf die „Bestimmung der ökologischen Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit“ (spart also die soziale Nachhaltigkeit aus).³⁸ Eine Investition ist dann ökologisch nachhaltig, wenn mit ihr eine oder mehrere Wirtschaftstätigkeiten finanziert werden, die gemäß der TaxonomieVO als ökologisch nachhaltig gelten.³⁹

32 Um als ökologisch nachhaltig zu gelten, muss zunächst eine **Wirtschaftstätigkeit wesentlich** zur Verwirklichung eines der nachfolgenden **Umweltziele beitragen**.⁴⁰

- 1) Klimaschutz,
- 2) Anpassung an den Klimawandel,
- 3) nachhaltige Nutzung und der Schutz von Wasser- und Meeresressourcen,
- 4) Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und Recycling,
- 5) Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung sowie
- 6) Schutz gesunder Ökosysteme.

33 Die Wirtschaftstätigkeit darf die vorgenannten Ziele zudem **nicht erheblich beeinträchtigen**.⁴¹ Schließlich muss die wirtschaftliche Tätigkeit unter Einhaltung eines **Mindestschutzes** von Menschen- und Arbeitsrechten ausgeübt werden.⁴²

34 Was unter einem „**wesentlichen Beitrag**“ zu verstehen ist, spezifiziert die TaxonomieVO für jedes Umweltziel einzeln.⁴³ Dabei können unterschiedliche Arten von Beiträgen geleistet werden. Einen wesentlichen Beitrag leisten zunächst die Wirtschaftstätigkeiten, die mit dem jeweiligen Umweltziel vollständig übereinstimmen, also z.B. CO₂-freie Energieerzeugung.⁴⁴ Daneben können auch die Wirtschaftstätigkeiten einen wesentlichen Beitrag leisten, die unmittelbar anderen Tätigkeiten ermöglichen, einen wesentlichen Beitrag zu den Umweltzielen zu leisten (sog. **ermöglichende Tätigkeiten** - enabling activities).⁴⁵ Für den Klimaschutz gibt es zudem noch eine dritte Kategorie, die sog. **Übergangstechnologie**.⁴⁶ Dabei handelt es sich um Wirtschaftstätigkeiten, zu denen es gegenwärtig noch keine technologische und wirtschaftliche CO₂-arme Alternative gibt und die den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft unterstützen. Es können somit auch Wirtschaftstätigkeiten einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz leisten, wenn sie zumindest im Vergleich zu den übrigen Wirtschaftstätigkeiten in diesem Sektor einen besonders niedrigen CO₂-Ausstoß aufweisen.

35 Eine weitere Voraussetzung für die Anerkennung einer Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig ist, dass durch sie kein anderes Umweltziel erheblich beeinträchtigt wird (**DNSH**). Eine ökologisch nachhaltige Tätigkeit muss somit zwar nicht zu jedem Umweltziel einen Beitrag leisten, sie darf aber auch nicht das Erreichen der anderen Umweltziele wesentlich erschweren. Dafür werden zunächst allgemein die Grenzen definiert, die im Hinblick auf die jeweils anderen Umweltziele zu beachten sind.⁴⁷

36 Zudem ist bei ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten ein **Mindestschutz** für international anerkannte Menschen- und Arbeitsschutzrechte zu beachten.⁴⁸ Es ist zunächst durch geeignete Verfahren sicherzustellen, dass globale Abkommen wie die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen und die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte, einschließlich der internationalen Arbeitsschutzabkommen, befolgt werden.⁴⁹ Für die ökologische Nachhaltigkeit sind auf Unternehmensebene somit Compliance-Verfahren zu etablieren, die eine Einhaltung dieser Mindeststandards absichern. Zur Erläuterung der daraus resultierenden Anforderungen hat die PoSF einen Bericht mit Empfehlungen vorgelegt.⁵⁰ Ausgehend von den OECD-Leitsätzen und den UN-Leitprinzipien identifiziert der Bericht vier Kernbereiche: (i) Menschenrechte, einschließlich der Rechte der Arbeitnehmenden, (ii) Bestechung/Korruption, (iii) Besteuerung und (iv) fairer Wettbewerb. Für diese Kernbereiche entwickelt die PoSF Indikatoren, die auf eine Verletzung der Mindeststandards schließen lassen. Damit derartige Verstöße verlässlich identifiziert werden, muss ein Human Rights Due Diligence-Prozess (**HRDD**) etabliert werden. Die HRDD hat ein mehrschrittiges Verfahren vorzusehen, von dem die Schritte 2–6 regelmäßig zu wiederholen sind, sodass ein Kreislauf entsteht: (1) Verabschiedung und Verankerung einer Verpflichtung zu HRDD in Grundsätzen und Verfahren, (2) Identifizierung und Bewertung nachteiliger Auswirkungen, (3) Ergreifung von Maßnahmen zur Beendigung, Verhinderung, Abschwächung und Behebung nachteiliger Auswirkungen, (4) Verfolgung der Umsetzung dieser Maßnahmen und ihrer Ergebnisse, (5) öffentliche Kommunikation über den HRDD-Ansatz und die umgesetzten Maßnahmen und (6) Abhilfemaßnahmen, einschließlich der Einrichtung von Beschwerdemechanismen. Die bloße Abwesenheit von festgestellten Verstößen in den genannten Kernbereichen rechtfertigt somit nicht per se die Annahme, dass die Mindeststandards eingehalten sind. Es muss vielmehr auch nachgewiesen werden, dass die beschriebene HRDD durchgeführt wird. Zumindest in den ersten Jahren dürfte allerdings zu berücksichtigen sein, dass ein solcher Prozess erst einmal aufgebaut werden muss. Ferner sind Unternehmen im Rahmen der HRDD verpflichtet, sich an das DNSH-Prinzip i.S.d. Art. 2 Nr. 17 SFDR zu halten.⁵¹ Sie müssen somit die Indikatoren der SFDR I für die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (*principal adverse impacts* – **PAI**) in den Bereichen Soziales und Beschäftigung, Achtung der Menschenrechte und Bekämpfung von Korruption und Bestechung⁵² berücksichtigen. Diese Anforderungen sind überwiegend deckungsgleich mit den entsprechenden Vorgaben, die sich aus den OECD-Leitsätzen und den UN-Leitprinzipien ergeben. Hinzu

kommt allerdings der Umgang mit Engagements in umstrittene Waffen (Antipersonenminen, Streumunition, chemische und biologische Waffen), der nur in den PAI der SFDR ausdrücklich benannt und somit zusätzlich zu berücksichtigen ist.⁵³

37 Als eine Art vierte Voraussetzung, die aber eigentlich nur die ersten beiden Voraussetzungen konkretisiert, sind die **technischen Bewertungskriterien** einzuhalten.⁵⁴ Mit ihrer Hilfe werden der „wesentliche Beitrag“ und die DNSH-Anforderungen für einzelne Wirtschaftstätigkeiten spezifiziert.

38 Eine delegierte Verordnung mit mehr als 480 Seiten umfassenden Anhängen enthält die **auf Stufe 2 zu implementierende Taxonomie-Methodik** für die Umweltziele „Klimaschutz“ und „Anpassung an den Klimawandel“ (**Klima-DelVO**).⁵⁵ Die Klima-DelVO wird durch zwei weitere delegierte Verordnungen ergänzt, die zusätzliche technische Bewertungskriterien für die Klimaziele enthalten.^{56,57} Als Auslegungshilfe zu den komplexen Regelungen dienen die FAQs der EU-Kommission vom 20. Oktober 2023.⁵⁸

39 Die Klima-DelVO deckt knapp 100 Wirtschaftstätigkeiten von etwa 40 % der kapitalmarktorientierten Unternehmen in Sektoren ab, auf die knapp 80 % der direkten Treibhausgasemissionen in Europa entfallen. Sie legt zunächst für ausgewählte Sektoren (Forstwirtschaft; Umweltschutz und Renaturierung; produzierendes Gewerbe; Energieerzeugung; Wasser, Abwasser & Abfall; Verkehr; Immobilien; Information & Kommunikation sowie Forschung & Entwicklung) die technischen Evaluierungskriterien für einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz bzw. zur Anpassung an den Klimawandel und zur Vermeidung einer signifikanten Beeinträchtigung der anderen Umweltziele fest. Die Evaluierungskriterien enthalten somit eine Art Check-Liste, anhand deren sich bestimmen lässt, ob und wann eine dieser Wirtschaftstätigkeiten als ökologisch nachhaltig angesehen werden kann. Die Erweiterung der Klima-DelVO war politisch hoch umstritten, da auf diese Weise der Betrieb von Atomkraftwerken und modernen Gaskraftwerken als nachhaltige Übergangstätigkeiten in die Klimataxonomie aufgenommen wurde.

40 Für die verbleibenden vier Umweltziele ist auf Grundlage der Empfehlungen der PoSF⁵⁹ eine weitere delegierte Verordnung (**Umwelt-DelVO**)⁶⁰ verabschiedet worden, die seit dem 1. Januar 2024 gilt. In der Umwelt-DelVO sind deutlich weniger Wirtschaftstätigkeiten als in der Klima-DelVO erfasst. Der Großteil der Wirtschaftstätigkeiten, für die in der Umwelt-DelVO technische Evaluierungskriterien vorgesehen sind, ist auf das Ziel der Kreislaufwirtschaft gerichtet. Die anderen Umweltziele führen im Vergleich dazu noch ein Schattendasein.

41 Anhand der durch die Taxonomie getroffenen Festlegung, ob eine Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig gilt, ist sodann zu bestimmen, inwieweit eine **ökologisch nachhaltige Investition** vorliegt.⁶¹

42 Um die Inhalte der Taxonomie zu visualisieren und besser verständlich zu machen, hat die EU-Kommission mit dem **EU-Taxonomie-Kompass** ein Online-Tool entwickelt, das den Gesamtrahmen der Taxonomiekriterien sowie die taxonomiegeeigneten Wirtschaftstätigkeiten abbildet und das regelmäßig aktualisiert werden soll.⁶²

43 Ausgehend von einem umfangreichen Vorschlagskatalog der PoSF vom Februar 2025⁶³ hat die EU-Kommission legislative Maßnahmen für eine Vereinfachung der TaxonomieVO (**Simplifying EU Taxonomy**) in Angriff genommen:

- In einem ersten Schritt hat die Kommission im Rahmen ihres Omnibus I-Pakets im Juli 2025 eine Änderungsverordnung verabschiedet, deren Schwerpunkt auf einer Entschlackung der Berichtspflichten nach Art. 8 TaxonomieVO liegt.⁶⁴
- In einem weiteren Schritt sollen umfassende Vereinfachungen auf Ebene der technischen Evaluierungskriterien, einschließlich der DNSH-Anforderungen, folgen.⁶⁵

b) **SFDR I**

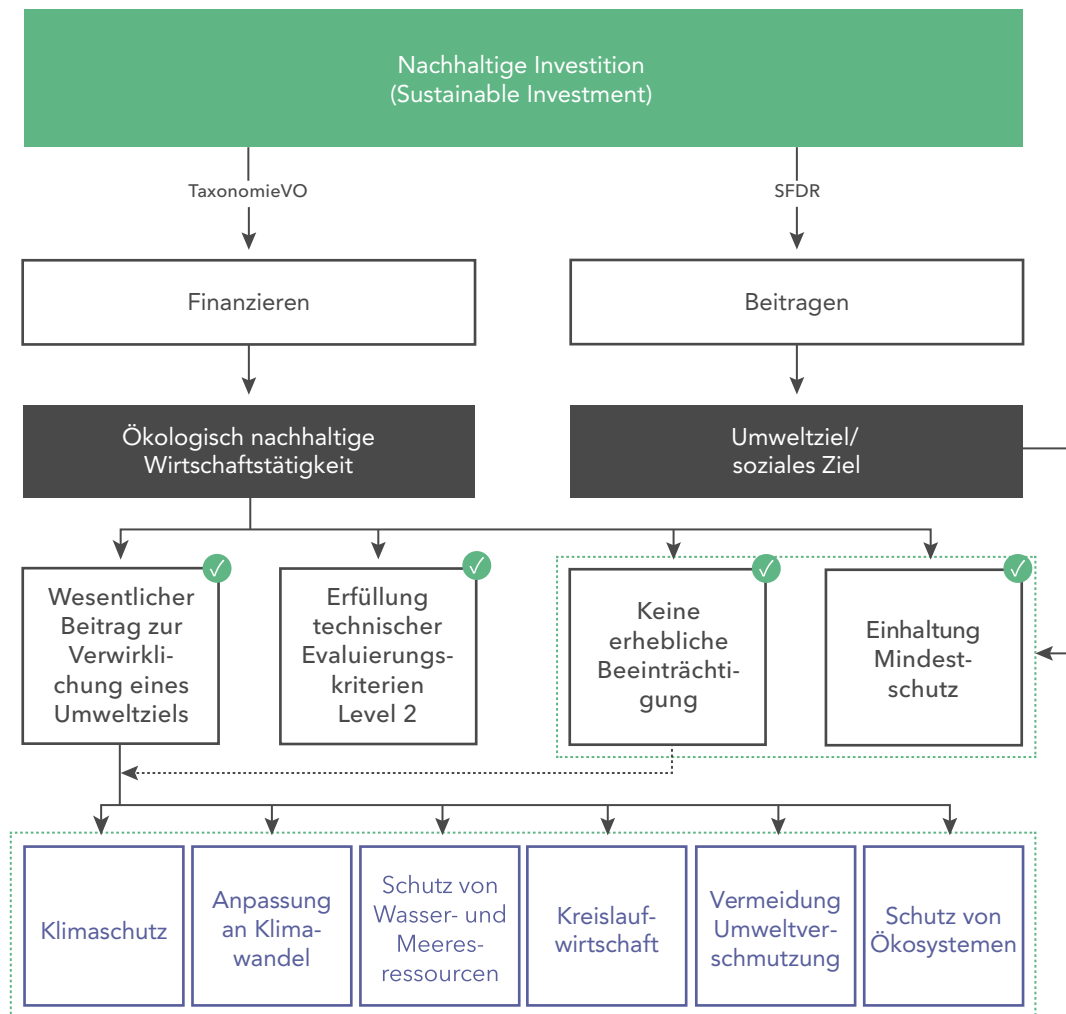
Hinweis:

In der **SFDR II** wird die nachfolgend erläuterte Vorschrift des Art. 2 Nr. 17 SFDR aufgehoben werden (siehe hierzu näher unten 2.3.6).

44 Die **SFDR I** wählt hingegen einen etwas anderen Ansatz. Art. 2 Nr. 17 SFDR enthält für **Umweltziele** (Variante 1) eine nicht abschließende Aufzählung von Schlüsselindikatoren, an denen der Beitrag der Investition zum Umweltziel gemessen werden kann, ohne allerdings eine eigene Definition von Umweltzielen vorzugeben. Für **soziale Ziele** (Variante 2) erfolgt ebenfalls eine nicht abschließende Aufzählung. Solche Schlüsselindikatoren fehlen demgegenüber in der TaxonomieVO. Auch die weiteren Voraussetzungen ähneln sich zwar. So dürfen auch nach der SFDR I die Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen (**DNSH-Prinzip**). Ferner müssen die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden, insbesondere mit Blick auf solide Managementstrukturen, die Beziehungen zu den Arbeitnehmenden, die Vergütung von Mitarbeitern sowie die Einhaltung der Steuervorschriften. Jedoch werden auch hier zum Teil andere Begrifflichkeiten verwendet, sodass ein vollständiger Gleichlauf mit der TaxonomieVO nicht sichergestellt ist.⁶⁶

45

Die unterschiedliche Begrifflichkeit von TaxonomieVO und SFDR soll in der nachfolgenden Übersicht veranschaulicht werden:



2.1.4

Soziale Taxonomie

46

Im Februar 2022 veröffentlichte die PoSF ihren Abschlussbericht für eine soziale Taxonomie.⁶⁷ Die PoSF nimmt drei Gruppen von Stakeholdern – Arbeitnehmende, Endverbraucher und die Gesellschaft – in den Blick und kommt auf diese Weise zu drei Hauptzielen: (1) angemessene Arbeitsbedingungen entlang der Wertschöpfungskette, (2) angemessener Lebensstandard und Wohlergehen der Endverbraucher sowie (3) inklusive und nachhaltige Gesellschaft und Gemeinden. Für jedes dieser drei Hauptziele werden weitere Unterziele festgelegt:

- **Angemessene Arbeitsbedingungen entlang der Wertschöpfungskette:** angemessene Löhne, Sicherheit und Gesundheit am Arbeitsplatz, soziale Absicherung, diskriminierungsfreies Arbeitsumfeld, Menschenrechte entlang der Wertschöpfungskette u.a.
- **Angemessener Lebensstandard und Wohlergehen der Endverbraucher:** Produktsicherheit, qualitativ hochwertige Kranken- und Pflegeversicherung, Verbesserung des Zugangs zu qualitativ hochwertigen Nahrungsmittel- und Wasserversorgung und zu qualitativ hochwertigen Wohnmöglichkeiten, Verbesserung von Bildungschancen, Datenschutz u.a.
- **Inklusive und nachhaltige Gesellschaft und Gemeinden:** Förderung von Gleichheit und inklusivem Wachstum durch verbesserte Infrastruktur, Kinderbetreuung, Inklusion von Menschen mit Behinderungen; Schaffung nachhaltiger Lebensgrundlagen, etwa durch Konsultationen mit indigener Bevölkerung; Beachtung von Menschenrechten.

47

Die weitere Methode der sozialen Taxonomie entspricht der Umwelt-Taxonomie. Eine Tätigkeit ist nur sozial nachhaltig, wenn (1) die Aktivität zur Verwirklichung eines (Unter-)Ziels wesentlich beiträgt, (2) die Aktivität andere (Unter-)Ziele (wozu auch die Umweltziele gehören sollen) nicht signifikant beeinträchtigt und (3) das Unternehmen die Mindeststandards beachtet, die auch in Art. 18 TaxonomieVO vorgesehen sind. Bei der Bestimmung des wesentlichen Beitrags zu einem sozialen Ziel sollen insbesondere Aktivitäten in besonders gefährdeten Sektoren (z.B. Bergbau im Hinblick auf Arbeitsplatzsicherheit) in den Blick genommen werden. Zudem soll ein zusätzlicher Nutzen einer Aktivität erforderlich sein. Der typische inhärente Nutzen bestimmter Wirtschaftstätigkeiten, z.B. von Pharmakonzernen, soll nicht ausreichen, sondern durch einen zusätzlichen Nutzen, z.B. vergünstigte Abgabe von Medikamenten, ergänzt werden. Der Abschlussbericht gibt erste Indikationen, in welche Richtung sich eine soziale Taxonomie entwickeln könnte, weist aber auch auf die Probleme bei der Quantifizierung konkreter Kriterien hin.

48 Die Berichte der PoSF zur Erweiterung der Taxonomie bzw. zur sozialen Taxonomie werden in einen Bericht der Kommission einfließen, der nach den Vorgaben der TaxonomieVO spätestens am 31. Dezember 2021 veröffentlicht werden sollte.⁶⁸ Die IPSF hat zudem im Dezember 2023 einen Bericht zu Social Bonds veröffentlicht.⁶⁹ Dieser stellt die bestehenden Rahmenbedingungen und Praktiken im Bereich der sozialen Anleihen dar und enthält Empfehlungen für eine Erweiterung des Markts. Inoffiziell wird indes verlautbart, dass die Entwicklung einer sozialen Taxonomie derzeit für die EU-Kommission keine Priorität hat, zumal die methodischen Schwierigkeiten noch nicht befriedigend gelöst werden konnten.

49 Ob das Projekt einer sozialen Taxonomie von der EU-Kommission weiterverfolgt werden wird, erscheint indes zweifelhaft. Welche Wirtschaftstätigkeiten als sozial klassifiziert werden können, ist in der EU politisch umstritten. Dies betrifft insbesondere die Frage, ob auch die Produktion von Waffen für Verteidigungszwecke als sozial taxonomiekonform anerkannt werden sollen (dazu auch sogleich 2.1.5). Es bleibt abzuwarten, ob sich die EU-Kommission auf dieses Feld begeben wird.

2.1.5 Kann „Defense“ sozial sein?

50 Vor dem Hintergrund geopolitischer Herausforderungen wird die Frage diskutiert, ob Investitionen in die militärische Verteidigungsfähigkeit oder Unternehmen, deren Entwicklungen hierzu einen Beitrag leisten können (Dual Use), einen Nachhaltigkeitsbezug haben und insoweit auf eine Stufe mit Investitionen in den Klimaschutz oder die Anpassung an den Klimawandel gestellt werden können. In diesem Fall könnte privates Anlegerkapital mit ESG-fähigen Finanzinstrumenten (z.B. in Form von „Art. 8-Produkten“) für die Finanzierung von Unternehmen, deren Produkte und Entwicklungen ausschließlich oder auch Verteidigungszwecken dienen, nutzbar gemacht werden. Eine ESG-Fähigkeit von Investitionen in den Defense-Sektor unter dem Aspekt einer Finanzierung von enabling activities für die „soziale Nachhaltigkeit“ (Art. 2 Nr. 17 i.V.m. Art. 8 SFDR) erscheint zwar nicht als ausgeschlossen, aber zumindest angreifbar. Hinzu käme die ebenfalls herausfordernde Bewältigung des DNSH-Tests.⁷⁰

2.2 NORMEN UND KENNZEICHEN

2.2.1 EU Green Bond Standard / Verbriefungen

51 Der Aktionsplan aus dem Jahr 2018 sieht auch die Schaffung von einheitlichen EU-Normen und Kennzeichen für nachhaltige Finanzprodukte vor.⁷¹ Als Prototyp soll ein europaweiter Standard für sog. „grüne Anleihen“ (Green Bonds) dienen.⁷² Auf Basis eines Berichts der TEG mit Empfehlungen und Vorschlägen⁷³ legte die EU-Kommission im Juli 2021 einen Verordnungsvorschlag über europäische grüne Anleihen (**EuGB**) vor.⁷⁴ Als freiwilliger „Goldstandard“ für grüne Anleihen steht er allen Anleiheemittenten offen, einschließlich privater Unternehmen, öffentlicher Institutionen und Emittenten mit Sitz außerhalb der EU. Nach intensiven politischen Verhandlungen wurde die Verordnung über europäische grüne Anleihen im Jahr 2023 verabschiedet.⁷⁵ Sie ist am 21. Dezember 2024 in Kraft getreten.

52 Emittenten grüner Anleihen haben, sofern sie die Bezeichnung „Europäische grüne Anleihen“ oder „EuGB“ führen wollen, einheitliche Anforderungen zu erfüllen:

- Die Erlöse aus der Anleihe müssen grundsätzlich vollumfänglich für Anlagegüter, Investitions- oder Betriebsausgaben sowie finanzielle Vermögenswerte eingesetzt werden, die den Taxonomie-Anforderungen entsprechen. Bezieht sich die Erlösverwendung auf Wirtschaftstätigkeiten, die erst künftig taxonomiekonform werden, hat der Emittent einen sog. CapEx-Plan zu veröffentlichen, in dem eine Frist zur Erreichung der Taxonomie-Konformität festzulegen ist. In Höhe einer Flexibilitätskomponente (*flexibility pocket*) von bis zu 15 % der Erlöse dürfen Emittenten auch in bestimmte eng definierte Tätigkeiten im Kontext internationaler Unterstützung (z.B. bestimmte Tätigkeiten der Entwicklungshilfe) sowie in Wirtschaftstätigkeiten investieren, für die noch keine technischen Bewertungskriterien vorliegen.
- Über detaillierte Pflichten, u.a. durch Ausfüllen eines im Anhang I vorgegebenen Informationsblatts (*factsheet*), jährliche Berichte und eine Überprüfung nach der Emission, ist die Erlösverwendung transparent zu machen. Um die Einhaltung der Anforderungen des EuGB-Standards, u.a. die Taxonomie-Ausrichtung der Erlösverwendung, sicherzustellen, müssen die Anleihen durch externe Gutachter geprüft werden.

- Externe Gutachter, die Dienstleistungen für Emittenten nach dem EuGB-Standard erbringen, müssen bei der ESMA registriert sein und werden von dieser beaufsichtigt.

53 Die EuGB-Verordnung regelt darüber hinaus Bedingungen, unter denen **Verbriefungen** als EuGB bezeichnet werden dürfen. Danach sind die Erlösverwendungsvorgaben des EuGB-Standards grundsätzlich auf der Ebene des Originators anwendbar. Spezifische Transparenzvorgaben und Ausschlüsse sollen dabei das Anlegervertrauen stärken. Um dies zu konkretisieren, hat die EU-Kommission mit der Delegierten Verordnung (EU) 2024/1700 technische Durchführungsbestimmungen erlassen, die den Originatoren aufgeben, Informationen zu nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (*principal adverse impacts* – **PAI**) ihrer STS-Verbriefungen offenzulegen.⁷⁶ Hierfür haben sie ein Berichterstattungsformat zu verwenden, das sich eng an die SFDR I anlehnt.

2.2.2 TLAC-/MREL-Anleihen

54 Im Rahmen ihrer kontinuierlichen Überprüfung⁷⁷ der Qualität von Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten legt die EBA in ihren regelmäßigen Update-Berichten ihre Überlegungen zu Eigenmitteln oder Instrumenten für berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten mit ESG-Merkmalen dar, sog. **ESG-Kapitalanleihen für TLAC- und MREL-Zwecke**.⁷⁸ Die EBA gibt hierin u.a. einen Überblick über die in diesem Zusammenhang identifizierten Risiken sowie die ermittelten Unterschiede in den maßgeblichen Klauseln. Der Bericht enthält ferner Überlegungen zum Zusammenspiel zwischen den für die ESG-Anleihen verwendeten Klauseln und den Zulassungskriterien für Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten.

2.2.3 Green Loans

55 In ihrer Neuen SF-Strategie hat die EU-Kommission die Bedeutung von privaten Haushalten und KMUs für den Transformationsprozess hervorgehoben, wenn diese Zugang zu nachhaltigen Finanzierungsmitteln in Form **nachhaltiger Kredite (Green Loans)** erhalten. Mit Hilfe von Green Loans könnten Haushalte und KMUs die Energieeffizienz ihrer Gebäude verbessern, auf umweltfreundliche Heizquellen oder emissionsfreie Fahrzeuge umsteigen. Im Auftrag der EU-Kommission hat die EBA dazu im Dezember 2023 eine Stellungnahme sowie einen Bericht⁸⁰ veröffentlicht. Darin schlägt sie vor, ein freiwilliges Label für grüne Kredite einzuführen, und spricht sich dafür aus, dass das Konzept einer grünen Hypothek in der Wohnimmobilienkreditrichtlinie⁸¹ (MCD) verankert wird. Die Vorschläge der EBA umfassen u.a.:

- eine einheitliche Definition für grüne Kredite auf Grundlage der TaxonomieVO sowie der Verordnung über die EuGB, die auch Transformationsmaßnahmen für eine bessere Nachhaltigkeitsperformance von Wirtschaftstätigkeiten berücksichtigen soll;
- die Erarbeitung eines freiwilligen Labels für grüne Kredite im Einklang mit den Entwicklungen um die Neufassung der Richtlinie über die Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden;⁸²
- die Aufnahme von bestimmten Informationen über die Nachhaltigkeitsperformance der den Kredit sichernden Wohnimmobilie (z.B. Energieeffizienzausweis (EPC)) sowie
- Überlegungen zu zusätzlichen Anforderungen an die Kompetenz und die Kenntnisse von Beschäftigten in Bezug auf grüne Hypotheken im Rahmen der Überprüfung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie.

2.2.4

EU-Ecolabel

56

Neben grünen Anleihen sollen auch andere Finanzprodukte ein spezifisches Nachhaltigkeitskennzeichen erwerben können. Dazu soll im Rahmen des bereits bestehenden freiwilligen Kennzeichnungssystems nach der Verordnung (EG) Nr. 66/2010 (EcolabelVO) ein EU-Ecolabel für bestimmte Retail-Finanzprodukte vergeben werden, die zu einem hohen Grad in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der EU-Taxonomie investieren. Mit dem Ecolabel können Verbraucher verlässlich über die Umweltauswirkungen des gekennzeichneten Produktes informiert werden.

57

Das Joint Research Centre (JRC) hat im März 2021 einen aktualisierten Bericht vorgelegt, der Kriterien für die Verwendung eines EU-Ecolabels für Retail-Finanzprodukte und eine Entscheidungsvorlage zur Etablierung von Ecolabel-Kriterien für Retail-Finanzprodukte durch die EU-Kommission enthält.⁸³ Der JRC-Report sieht vor, zwei Arten von Finanzdienstleistungen – und damit mittelbar: zwei Arten von Finanzprodukten – in den Anwendungsbereich des EU-Ecolabels einzubeziehen:⁸⁴ (1) die Verwaltung von unter die PRIIPs-VO fallenden Investmentfonds für Kleinanleger sowie fondsgebundenen Lebensversicherungen und (2) die Verwaltung eines Festgeld- oder Spareinlagenprodukts,⁸⁵ bei dem mit dem eingelegten Geld Projekte und Tätigkeiten finanziert werden, die (neben Zinsen) auch Umweltvorteile erzielen.⁸⁶ Speziell für letztere Produktgruppe werden in dem JRC-Bericht Kriterien entwickelt, die eine Bank oder Sparkasse einhalten muss, wenn sie das Ecolabel für ein Sparprodukt verwenden möchte:

1) Investitionen in grüne Wirtschaftsaktivitäten⁸⁷

Mindestens 70 % der Einlagen sollen in grüne Kredite oder grüne Anleihen investiert werden. Der Antragsteller muss jährlich über den Stand der Umsetzung der finanzierten Projekte berichten. Die als Einlagen gehaltenen und als Darlehen ausgereichten Gelder sind innerhalb der Konten des Kreditinstituts streng voneinander zu trennen bzw. nachverfolgbar zu halten, um eine Verwendung für andere Zwecke zu beschränken und eine Rückverfolgbarkeit der eingelegten Gelder der einzelnen Privatkunden sowie ihres Beitrags zum Gesamtwert der gewährten grünen Kredite zu ermöglichen.

2) Ausschlüsse aufgrund von Umweltaspekten⁸⁸

Die Einlagen dürfen nicht als Kredite an Unternehmen ausgereicht oder zur Projektfinanzierung verwendet werden, sofern das Unternehmen mehr als 5 % seines Umsatzes aus einer Geschäftstätigkeit generiert, die aufgrund von negativen Umweltauswirkungen ausgeschlossen ist.

3) Ausschlüsse aufgrund von sozialen und Governance-Aspekten⁸⁹

Ferner dürfen die Einlagen nicht für Kredite an Unternehmen ausgereicht werden, die unter die Ausschlüsse aufgrund von sozialen und sog. Governance-Aspekten fallen. Hierzu zählt z.B. der Schutz der internationalen Menschenrechte, das Verbot der Zwangs- und Kinderarbeit, der Schutz von Minderheiten und indigenen Gemeinschaften sowie die Einhaltung lokaler Vorschriften gegen Korruption, Bestechung und Erpressung. Ferner fallen Tabak- und Waffenproduktion unter das Ausschlusskriterium.

4) Information für Kleinanleger⁹⁰

In den Kleinanlegern jährlich zur Verfügung zu stellenden Informationen muss u.a. eine detaillierte Auflistung der Projekte und grünen Wirtschaftsaktivitäten, für die Kredite ausgereicht wurden, einschließlich ihres Umsetzungsstandes enthalten sein.

5) Information, die auf bzw. über dem Ecolabel erscheint⁹¹

Die Verwendung des EU-Umweltzeichens hat nach den Anweisungen der Leitlinien zum EU-Umweltzeichen zu erfolgen.

2.2.5

Nachhaltigkeitssiegel unter der EmpCo-Richtlinie

58

Die Verwendung sog. „Nachhaltigkeitssiegel“ unterliegt seit Umsetzung der europäischen EmpCo-Richtlinie (Richtlinie (EU) 2024/825) im UWG ab dem 27. September 2026 einer wettbewerbsrechtlichen Regulierung. Siehe näher zur EmpCo-Richtlinie unten 2.4.2.

2.3 WELCHEN TRANSPARENZ- PFLICHTEN UNTERLIEGEN EMITTENTEN UND INTERMEDIÄRE?

59

Aus Sicht der EU-Kommission spielt Transparenz eine zentrale Rolle bei der Durchsetzung von Nachhaltigkeitsfaktoren im Finanzsektor.⁹² Die SFDR I sieht deshalb umfangreiche Transparenzpflichten für Emittenten und Intermediäre vor, die auch an den Vorgaben der TaxonomieVO ausgerichtet sind.



2.3.1

SFDR I

- 60 Die SFDR I enthält zahlreiche Transparenzvorschriften, die sich überwiegend sowohl an Finanzmarktteilnehmer als auch an Finanzberater, teilweise aber nur an Finanzmarktteilnehmer richten. Die Transparenzpflichten sind produktbezogen (siehe zur inhaltlichen Konkretisierung durch die TaxonomieVO oben 2.1.2) oder unternehmensbezogen.
- a) **Art. 6-, Art. 8- und Art. 9-Produkte**
- 61 Die SFDR I differenziert danach, ob mit einem Finanzprodukt lediglich nachhaltige Merkmale beworben werden (Art. 8 SFDR) oder ob mit dem Produkt eine nachhaltige Investition angestrebt wird (Art. 9 SFDR).
- 62 Im letzteren Falle, also bei einem „Art. 9-Produkt“ (*deep green*), muss der Finanzmarktteilnehmer den vorvertraglichen Produktinformationen Angaben darüber beifügen, wie das angestrebte Ziel einer nachhaltigen Investition zu erreichen ist.⁹³ Die Verschränkung mit der Taxonomie erfolgt in der Weise, dass in diesen Informationen eine Beschreibung aufzunehmen ist, wie und in welchem Umfang die dem Finanzprodukt zugrunde liegenden Investitionen solche in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten gemäß Art. 3 TaxonomieVO sind. In dieser Beschreibung ist der Anteil der Investitionen in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten, die für das Finanzprodukt ausgewählt wurden, einschließlich Einzelheiten zu den Anteilen von sog. ermöglichenden Tätigkeiten (*enabling activities*) und von Übergangstätigkeiten (*transition activities*), als Prozentsatz aller für das Finanzprodukt ausgewählten Investitionen anzugeben.⁹⁴ Dies bedeutet: Aus den vorvertraglichen Informationen zu einem Art. 9-Produkt muss sich ergeben, inwieweit die mit dem Produkt angestrebten nachhaltigen Investitionen taxonomiekonform sind.
- 63 Die EU-Kommission hat in ihren Q&A zur SFDR I vom Juli 2021 deutlich gemacht, dass ein Finanzprodukt nur dann als Art. 9-Produkt zu qualifizieren ist, wenn es annähernd 100 % taxonomiekonforme oder i.S.v. Art. 2 Nr. 17 SFDR I nachhaltige Investitionen enthält.⁹⁵
- 64 Ein „Art. 8-Produkt“ (*light green*) zeichnet sich durch das „Bewerben“ (*promotion*) von ökologischen oder sozialen Merkmalen aus. Es handelt sich um einen Auffangtatbestand, der solche Produkte erfassen soll, die nicht speziell auf nachhaltige Investitionen ausgerichtet sind, aber laut Anbieter Nachhaltigkeitsaspekte auf sonstige Weise bei der Investitionsentscheidung berücksichtigen. Dies gilt unabhängig vom tatsächlichen Nachhaltigkeitsprofil des Finanzprodukts. Der Begriff des „Bewerbens“ i.S.v. Art. 8 SFDR I wird dabei sehr weit ausgelegt.

- Nach Ansicht der EU-Kommission umfasst der Begriff des „Bewerbens“ u.a. direkte oder indirekte Behauptungen, Informationen, Berichterstattung und Offenlegungen, die den Eindruck erwecken, dass die mit dem betreffenden Finanzprodukt verfolgten Anlagen auch ökologische oder soziale Merkmale in Bezug auf die Anlagestrategien oder -ziele berücksichtigen. Hierzu können vorvertragliche Informationen (VVI), periodische Berichte ebenso wie Marketingmitteilungen oder die Beschreibung von Anlagestrategien, Gütesiegel sowie die Verwendung von Produktnamen oder -bezeichnungen in Memoranden oder Emissionsdokumenten oder Factsheets zählen.⁹⁶
- Diese Sichtweise hat sich die Bafin in ihren Q&A zu eigen gemacht.⁹⁷ Die Bafin stellt unter Bezugnahme auf die Auffassung der EU-Kommission klar, dass für ein „Bewerben“ kein „Werbung betreiben“ im klassischen Sinne erforderlich ist. Der Anwendungsbereich von Art. 8 SFDR I sei vielmehr bereits dann eröffnet, wenn Nachhaltigkeitsmerkmale gefördert (*promote*) werden. Das könne wiederum schon durch die Erfüllung gesetzlich vorgeschriebener Informationspflichten gegeben sein. In ihren Anwendungshinweisen zur Befüllung des auf Level 2 erlassenen Art. 8 SFDR-Templates äußert die Bafin darüber hinaus die Auffassung, dass die produktbezogene Berücksichtigung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (*principal adverse impacts* – **PAI**) „in der Regel“ zur Anwendbarkeit von Art. 8 SFDR I führt.⁹⁸
- Die aufsichtliche Praxis fasst den Anwendungsbereich von Art. 8 SFDR I also sehr weit. Allerdings stellen EU-Kommission und Bafin auch klar, dass Art. 8 SFDR I nur anwendbar ist, wenn (i) die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsmerkmalen Teil einer Anlagestrategie ist und dass (ii) diese nach außen kommuniziert wird.⁹⁹ Daraus folgt, dass die Erfüllung der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestangaben jedenfalls dann nicht ausreicht, den Anwendungsbereich von Art. 8 SFDR I zu eröffnen, wenn Nachhaltigkeitsaspekte nicht Teil der Anlagestrategie eines Finanzprodukts sind. Das gilt nach richtiger Auffassung auch für die PAI-Berücksichtigung auf Produktebene, wenn die PAI-Berücksichtigung nicht Teil einer Anlagestrategie ist und nicht über das gesetzliche Mindestmaß hinaus nach außen kommuniziert wird.¹⁰⁰

65 Da ein Art. 8-Produkt keine (direkte oder indirekte) Investition in eine nachhaltige Wirtschaftstätigkeit voraussetzt, ist der Anbieter vergleichsweise frei darin, wie er ökologische oder soziale Merkmale berücksichtigt. Er kann sich zu diesem Zweck insbesondere einer anerkannten Anlagestrategie bedienen, wie etwa einem Best-in-Class-Ansatz oder der Festlegung von Mindestausschlüssen (z.B. von „braunen“ Wirtschaftstätigkeiten).

66 Soweit Nachhaltigkeitsmerkmale im Rahmen eines Finanzprodukts im Sinne der SFDR I weder angestrebt noch beworben werden, liegt ein **Art. 6-Produkt** vor. Dann müssen nur geringfügige nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten erfüllt werden. Insbesondere existieren für vorvertragliche Informationen und periodische Berichte keine Templates auf Level 2-Ebene. Finanzmarktteilnehmer müssen aber offenlegen, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken in einem Art. 6-Produkt berücksichtigen.

b) Informationsmedien: Vorvertragliche Informationen/Website/Periodische Berichte

Informationen über die nachhaltigkeitsbezogenen Produkteigenschaften und den Umgang mit nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren und Nachhaltigkeitsindikatoren, an denen die „Nachhaltigkeits-Performance“ des jeweiligen Finanzprodukts zu messen ist, haben Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater über drei verschiedene Informationsträger bereitzustellen:

- vorvertragliche Informationen in einem Informationsdokument, das nach dem für das Finanzprodukt einschlägigen Spezialgesetz vorgesehen ist (Art. 6 Abs. 3 SFDR). Für einen OGAW ist dies z.B. der Verkaufsprospekt, für die individuelle Vermögensverwaltung das Informationsdokument nach § 63 Abs. 7 WpHG (= Art. 24 Abs. 2 MiFID II);
- für Art. 8- und Art. 9-Produkte: Internetseite des Finanzmarktteilnehmers/ Finanzberaters (Art. 10 SFDR I);
- für Art. 8- und Art. 9-Produkte: periodische Berichte (Art. 11 SFDR I).

c) Konkretisierung durch SFDR I-DelVO

67 Die EU-Kommission hat in einer Delegierten Verordnung ein *single rulebook* verabschiedet, das alle Transparenzpflichten für Finanzmarktteilnehmer, Finanzberater und Finanzprodukte mit einem Nachhaltigkeitsbezug zusammenfasst (Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288 – **SFDR I-DelVO**).

68

Die SFDR I-DelVO konkretisiert die Offenlegungspflichten nach der SFDR I zu folgenden **unternehmensbezogenen** Aspekten:

- Informationen über die Einhaltung des Grundsatzes "Do no significant harm" (**DNSH**) (Art. 2 Nr. 17 SFDR I), die eine Schnittmenge mit den PAI bilden (PAI-Statement) (Art. 4 ff. SFDR I-DelVO).
- Die Anforderungen an das PAI-Statement nach Art. 4 Abs. 6 SFDR I.

69

Ferner konkretisiert die SFDR I-DelVO die **produktbezogenen** Transparenzpflichten der SFDR für Art. 8- und Art. 9-Produkte. Die Finanzmarktteilnehmer haben in den **vorvertraglichen Informationen** (VVI) durch Befüllung von Templates offenzulegen, wie die jeweiligen ESG-Zielsetzungen erreicht werden sollen und welche Anlagestrategie dafür eingesetzt wird (Art. 14 ff. SFDR I-DelVO). Auf ihrer **Internetseite** haben Finanzmarktteilnehmer detaillierte Angaben zu der angewandten Methodik, der Datengrundlage und den Überwachungskriterien offenzulegen (Art. 23 ff. SFDR I-DelVO). Bei den **periodischen Berichten**, für die die SFDR I-DelVO wiederum Templates bereitstellt, liegt der Fokus auf der Auswertung, inwiefern die ökologischen oder sozialen Merkmale oder nachhaltigen Investitionsziele des Produkts erreicht wurden (*attainment*) (Art. 50 ff. SFDR I-DelVO).

2.3.2

TaxonomieVO

70

Die TaxonomieVO enthält keine eigenständigen Transparenzpflichten für Finanzmarktteilnehmer. Stattdessen werden Vorgaben dafür gemacht, mit welchen Inhalten einige der nach der SFDR I bestehenden produktbezogenen Transparenzpflichten auszufüllen sind.¹⁰¹ Die SFDR I wird also entsprechend durch die TaxonomieVO ergänzt.¹⁰² Eine Überschneidung verschiedener Transparenzpflichten lässt sich dadurch rechtstechnisch vermeiden. Das ändert jedoch nichts an der Herausforderung für Finanzmarktteilnehmer, präzise offenzulegen, in welchem Umfang die von ihnen emittierten Finanzprodukte die Taxonomie-Kriterien zur Bestimmung der ökologischen Nachhaltigkeit erfüllen.

71

Die taxonomiebezogenen Teile der SFDR I-DelVO sehen spezielle Transparenzanforderungen für Art. 9-Produkte (= Art. 5 TaxonomieVO-Produkte) und Art. 8-Produkte (= Art. 6 TaxonomieVO-Produkte) vor. Für diese Produkte muss in den VVI der Anteil der Investitionen in taxonomiekonforme Tätigkeiten mittels eines Kreisdiagramms offengelegt werden. Dabei müssen die VVI die taxonomiekonformen Investitionen in Kernkraft und Gas gesondert ausweisen. Auch wenn ein Produkt keine taxonomiekonformen Investitionen tätigt, müssen Finanzmarktteilnehmer dies in den VVI angeben.

72

Beispiel: Ein Fonds mit EUR 200 Mio. Assets under Management investiert

- 1) EUR 100 Mio. in Aktien und Anleihen von Unternehmen, deren Wirtschaftstätigkeiten zu jeweils 10 % taxonomiekonform und damit „grün“ sind (gewichtete taxonomiekonforme Investitionen = EUR 10 Mio.),
- 2) EUR 10 Mio. in Green Bonds nach dem EU Green Bond Standard (taxonomiekonforme Investitionen = EUR 10 Mio.),
- 3) EUR 20 Mio. in Green Bonds, die zu 50 % taxonomiekonforme Tätigkeiten finanzieren (gewichtete taxonomiekonforme Investitionen = EUR 10 Mio.), sowie
- 4) EUR 70 Mio. in Unternehmen ohne taxonomiekonforme Wirtschaftstätigkeit.

73

Damit ist für diesen Fonds ein Taxonomiegrad von 15 % anzusetzen (EUR 30 Mio. taxonomiekonforme Investitionen im Verhältnis zu EUR 200 Mio. Gesamtinvestitionen). Die ESMA hat am 22. November 2023 Erläuterungen dazu veröffentlicht, unter welchen Voraussetzungen Schätzungen vorgenommen werden dürfen.

2.3.3 Übersicht

74

Nähere Einzelheiten ergeben sich aus der nachfolgenden Übersicht:

Finanzmarktteilnehmer & Finanzberater	Finanzmarktteilnehmer	Medium
Strategie zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungen und Produktberatung		Website (Art. 3 SFDR I)/ vorvertragliche Informationen (Art. 6 I lit. a SFDR I)
Berücksichtigung nachteiliger Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren: Zusammenfassung (Art. 5 SFDR I-DelVO); Beschreibung der Auswirkungen (Art. 6 SFDR I-DelVO); Maßnahmen zur Ermittlung und Priorisierung (Art. 7 SFDR I-DelVO); Engagement-Politik (Art. 8 SFDR I-DelVO); Einhaltung internationaler Standards (Art. 9 SFDR I-DelVO)		Website (Art. 4 SFDR I und Art. 4 ff. SFDR I-DelVO)
Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken bei der Vergütungspolitik		Website (Art. 5 SFDR I)
Auswirkung von Nachhaltigkeitsrisiken auf die Produktrendite		Vorvertragliche Informationen (Art. 6 I lit. b SFDR I)
	Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitswirkungen auf Ebene des Finanzprodukts	Vorvertragliche Informationen (Art. 7 SFDR I)
	Förderung ökologischer oder sozialer Merkmale durch das Finanzprodukt, ggf. Index als Referenzwert	Vorvertragliche Informationen/ Website/regelmäßige Berichte

Finanzmarktteilnehmer & Finanzberater	Finanzmarktteilnehmer	Medium
	Produkt mit ökologi-schen/sozialen Merkmalen (Art. 8 SFDR I und Art. 14 ff. SFDR I-DelVO):	
	Offenlegung der Informationen im Format und nach Vorgaben des Anhang II zur SFDR I-DelVO Verweis auf Information in Anhang II zur SFDR I-DelVO im Hauptteil der VVI Einleitende Erklärung mit Informa-tion, ob (a) mit dem Finanzprodukt nachhaltige Investitionen beabsich-tigt sind; ob (b) das Finanzprodukt ökologische oder soziale Merkmale fördert, ohne dass eine nachhaltige Investition angestrebt wird	Vorvertragliche Informationen
	(a) Zusammenfassung (b) kein nachhaltiges Anlageziel (c) ökologische oder soziale Merkmale des Finanzproduktes (d) Anlagestrategie (e) Anteil der Investitionen (f) Überwachung (g) Methoden (h) Datenquellen und -verarbeitung (i) Beschränkung der Methoden und Daten (j) Sorgfaltspflicht (k) Engagement-Politik (l) Angabe des bestimmten Referenz-Benchmarks	Website

Finanzmarktteilnehmer & Finanzberater	Finanzmarktteilnehmer	Medium
	Offenlegung der Informationen im Format und nach Vorgaben des Anhang IV zur SFDR I-DelVO	Regelmäßige Berichte
	Produkt mit ökologischen/sozialen Merkmalen (Art. 9 SFDR I und Art. 18 ff. SFDR I-DelVO):	
	Offenlegung der Informationen im Format und nach Vorgaben des Anhang III zur SFDR I-DelVO Verweis auf Information in Anhang III zur SFDR I-DelVO im Hauptteil der VVI Einleitende Erklärung mit Information, dass Finanzprodukt ein nachhaltiges Anlageziel hat	Vorvertragliche Informationen
	(a) Zusammenfassung (b) Keine erhebliche Beeinträchtigung des nachhaltigen Anlageziels (c) Nachhaltiges Anlageziel (d) Anlagestrategie (e) Anteil der Investitionen (f) Überwachung (g) Methoden (h) Datenquellen und -verarbeitung (i) Beschränkung der Methoden und Daten (j) Sorgfaltspflicht (k) Engagement-Politik (l) Erreichung des nachhaltigen Anlageziels	Website
	Offenlegung der Informationen im Format und nach Vorgaben des Anhang V zur SFDR I-DelVO	Regelmäßige Berichte

75 Die für Finanzmarktteilnehmer geltenden Transparenzanforderungen sind auch von den Verwaltern von **Private Equity, Venture Capital und Private Debt Fonds** zu erfüllen. Dies gilt unabhängig davon, ob der Verwalter über eine Erlaubnis als Kapitalverwaltungsgesellschaft (in Deutschland: § 20 KAGB) verfügt oder lediglich als registrierte AIFM fungiert. Dies hat die EU-Kommission in ihren Q&A vom 21. Juli 2021 klargestellt.¹⁰³

2.3.4 Beaufsichtigung

76 Die Einhaltung der von SFDR I und TaxonomieVO aufgestellten Anforderungen ist von den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten zu überwachen, die auch Maßnahmen und Sanktionen bei Verstößen festzulegen haben.¹⁰⁴ Deutschland hat hierfür im Fondsstandortgesetz (FoStoG) entsprechende Änderungen und Ergänzungen des KAGB, WpHG und VAG, insbesondere Sanktionierungen über Bußgeldvorschriften, vorgenommen. Daneben überträgt das FoStoG Wirtschaftsprüfern die Aufgabe, die Einhaltung der Offenlegungsanforderungen durch die berichtspflichtigen Unternehmen zu beurteilen.

2.3.5 Transparenz in Prospekten

77 Nachhaltigkeitsbezogene Informationen sind Anlegern auch über Wertpapierprospekte zur Verfügung zu stellen. Entsprechende gesetzliche Vorgaben wurden über das Gesetzespaket des **EU Listing Act**¹⁰⁵ in der EU-ProspektVO und auf Level 2 durch eine Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 verankert.¹⁰⁶ Demnach muss der Prospekt bei öffentlich angebotenen oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Nichtdividendenwerten, die damit beworben werden, dass sie ESG-Faktoren berücksichtigen oder ESG-Ziele verfolgen, spezifische nachhaltigkeitsbezogene Angaben enthalten, wie sie in Anhang 23 Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 n.F. vorgesehen sind.¹⁰⁷ Ferner wird die nicht-finanzielle Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD über die Aufnahme des Lageberichts in den Prospekt einbezogen.¹⁰⁸

2.3.6 Reform der Transparenzpflichten durch die SFDR II

78 Das Transparenzkonzept der EU im Bereich nachhaltiger Finanzanlagen ist seit dem Jahr 2022 Gegenstand von diversen Reformüberlegungen, die maßgeblich von den europäischen Aufsichtsbehörden vorgeprägt werden.

79 Die EU-Kommission hat am 20. November 2025 den lang erwarteten Vorschlag für eine Überarbeitung der SFDR I veröffentlicht.¹⁰⁹ Mit diesem sog. SFDR-Review reagiert die Kommission auf die seit Inkrafttreten der Verordnung bestehende Kritik an der Komplexität, den Umsetzungsproblemen sowie den Greenwashing-Risiken der aktuellen SFDR (Verord-

nung (EU) 2019/2088). Mit dem SFDR-Review verfolgt die Kommission im Kern zwei Ziele, von denen sowohl Finanzmarktteilnehmer als auch Anleger:innen profitieren sollen: Einerseits sollen die Offenlegungspflichten für FMT vereinfacht und andererseits die Verständlichkeit und Vergleichbarkeit nachhaltiger Finanzprodukte verbessert sowie Anleger:innen vor irreführenden ESG-Angaben geschützt werden.

80

Zur Erreichung dieser Ziele setzt die Kommission ihren Regulierungsfokus auf die **Produktebene**. Unternehmensbezogene Offenlegungspflichten werden hingegen gestrichen und bestimmte Tätigkeiten aus dem Anwendungsbereich der SFDR herausgenommen. Stattdessen sieht der Vorschlag ein grundlegend überarbeitetes und ausdifferenziertes Kategorisierungssystem für ESG-Produkte vor und führt erstmals einen spezifischen Regelungsrahmen für Investitionen in Transition und Impact Investing ein.

a)

Einschränkung des Anwendungsbereichs

81

Erleichterungen bringt der SFDR-Review vor allem für Kreditinstitute, die Finanzportfolioverwaltung und/oder Anlageberatung erbringen, denn der Vorschlag definiert den Anwendungsbereich der Verordnung grundlegend neu. Portfolioverwaltung sowie Anlage- und Versicherungsberatung fallen künftig **nicht mehr unter die SFDR**. Hintergrund ist, dass Finanzberater:innen, die Anlageberatung anbieten, keine nachhaltigkeitsbezogenen Finanzprodukte produzieren oder verwalten und solche Produkte auch nicht Anleger:innen zur Verfügung stellen. Ihre Rolle besteht vielmehr darin, als Vertriebsstellen die von FMT angebotenen Produkte zu identifizieren, die den Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kund:innen entsprechen. Dies zeigt, dass die Kommission den Fokus der Regulierung deutlich auf die Produktebene verlagert, indem die regulatorischen Anforderungen für beratende Tätigkeiten stark reduziert werden.

b)

Konzept der nachhaltigen Investition wird praxistauglicher

82

Als schwerfällig und Einfallstor für Greenwashing wird insbesondere die Definition der **nachhaltigen Investition** in Art. 2 Nr. 17 SFDR I angesehen. Die EU-Kommission schlägt deshalb eine Streichung des Art. 2 Nr. 17 SFDR I vor. Damit entfallen ebenfalls die damit verbundenen Konzepte des „Do No Significant Harm“-Prinzips (**DNSH**) sowie der Governance-Anforderung. Allerdings werden diese Elemente nicht ersatzlos gestrichen, sondern in die neuen Produktkategorien über die Mindestinvestitionsquote von 70 % sowie die verbindlichen Ausschlusslisten integriert. Hierdurch sollen klare, überprüfbare Standards geschaffen und die Belastungen gesenkt werden, die durch die mit der DNSH-Prüfung und Governance-Anforderungen verbundenen hohen Compliance-Kosten verursacht wurden.

c) **Von Transparenzvorgaben zu Produktkategorien: Art. 7, 8 und 9 SFDR-Review**

83 Kernstück des Vorschlags ist die Einführung eines dreistufigen Kategorisierungssystems für nachhaltigkeitsbezogene Finanzprodukte. Aktuell ist die SFDR I methodisch weitgehend als Transparenzregime ausgestaltet. In der Praxis hatte sich jedoch bereits seit längerem eine **de facto Klassifizierung** in sog. „Art. 6-, Art. 8- und Art. 9-Produkte“ etabliert und gezeigt, dass in der Praxis Bedarf für ein Klassifizierungssystem besteht. Vor diesem Hintergrund schlägt die EU-Kommission mit dem SFDR-Review vor, die produktbezogenen Transparenzvorgaben in drei echte Produktkategorien zu ändern, und zwar in eine **Transitionskategorie Art. 7**, eine **ESG-Basis Kategorie Art. 8** und eine **Nachhaltige Kategorie Art. 9**. Dabei weisen alle drei Kategorien die folgenden Grundmerkmale auf:

- **Namensregelung;**
- **Mindestschwelle von 70 %** für die charakteristischen Investitionen (Transition, Basis, Nachhaltig), die durch verschiedene Anlageansätze erreicht werden kann. Der verbleibende Anteil an Investitionen kann grundsätzlich frei für Diversifizierungs-, Absicherungs- oder Liquiditätserfordernissen verwendet werden, darf aber nicht im Widerspruch zu den jeweiligen Nachhaltigkeitsangaben des Produktes stehen;
- (unterschiedlich strenge) **Ausschlüsse**,
- **kategoriespezifische Anforderung und Offenlegungen.**

d) **Übergangskategorie („Transition“) Art. 7**

84 Unter diese Kategorie sollen Produkte fallen, die explizit den Übergang (Transition) von Unternehmen oder Aktivitäten zu mehr Nachhaltigkeit fördern. Diese Produkte weisen ein hohes Ambitionsniveau in Bezug auf Übergangsinvestitionen auf und sollen nach bewährten Standards und Methoden ausgewählt werden. Hierzu zählen u.a. Strategien, die Referenzwerte wie den EU-Klimawandel-Benchmarks (CTB) oder EU-Paris-konforme Benchmarks (PAB) (siehe hierzu 2.6) abbilden, Investitionen in taxonomiekonforme Wirtschaftstätigkeiten (Taxonomiequote mind. 15 %) oder in Unternehmen, die sich zu glaubwürdigen Übergangspläne oder wissenschaftlich fundierten Zielen für künftige Verbesserungen verpflichtet haben.

85 Solche Finanzprodukte dürfen nur dann als Übergangsinvestitionen bezeichnet werden, wenn sie insbesondere folgende Voraussetzungen erfüllen:

- **Mindestens 70 %** der Investitionen müssen einem klaren, messbaren Übergangsziel dienen, das anhand glaubwürdiger Nachhaltigkeitsindikatoren belegt wird;
- **allgemeine Ausschlusskriterien** für besonders schädliche Sektoren und Aktivitäten (z.B. Kohle, fossile Brennstoffe) nach Art. 12 Abs. 1 Buchstabe a, b, c, und d der DelVO zur Benchmark-VO müssen grundsätzlich eingehalten werden;
- **zusätzliche Ausschlüsse** für Unternehmen, die:
 - neue Projekte für Kohle, Öl oder Gas starten, oder
 - Kohlekraft weiter betreiben, ohne einen klaren Ausstiegsplan zu haben;
- **die wesentlichen negativen Auswirkungen** der Investitionen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (**PAI**) müssen ermittelt und offengelegt sowie die hiergegen ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Auswirkungen erläutert werden.

86

Dazu haben FMT bestimmte Informationen offenzulegen (u.a. Beschreibungen der übergangsbezogenen Ziele, der Übergangsstrategie, etwaige Übergangsfristen für die Erreichung des Schwellenwertes, über die Nachhaltigkeitsindikatoren oder auch die Datenquellen).

e)

ESG-Basis Kategorie Art. 8

87

Hierunter fallen Produkte, die Nachhaltigkeitsfaktoren über das Risikomanagement von Nachhaltigkeitsrisiken hinaus systematisch, d.h. durch glaubwürdige nachhaltigkeitsbezogene Ansätze in eine Anlagestrategie integrieren, ohne ein spezifisches Nachhaltigkeits- oder Übergangsziel zu verfolgen („**ESG-Basis Produkt**“). Hierzu zählen beispielsweise Investitionen mit einem ESG-Rating i.S.d. ESG-RatingVO (siehe hierzu 2.7) oder Investitionen, die in Bezug auf einen bestimmten geeigneten Nachhaltigkeitsindikator das durchschnittliche Anlageuniversum oder die Referenzbenchmark übertreffen.

88

Solche Finanzprodukte dürfen nur dann als ESG-Basis Produkt bezeichnet werden, wenn sie folgende Voraussetzungen einhalten:

- **Mindestens 70 %** der Investitionen integrieren **Nachhaltigkeitsfaktoren gemäß einer verbindlichen Strategie** gemessen anhand geeigneter nachhaltigkeitsbezogener Indikatoren;
- dieselben **allgemeinen Ausschlusskriterien** wie bei Art. 7.

- 89 Auch für ESG-Basis Produkte sind entsprechende Offenlegungsvorgaben zu erfüllen.
- f) **Kategorie Nachhaltigkeit Art. 9**
- 90 Diese Kategorie ist als die Produktklasse mit dem höchsten Ambitionsniveau im Hinblick auf Nachhaltigkeit ausgestaltet. Sie entspricht am ehesten dem bisherigen Art. 9, ist aber in Bezug auf die Anforderungen klarer gefasst. Danach gelten als nachhaltige Finanzprodukte solche, die einen EU-Benchmark nachbilden oder unter Bezugnahme auf einen solchen Referenzwert verwaltet werden, der den Anforderungen des Abschnitts 3 der DeIVO zur BenchmarkVO entspricht. Ebenfalls als nachhaltig i.S.v. Art. 9 gelten Finanzprodukte mit einer Taxonomiequote von mindestens 15 %.
- 91 Nach dem Vorschlag zu Art. 9 darf in Bezug auf Finanzprodukte nur dann behauptet werden, dass sie in nachhaltige Unternehmen, in nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten oder andere nachhaltige Vermögenswerte investieren oder zur Nachhaltigkeit beitragen, wenn sie insbesondere folgende Voraussetzungen erfüllen:
- **Mindestens 70 % der Investitionen** müssen einem klaren, an geeigneten Nachhaltigkeitsindikatoren messbaren Nachhaltigkeitsziel dienen (z.B. Klimaschutz, Biodiversität, soziale Ziele);
 - **allgemeine Ausschlusskriterien** für besonders schädliche Sektoren und Aktivitäten (z.B. Kohle, fossile Brennstoffe) nach Art. 12 Abs. 1 der DeIVO zur Benchmark-VO müssen grundsätzlich eingehalten werden;
 - **zusätzliche Ausschlüsse** für Unternehmen, die:
 - neue Projekte für Kohle, Öl oder Gas starten, oder
 - Kohlekraft weiter betreiben, ohne einen klaren Ausstiegsplan zu haben;
 - die **wesentlichen negativen Auswirkungen** der Investitionen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (**PAI**) müssen ermittelt und offengelegt sowie die hiergegen ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Auswirkungen erläutert werden.
- 92 Auch für Art. 9-Finanzprodukte sind entsprechende Informations- und Offenlegungsvorgaben u.a. hinsichtlich der Nachhaltigkeitsziele, der verwendeten Nachhaltigkeitsindikatoren, etwaige Übergangsfristen für die Erreichung des Schwellenwertes oder auch die Datenquellen zu erfüllen.

g) Impact Investing als neue Kategorie

93 Eine interessante Neuigkeit enthält der Vorschlag mit Blick auf den bisher weitgehend unregulierten Nischenbereich des sog. **Impact Investing**: Erstmals wird Impact Investing ausdrücklich in der SFDR verankert und damit zugleich einem regulatorischen Mindestmaß unterstellt. Durch die Aufnahme von Impact Investing in den SFDR-Rahmen soll der Beitrag, den Impact Investing zur Bewältigung vielfältiger ökologischer und sozialer Bedürfnisse leisten kann, anerkannt werden. Die SFDR I-Reform könnte sich insoweit zu einem Booster entwickeln, der Impact Investing aus der Nische in den Mainstream befördert.

94 Der Vorschlag definiert in Art. 2 Nr. 26 ein **nachhaltigkeitsbezogenes Finanzprodukt mit Wirkung** (Impact) als ein Produkt, das gemäß Art. 7 oder 9 kategorisiert ist und dessen Ziel die Erzielung einer vorab definierten, positiven und messbaren sozialen oder ökologischen Wirkung ist.

95 Die konkreten Voraussetzungen sind dann jeweils bei den Produktkategorien in Art. 7 (Übergang) und 9 (Nachhaltig) festgelegt und sehen vor, dass das „**Impact Finanzprodukt**“ folgende Voraussetzungen einhält und offenlegt:

- die beabsichtigten Auswirkungen in Bezug auf bestimmte Umwelt- oder Sozialziele („**Intentionalität**“);
- gestützt auf eine vorab festgelegte Wirkungstheorie („**Theory of Change**“); und
- Bestimmungen zur **Messung, Steuerung und Berichterstattung** über die gewünschten Auswirkungen, einschließlich in Bezug auf Investitionen des Finanzprodukts und den Beitrag der Anleger:innen in das Finanzprodukt.

96 Nur bei Einhaltung dieser Voraussetzungen ist die Verwendung des Begriffs „Impact“ im Produktnamen künftig für Produkte der Kategorien 7 und 9 mit Impact-Ansatz zulässig.

h) Weitere zentrale Änderungen

97 Neben der vorgenannten Überarbeitung des Offenlegungsrahmens bringt der neue Vorschlag der Kommission weitere zentrale Änderungen mit sich:

- **Streichung der Offenlegungspflichten auf Unternehmensebene:** Die bisherigen Pflichten zu Principal Adverse Impacts (PAI) nach Art. 4 sowie zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in die Vergütungspolitik nach Art. 5 **auf Unternehmensebene entfallen**, um Doppelungen mit der EU-Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD) zu vermeiden.
- **Vereinfachte Offenlegung auf Produktebene:** Die Offenlegungsvorlagen werden verschlankt und die Zahl der Pflichtindikatoren reduziert, sodass die Berichterstattung effizienter und praxisnäher wird.
- **Harmonisierung und Ausschluss nationaler Sonderwege:** Mitgliedstaaten dürfen künftig keine zusätzlichen Anforderungen an die Produktkategorien und Offenlegung stellen, was für mehr Einheitlichkeit und Rechtssicherheit im EU-Binnenmarkt sorgt.
- **Neue Regeln für Daten und Schätzungen:** Die Nutzung externer Datenanbieter und Schätzungen wird formalisiert und transparenter gestaltet, um die Vergleichbarkeit und Nachvollziehbarkeit der Angaben zu verbessern.

98

Mit einer Verabschiedung der SFDR II ist nicht vor dem Jahresende 2026 zu rechnen. Danach beginnt eine nach dem Vorschlag der EU-Kommission 18-monatige Umsetzungsfrist, die nach Auffassung des Rats aber auf 24 Monate verlängert werden soll. Mit einer Verabschiedung der SFDR II ist nicht vor Ende 2026 zu rechnen.



2.4 VON DER TRANSPARENZ ZUR INHALTSKONTROLLE (SCHUTZ VOR GREEN- WASHING)

99 Der SFDR I liegt als regulatorisches Konzept die Annahme zugrunde, dass die Herstellung von Transparenz über den „Nachhaltigkeitsgrad“ eines Finanzprodukts ausreichend ist, um eine hinreichende Vergleichbarkeit der Finanzprodukte herzustellen und Anleger mit Nachhaltigkeitspräferenzen vor Fehlinvestitionen zu schützen. Flankiert wird dieses Konzept durch die Vorgaben zur Nachhaltigkeitspräferenzabfrage nach der MiFID II (siehe dazu sogleich unten 2.5).

100 Von diesem Ansatz lösen sich derzeit die Aufsichtsbehörden. Sie gehen dazu über, materielle Vorgaben für Finanzprodukte zu definieren, die erfüllt sein müssen, damit ein Finanzprodukt als nachhaltig bezeichnet werden kann. Regulatorischer Aufsattpunkt hierfür ist der Schutz der Anleger vor Irreführung durch sog. Greenwashing.

101 So haben ESMA¹¹⁰, EBA¹¹¹ und EIOPA¹¹² auf Anfrage der EU-Kommission¹¹³ im Mai/Juni 2023 Zwischenberichte zu Greenwashing-Risiken und u.a. Umsetzung, Aufsicht und Enforcement der Sustainable-Finance-Gesetzgebung veröffentlicht. Die finalen Berichte werden im Mai 2024 erwartet. Im März 2023 wurde zudem eine Empfehlung der Securities and Markets Stakeholder Group (MSG) veröffentlicht.¹¹⁴ Auch die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hat im Dezember 2023 einen finalen Bericht zu Aufsichtspraktiken herausgegeben.¹¹⁵ Zudem hat die ESMA bereits am 31. Mai 2022 eine Aufsichtsmitteilung (supervisory briefing) veröffentlicht, in der sie gemeinsame aufsichtliche Kriterien für die Beaufsichtigung von Investmentfonds mit Nachhaltigkeitsbezug darlegt, um Greenwashing entgegenzuwirken.¹¹⁶ Das Briefing enthält:

- Leitlinien für die Beaufsichtigung der Fondsdokumentation und des Marketingmaterials sowie
- Leitprinzipien für die Verwendung von nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Fondsamen und

- Leitlinien für die konvergente Beaufsichtigung der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken durch AIFMs und OGAW-Manager.

2.4.1 Fondsnamen-Leitlinien der ESMA

- 102 Im Zusammenhang mit dieser Aufsichtsmitteilung steht eine Initiative der ESMA, Leitlinien für die Verwendung von **ESG- oder nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Fondsnamen** festzulegen.¹¹⁷ Nach der Konsultationsphase hat die SMSG eine Empfehlung¹¹⁸ abgegeben. Die ESMA hat zudem im Rahmen eines TRV-Berichts (Report on Trends, Risks and Vulnerabilities) Fondsnamen empirisch ausgewertet.¹¹⁹ In einem Update für die Leitlinien vom 14. Dezember 2023 hat die ESMA angekündigt, dass die finalen Leitlinien nach dem Review der AIFMD- bzw. OGAW-Richtlinie veröffentlicht werden sollen.
- Nachdem die Änderungen der AIFMD- und OGAW-Richtlinie am 15. April 2024 in Kraft getreten sind, hat die ESMA die finalen Leitlinien am 14. Mai 2024 veröffentlicht.
- In diesen Leitlinien, die Asset-Managern im Vergleich zum aufsichtlichen Briefing eine spezifischere Anleitung für die Bezeichnung von Fonds an die Hand geben sollen, legt die ESMA insbesondere Mindestanteile für Fonds fest, die Begriffe mit ESG- oder Nachhaltigkeitsbezug verwenden.
- 103 Die Leitlinien sind seit 21. November 2024 auf neu aufgelegte Fonds anzuwenden. Für bereits bestehende Fonds lief eine Übergangsfrist von sechs Monaten; diese endete am 21. Mai 2025. Damit sind die Vorgaben seit Mai 2025 vollumfänglich auch auf Bestandsfonds anzuwenden.
- 104 Für Deutschland bedeutet das insbesondere: Die Bafin wendet die ESMA-Leitlinien als zuständige nationale Aufsichtsbehörde an. Die ESMA-Compliance-Tabelle zeigt, dass die nationalen Behörden die Leitlinien grundsätzlich übernommen haben.
- 105 Nach Ansicht der ESMA soll ein Fonds u.a.
- einen Mindestanteil von 80 % an Investitionen, die ökologische oder soziale Merkmale oder nachhaltige Anlageziele erfüllen, aufweisen, sofern die Fondsbezeichnung ein Wort mit ESG- oder Nachhaltigkeitsbezug enthält. Nur für Fondsbezeichnungen mit Nachhaltigkeitsbezug gilt überdies, dass innerhalb dieses Mindestanteils von 80 % „bedeutsam“ („meaningfully“) in nachhaltige Anlagen i.S.v. Art. 2 Nr. 17 SFDR investiert werden sollte. Der in der ursprünglichen Fassung der Leitlinien enthaltene Mindestanteil von 50 % an nachhaltigen Investitionen i.S.v. Art. 2 Nr. 17 SFDR für den Fall, dass der Fonds das Wort „nachhaltig“ oder einen anderen vom Wort „nachhaltig“ abgeleiteten Begriff in seinem Fondsnamen trägt, wurde also gestrichen.

- die Ausschlüsse im Zusammenhang mit Paris-abgestimmten EU-Referenzwerten (PAB) der CO₂-Benchmark-Verordnung einhalten.¹²² Für „Transition“-Begriffe im Fondsamen sollen die Ausschlüsse im Zusammenhang mit EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel greifen (CTB, zu den Begriffen unten 2.6.1).¹²³ Auch für Fonds, deren Namen Begriffe aus dem Bereich Soziales oder Governance enthalten, sollen die PAB-Ausschlüsse nicht gelten.

106 Die Bafin berücksichtigt die Leitlinien der ESMA in ihrer Verwaltungspraxis.¹²⁴

107 Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Fondsamen-Leitlinien der ESMA mit Inkrafttreten der SFDR II obsolet werden.

2.4.2 EmpCo-Richtlinie

108 Die EU hat mit der 2024 in Kraft getretenen Empowering Consumers Directive, Richtlinie (EU) 2024/825 – („**EmpCo-RL**“) einen deutlich strengeren Rechtsrahmen für freiwillige umweltbezogene Aussagen in der Verbraucherkommunikation geschaffen.

109 Die EmpCo-RL ändert die Richtlinie über unlautere Geschäftspraktiken (Richtlinie 2005/29/EG – **UGP-RL**) und verschärft diese insbesondere mit Blick auf irreführende Umweltangaben, nicht belegbare Klimaversprechen sowie unglaubwürdige Nachhaltigkeitssiegel. Deutschland hat die Vorgaben der EmpCo-RL unter anderem durch das Dritte Gesetz zur Änderung des UWG¹²⁵ umgesetzt. Die Änderungen treten zum **27. September 2026** in Kraft.

2.4.3 Neue Begriffe mit Nachhaltigkeitsbezug werden gesetzlich definiert

110 Im UWG werden mit der Umsetzung der EmpCo-RL Begrifflichkeiten mit Nachhaltigkeitsbezug definiert, wie z.B. „Umweltaussage“, „allgemeine Umweltaussage“, „anerkannte hervorragende Umweltleistung“ oder „Nachhaltigkeitssiegel“ und „Zertifizierungssystem“.

111 So erfasst z.B. der Begriff der „**Umweltaussage**“ sämtliche freiwilligen Aussagen und Darstellungen (z.B. Text, Bild, grafische Elemente und Symbole) in der Verbraucherkommunikation, die positive oder keine/geringe Umweltauswirkungen suggerieren oder vorgeben, weniger schädlich für die Umwelt zu sein als andere.

112 Die neuen Begriffsdefinitionen dienen als Anknüpfungspunkt sowohl für die Verschärfung der Irreführungstatbestände als auch der Ergänzung der per se Verbote in der sog. „schwarzen Liste“.

2.4.4 Neue per se Verbote („schwarze Liste“)

113 Die EmpCo-Umsetzung erweitert die „schwarze Liste“ des UWG um die nachfolgenden neuen per-se Verbote:

114 – Allgemeine Umweltaussagen ohne Nachweis:

Allgemeine Umweltaussagen (wie „umweltfreundlich“, „grün“, „klimafreundlich“) sind künftig nur zulässig, wenn sie klar spezifiziert und durch hervorragende Umweltleistung nachweisbar sind. Damit sind rein plakative Werbeformeln ohne belastbaren fachlichen Nachweis praktisch ausgeschlossen. Kritisch dürften hiernach z.B. folgende Aussagen sein: „Nachhaltiges Girokonto“ ohne klaren Energie-/Klimabezug oder „Grüne Kreditkarte“ wegen CO₂-Kompensation der Kartenzahlungen.

115 – Übertragung einzelner Umweltvorteile auf das Gesamtprodukt:

Ebenfalls verboten sind Aussagen, die dem gesamten Produkt oder der Geschäftstätigkeit positive Umwelteigenschaften zuschreiben, obwohl diese nur für Teilaspekte gelten – etwa wenn lediglich die Verpackung recycelt ist, z.B. ein Fonds wird als „nachhaltiges Gesamtportfolio“ beworben, obwohl nur ein kleiner Teil der Anlagen (z.B. 10 % Green Bonds) nachhaltige Kriterien erfüllt.

116 – Kompensationsbasierte „Klimaneutralität“:

Aussagen wie „klimaneutral“, „CO₂ positiv“ oder „umweltfreundlich durch Kompensation“ sind künftig per se unzulässig, wenn die behauptete Wirkung ausschließlich auf CO₂-Offsets beruht.

117 – Unzulässige Nachhaltigkeitssiegel:

Das Anbringen von Nachhaltigkeitssiegeln ist verboten, wenn sie nicht auf einem Zertifizierungssystem beruhen oder staatlich vergeben wurden. Damit werden Selbstzertifizierungen und erfundene „Green Labels“ vollständig unterbunden.

2.4.5 Schärfere Irreführungstatbestände (§ 5 UWG)

118 Neben den neuen per-se-Verboten schärft die EmpCo-Umsetzung auch die allgemeinen Irreführungstatbestände. Gegenstand der Verschärfung sind unter anderem:

119 – Erweiterte „wesentliche Merkmale“:

Künftig gelten ökologische und soziale Merkmale sowie Zirkularitätsaspekte wie Haltbarkeit, Reparierbarkeit und Recyclingfähigkeit ausdrücklich

als wesentliche Eigenschaften eines Produkts. Damit fallen falsche oder missverständliche Aussagen hierzu künftig unter das Irreführungsverbot.

120

- Verbot nicht überprüfbarer zukünftiger Umweltaussagen:

Aussagen über künftige Umweltleistungen („Future Claims“) sind unzulässig, wenn sie ohne belastbaren, öffentlich einsehbaren und extern geprüften Umsetzungsplan erfolgen. Dazu gehören insbesondere messbare Ziele, ein realistischer Maßnahmen-plan und eine klare Ressourcenplanung. Unzulässig dürfte daher etwa die Aussage „Wir werden bis 2045 klimaneutral sein“ sein, wenn dieser kein extern geprüfter Klimaplan zugrunde liegt.

2.4.6

Irreführung durch irrelevante Verbrauchervorteile

121

Neu ist außerdem ein Verbot von Werbeaussagen mit irrelevanten Vorteilen, die sich nicht aus der tatsächlichen Geschäftstätigkeit ergeben. Hierdurch sollen Aussagen, die Verbraucher:innen Vorteile suggerieren, die faktisch keine sind, künftig konsequenter erfasst werden.

2.5 WELCHE ROLLE SPIELT NACHHALTIGKEIT IM KUNDENBERATUNGS-PROZESS UND IN DER PRODUCT GOVERNANCE?

122

Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Versicherungsvermittler sind nach der MiFID II und der IDD verpflichtet, im Rahmen der Anlageberatung ihren Kunden „geeignete“ Produkte zu empfehlen, die den Bedürfnissen der Kunden entsprechen. Etwaige Präferenzen der Kunden für nachhaltige Geldanlagen werden in der Bedürfnisprüfung (sog. Kundenexploration) bislang nicht berücksichtigt. Um dies zu ändern, sah der Aktionsplan eine entsprechende Anpassung der Delegierten Rechtsakte zur MiFID II und IDD vor, die sich mit dem Kundenberatungsprozess befassen.¹²⁶ Zur Umsetzung dieser Vorgaben aus dem Aktionsplan hat die EU-Kommission im Rahmen ihres Sustainable finance package vom 21. April 2021¹²⁷ Änderungen zu drei delegierten Rechtsakten beschlossen, die am 2. August 2021 im Amtsblatt der EU veröffentlicht wurden.

123

Die darin enthaltenen Regelungen sind wie folgt in Kraft getreten:

Rechtsakt	Regelungsgegenstand
Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 (MiFID II)	Abfrage Nachhaltigkeitspräferenzen bei Finanzinstrumenten
Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257 (IDD)	Abfrage Nachhaltigkeitspräferenzen und Product Governance (u.a. Zielmarkt) bei Versicherungsprodukten
Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269 (MiFID II)	Product Governance (u.a. Zielmarkt) bei Finanzinstrumenten

2.5.1 Banken/Sparkassen (Wertpapierdienstleistungsunternehmen)

124 Die Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253, mit der die Delegierte VO (EU) 2017/565 geändert wurde,¹²⁸ sieht vor, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet sind, im Rahmen der Geeignetheitsprüfung die Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden zu ermitteln (NHP-Anfrage).¹²⁹ Konkret ist nach der Neufassung von Art. 2 Abs. 7 i.V.m. Art. 54 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kunde danach zu befragen, ob und inwieweit eines der folgenden Finanzinstrumente in seine Investitionsstrategie eingebunden werden soll:

- ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein Mindestanteil in ökologisch nachhaltige Investitionen i.S.v. Art. 2 Nr. 1 der TaxonomieVO angelegt werden soll;
- ein Finanzinstrument, bei dem der Kunde oder potenzielle Kunde bestimmt, dass ein Mindestanteil in nachhaltige Investitionen i.S.v. Art. 2 Nr. 17 der SFDR angelegt werden soll;
- ein Finanzinstrument, bei dem die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (*principal adverse impacts* – **PAI**) berücksichtigt werden, wobei die qualitativen oder quantitativen Elemente, mit denen diese Berücksichtigung nachgewiesen wird, vom Kunden bestimmt werden.

125 Die ESMA hat Leitlinien zur Integration von Nachhaltigkeitspräferenzen in die Kundenexploration und Geeignetheitsprüfung bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung veröffentlicht.¹³⁰

126 Ferner haben Produktemittenten und Wertpapierfirmen Nachhaltigkeitspräferenzen in ihrer Zielmarktbestimmung zu berücksichtigen. Dies ergibt sich aus einer Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593. Vor diesem Hintergrund hat die ESMA die **Leitlinien zur MiFID II Product Governance** überarbeitet, um dort die ESG-Vorgaben der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 angemessen zu berücksichtigen.

127 Auf Ebene der Verbände (DK, BVI und DDV) ist hierzu ein ESG-Zielmarktkonzept entwickelt und mit der Bafin abgestimmt worden.¹³³

2.5.2

Versicherungen

128 Parallele Regelungen finden sich in der Änderungsverordnung vom 21. April 2021 zu den Delegierten Verordnungen (EU) 2017/2358 und (EU) 2017/2359, die sich mit der Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in das Management von Interessenkonflikten und die Product Governance bei Versicherungsunternehmen sowie in den Beratungsprozess für Versicherungsprodukte befasst.¹³⁴

2.5.3 Reform der Nachhaltigkeitspräferenz-Abfrage im Rahmen des SFDR I-Reviews

- 129 Im Zusammenhang mit dem SFDR I-Review sollen auch die Regelungen zur Ermittlung von Nachhaltigkeitspräferenzen angepasst werden. So ist zu erwarten, dass auch solche Dienstleistungen und Finanzinstrumente (individuelle Vermögensverwaltung, strukturierte Wertpapiere), die keine Finanzprodukte (mehr) nach der SFDR II sind, aber unter die MiFID II fallen, in das System der NHP-Abfrage (als Teil der Kundenexploration nach § 64 Abs. 3 WpHG) einzupassen sein werden. Zudem wird die NHP-Abfrage voraussichtlich an die Produktlogik der neuen SFDR II angepasst werden.
- 130 Öffentliche Vorschläge der EU-Kommission liegen hierzu bislang (August 2026) noch nicht vor.



2.6 WIE WERDEN CO₂-BENCHMARKS REGULIERT?

131 Ebenso wie bei der TaxonomieVO ging es der EU-Kommission bei der Ende 2019 in Kraft getretenen Änderung der BenchmarkVO darum, einer regulatorischen Fragmentierung innerhalb der EU entgegenzuwirken: Zum damaligen Zeitpunkt waren verschiedene Kategorien von Indizes für CO₂-arme Investitionen auf dem Markt verfügbar.¹³⁵ Während einige Referenzwerte darauf abzielten, den CO₂-Fußabdruck eines Standardanlageportfolios zu verringern, verfolgten andere das Ziel, nur Finanzinstrumente auszuwählen, die dazu beitragen, das im Pariser Klimaschutzübereinkommen festgelegte 2 °C-Ziel zu erreichen. Ungeachtet dieser Unterschiede wurden all diese Referenzwerte überwiegend als Referenzwerte für CO₂-arme Investitionen beworben.¹³⁶ Dies führte zu einer Fragmentierung des Binnenmarktes, da den Nutzern von Referenzwerten die jeweilige Referenzwert-Methodik nicht klar war. Insoweit bedurfte es aus Sicht der EU-Kommission eines harmonisierten Rechtsrahmens.¹³⁷

132 Die Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 durch die **CO₂-BenchmarkVO**¹³⁸ sieht deshalb Mindeststandards im Hinblick auf spezielle CO₂-Referenzwerte vor. Sie zielt ferner auf mehr Transparenz bei der Einbindung ökologischer, sozialer und von Corporate Governance-Faktoren in Referenzwert-Methoden ab.

133 Zusammengefasst enthält die CO₂-BenchmarkVO folgende Regelungen:

2.6.1 Unterscheidung zwischen *transition* und *positive Paris-aligned benchmarks*

134 Europaweit werden einheitliche Referenzwert-Kategorien eingeführt:

EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel (*EU Climate Transition Benchmarks* – **EU CTB**) und Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte (*EU Paris-aligned Benchmarks* – **EU PAB**).¹³⁹ Die einem EU CTB zugrunde liegenden Referenzwerte sollen sich auf Unternehmen beziehen, die eine messbare, wissenschaftlich fundierte „Dekarbonisierungsstrategie“ verfolgen.

135 EU PAB beinhalten demgegenüber Referenzwerte, die das ehrgeizigere Ziel verfolgen, einen positiven Beitrag zur Verwirklichung des im Pariser Klimaschutzübereinkommen festgelegten 2 °C-Ziels zu leisten.

2.6.2 Transparenz über angewendete Methodik

136

Den Marktteilnehmern soll eine fundierte Entscheidung über die Verwendung von am Markt angebotenen ESG-Referenzwerten ermöglicht werden. Zu diesem Zweck müssen die Referenzwert-Administratoren offenlegen, inwiefern ihre Methodik tatsächlich den ESG-Faktoren Rechnung trägt.¹⁴⁰ Aus diesen Informationen muss hervorgehen, wie die zugrunde liegenden Vermögenswerte ausgewählt und gewichtet und warum bestimmte Vermögenswerte ausgeschlossen wurden. Die Referenzwert-Administratoren für EU PAB müssen die Formel angeben, anhand derer ermittelt wird, ob und warum die Emissionen des jeweiligen Referenzwert-Unternehmens dem langfristigen Ziel der Eindämmung der Erderwärmung gemäß dem Pariser Klimaschutzübereinkommen entsprechen.¹⁴¹ Anzugeben ist ferner, wie häufig die Referenzwert-Methodik überprüft wird. Bei wesentlichen Änderungen sind die Gründe für diese Änderung offenzulegen und zu erläutern.

2.6.3 Delegierte Rechtsakte

137

Drei Delegierte Verordnungen zur BenchmarkVO konkretisieren (1) Mindeststandards für EU CTB und EU PAB, (2) den Mindestinhalt der Erläuterung, wie ESG-Faktoren in der Referenzwert-Methodik berücksichtigt werden, und (3) Vorgaben dazu, welche Erläuterungen in eine Referenzwert-Erklärung aufzunehmen sind. Ergänzende Anhänge enthalten Muster für die Referenzwert-Erklärung sowie zur Darstellung, wie die ESG-Faktoren in der Referenzwert-Erklärung zu berücksichtigen sind.

138

Bei der Festlegung der Mindestkriterien für die Konzipierung von EU-Referenzwerten wird – entsprechend dem Bericht der TEG – als Referenz-Temperaturzenario das sog. IPCC-Szenario zugrunde gelegt.¹⁴² Dieses basiert auf dem Report des Intergovernmental Panel on Climate Change zu den Folgen einer globalen Erwärmung um 1,5 °C gegenüber vorindustriellem Niveau.¹⁴³ Auf der Grundlage des IPCC-Szenarios sollen die Dekarbonisierungsziele für EU CTB und EU PAB berechnet werden, wobei die Treibhausgas-Emissionsintensität als Hauptfaktor zu berücksichtigen ist.¹⁴⁴ Die Treibhausgas-Emissionsintensität berechnet sich aus den absoluten THG-Emissionen geteilt durch den Unternehmenswert.¹⁴⁵ Für die Dekarbonisierung ist eine jährliche Verringerung der THG-Emissionsintensität um mindestens 7 % erforderlich.¹⁴⁶ Dies bedeutet, dass Administratoren kontinuierlich die Kriterien für EU CTB und EU PAB verschärfen müssen, um einen Anreiz für eine Reduktion von THG-Emissionen zu schaffen. Ausgangspunkt sind Referenzwerte für THG-Emissionen, die bereits jetzt deutlich – um 30 % bei EU CTB und 50 % bei EU PAB – unter dem Durchschnitt des Anlageuniversums liegen.¹⁴⁷ Damit die EU CTBs und EU PABs ein realistisches Bild der Realwirtschaft vermitteln, müssen sie in gleichem Umfang in THG-intensiven Sektoren investiert sein, wie es dem Anteil dieser Sektoren am gesamten investierbaren

(Aktien-)Anlageuniversum entspricht.¹⁴⁸ Die Dekarbonisierung soll also gerade in den THG-intensiven Sektoren erfolgen und nicht durch eine Verlagerung der Investitionen in andere Sektoren mit per se niedrigen THG-Emissionen. Zudem sind verschiedene Mindestausschlusskriterien sowie der DNSH-Grundsatz auf Unternehmensebene zu beachten.¹⁴⁹

2.6.4 BMR-Review

139 Das Regelungsregime für **EU CTB** und **EU PAB** ist durch die zum 1. Januar 2026 in Kraft getretene Reform der BenchmarkVO weitgehend unangetastet geblieben.¹⁵⁰ EU CTB und EU PAB sind unverändert vom Anwendungsbereich der BenchmarkVO erfasst, deren Anwendungsbe-
reich ansonsten deutlich verkleinert wurde. Es wurde zudem ein Verbot der Verwendung von EU CTB und EU PAB für nicht (länger) registrierte Benchmark-Administratoren aufgenommen.¹⁵¹ Ferner sind Benchmark-Administratoren verpflichtet, das Akronym „CTB“ in die Namen der EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und das Akronym „PAB“ in die Namen der Paris-abgestimmten EU-Referenzwerte aufzunehmen.¹⁵²

2.6.5 Vorerst keine weiteren ESG-bezogenen Benchmark-Labels

140 Die in den Jahren 2020/2021 von der EU-Kommission angestoßene Initiative, ein neues Label zu schaffen, das alle Säulen (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) umfassen soll, ist bislang nicht weiter verfolgt worden.¹⁵³ Insoweit ist auf Sicht nicht mit der Einführung solcher Labels zu rechnen.

2.6.6 Regulierung von ESG-Ratings

141 ESG-Ratings kommt eine wichtige Funktion auf den Finanzmärkten zu. Sie bieten Investoren ebenso wie Produktkonzepturen eine Orientierung über das ESG-Profil von Unternehmen und Finanzinstituten. Vor diesem Hintergrund hat der europäische Gesetzgeber mit der **ESG-Rating-VO** im Jahr 2024 einen harmonisierten Regelungsrahmen für die Anbieter von ESG-Ratings geschaffen.¹⁵⁴ Die ESG-RatingVO gilt seit dem 2. Juli 2026.

142 Die ESG-Rating-VO sieht zum einen Vorgaben für die Zulassung und Beaufsichtigung sowie organisatorische Anforderungen für ESG-Ratinganbieter vor. Alle Anbieter von ESG-Ratings in der EU benötigen eine Zulassung der ESMA und unterstehen ihrer direkten Aufsicht.¹⁵⁵ Für ESG-Rating-Anbieter, deren Sitz sich in einem Drittland befindet, ist ein Gleichwertigkeitsbeschluss, eine Zulassung der Übernahme der ESG-Ratings des im Drittland niedergelassenen ESG-Rating-Anbieters oder dessen Anerkennung durch die ESMA erforderlich.¹⁵⁶ Vorgaben zu der Vermeidung von Interessenkonflikten und dem Umgang mit potenziellen Interessenkonflikten sind an die **Systematik der CRA-RatingVO** (Verordnung (EU) Nr. 1060/2009) angelehnt.¹⁵⁷

- 143 Zum anderen formuliert die ESG-Rating-VO Mindestanforderungen an die Offenlegung für Ratings gegenüber der Öffentlichkeit sowie weitergehende Offenlegungspflichten gegenüber den Nutzern von ESG-Ratings.¹⁵⁸ So müssen Anbieter von ESG-Ratings über die Methoden, Ziele, Modelle und grundlegenden Annahmen, die sie bei ihren ESG-Ratingtätigkeiten verwenden, auf ihrer Website informieren. Darüber hinaus sind gegenüber Nutzern von ESG-Ratings detaillierte Informationen, wie z.B. die relevanten KPIs für den E-, S- und G-Faktor und die Gewichtungsmethode, offenzulegen. Die offenzulegenden Informationen werden durch technische Durchführungsbestimmungen konkretisiert, die von der EU-Kommission am 21. April 2026 als Delegierte Verordnung erlassen wurden.¹⁵⁹
- 144 Neben einem öffentlichen Register der zugelassenen Unternehmen, das von der ESMA geführt wird, sollen die nach den Mindestveröffentlichungspflichten offenzulegenden Informationen auch im zentralen europäischen Zugangsportal (European Single Access Point – ESAP) zur Verfügung gestellt werden. Der ESAP soll ab 2027 als zentraler Sammelpunkt von Unternehmens- und Anlageinformationen dienen und schrittweise finanz- und nachhaltigkeitsbezogene Informationen frei zugänglich machen.¹⁶⁰
- 145 Daneben hat die EU-Kommission weitere Delegierte Verordnungen zur Konkretisierung der Vorgaben in der ESG-RatingVO erlassen. Diese betreffen die Trennung der ESG-Rating-Tätigkeit von anderen Tätigkeiten¹⁶¹, die Verfahrensregeln für Geldbußen und Zwangsgelder der ESMA¹⁶², die ESMA-Gebühren für ESG-Ratinganbieter.¹⁶³
- 146 Bei Verstößen gegen die Verordnung kann die ESMA Geldbußen in Höhe von bis zu 10 % des gesamten jährlichen Nettoumsatzes des ESG-Ratinganbieters verhängen.¹⁶⁴
- 147 Ferner müssen aufgrund einer durch die ESG-Rating-VO vorgenommenen Änderung der **SFDR I** Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater, die im Rahmen ihrer Marketingkommunikation ein ESG-Rating gegenüber Dritten offenlegen, auf ihrer Website dieselben Informationen zur Verfügung stellen, die die Anbieter auf ihrer Website offenzulegen haben.¹⁶⁵

3. NACHHALTIGKEIT IM RISIKOMANAGEMENT

3.1 INSTITUTIONELLE ANLEGER UND VERMÖGENS-VERWALTER

148

In ihrem Aktionsplan hatte die EU-Kommission festgestellt, dass die seinerzeitigen EU-Vorschriften zur Pflicht institutioneller Anleger und Vermögensverwalter, bei Investitionsentscheidungen Nachhaltigkeitsfaktoren und -risiken zu berücksichtigen, weder hinreichend klar noch branchenübergreifend kohärent seien.¹⁹⁵ Es gebe zudem Anzeichen dafür, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter bei ihren Investitionen Nachhaltigkeitskriterien und -risiken nicht systematisch Rechnung trügen.¹⁶⁶ ESMA hatte daraufhin Empfehlungen gegenüber der EU-Kommission für eine Änderung der Level 2-Rechtstexte zur OGAW-Richtlinie (2009/65/EU) und zur AIFMD (2011/61/EU) abgegeben.¹⁶⁷ Parallel zu ESMA hatte EIOPA Empfehlungen für Versicherungsunternehmen ausgesprochen.¹⁶⁸ Sie sind in die ÄnderungsVO zur Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 sowie in die ÄnderungsVO zu den Delegierten Verordnungen (EU) 2017/2359 und (EU) 2017/2358 der EU-Kommission vom 21. April 2021 eingeflossen.¹⁶⁹

149

Diese Regelungen gelten in den Mitgliedstaaten seit dem 1. August 2022.

150

Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an das Risikomanagement von AIFMs sind auch für die Verwaltung von **Private Equity, Venture Capital und Private Debt Fonds** relevant, sofern sie von lizenzierten Kapitalverwaltungsgesellschaften (also solchen, die über eine Erlaubnis nach § 20 KAGB verfügen) verwaltet werden. Für registrierte AIFM gelten die europäischen Vorgaben der Delegierten Verordnung 2021/1255 hingegen nicht. **Registrierte KVGen** haben jedoch nach der Aufsichtspraxis der Bafin ebenfalls bestimmte ESG-bezogene Risikovorgaben zu beachten.

151

Dementsprechend wird die im Nachgang zum Fondsrisikobegrenzungs-gesetz (FRiG)¹⁷⁰ neugefasste **KaMaRisk** vorsehen, dass KVGen sowohl bei der Beurteilung der Wesentlichkeit als auch bei der Ausgestaltung des internen Kontrollsystems die Auswirkungen von ESG-Risiken angemessen und im Einklang mit wissenschaftlichen Erkenntnissen zu berücksichtigen haben.¹⁷¹

3.2 NACHHALTIGKEIT IN DER SOLVENZAUF SICHT FÜR BANKEN UND WERTPAPIERFIRMEN

152 ESG-Faktoren spielen auch im Bankaufsichtsrecht eine zentrale Rolle.

3.2.1 Vom Bankenpaket 2018 zum Bankenpaket 2021

153 Der Aktionsplan enthielt den Auftrag an die EU-Kommission zu prüfen, ob mit Klima- und anderen Umweltfaktoren verbundene Risiken in die Risikomanagementstrategien der Institute und die Kapitalanforderungen von Banken einbezogen werden können.¹⁷²

154 In Erfüllung dieses Auftrags waren bereits im Bankenpaket 2018 (bestehend aus der CRD V¹⁷³ und der CRR II¹⁷⁴) Rahmenregelungen zur Berücksichtigung von ESG-Risiken im Rahmen des Risikomanagements und der Institutsaufsicht sowie zu Fragen der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Vermögenswerten und ESG-Risiken bei der Eigenkapitalunterlegung von Instituten eingefügt worden. Diese Regelungen enthielten einen an die EBA gerichteten Prüfungs- und Berichtsauftrag. Den ersten dieser Berichte hatte die EBA im Juni 2021 vorgelegt („**EBA-Bericht**“). Hierauf aufbauend nahm die EU-Kommission in ihrem im Oktober 2021 veröffentlichten weiteren Bankenpaket Vorschläge zur Verankerung von Nachhaltigkeit im Bankaufsichtsrecht auf, die am 6. Dezember 2023 final verabschiedet wurden (**Bankenpaket 2021**). Damit wurden erstmals verbindliche Vorgaben zum Umgang mit bzw. zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsrisiken in CRD und CRR eingeführt.

3.2.2 EZB

155 Zuvor hatte bereits die Europäische Zentralbank (**EZB**) im November 2020 ihren finalen **Leitfaden** zu Klima- und Umweltrisiken veröffentlicht, in dem beschrieben wird, wie Institute nach Ansicht der EZB **Klima- und Umweltrisiken** innerhalb des derzeitigen Aufsichtsrahmens **sicher und umsichtig steuern** und Informationen zu diesen Risiken transparent offenlegen („**EZB-Leitfaden**“).¹⁷⁵ Der EZB-Leitfaden formuliert hierfür 13 Erwartungen¹⁷⁶, wie Banken Klima- und Umweltrisiken in den Bereichen Geschäftsstrategie, Unternehmensführung¹⁷⁷, Risikomanagement und Offenlegung berücksichtigen sollen, u.a. indem sie

- Auswirkungen von Klima- und Umweltrisiken auf ihr Geschäftsumfeld verstehen;
- Klima- und Umweltrisiken bei Festlegung und Umsetzung der Geschäftsstrategie einbeziehen;
- Klima- und Umweltrisiken in ihre Rahmenwerke für Governance und Risikoappetit sowie für das Risikomanagement aufnehmen und
- Informationen und zentrale Kennzahlen zu wesentlichen Klima- und Umweltrisiken offenlegen.

156

Der EZB-Leitfaden soll das Bewusstsein der Institute für Klima- und Umweltrisiken stärken. Er soll ferner als Grundlage für den aufsichtlichen Dialog dienen und eine einheitliche Aufsichtspraxis im gesamten Euroraum sicherstellen.¹⁷⁸ Um diese Erwartungen bei den Instituten zu verankern und ihnen den konkreten Handlungsbedarf vor Augen zu führen, hat die EZB weitere Analysen¹⁷⁹, Studien¹⁸⁰ und Berichte¹⁸¹ zur Berücksichtigung von Klima- und Umweltrisiken durch die Institute veröffentlicht sowie einen **Klimastresstest**¹⁸² durchgeführt. Außerdem hat sie einen ersten Satz klimabezogener statistischer Indikatoren veröffentlicht, mit deren Hilfe die Auswirkungen klimabezogener Risiken auf den Finanzsektor besser beurteilt und die Entwicklung nachhaltiger und grüner Finanzierungen leichter überwacht werden sollen.¹⁸³



3.2.3 EBA-Leitlinien

- 157 Damit Banken künftig im Bereich Kreditvergabe und Kreditüberwachung ESG-Faktoren berücksichtigen, hat die EBA zudem in ihre **Leitlinien zur Kreditvergabe und -überwachung** entsprechende Vorgaben aufgenommen.¹⁸⁴ Danach sollen Institute ESG-Faktoren bei ihrem Kreditrisikoappetit sowie in ihren Strategien zum Risikomanagement berücksichtigen und ESG-Risiken auch bei der Bewertung der finanziellen Verhältnisse von Kreditnehmern Rechnung tragen.¹⁸⁵
- 158 Außerdem enthalten die Leitlinien Vorgaben für Kreditinstitute, die **nachhaltige Kredite** vergeben wollen.¹⁸⁶ In diesen Fällen sollen Kreditinstitute entsprechende Konzepte und Prozesse zur Regelung der Vergabe und Überwachung nachhaltiger Kredite vorsehen. So sind u.a. Listen mit Projekten oder Tätigkeiten sowie entsprechende Beurteilungskriterien bereitzustellen, anhand deren ersichtlich wird, welche Art der Kreditvergabe als nachhaltig klassifiziert wird. Ferner sollen Prozesse etabliert werden, mit deren Hilfe eine nachhaltige Mittelverwendung bewertet werden kann.
- 159 Die deutsche Aufsichtsbehörde Bafin hat die EBA-Leitlinien im Jahr 2023 mit der **7. MaRisk-Novelle** in die MaRisk überführt und somit zum Gegenstand ihrer Aufsichtspraxis gemacht.

3.2.4 Bankenpaket 2021 und nationale Umsetzung durch das BRUBEG

- 160 Auf Basis ihrer Neuen SF-Strategie sowie des EBA-Berichts hatte die EU-Kommission im Oktober 2021 vorgeschlagen, über das sog. „Bankenpaket 2021“ verbindliche Vorgaben zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken in das Risikomanagement von Kreditinstituten die Eigenkapitalrichtlinie (**CRD VI**) sowie die Eigenkapitalverordnung (**CRR III**) aufzunehmen.¹⁸⁷ Hierdurch sollte der Bankensektor widerstandsfähiger gegen Nachhaltigkeitsrisiken werden. Zugleich wollte die EU-Kommission die Banken incentivieren, einen aktiven Beitrag zu einem nachhaltigen Wirtschaftssystem zu leisten. Am 6. Dezember 2023 wurde das Bankenpaket 2021 final verabschiedet. Damit wurden erstmals verbindliche Vorgaben zum Umgang mit ESG-Risiken in CRD VI und CRR III verankert. Das Bankenpaket 2021 behandelte insbesondere folgende ESG-Themenfelder:
- einheitliche Definitionen verschiedener Arten von ESG-Risiken;¹⁸⁸
 - die Aufnahme kurz-, mittel- und langfristiger Horizonte von ESG-Risiken in Strategien und Prozessen zur Bewertung des internen Kapitalbedarfs sowie zur Governance;¹⁸⁹

- Entwicklung und Überwachung konkreter Pläne zur Bewältigung von ESG-Risiken durch das Leitungsorgan;¹⁹⁰
- Einführung einer Nachhaltigkeitsdimension in den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP).¹⁹¹
- Einführung eines ESG-Meldewesens¹⁹²,
- die Berücksichtigung von ESG-Risiken in der Bewertung von Sicherheiten¹⁹³

161 Die Vorgaben aus der CRD waren bis zum **11. Januar 2026** umzusetzen.

162 Konkretisiert wurden die CRD-Vorgaben durch die **EBA-Leitlinien** zum Management der Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken (ESG-Risiken)¹⁹⁴ sowie zur Umwelt-Szenarioanalyse.¹⁹⁵ Die Bafin hat diese Leitlinien mit der **9. MaRisk-Novelle** in ihre **Verwaltungspraxis** übernommen.¹⁹⁶

163 Auf Gesetzgebungsebene hat Deutschland die ESG-bezogenen Vorgaben der CRD VI mit dem Bankenrichtlinienumsetzungs- und Bürokratieentlastungsgesetz (**BRUBEG**)¹⁹⁷ umgesetzt und erstmals ausdrücklich im Kreditwesengesetz (KWG) verankert. Kern der Neuregelungen sind die neuen **§§ 26c und 26d KWG**. Hierdurch wird die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken als eigenständigen Bestandteil der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation und des Risikomanagements erstmals auf Gesetzesebene festgeschrieben. Bis dato war die Berücksichtigung von ESG-Risiken im Risikomanagement lediglich über die MaRisk als Verwaltungspraxis der Bafin für die Institute maßgeblich.

164 § 26c KWG verpflichtet Institute, ESG-Risiken systematisch in **sämtliche Elemente ihres Risikomanagements** zu integrieren. Erfasst werden insbesondere Risikostrategie, Risikoinventur, interne Prozesse zur Risikoidentifikation, -messung, -steuerung und -überwachung, Stresstests, Governance-Strukturen sowie die personelle und technisch-organisatorische Ausstattung des Instituts. Zudem müssen ESG-Risiken ausdrücklich mit einem kurz-, mittel- und langfristigen Zeithorizont betrachtet werden, wobei für langfristige Risiken ein Betrachtungszeitraum von **mindestens zehn Jahren** zugrunde zu legen ist. Auch die **fachliche Eignung der Geschäftsleitung** sowie die **Vergütungssysteme** müssen ESG-Risiken angemessen berücksichtigen.

165 Als aufsichtsrechtliches Novum ergänzt **§ 26d KWG** diese Anforderungen um die Pflicht zur Erstellung eines **ESG-Risikoplane**. Der Plan dient der strukturierten Überwachung und Steuerung von ESG-Risiken und soll die wesentlichen Nachhaltigkeitsrisiken sowie deren Auswirkungen auf Geschäftsmodell, Strategie und Risikoprofil des Instituts erfassen.

166

Hierfür sind geeignete Ziele, Kennzahlen, Maßnahmen und Überwachungsverfahren festzulegen. Der ESG-Risikoplan bildet damit das zentrale Instrument für die langfristige Steuerung von Nachhaltigkeitsrisiken und soll zugleich die Kohärenz mit den Offenlegungsanforderungen (z.B. nach Art. 449a CRR oder der CSRD/ESRS) sicherstellen.

Für kleine und nicht komplexe Institute („**SNCI**“) sieht § 26d KWG Erleichterungen vor: Sie können Ziele, Kennzahlen und Verfahren unter Berücksichtigung von Art, Umfang und Komplexität ihres Geschäftsmodells festlegen und hierbei auch Beschränkungen der Datenverfügbarkeit berücksichtigen. Insbesondere können sie ihre Ziele und Verfahren bei entsprechender Proportionalität rein **qualitativ** beschreiben und den ESG-Risikoplan bis zum **31. Dezember 2029** auf finanzielle Risiken im Zusammenhang mit **umweltbezogenen Risiken**, insbesondere Klimarisiken, beschränken.¹⁹⁸

3.2.5

Säule 3-Offenlegung von Nachhaltigkeitsrisiken

167

Große kapitalmarktorientierte Kreditinstitute, die börsengehandelte Wertpapiere emittiert haben, mussten bereits seit dem 28. Juni 2022 zunächst jährlich und anschließend halbjährlich Informationen zu **Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsrisiken** (ESG-Risiken) **offenlegen**, die in dem EBA-Bericht definiert wurden.¹⁹⁹ Mit der Neufassung von Art. 449a CRR über das Bankenpaket 2021 wurde der personelle Anwendungsbereich der Offenlegungspflicht nach Art. 449a CRR ausgeweitet, sodass seitdem (1. Januar 2025) alle CRR-Institute, d.h. **auch SNCI** von der Säule 3-Offenlegung über Nachhaltigkeitsrisiken erfasst sind.

168

Im Zuge Neuregelungen durch die CRR III wurden auch die zu der Säule 3-Offenlegung von der EBA entwickelten Durchführungsstandards (ITS), die von der EU-Kommission in Durchführungsverordnungen überführt wurden, überarbeitet und erweitert. Mit der Veröffentlichung des finalen EBA-ITS am 22. Juni 2026 hat die EBA die Umsetzung der erweiterten Offenlegungsanforderungen des Art. 449a CRR im Zuge der CRR III abgeschlossen und ihren Entwurf der EU-Kommission übermittelt.²⁰⁰ Die ITS vollziehen die gesetzliche Ausweitung der ESG-Offenlegung auf weitere Institutskategorien nach (große nicht börsennotierte Institute, große Tochtergesellschaften, sonstige Institute sowie SNCIs). Gleichzeitig wird ein stärker am Proportionalitätsgrundsatz orientierter Ansatz (*“core plus supplement approach”*) eingeführt, der Umfang und Detailtiefe der Offenlegung an Größe und Komplexität des Instituts anpasst. Zudem werden die ESG-Offenlegungen stärker mit den ESRS- und CSRD-Anforderungen abgestimmt sowie bestehende Templates vereinfacht und erweitert.

3.2.6 Wertpapierfirmen

169

Für Wertpapierfirmen enthält die Richtlinie (EU) 2019/2034 vom 27. November 2019 (**IFD**) einen Auftrag an die EBA, bis zum 26. Dezember 2021 einen Bericht über die Einführung technischer Kriterien für den Prozess der aufsichtlichen Überprüfung und Bewertung im Zusammenhang mit ESG-Tätigkeiten zu erarbeiten, in dem die möglichen Ursachen und Auswirkungen dieser Risiken auf die Wertpapierfirmen bewertet werden.²⁰¹ Entsprechende Analysen hierzu finden sich im EBA-Bericht vom Juni 2021.²⁰² Darüber hinaus haben EBA und ESMA im Juli 2022 die finalen Leitlinien zu gemeinsamen Verfahren und Methoden für den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) veröffentlicht.²⁰³ Danach sollen ESG-Risiken auch bei der Identifizierung und in die Bewertung der wichtigsten Schwachstellen des Geschäftsmodells von Wertpapierfirmen einbezogen werden.

170

Im Oktober 2022 hatte die EBA mit einer weiteren Analyse ihren Bericht mit Blick auf **kleinere, nicht verflochtene bzw. mittlere Wertpapierfirmen** ergänzt.²⁰⁴ Zwar sollen danach für mittlere Wertpapierfirmen im Grundsatz die meisten Bewertungskriterien gelten, die auch für Banken und große Wertpapierfirmen anwendbar sind. Die Aufsichtsbehörden sollen bei der Beaufsichtigung jedoch das Verhältnismäßigkeitsprinzip berücksichtigen. Im Fall kleiner und nicht verflochtener Wertpapierfirmen ist im Einzelfall abzuwägen, ob und inwiefern eine Berücksichtigung von ESG-Risiken im Rahmen des SREP erfolgen soll.

Vor diesem Hintergrund schreibt die **Bafin** in den **Wpl-MaRisk** vor, dass Wertpapierinstitute bei der Wesentlichkeitsbeurteilung im Rahmen der Risikoinventur, der Ausgestaltung der jeweiligen Allgemeinen Anforderungen an das Risikomanagement sowie der Anforderung an die Risikoberichterstattung die **Auswirkungen von ESG-Risiken** angemessen zu berücksichtigen haben.²⁰⁵

3.3 NACHHALTIGKEIT IN DER SOLVENZAUFSICHT FÜR VERSICHERUNGEN

171 Parallel zur EBA beschäftigt sich EIOPA mit der Frage, wie Nachhaltigkeitsrisiken, insbesondere im Zusammenhang mit dem Klimawandel, in die Anlage- und Underwritingpraktiken von (Rück-)Versicherern zu integrieren sind.

3.3.1 Vorarbeiten von EIOPA seit 2019

172 Bereits im September 2019 hatte EIOPA hierzu eine Stellungnahme (Opinion) mit Empfehlungen an die EU-Kommission vorgelegt.²⁰⁶ Nach Ansicht von EIOPA muss sich die Versicherungsbranche intensiv mit Nachhaltigkeitsrisiken auseinandersetzen, die sich in den kommenden Jahren und Jahrzehnten zunehmend auf den Versicherungssektor auswirken werden. Die Stellungnahme weist auch darauf hin, dass die mittel- bis langfristigen Auswirkungen des Klimawandels nicht vollständig in den Solvency II-Kapitalanforderungen erfasst werden können.²⁰⁷ EIOPA betont daher die Bedeutung von Szenarioanalysen für das Risikomanagement von Versicherern.²⁰⁸ Ferner befürwortet EIOPA die Entwicklung eines sog. Impact Underwriting, das die Integration von ESG-Überlegungen in die Underwriting-Strategie von (Rück-)Versicherungsunternehmen und die Entwicklung neuer Produkte, die Risiken des Klimawandels und die Förderung von risikominderndem Verhalten adressieren, umfassen soll.²⁰⁹

173 In Fortsetzung dieser Stellungnahme veröffentlichte EIOPA am 2. Dezember 2020 ein Diskussionspapier über eine Methodik zur möglichen Einbeziehung des Klimawandels in die Nat Cat-Standardformel zur Konsultation.²¹⁰ Darin stellt EIOPA mögliche Schritte und Prozessänderungen vor, um den Klimawandel in den Säule 1-Anforderungen (Solvency II) abzubilden. Im Anschluss an diese Konsultation hat EIOPA im Juni 2021 ein entsprechendes Methodenpapier veröffentlicht, das untersucht, ob und wie der Klimawandel in Nat Cat Modules einbezogen werden soll.²¹¹ Ein weiteres Arbeitspapier hat EIOPA im Juli 2023 veröffentlicht.²¹² Dort untersucht EIOPA die Inanspruchnahme von NatCat-Versicherungen in der EU.

174

Ausgehend von diesen konzeptionellen Vorarbeiten hat EIOPA im Oktober 2023 ihrer strategischen Prioritäten für 2024 – 2026 veröffentlicht. EIOPA beabsichtigt u.a.,

- Überlegungen zur nachhaltigen Finanzierung in alle Arbeitsbereiche einzubeziehen,
- ESG-Risiken in die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für Versicherer und Pensionsfonds zu integrieren und
- Schutzlücken zu beseitigen.²¹³

175

Am 2. August 2022 hat EIOPA ihren finalen **Anwendungsleitfaden** zur Berücksichtigung des Klimawandels im Rahmen der ORSA (Own Risk and Solvency Assessment) veröffentlicht.²¹⁴ Der Leitfaden soll Versicherungsunternehmen eine Hilfestellung geben, wie sie die Risiken des Klimawandels im Rahmen der eigenen ORSA-Bewertung einbeziehen können, und liefert Fallbeispiele, die bei der Bewertung der Wesentlichkeit sowie der Erstellung von Szenarien für den Klimawandel helfen sollen.

176

Am 7. November 2024 hat EIOPA ihren finalen Bericht zu **aufsichtlichen Behandlung von Nachhaltigkeitsrisiken unter Solvency II** veröffentlicht.²¹⁵ Darin empfiehlt sie insbesondere eine zusätzliche Kapitalunterlegung für fossile Vermögenswerte in den Bilanzen europäischer Versicherer, um Transitionsrisiken bei Aktien und Anleihen risikosensitiver abzubilden. Daneben behandelt der Bericht die Auswirkungen klimabezogener Präventionsmaßnahmen auf das Nichtlebens-Underwriting sowie die aufsichtliche Behandlung sozialer Risiken.

3.4 INTEGRATION VON ESG-RISIKEN IN SOLVENCY II-RICHTLINIE

177

Mit der Änderungs-RL zu Solvency II-RL²¹⁶ am 8. Januar 2025 wurden erstmals ausdrückliche Vorgaben zur Integration von Nachhaltigkeitsrisiken, insbesondere klimawandelbezogene Risiken, einschließlich der Verpflichtung zur Durchführung von Szenarioanalysen zum Klimawandel in den Solvency-II-Rahmen aufgenommen.²¹⁷ Zentral ist dabei die Änderung von Art. 44 Solvency II: Danach müssen Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen Nachhaltigkeitsrisiken über kurz-, mittel- und langfristige Zeithorizonte bewerten. Die Aufsichtsbehörden haben sicherzustellen, dass Unternehmen im Rahmen ihres Risikomanagements über Strategien, Leitlinien, Verfahren und Systeme zur Ermittlung, Messung, Steuerung und Überwachung von kurz-, mittel- und langfristigen Nachhaltigkeitsrisiken verfügen²¹⁸.

178

Vergleichbar mit den Risikoplänen der Kreditinstitute müssen auch Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen spezifische Pläne entwickeln und deren Umsetzung überwachen; diese **Pläne** müssen quantifizierbare Ziele und Prozesse enthalten, um die finanziellen Risiken aus Nachhaltigkeitsfaktoren kurz-, mittel- und langfristig zu überwachen und zu adressieren.²¹⁹ Soweit Unternehmen bereits Nachhaltigkeitsinformationen nach der Bilanzrichtlinie in der durch die CSRD geänderten Fassung offenlegen, sollen diese Pläne mit entsprechenden Übergangsplänen, die nach der CSRD-Berichterstattung offengelegt werden, konsistent sein. Die Mitgliedstaaten haben die Vorgaben der Änderungs-RL bis Anfang 2027 umzusetzen; die neuen Anforderungen werden grundsätzlich ab dem **30. Januar 2027** anwendbar.

179

Daneben wird die Pflicht zur Durchführung einer Klimaszenarioanalyse gesetzlich verankert.²²⁰ Danach müssen Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen im Rahmen der ORSA zunächst bewerten, ob sie wesentlichen Klimarisiken ausgesetzt sind. Ist dies der Fall, müssen sie mindestens zwei langfristige Klimaszenarien analysieren: ein Szenario, in dem der globale Temperaturanstieg unter 2 °C bleibt, und ein Szenario, in dem der Temperaturanstieg deutlich über 2 °C liegt. Die Analyse ist in angemessenen Abständen, spätestens alle drei Jahre, zu aktualisieren; kleine und nicht komplexe Unternehmen sind von der Szenarioanalyse ausgenommen.

- 180 Ferner wird die ORSA um eine stärkere makroprudenzielle Betrachtung ergänzt.²²¹ Im Rahmen der hierzu erforderlichen Analyse der makroökonomischen Lage und möglicher Finanzmarktentwicklungen ist neben anderen Massenergebnissen, Pandemien und Katastrophen ausdrücklich auch der Klimawandel zu bewerten. Damit wird die bisher vor allem durch EIOPA-Opinions und Anwendungshinweise geprägte Einbindung von Klimarisiken in die ORSA auf Ebene der Solvency II-RL verankert.
- 181 Auf Ebene der Konkretisierung des Solvency-II-Rahmens hat die Europäische Kommission zudem die Delegierte Verordnung (EU) 2026/269 veröffentlicht.²²² Sie setzt wesentliche technische Änderungen der Solvency II Review auf Level 2 Ebene um und schafft damit den aufsichtsrechtlichen Unterbau für die stärkere Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken im Risikomanagement, in der ORSA, in der Berichterstattung und in der Offenlegung.²²³
- 182 Schließlich rücken neben Klimarisiken auch **natur- und biodiversitätsbezogene** Risiken in den Fokus der Versicherungsaufsicht. Aufbauend auf dem Arbeitspapier²²⁴ zu naturbedingten Risiken und deren Bedeutung für Versicherungen aus März 2023 veröffentlichte EIOPA am 30. Juni 2025 einen Bericht zum Biodiversity Risk Management durch Versicherer.²²⁵ Der Bericht untersucht erstmals auf europäischer Ebene, inwieweit Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen Biodiversitätsrisiken im bestehenden Solvency-II-Risikomanagement identifizieren, messen und steuern. EIOPA betont dabei, dass Biodiversitätsverluste sowohl die Aktivseite – etwa über Wertverluste von Anlagen – als auch die Passivseite – etwa über veränderte Schadenhäufigkeiten und -intensitäten – betreffen können.



4. NACHHALTIGKEIT IN DER UNTERNEHMENSPUBLIZITÄT

183 Unternehmen, die nach Art. 19a oder Art. 29a der Richtlinie 2013/34/EU (Bilanzrichtlinie) zur Offenlegung von nichtfinanziellen Informationen verpflichtet sind, unterliegen speziellen **Publizitätspflichten nach der TaxonomieVO** (4.1.1). Der Kreis der Unternehmen, der zur Nachhaltigkeitsberichterstattung verpflichtet ist, sowie die Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung werden durch die Vorgaben der Corporate Sustainability Reporting Directive (Richtlinie (EU) 2022/2464 - CSRD) bestimmt (4.1.2).

4.1 NACHHALTIGKEITSPUBLIZITÄT UNTER DER TAXONOMIEVO

4.1.1 Überblick

184 Art. 8 TaxonomieVO verpflichtet Unternehmen, die zur nichtfinanziellen Berichterstattung verpflichtet sind, offenzulegen, wie und in welchem Umfang ihre Wirtschaftstätigkeiten mit ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten im Sinne der TaxonomieVO verbunden sind. Ziel der Vorschrift ist es, Investoren, Finanzinstituten und sonstigen Stakeholdern transparente und vergleichbare Informationen über die ökologische Nachhaltigkeit wirtschaftlicher Aktivitäten bereitzustellen.²²⁶

185 Die Einzelheiten der Berichterstattung werden durch eine Level 2-Verordnung (**DelVO Art. 8 TaxonomieVO**) konkretisiert.²²⁷ Die Verordnung enthält detaillierte Vorgaben zu den offenzulegenden Kennzahlen (KPIs), den Berechnungsmethoden sowie den zu verwendenden Berichtsformaten für Nichtfinanzunternehmen und Finanzunternehmen, konkret für Kreditinstitute, Asset Manager, Wertpapierfirmen und Versicherungsunternehmen.

4.1.2 Änderungen durch Omnibus I-Paket

186 Im Rahmen des sogenannten **Omnibus I-Pakets** veröffentlichte die EU-Kommission am 26. Februar 2025 umfassende Vorschläge zur Vereinfachung der europäischen Nachhaltigkeitsregulierung.²²⁸ Die Vorschläge betreffen neben der CSRD und der CSDDD auch die taxonomiebezogene Berichterstattung. Ziel ist die Verringerung administrativer

Belastungen bei gleichzeitiger Erhaltung der wesentlichen Steuerungs- und Informationsfunktionen des Sustainable-Finance-Regelwerks.

187

Der europäische Gesetzgeber hat diesen Ansatz zweistufig umgesetzt: Zunächst wurde durch die **Richtlinie (EU) 2025/794 („Stop-the-clock“)** die erstmalige Anwendung bestimmter CSRD-Berichtspflichten (siehe dazu unten Rn. 202 ff.) verschoben. Anschließend wurde mit der **Richtlinie (EU) 2026/470 („Content Proposal“)** der persönliche und sachliche Anwendungsbereich der Nachhaltigkeitsberichterstattung und damit mittelbar auch der Anwendungsbereich von Art. 8 TaxonomieVO deutlich eingegrenzt (siehe hierzu unten Rn. 203 ff.).

188

Weitere Erleichterungen ergeben sich aus einer **Änderung der DelVO Art. 8 TaxonomieVO**, die am **28. Januar 2026** in Kraft getreten ist.²²⁹ Inhaltlich zielen die Änderungen vor allem auf eine Verringerung der Datenpunkte, vereinfachte Meldebögen, Materialitätsschwellen sowie Entlastungen bei bislang besonders aufwendigen KPIs.

4.1.3

Offenlegung durch Nicht-Finanzunternehmen

Für Nicht-Finanzunternehmen bilden auch nach den Omnibus-Reformen weiterhin drei Kennzahlen (KPI) den Kern der taxonomiebezogenen Berichterstattung:²³⁰

- **Umsatz-KPI**
Nettoumsatz mit Waren oder Dienstleistungen, die mit taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten verbunden sind (Zähler), geteilt durch den gesamten Nettoumsatz (Nenner).

- **CapEx-KPI**
Investitionsausgaben, die mit taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten verbunden sind,

oder

Investitionsausgaben, die nach einem sog. CapEx-Plan der Ausweitung von taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten dienen,

oder

Investitionsausgaben, die sich auf den Erwerb von Produkten aus taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten beziehen (Zähler), geteilt durch die Summe der Investitionsausgaben (Nenner).

- **OpEx-KPI**
Betriebsausgaben, die mit taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten verbunden oder die Teil des CapEx-Plans sind,

oder

Betriebsausgaben, die sich auf den Erwerb von Produkten aus taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten beziehen (Zähler), geteilt durch die Summe der Betriebsausgaben (Nenner).

189

Mit Hilfe des **CapEx-Plans** sollen Unternehmen glaubhaft darlegen, dass sie eine Taxonomiekonformität anstreben. Daher hat der Plan insbesondere folgende Bedingungen zu erfüllen:

- Die Ermöglichung einer Ausweitung des Umfangs der taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten oder
- die Umstellung einer taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeit innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren, sofern nicht ein längerer Zeitraum durch besondere Merkmale der betreffenden Wirtschaftstätigkeit sachlich gerechtfertigt ist, und
- die Genehmigung durch die Geschäftsleitung des Nicht-Finanzunternehmens.

190

Um die Berichterstattung transparent zu gestalten, haben Unternehmen auch darüber zu informieren, welcher Anteil der Wirtschaftstätigkeit zwar taxonomiefähig (*taxonomy eligible*), aber noch nicht taxonomiekonform (*taxonomy aligned*) ist. Darüber hinaus ist über den Anteil der Wirtschaftstätigkeiten zu berichten, der nicht taxonomiefähig ist. Für die Berichterstattung sollen Unternehmen „genormte“ Tabellen verwenden, die im Anhang II der DelVO Art. 8 TaxonomieVO wiedergegeben sind.²³¹

191

Mit der Änderung der **DelVO Art. 8 TaxonomieVO** (siehe hierzu oben Rn. 188) wurde eine **10 %-Materialitätsschwelle** eingeführt: Wirtschaftstätigkeiten, die zusammengenommen weniger als 10 % des jeweiligen Umsatzes, der Investitionsausgaben oder der Betriebsausgaben ausmachen, können als nicht wesentlich behandelt werden. Die Unternehmen müssen diese Aktivitäten daher nicht mehr mit derselben Detailtiefe analysieren und offenlegen.²³² Ferner kann beim OpEx-KPI auf eine detaillierte Darstellung zu den taxonomiebezogenen Betriebsausgaben verzichtet werden, wenn sie für das jeweilige Geschäftsmodell nicht wesentlich sind. Stattdessen genügt eine entsprechende Angabe der Gesamtbetriebsausgaben.²³³

4.1.4

Offenlegung durch Finanzunternehmen

192

Da die Kennzahlen Umsatz, Investitionen und Betriebsausgaben nicht als geeignet angesehen werden, um eine Ausrichtung finanzieller Wirtschaftstätigkeiten auf die Taxonomie nachzuweisen, sieht die DelVO Art. 8 TaxonomieVO für **Finanzunternehmen** spezifische KPIs und Berechnungsmethoden vor.²³⁴

193

Hiernach sollen Kreditinstitute jeweils Kennzahlen für

- bilanzwirksame Aktiva im Zusammenhang mit ihren Finanzierungsaktivitäten,
- außerbilanzielle Aktiva sowie
- Provisionen und Gebühren im Zusammenhang mit anderen Nicht-Finanzierungsgeschäften

vorlegen.

194

Handelsbuchinstitute sollen auch Informationen in Bezug auf ihre Handelsportfolios (*trading books*) offenlegen.²³⁵

195

Hauptindikator für die Offenlegung durch Kreditinstitute ist die **Green Asset Ratio**. Sie bringt zum Ausdruck, inwieweit Kreditinstitute selbst taxonomiekonforme Wirtschaftstätigkeiten finanzieren, und liefert damit Informationen über das Verhältnis des auf die Taxonomie ausgerichteten *Exposure* im Verhältnis zum Gesamtexposure des Instituts. Die Berechnung der GAR hat auf Grundlage der Risikopositionen und Bilanz nach dem aufsichtlichen Konsolidierungskreis sowie unter Einbeziehung von Informationen über Bestände und Zuflüsse, Übergangs- und ermöglichende Tätigkeiten sowie Spezialfinanzierungen und allgemeine Kredite zu erfolgen.²³⁶ Daneben enthält die DelVO Art. 8 TaxonomieVO detaillierte Vorgaben für weitere Kennzahlen, die Kreditinstitute im Hinblick auf ihre Taxonomieausrichtung offenzulegen haben, u.a. einen KPI zu den an Unternehmen ausgereichten Finanzgarantien, den KPI für das verwaltete Vermögen oder einen KPI für Gebühren und Provisionserträge.

196

Für die übrigen Sektoren sieht die DelVO Art. 8 TaxonomieVO die Offenlegung folgender KPIs vor:

- **Wertpapierfirmen:** KPIs für ihre wichtigsten Wertpapierdienstleistungen und -tätigkeiten, die sie auf eigene Rechnung ausführen, sowie für ihre sonstigen Dienstleistungen und Tätigkeiten (Anhang I Abschnitt A der Richtlinie 2014/65/EU – MiFID II);²³⁷
- **Asset Manager: Green Investment Ratio (GIR)**, die den gewichteten Durchschnittswert aller Investitionen, die auf die Finanzierung von taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten ausgerichtet oder mit diesen verbunden sind, im Verhältnis zum Wert der Gesamtkтива sowohl in Bezug auf die kollektiven als auch die individuellen Portfolioverwaltungsaktivitäten aufzeigt;²³⁸
- **Versicherungsunternehmen:** KPIs bezogen auf ihre Kapitalanlagen sowie ihre Versicherungstätigkeit. Dabei zeigt der KPI, der sich auf die Kapitalanlagen bezieht, den gewichteten Durchschnitt der Kapitalanlagen an, die der Finanzierung von taxonomiekonformen Wirtschaftstätigkeiten dienen oder mit diesen verbunden sind.

Der auf die Versicherungstätigkeit bezogene KPI gibt den Anteil der gebuchten Bruttoprämien aus „Nicht-Lebensversicherungen“ oder Rückversicherungs-Bruttoprämien, die im Zusammenhang mit taxonomiekonformen Versicherungstätigkeiten stehen, im Verhältnis zu den gesamten gebuchten Bruttoprämien an.²³⁹

- 197 Auch für Finanzunternehmen hat die **Omnibus-Reform** den Umfang der taxonomiebezogenen Berichterstattung, die insbesondere für Kreditinstitute und Vermögensverwalter einen erheblichen operativen Aufwand verursachen und teilweise nur einen begrenzten zusätzlichen Informationswert für Investoren bieten, spürbar reduziert.²⁴⁰
- 198 Entsprechend der Änderungen für Nicht-Finanzunternehmen wurde auch für Finanzunternehmen eine 10 %-Materialitätsschwelle für bestimmte Risikopositionen und Investitionen eingeführt. In diesen Fällen müssen Finanzunternehmen Informationen zu Taxonomiefähigkeit und Taxonomiekonformität künftig nicht mehr in voller Detailtiefe erheben, sondern lediglich ausweisen, dass die betreffenden Positionen insgesamt weniger als 10 % der jeweiligen relevanten Vermögenswerte oder Risikopositionen ausmachen.²⁴¹
- 199 Daneben wurden die Meldebögen für Finanzunternehmen umfassend überarbeitet und erheblich verschlankt.²⁴² So wurden z.B. spezielle Berichtsvorlagen zu bestimmten Tätigkeiten im Zusammenhang mit Kernenergie- und Erdgasaktivitäten aufgehoben und in die allgemeinen Berichtsvorlagen integriert.²⁴³
- 200 Auch nach der **Omnibus I-Reform** bleibt für Kreditinstitute die GAR weiterhin die zentrale Offenlegungskennzahl. Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass für zahlreiche Handelsbestände und dienstleistungsbezogene Erträge bislang nur eingeschränkt belastbare Taxonomie-daten verfügbar sind, müssen bestimmte Detailangaben zu Handelsbuchpositionen sowie zu Gebühren und Provisionserträgen nicht mehr unmittelbar in vollem Umfang offengelegt werden. Ferner wurden die Übergangsregelungen für diese Offenlegungsvorgaben verlängert: Die entsprechenden Angaben sind erst ab dem 1. Januar 2028 vollständig zu berichten.
- 201 Auch für Vermögensverwalter, Wertpapierfirmen und Versicherungsunternehmen wurden die Berichtsvorlagen überarbeitet und dadurch die Anzahl der offenzulegenden Einzelinformationen reduziert. Auch hier hat man an den grundlegenden Kennzahlen – insbesondere der GIR für Vermögensverwalter und den taxonomiebezogenen Investitionskennzahlen für Versicherungsunternehmen – festgehalten.

4.2 NACHHALTIGKEITS- BERICHTSPFLICHTEN UNTER DER CSRD

4.2.1 Gesetzesentwicklung

202

Am 16. Dezember 2022 wurde die **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)**²⁴⁴ verkündet, die die **Non-Financial Reporting Directive**²⁴⁵ (NFRD, die in Deutschland üblicherweise als **CSR-Richtlinie** bezeichnet wird, wobei CSR für Corporate Social Responsibility steht) ändert und ersetzt. Die Richtlinie bezweckt eine Ausweitung nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten von Unternehmen. In ihren Anwendungsbereich sollen zunächst große Unternehmen unabhängig von ihrer Kapitalmarktorientierung sowie – zu einem späteren Zeitpunkt – alle kleinen und mittleren kapitalmarktorientierten Unternehmen fallen.²⁴⁶ Inhaltlich standardisiert die CSRD nicht-finanzielle Erklärungen zur Nachhaltigkeit. Berichtspflichtige Unternehmen haben in einem sogenannten (Konzern-)Lagebericht dem Prinzip der *double materiality* folgend über die Auswirkungen ihrer Unternehmenstätigkeit auf Nachhaltigkeitsaspekte sowie über die Auswirkungen von Nachhaltigkeitsaspekten auf ihre Unternehmenstätigkeit zu informieren.

203

Im Rahmen des **Omnibus I-Pakets** (siehe hierzu oben Rn. 186) hat der europäische Gesetzgeber den Anwendungsbereich der CSRD wenige Jahre nach ihrer Verkündung zu Zwecken des Bürokratieabbaus wieder eingeschränkt. Mit der Richtlinie (EU) 2025/794 („Stop-the-clock“) werden die Berichtspflichten für Unternehmen, die ursprünglich für das Geschäftsjahr 2025 (zweite Welle) oder für das Geschäftsjahr 2026 (dritte Welle) berichtspflichtig gewesen wären, um jeweils zwei Jahre verschoben. Hiermit soll vermieden werden, dass Unternehmen Berichtsprozesse nach dem ursprünglichen CSRD-Regime aufbauen müssen, obwohl sie nach der materiellen Reform künftig nicht mehr berichtspflichtig sein werden. Die Richtlinie (EU) 2026/470 schränkt den zeitlichen, persönlichen und sachlichen Anwendungsbereich der CSRD weiter ein und führt zu einer deutlichen Reduktion unternehmerischer Nachhaltigkeitsberichtspflichten.

204

Das **deutsche Gesetzgebungsverfahren** zur Umsetzung der CSRD sowie der Omnibus-I-Rechtsakte dauert derzeit noch an.²⁴⁷

4.2.2

Gestaffelte Anwendbarkeit

205

Die CSRD sieht eine **zeitlich gestaffelte Umsetzung in Abhängigkeit der Unternehmensgröße** vor. Durch das Omnibus I-Paket wird der Kreis der berichtspflichtigen Unternehmen allerdings erheblich eingeschränkt; voraussichtlich werden mehr als 80 % der nach ursprünglicher CSRD berichtspflichtigen Unternehmen aus dem Anwendungsbereich herausfallen. Insbesondere soll die Pflicht zur Abgabe eines (Konzern-) Lageberichts künftig grundsätzlich nur noch Unternehmen treffen, die während des Geschäftsjahres durchschnittlich **mehr als 1.000 Beschäftigte** haben und zugleich einen **Nettoumsatz von mehr als EUR 450 Mio.** erzielen.²⁴⁸ Die bisherige eigenständige Berichtspflicht für große Unternehmen unterhalb dieser Schwellen sowie für kapitalmarktorientierte KMU entfällt damit im Grundsatz. Zugleich verschiebt das Omnibus I-Paket die erstmalige Anwendung der Berichtspflichten für die bislang **zweite und dritte Berichtswelle** nach hinten.²⁴⁹ Daraus ergibt sich Folgendes:

- Für ab dem 1. Januar 2024 beginnende Geschäftsjahre: kapitalmarktorientierte Unternehmen, die bereits der NFRD unterlagen und zugleich die neuen Schwellenwerte erfüllen, also mehr als 1.000 Beschäftigte und einen Nettoumsatz von mehr als EUR 450 Mio. aufweisen (Berichterstattung im Jahr 2025 über die Daten von 2024 → keine Änderung);
- Für ab dem 1. Januar 2027 beginnende Geschäftsjahre: weitere Unternehmen mit mehr als 1.000 Beschäftigten und einem Nettoumsatz von mehr als EUR 450 Mio. (Berichterstattung im Jahr 2028 über die Daten von 2027);
- Für ab dem 1. Januar 2028 beginnende Geschäftsjahre: Drittstaatenunternehmen mit einem Nettoumsatz von mehr als EUR 450 Mio. in der EU, sofern sie über ein großes oder kapitalmarktorientiertes Tochterunternehmen oder eine Zweigniederlassung in der EU verfügen, die ihrerseits die jeweils einschlägigen Schwellenwerte erfüllt (Berichterstattung im Jahr 2029 über die Daten von 2028).

4.2.3

Doppelte Wesentlichkeit

206

Die Nachhaltigkeitsberichterstattung nach der CSRD erfolgt weiterhin nach dem Prinzip der *double materiality* (doppelte Wesentlichkeit) und ist in den (Konzern-)Lagebericht aufzunehmen. Das Prinzip der *double materiality* fordert, dass die Nachhaltigkeitsberichterstattung Informationen beinhalten muss,

- die für das Verständnis der Auswirkungen der Tätigkeiten des Unternehmens auf Nachhaltigkeitsaspekte sowie (*inside out*)

- die für das Verständnis der Auswirkungen von Nachhaltigkeitsaspekten auf Geschäftsverlauf, Geschäftsergebnis und Lage des Unternehmens wesentlich sind (*outside in*).²⁵⁰

207

Zu diesen Angaben zählen beispielsweise Informationen

- zu Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen,
- zur Berücksichtigung der klimabedingten Wirtschaftstransformation in der Unternehmensstrategie,
- zur Rolle des Managements in diesem Prozess,
- zur Beschreibung eines Plans, der die Übereinstimmung der Unternehmenspläne mit dem Abkommen von Paris zur Begrenzung der Erderwärmung auf 1,5 °C erläutert (**Klimaplan**²⁵¹), sowie
- zu den wichtigsten tatsächlichen oder potenziellen negativen Auswirkungen der eigenen Geschäftstätigkeit und der Wertschöpfungskette.

4.2.4

Value Chain Cap

208

Eine wesentliche Reduktion der Berichterstattungspflichten mit Blick auf die unternehmerische Wertschöpfungskette erfolgt im Kontext der **Omnibus I-Reform** durch die Einführung der sogenannten *Value Chain Cap*:²⁵² Berichtspflichtige Unternehmen dürfen von Unternehmen in ihrer Wertschöpfungskette, die selbst nicht in den Anwendungsbereich der CSRD fallen (**geschützte Unternehmen**), nur noch in einem begrenzten Umfang nachhaltigkeitsbezogene Informationen verlangen; und zwar solche Informationen, die von den freiwillig anwendbaren Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung²⁵³ gedeckt sind. Fordert ein berichtspflichtiges Unternehmen Informationen an, die von diesem freiwilligen Berichtsstandard nicht gedeckt sind, hat es das betreffende Unternehmen in seiner Wertschöpfungskette hiervon zu unterrichten sowie auch über das Recht zu informieren, die Informationsabfrage ablehnen zu können.²⁵⁴ Durch die Value Chain Cap soll verhindert werden, dass Unternehmen im Anwendungsbereich der CSRD ihre Pflichten zur Nachhaltigkeitsberichterstattung auf ihre Zulieferer abwälzen.²⁵⁵

209

Darüber hinaus hat der nicht-finanzielle Bericht die Angaben nach Art. 8 TaxonomieVO zu enthalten.

4.2.5

Externe Prüfung

210

Die Erklärungen werden im Rahmen einer *limited assurance*-Prüfung extern durch Abschlussprüfer geprüft. Die zunächst durch die CSRD vorgesehene Möglichkeit, eine hinreichende Prüfungssicherheit (*reasonable assurance*) zu erlangen, ist durch das Omnibus-I-Paket gestrichen worden.²⁵⁶

4.2.6 ESRS

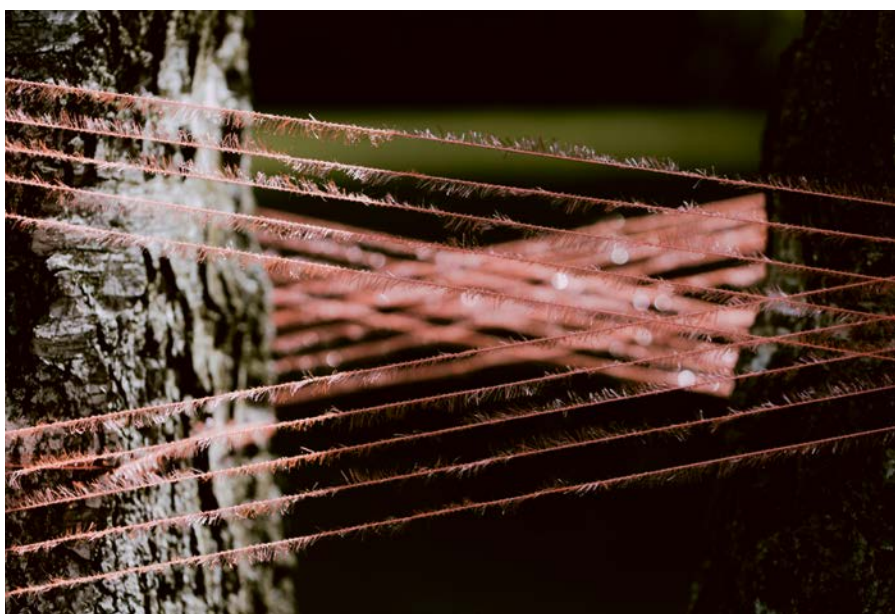
- 211 Im Dezember 2022 hat die EU-Kommission auf Grundlage der Entwürfe der **EFRAG** die Delegierte Verordnung (EU) 2023/2772 mit der ersten Reihe (Set 1) von Berichtsstandards (*European Sustainability Reporting Standards* – **ESRS**) erlassen (**DeIVO ESRS**). Im Vergleich zu den Vorschlägen der EFRAG hatte die EU-Kommission die Anzahl der Offenlegungspflichten und der damit verbundenen Datenpunkte bereits erheblich reduziert. Durch das **Omnibus I-Paket** erfolgt nun eine weitere Umstrukturierung und Reduzierung der ESRS.
- 212 Die DeIVO ESRS enthält ausschließlich sektorunabhängige Standards, die für alle Branchen gelten. Diese sektorunabhängigen Standards werden in Querschnittsstandards (cross-cutting standards), die sich auf alle Nachhaltigkeitsaspekte – also auf Ökologie, Soziales und Unternehmensführung – beziehen, und in themenspezifische Standards, die sich auf einen der Nachhaltigkeitsaspekte beziehen (topical standards), unterteilt. Verpflichtend für alle Unternehmen sind insbesondere die Querschnittsstandards. Ansonsten verfolgen die ESRS einen wesentlichkeitsbasierten Ansatz, der im Zuge der Omnibus-Reform weiter gestärkt wird. Demnach sind themenspezifische Standards grundsätzlich nur zu berücksichtigen, soweit die betreffenden Nachhaltigkeitsthemen im Rahmen der doppelten Wesentlichkeitsanalyse für das jeweilige Unternehmen als wesentlich identifiziert wurden.
- 213 Zur Unterstützung bei der Umsetzung und Auslegung der ESRS in ihrer ursprünglichen Fassung hat die EFRAG zunächst im Oktober 2023 Entwürfe für drei Leitfäden – zur Wesentlichkeitsbewertung²⁵⁷, zur Lieferkette²⁵⁸ und zu den einzelnen Datenpunkten²⁵⁹ – veröffentlicht. Zudem hat die EFRAG eine Q&A-Plattform zu den ESRS gestartet, über die Fragen zur technischen Umsetzung der Standards über ein Formular eingereicht werden können.²⁶⁰ Die Antworten der EFRAG werden auf der Plattform veröffentlicht.
- 214 Im Zuge der mit dem **Omnibus I-Paket** angestrebten Entbürokratisierung übermittelte die EFRAG im Dezember 2025 einen „Technical Advice to the European Commission regarding Amended European Sustainability Reporting Standards“ (**Amended ESRS**)²⁶¹. Die Vorschläge der EFRAG sehen eine erhebliche Komplexitätsreduktion der ESRS vor.²⁶² Die EU-Kommission hat die Vorschläge der EFRAG aufgegriffen und im Juli 2026 eine Änderung der ESRS verabschiedet, mit der die Zahl der obligatorischen Datenpunkte deutlich reduziert, die Verständlichkeit verbessert und der Grundsatz der Wesentlichkeit gestärkt werden soll.²⁶³
- 215 Bereits zuvor war der Zeitplan für die sektorspezifischen ESRS durch die Delegierte Verordnung (EU) 2025/1416 nach hinten verschoben worden.

4.2.7

VSME

216

Zur Vorbereitung weiterer Berichtsstandards hatte die EFRAG im Januar 2024 einen ESRS-Entwurf für kapitalmarktorientierte KMU²⁶⁴ und den Entwurf für den freiwilligen Berichtsstandard für nicht kapitalmarktorientierte KMU²⁶⁵ zur Konsultation gestellt. Das vorgeschlagene einfache Berichterstattungsinstrument für nicht kapitalmarktorientierte KMUs soll diese dabei unterstützen, auf Anfragen von Geschäftspartnern nach Nachhaltigkeitsinformationen effizient und angemessen zu reagieren. Basierend auf diesem durch die EFRAG erarbeiteten **Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMES (VSME)** veröffentlicht die EU-Kommission die Empfehlung (EU) 2025/1710²⁶⁶, auf deren Grundlage die Kommission im Juli 2026 nun die freiwillig anwendbaren Nachhaltigkeitsberichtsstandards nach dem neuen Art. 29ca RL 2013/34/EU verabschiedet hat.²⁶⁷ Während der VSME ursprünglich für Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten ausgearbeitet wurde, wird er im Kontext der angepassten CSRD auf Grund ihres nun eingeschränkten Anwendungsbereichs für Unternehmen mit bis zu 1000 Beschäftigten Relevanz entfalten können. Im Anwendungsbereich der CSRD ist der freiwillige Nachhaltigkeitsberichtsstandard für die Umsetzung der Bestimmungen zur *Value Chain Cap* von Bedeutung.

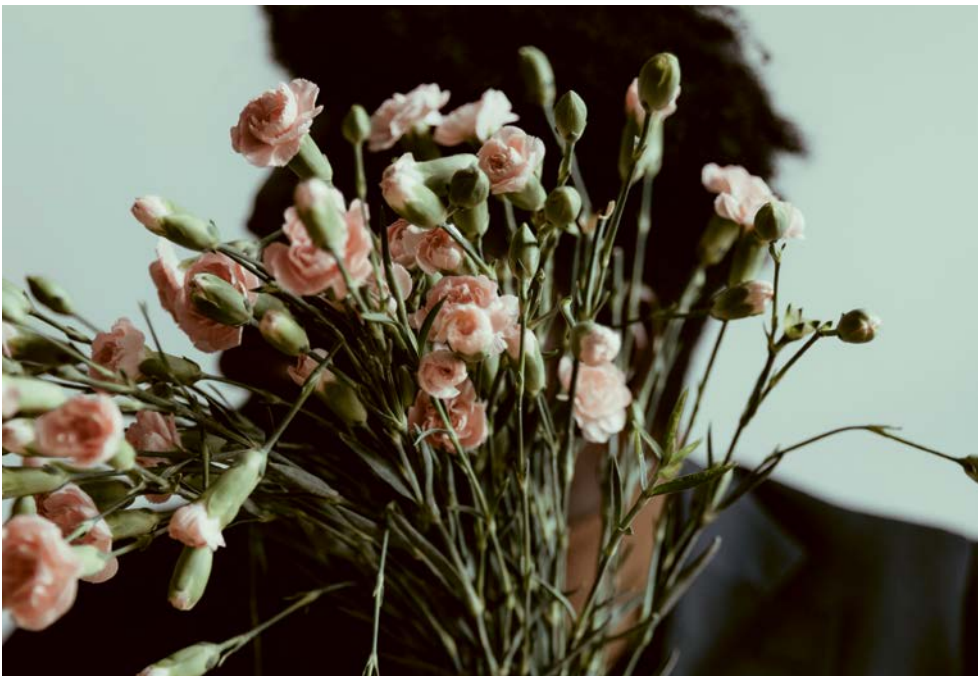


5. SORGFALTSPFLICHTEN BEI LIEFERKETTEN

5.1 LKSG

217

Im Juni 2021 hat der Bundestag das Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten (**LkSG**) beschlossen, das am 1. Januar 2023 in Kraft getreten ist.²⁶⁸ Von dem LkSG erfasste Unternehmen müssen in ihren Lieferketten menschenrechtliche und umweltbezogene Pflichten beachten. Insbesondere sollen sie entsprechenden Risiken vorbeugen, sie minimieren und etwaige Verletzungen menschenrechts- oder umweltbezogener Pflichten beenden.²⁶⁹ Das Gesetz findet auf Unternehmen ungeachtet ihrer Rechtsform Anwendung, sofern diese ihre Hauptverwaltung, Hauptniederlassung, ihren Verwaltungssitz oder satzungsmäßigen Sitz im Inland haben und in der Regel mindestens 3.000 Arbeitnehmer im Inland (zu denen auch ins Ausland entsandte Arbeitnehmer zählen) beschäftigen. Ab dem 1. Januar 2024 wird die Schwelle auf 1.000 Arbeitnehmer abgesenkt.



Nach der Gesetzesbegründung sind vom Anwendungsbereich des LkSG auch **Kreditinstitute** erfasst, sofern sie Großkredite i.S.v. Art. 392 CRR an Zulieferer vergeben.²⁷⁰ Diese Auffassung hat sich allerdings nicht im Gesetzeswortlaut niedergeschlagen. Nach einer Handreichung des Bundesamts für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA)²⁷¹ ist das LkSG dagegen auf das Kundengeschäft von Banken – also insbesondere das Kredit- und Einlagengeschäft – grds. nicht anwendbar. Etwas anderes soll nur gelten, wenn im Einzelfall eine konkret nachvollziehbare Zweckbindung zwischen einem Refinanzierungsgeschäft und der erbrachten Bankdienstleistung besteht. Im Übrigen können Institute nach der Handreichung vom BAFA als (un)mittelbare Zulieferer von Dienstleistungen an andere, in den Anwendungskreis des LkSG unmittelbar einbezogene Unternehmen betroffen sein, wenn sie insoweit Teil der Lieferkette sind.²⁷² Soweit Kreditinstitute allerdings taxonomiekonform tätig sein wollen, müssen sie den aus Art. 18 TaxonomieVO folgenden sozialen Mindestschutz in ihrem Kundengeschäft einhalten. Um die Anwendung des LkSG anzuleiten, haben das BAFA, das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) und das Bundesministerium für Arbeit und Soziales (BMAS) zudem gemeinsame FAQs und Hinweise zur Ausweitung des Anwendungsbereichs zum 1. Januar 2024 veröffentlicht.²⁷³

218

Um ihren Pflichten nach dem LkSG gerecht zu werden, müssen Unternehmen Risikomanagement- und Compliance-Prozesse für ihre Lieferketten implementieren. Ein Verstoß gegen die Pflichten des LkSG kann mit einem Bußgeld von bis zu EUR 800.000 bzw. bei Unternehmen mit einem durchschnittlichen Jahresumsatz von mehr als EUR 400 Mio. mit einer Geldbuße von bis zu 2 % des durchschnittlichen Jahresumsatzes geahndet werden.²⁷⁴ Eine zwischenzeitlich diskutierte zivilrechtliche Haftung sieht das Gesetz indes nicht vor.²⁷⁵

219

Derzeit ist geplant, das LkSG durch ein Gesetz über die internationale Unternehmensverantwortung zu ersetzen. Hiermit bezweckt der deutsche Gesetzgeber die Umsetzung der auf europäischer Ebene am 25. Juli 2024 in Kraft getretenen „Corporate Sustainability Due Diligence Directive“ (CSDDD).²⁷⁶ Während eine Umsetzung der Richtlinienbestimmungen ursprünglich bis zum 26. Juli 2026 zu erfolgen hatte, ist diese Frist im Zuge der Omnibus-Reform durch die Richtlinie (EU) 2025/794 („Stop-the-clock-Richtlinie“) mittlerweile um ein Jahr bis zum 26. Juli 2027 verlängert worden.²⁷⁷ Bis zur Umsetzung der CSDDD durch das neue Gesetz über die internationale Unternehmensverantwortung soll das LkSG zu Zwecken des Bürokratieabbaus eine Anpassung erfahren. Hierfür hat die Bundesregierung im Herbst 2025 einen Regierungsentwurf vorgelegt, der insbesondere die gänzliche Abschaffung der Berichtspflichten nach § 10 Abs. 2 LkSG vorsieht.²⁷⁸

5.2 CSDDD

220

Der von der EU-Kommission im Februar 2022 vorgeschlagene erste Entwurf der CSDDD²⁷⁹ zielte darauf ab, nachhaltiges und verantwortungsvolles unternehmerisches Verhalten in allen Wertschöpfungsketten zu fördern, und ging in einigen Punkten deutlich über das LkSG hinaus. Die CSDDD sollte in ihrem Anwendungsbereich ursprünglich EU-Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit mindestens 500 Beschäftigten und einem Nettoumsatz von mindestens EUR 150 Mio. weltweit erfassen. Diese Schwellenwerte sollten auf 250 Beschäftigte und EUR 40 Mio. Nettoumsatz gesenkt werden, wenn Unternehmen mindestens 50 % ihres Umsatzes in einem sog. „High Impact“-Sektor erwirtschaften. Darüber hinaus sollten Unternehmen aus Drittstaaten umfasst werden, soweit sie in der EU einen Nettoumsatz von mehr als EUR 150 Mio. erwirtschaften oder in der EU einen Nettoumsatz von mehr als EUR 40 Mio. erwirtschaften und 50 % oder mehr ihres weltweiten Umsatzes auf einen High Impact-Sektor zurückgeht.

221

Nach bereits erfolgter Einigung über den ersten Entwurf der CSDDD von Rat und EU-Parlament am 14. Dezember 2023 kündigte allerdings die Bundesrepublik Deutschland an, der Verabschiedung im Rat nicht zuzustimmen. Daraufhin wurde u.a. der Anwendungsbereich im Vergleich zum ersten Entwurf deutlich reduziert. Der Rat stimmte sodann dieser abgeschwächten Fassung – unter fortwährender Enthaltung Deutschlands – zu. Eckpunkte der abgeschwächten Fassung waren:

- Die CSDDD erfasste nur noch Unternehmen mit mehr als 1.000 Beschäftigten und einem Nettoumsatz von mehr als EUR 450 Mio., und dies erst fünf Jahre nach ihrem Inkrafttreten.
- Auch Unternehmen aus Drittstaaten sollten nur noch ab einer Nettoumsatzschwelle von mehr als EUR 450 Mio. in der EU erfasst werden, wiederum erst fünf Jahre nach ihrem Inkrafttreten.
- Die abgeschwächten Schwellenwerte für High Impact-Sektoren entfielen.
- Es wurden Befreiungsmöglichkeiten für Holdinggesellschaften in bestimmten Konstellationen eingeführt.
- Erfasst wurden zudem Franchise- und Lizenzvertragsparteien mit Lizenzgebühren von mehr als EUR 22,5 Mio. und einem Umsatz von mehr als EUR 80 Mio.; für Unternehmen aus Drittstaaten galt das nur, wenn die Gebühren und der Umsatz in der EU erwirtschaftet werden.

222

Schätzungen zufolge waren somit nur noch etwa 30 % der Unternehmen von der CSDDD betroffen, die vom ersten Entwurf betroffen gewesen wären.

- 223 Durch das **Omnibus-I-Paket** erfährt der Anwendungsbereich der CSDDD weitere Einschränkungen. Erfasst sind nun EU-Unternehmen mit mehr als 5.000 Beschäftigten und einem weltweiten Nettojahresumsatz von mehr als EUR 1,5 Mrd. sowie Nicht-EU-Unternehmen mit einem Nettoumsatz innerhalb der EU von mehr als EUR 1,5 Mrd.²⁸¹ Das Regime der CSDDD haben die verpflichteten Unternehmen aufgrund der zeitlichen Verschiebung durch die „Stop-the-clock-Richtlinie“ zudem nun frühestens ab Juli 2028 zu erfüllen.²⁸²
- 224 Die Sorgfaltspflichten der CSDDD sollen grundsätzlich im eigenen Tätigkeitsbereich, bei Tochterunternehmen und bei Unternehmen innerhalb der Wertschöpfungskette beachtet werden. Dies erfährt durch das **Omnibus-I-Paket** eine Einschränkung: Nach der CSDDD verpflichtete Unternehmen dürfen nun im Rahmen eines risikobasierten Ansatzes auf die Bereiche ihrer eigenen Geschäftstätigkeit, der Geschäftstätigkeit ihrer Tochterunternehmen und die Geschäftstätigkeit ihrer Geschäftspartner fokussieren, in denen negative Auswirkungen am wahrscheinlichsten und schwerwiegendsten erscheinen. Eine **Scoping-Untersuchung** der Liefer- bzw. Wertschöpfungskette des verpflichteten Unternehmens gilt in diesem Kontext nun als ausreichend.²⁸³ Der Umfang an Informationen, den Unternehmen bei Geschäftspartnern zur Ermittlung und Bewertung der negativen Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit abfragen können, wird durch den neu eingefügten Art. 8 Abs. 2a CSDDD ebenfalls eingeschränkt.²⁸⁴
- 225 In die Sorgfaltspflichten sind neben den Menschenrechten auch die Beachtung aller wichtigen internationalen Klima- und Umweltabkommen einbezogen. Die ursprünglich in der CSDDD enthaltene Pflicht zur Erstellung und Umsetzung eines Klimaplanes, der die Vereinbarkeit des Geschäftsmodells mit dem Pariser Klimaabkommen sicherstellen soll, besteht nicht mehr.²⁸⁵ Ebenfalls entfällt die zunächst vorgesehene zivilrechtliche Schadensersatzhaftung des Art. 29 CSDDD a.F.²⁸⁶
- 226 Vor ihrem Vorschlag zur CSDDD hatte die Kommission bereits im Juli 2021 Leitlinien für die Sorgfaltspflichten für EU-Unternehmen zur Bekämpfung des Risikos von Zwangsarbeit im Rahmen ihrer Tätigkeit und Lieferketten veröffentlicht.²⁸⁷ In diesen Leitlinien finden Unternehmen anhand konkreter und praktischer Ratschläge Hilfestellungen bei der Ermittlung, Verhinderung und Beseitigung von Zwangsarbeit in ihren Lieferketten. Mittlerweile hat der Europäische Gesetzgeber mit der EU-Zwangsarbeitsverordnung²⁸⁸ verbindliche Regelungen erlassen, die vollumfängliche Geltung am 14. Dezember 2027 erlangen werden und deren Anwendung durch neu erlassene Leitlinien²⁸⁹ erleichtert werden soll.

GLOSSAR

AFM	Autoriteit Financiële Markten	Niederländische Finanzaufsichtsbehörde
AIF	Alternative Investment Funds	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager	Verwalter von alternativen Investmentfonds
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive (Richtlinie 2011/61/EU)	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds
AMF	Autorité des marchés financiers	Französische Finanzaufsichtsbehörde
BAFA	Federal Office of Economics and Export Control	Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle
Bafin	Federal Financial Supervisory Authority	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIB	Key Information Document	Basisinformationsblatt
BMWK	Federal Ministry for Economic Affairs and Climate Action	Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz
BMAS	Federal Ministry of Labour and Social Affairs	Bundesministerium für Arbeit und Soziales
BVI	German Investment Funds Association	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CapEx	Capital Expenses	Abscheidung und Speicherung von Kohlenstoffdioxid
CCS	Carbon Dioxide Capture and Storage	Abscheidung und Speicherung von Kohlenstoffdioxid
CRA	Credit Rating Agencies	Ratingagenturen

CRD V	5. Capital Requirements Directive (Richtlinie (EU) 2019/878)	5. Kapitaladäquanzrichtlinie
CRR II	2. Capital Requirements Regulation (Verordnung (EU) 2019/876)	2. Kapitaladäquanzverordnung
CSR-Richtlinie	Non-Financial Reporting Directive („NFRD“)	Corporate Social Responsibility-Richtlinie
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive (Proposal)	Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Entwurf)
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive	Vorschlag für eine Richtlinie über Nachhaltigkeitspflichten von Unternehmen
DCGK	German Corporate Governance Code	Deutscher Corporate Governance Kodex
DDV	German Derivatives Association	Deutscher Derivate Verband
DeIVO	Delegated Regulation	Delegierte Verordnung
DK	The German Banking Industry Committee	Die Deutsche Kreditwirtschaft
DNSH	Do no significant harm	Vermeidung einer erheblichen Beeinträchtigung
EBA	European Banking Authority	Europäische Bankaufsichtsbehörde
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group	Europäische Beratungsgruppe zur Rechnungslegung

EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority	Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
EP	European Parliament	Europäisches Parlament
ESAP	European Single Access Point	Zentrales europäisches Zugangsportaal
ESAs	European Supervisory Authorities (ESMA, EBA, EIOPA)	Europäische Aufsichtsbehörden
ESG	Environment Social Governance	Umwelt, Soziales und Unternehmensführung
ESMA	European Securities and Markets Authority	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
ESRS	European Sustainability Reporting Standards	Europäische Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung
EU CTB	EU Climate Transition Benchmarks	Referenzwerte für Investitionen in eine klimafreundlichere Wirtschaft
EU PAB	EU Paris-aligned Benchmarks	Referenzwerte für Investitionen im Einklang mit dem Pariser Übereinkommen
EuGB	Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds	Verordnungsentwurf über europäische grüne Anleihen
EZB	European Central Bank	Europäische Zentralbank
FoStoG	German Fund Jurisdiction Act	Fondsstandortgesetz
GAR	Green Asset Ratio	Green Asset Ratio
GIR	Green Investment Ratio	Green Investment Ratio

HRDD	Human Rights Due Diligence	Menschenrechtliche Sorgfaltspflicht
IBIP	Insurancebased investment product	Versicherungsanlageprodukt
IDD	Insurance Distribution Directive (Richtlinie (EU) 2016/97)	Versicherungsvermittlungsrichtlinie
IDW	Institute of Public Auditors in Germany	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IFD	Investment Firm Directive (Richtlinie (EU) 2019/2034)	Richtlinie über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen
IFR	Investment Firm Regulation (Verordnung (EU) 2019/2033)	Verordnung über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen
IFRS	International Financial Reporting Standards	Internationale Rechnungslegungsvorschriften
ILO	International Labour Organization	Internationale Arbeitsorganisation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change	Zwischenstaatlicher Ausschuss für Klimaänderungen; Weltklimarat
ITS	Implementing Technical Standard	Technischer Durchführungsstandard
JRC	Joint Research Center	Gemeinsame Forschungsstelle
KAGB	German Investment Code	Kapitalanlagegesetzbuch
Klima-Del-VO	Complementary Climate Delegated Act (DelVO (EU) 2021/2139)	Komplementärer delegierter Klimaschutzakt

KPI	Key Performance Indicator	Leistungskennzahl
KVG	Capital Management Company	Kapitalverwaltungsgesellschaft
LkSG	Act on Corporate Due Diligence Obligations in Supply Chains	Lieferkettensorgfaltspflichten-gesetz
MaRisk	Minimum Requirements for Risk Management	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Richtlinie 2014/65/EU)	Finanzmarktrichtlinie II
MREL	Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities	Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten
NatCat	Natural catastrophes	Naturkatastrophen
NCA s	National Competent Authorities	Nationale Aufsichtsbehörden
NFRD	Non-Financial Reporting Directive (Richtlinie 2014/95/EU)	CSR-Richtlinie (Corporate Social Responsibility)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OpEx	Operating Expenses	Betriebsausgaben
ORSA	Own Risk and Solvency Assessment	Eigene Risiko- und Solvabilitätsbewertung
PAI	Principal Adverse Impact	Wichtigste nachteilige Auswirkungen

PEPP	Pan-European Personal Pension Product	Europaweites privates Altersvorsorgeprodukt
PoSF	Platform on Sustainable Finance	Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen
PRIIPs-VO	Regulation on key information documents for packaged retail and insurancebased investment products (PRIIPs)	Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, VO (EU) Nr. 1286/2014
RIS	Retail Investment Strategy	Kleinanlegerstrategie
RTS	Regulatory Technical Standards	Technischer Regulierungsstandard
SF	Sustainable Finance	Nachhaltige Finanzen
SFB	Sustainable Finance Advisory Board	Sustainable Finance-Beirat
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation	Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, VO (EU) 2019/2088
SFDR I-Del-VO	Delegated Regulation supplementing the SFDR (Proposal)	Delegierte Verordnung zur Konkretisierung der Vorgaben der SFDR (Entwurf)
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group	Interessentengruppe Wertpapiere und Märkte
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process	Aufsichtlicher Überprüfungs- und Bewertungsprozess
STS	Simple, Transparent and Standardised	Einfach, transparent und standardisiert

TAB	Taxonomy-Aligning Benchmark	Taxonomiekonformer Benchmark
TEG	Technical expert group on sustainable finance	Technische Expertengruppe zu nachhaltiger Finanzierung
THG	Greenhouse Gas	Treibhausgas
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity	Einheitliche Mindestquote für die Verlustabsorptionsfähigkeit global systemrelevanter Institute
Umwelt-DeIVO	Delegated Regulation on Technical Screening Criteria for the four remaining environmental objects	Delegierte Rechtsakte zur Taxonomie-Verordnung mit den Beurteilungskriterien zu den Umweltzielen nach Art. 9 lit. c – f TaxonomieVO
UNGPs	UN Guiding Principles on Business and Human Rights	Delegierte Rechtsakte zur Taxonomie-Verordnung mit den Beurteilungskriterien zu den Umweltzielen nach Art. 9 lit. c – f TaxonomieVO
VAG	German Insurance Supervision Act	Versicherungsaufsichtsgesetz
VO	Regulation	Verordnung
VVI	Pre-contractual Disclosures	Vorvertragliche Informationen
WpHG	German Securities Trading Act	Wertpapierhandelsgesetz



ENDNOTEN

- 1 COM(2018) 97 final. Der Aktionsplan greift Empfehlungen einer von der EU-Kommission eingesetzten hochrangigen Expertengruppe auf, die im Januar 2018 ihren Abschlussbericht vorgelegt hatte (Financing A European Economy - Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance); abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>.
- 2 Aktionsplan, S. 5 ff.
- 3 Aktionsplan, S. 9 ff.
- 4 Aktionsplan, S. 12 ff.
- 5 Mitteilung der Kommission: Der europäische Green Deal (COM(2019) 640 final); abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>.
- 6 Klimazielpfad vom 17.09.2020; abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0562&from=EN>.
- 7 Siehe Investitionsplan für den europäischen Grünen Deal und der Mechanismus für einen gerechten Übergang, Q&A der EU-Kommission; abrufbar unter: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/qanda_20_24.
- 8 Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy („Neue Sustainable Finance-Strategie“); abrufbar unter: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF.
- 9 EU-Kommission, A Green Deal Industrial Plan for the Net-Zero Age, COM(2023) 62 final; abrufbar unter: https://commission.europa.eu/document/41514677-9598-4d89-a572-abe21cb037f4_en.
- 10 Besonders deutlich fällt diese Kritik in Stellungnahmen der ECR-Fraktion im Europäischen Parlament aus. Siehe hierzu beispielhaft Johan Nissinen (ECR), 04. Oktober 2023, Sitzungsbericht des EP vom 04. Oktober 2023 „Labels such as green funds and sustainable investments only mean a politicisation of our economy.“ sowie ECR GROUP ACHIEVEMENTS 2019-2024: „stifling regulation“, abrufbar unter https://ecrgroup.eu/files/EN_Brochure_achievements_2019-2024_%282%29.pdf?utm_source=chatgpt.com. Seit 2024 hat sich auch im Rat eine deutlich kritischere Haltung gegenüber der regulatorischen Dichte und den administrativen Belastungen der EU-Nachhaltigkeitsregulierung herausgebildet, siehe z.B. Rat der EU, PE v. 07. Februar 2024: „Rat und Parlament kommen überein, die Nachhaltigkeitsberichterstattung für bestimmte Sektoren und Unternehmen aus Drittländern um zwei Jahre zu verschieben.“
- 11 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a framework of measures for the acceleration of industrial capacity and decarbonisation in strategic sectors and amending Regulations (EU) 2018/1724, (EU) 2024/1735 and (EU) 2024/3110, vom 04. März 2026, COM(2026) 100 final.
- 12 Der „Level 1“ des in der europäischen Finanzmarktgesetzgebung üblicherweise angewendeten Lamfalussy-Verfahrens sieht eine Art Rahmengesetzgebung vor, die dann auf Level 2 durch technische Durchführungsbestimmungen konkretisiert wird; siehe v. *Hein*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, § 18 WpHG Rz. 3; *Seitz*, BKR 2002, 340, 341 ff.
- 13 Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl. EU Nr. L 198/13
- 14 Verordnung (EU) 2019/2088.
- 15 Verordnung (EU) 2019/2089.
- 16 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253.
- 17 Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269.
- 18 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257.
- 19 Verordnung (EU) 2024/3005.

- 20 Für die TaxonomieVO gilt dies jedoch mit der Einschränkung, dass sie vorerst nur das „E“ abdeckt, also nur eine Klassifizierung für ökologische Nachhaltigkeit vorsieht. Die Klassifizierungen für „S“- und „G“-Ziele sollen später nachgezogen werden. Soziale Aspekte werden nur insofern berücksichtigt, als die Befolgung von acht Kernübereinkommen der internationalen Arbeitsorganisation (ILO-Kernarbeitsnormen) eine Mindestvoraussetzung für eine ökologische Nachhaltigkeit darstellt (Art. 13 TaxonomieVO). Die TaxonomieVO bleibt somit nach aktuellem Stand konzeptionell hinter dem übergreifenden ordnungspolitischen Ziel zurück, die privaten Kapitalflüsse auf alle drei ESG-Nachhaltigkeitsziele auszurichten.
- 21 Einen detaillierten Vergleich hat die ESMA veröffentlicht: ESMA, Concepts of sustainable investments and environmentally sustainable activities in the EU Sustainable Finance framework, 22 November 2023, ESMA30-379-2279, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2279_Note_Sustainable_investments_SFDR.pdf.
- 22 Platform on Sustainable Finance, Final Report on Social Taxonomy, 23. Februar 2022; abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf.
- 23 Art. 1 Abs. 1 TaxonomieVO. Art. 18 TaxonomieVO sieht lediglich einen Mindeststandard des Menschen- und Arbeitsrechtsschutzes als Voraussetzung für die ökologische Nachhaltigkeit einer Wirtschaftstätigkeit vor.
- 24 Art. 2 Nr. 1, Art. 3 TaxonomieVO.
- 25 Art. 3 lit. a TaxonomieVO.
- 26 Delegierte Verordnung (EU) 2021/2139.
- 27 Art. 2 Nr. 17 SFDR.
- 28 Vgl. ESAs, Joint Consultation Paper ESG disclosures, 23. April 2020, JC 2020 16, S. 8.
- 29 Erwägungsgrund 19 TaxonomieVO.
- 30 ESAs, Final Report on draft Regulatory Technical Standards, 22. Oktober 2021, JC 2021 50, S. 8, 3. Absatz.
- 31 ESMA, 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework, 22 November 2023, ESMA30-379-2281, S. 8, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf.
- 32 Erwägungsgrund 9, 12 und 15 TaxonomieVO.
- 33 Erwägungsgrund 10 SFDR.
- 34 Art. 1 TaxonomieVO.
- 35 Art. 1 Abs. 2 lit. b TaxonomieVO.
- 36 Art. 2 Nr. 2 TaxonomieVO.
- 37 Art. 2 Nr. 12 SFDR.
- 38 Art. 26 Abs. 2 lit. b TaxonomieVO; Erwägungsgrund 6 TaxonomieVO.
- 39 Art. 2 Abs. 1 lit. a TaxonomieVO.
- 40 Art. 3 lit. a TaxonomieVO.
- 41 Art. 3 lit. b TaxonomieVO.
- 42 Art. 3 lit. c TaxonomieVO.
- 43 Siehe jeweils Art. 10-15 Abs. 1 TaxonomieVO.
- 44 Art. 10-15 TaxonomieVO.
- 45 Art. 16 TaxonomieVO.

- 46 Art. 10 Abs. 2 TaxonomieVO.
- 47 Art. 17 TaxonomieVO.
- 48 Art. 18 TaxonomieVO.
- 49 Art. 18 Abs. 1 TaxonomieVO; zu den daraus resultierenden Anforderungen: EU-Kommission, Bekanntmachung zur Auslegung und Umsetzung bestimmter Rechtsvorschriften der EU-Taxonomieverordnung und zu den Verbindungen zur Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten, ABl. 2023/C 211/01, S. 2.
- 50 PoSF, Final Report on Minimum Safeguards, abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-10/221011-sustainable-finance-platform-finance-report-minimum-safeguards_en.pdf.
- 51 Art. 18 Abs. 2 TaxonomieVO.
- 52 Anhang I Tabellen 1 und 3 der Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288.
- 53 EU-Kommission, Bekanntmachung zur Auslegung und Umsetzung bestimmter Rechtsvorschriften der EU-Taxonomieverordnung und zu den Verbindungen zur Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten, ABl. 2023/C 211/01, S. 4.
- 54 Art. 19 TaxonomieVO sowie jeweils Art. 10/11 Abs. 3 und jeweils Art. 12-15 Art. 2.
- 55 Delegierte Verordnung (EU) 2021/2139.
- 56 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1214.
- 57 Delegierte Verordnung (EU) 2023/2485.
- 58 Commission Notice on the interpretation and implementation of certain legal provisions of the EU Taxonomy Climate Delegated Act establishing technical screening criteria for economic activities that contribute substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and do no significant harm to other environmental objective, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/eli/C/2023/267/oj>.
- 59 PoSF, Technical Working Group, Part A: Methodological report March 2022, abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-04/220330-sustainable-finance-platform-finance-report-remaining-environmental-objectives-taxonomy_en.pdf; und PoSF, Technical Working Group, Supplementary: Methodology and Technical Screening Criteria, abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/221128-sustainable-finance-platform-technical-working-group_en.pdf.
- 60 Delegierte Verordnung (EU) 2023/2486.
- 61 Vgl. Art. 2 Nr. 1 TaxonomieVO.
- 62 <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/index.htm>.
- 63 Platform on Sustainable Finance, Simplifying the EU Taxonomy to Foster Sustainable Finance, February 2025, https://finance.ec.europa.eu/publications/platform-sustainable-finance-report-simplifying-eu-taxonomy-foster-sustainable-finance_en.
- 64 Delegierte Verordnung (EU) 2026/73.
- 65 Commission Staff Working Document, SWD(2025) 80 final, unter Ziff. 3.3.4 Future Work; siehe hierzu auch das ESMA- Consultation Paper on Technical Advice on selected KPIs under the Taxonomy Disclosures Delegated Act vom 01 July 2026, ESMA32-846262651-5826.
- 66 Zu den Unterschieden bei DNSH: ESMA, 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework, 22 November 2023, ESMA30-379-2281, S. 8, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf.
- 67 https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf.
- 68 Art. 26 Abs. 2 TaxonomieVO.

- 69 IPSF, Strengthening clarity in social finance: scaling up social bonds, December 2023, abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/document/download/9d8bfe51-3969-4e3d-8369-a73c1f7cf941_en?fi-lename=231204-ipsf-social-bonds-report_en.pdf.
- 70 Siehe zum Ganzen Röh/Asmus, Sustainable Value 2/2025, abrufbar unter <https://www.deutscheranwalt-spiegel.de/sustainablevalue/esg/kann-defense-sozial-sein-159539/>.
- 71 Aktionsplan, S. 6.
- 72 Aktionsplan, Maßnahme 2, S. 6.
- 73 TEG, Proposal for an EU Green Bond Standard, Juni 2019; abrufbar unter: https://finance.ec.europa.eu/document/download/bca86ee3-0534-49fe-a7c4-c6ba3a73b63b_en?fi-lename=190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf.
- 74 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds; abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.
- 75 Verordnung (EU) 2023/2631.
- 76 Delegierte Verordnung (EU) 2024/1700.
- 77 Vgl. Art. 80 Abs. 1 CRR.
- 78 EBA Report on the monitoring of additional Tier 1 (AT1), Tier 2 and TLAC/MREL eligible liabilities instruments of EU institutions vom 27. Juni 2024, abrufbar unter <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-06/4c63729b-bb98-4edc-91ec-3001cd06050d/Report%20on%20monitoring%20AT1%20and%20MREL.pdf>.
- 79 SF-Strategie, S. 7f.
- 80 EBA, Opinion of the European Banking Authority on green loans and mortgages, Dezember 2023, EBA/Op/2023/13, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2023-12/61f2dee7-3ab2-4eb0-b239-587fa8b1bbd3/EBA_opinion_on_green_loans_and_mortgag-es_1.pdf.
- 81 Richtlinie 2014/17/EU.
- 82 COM/2021/802 final – Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the energy performance of buildings (recast), abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52021PC0802>.
- 83 Commission Decision of XXXX establishing the EU Ecolabel criteria for retail financial products, abrufbar unter: <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2021-03/2021.03.05%20-%20EUEL%20financial%20products%20-%20draft%20ACT%20FINAL.pdf>; die Vorversion des Berichts 2.0 ist abrufbar unter: https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf; der Bericht 3.0 ist abrufbar unter: <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-10/Draft%20Technical%20Report%203%20-%20Retail%20financial%20products.pdf>
- 84 JRC, Technical Report 2.0, S. 3 f.
- 85 I.S.v. Art. 2 Abs. 1 Nr. 3 RL 2014/49/EU (Einlagensicherungsrichtlinie DGSD).
- 86 Ob der Dienstleistungscharakter einer Finanzanlage ein sachgerechtes Unterscheidungskriterium für die Ecolabel-Fähigkeit ist (Green Bonds scheiden damit z.B. aus), erscheint de lege ferenda allerdings als zweifelhaft.
- 87 Vgl. JRC, Technical Report 4.0, S. 20 ff.
- 88 Vgl. JRC, Technical Report 4.0, S. 70 ff.
- 89 Vgl. JRC, Technical Report 4.0, S. 85 ff.
- 90 Vgl. JRC, Technical Report 4.0, S. 116 ff.
- 91 Vgl. JRC, Technical Report 4.0, S. 121 ff.
- 92 Aktionsplan, S. 4.

- 93 Art. 9 Abs. 1 und 2 i.V.m. Art. 6 Abs. 1 und 3 SFDR.
- 94 Art. 25 Ziff. 3 lit. a TaxonomieVO, der Art. 9 SFDR um einen Absatz 4a ergänzt.
- 95 EU-Kommission, Q&A vom 14. Juli 2022, S. 4 ff.; abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.
- 96 EU-Kommission, Q&A vom 14. Juli 2021, Ziff. V.2. konsolidierte Q&A.
- 97 Bafin, Fragen und Antworten zur Offenlegungsverordnung, 5. September 2022, Antwort zu Frage 2; abrufbar unter: https://www.Bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl_Anlage_Fragen_und_Antworten_OffenlegungsVO.html?sessionId=3108C2B93C80E874D4245290565C0CC6.1_cid502?nn=9021442.
- 98 Bafin, Hinweise zur Anwendung der Vorlage zu Art. 8 OffenlegungsVO (Verordnung (EU)2019/2088, im Folgenden „SFDR“) aus Anhang II der technischen Regulierungsstandards zur SFDR (Delegierte Verordnung (EU) 2022/12881, im Folgenden „RTS“), abrufbar unter: https://www.Bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl_Anlage_FAQ_OffenlegungsVO_Hinweise_Anwendung_Vorlage_Art8.pdf?__blob=publicationFile&v=4#.
- 99 Bafin, Fragen und Antworten zur Offenlegungsverordnung, Frage 2 unten, Fn. 89.; konsolidierte Q&A der EU-Kommission und der ESAs vom 14. Januar 2024, S. 29, Ziff. V.2. abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/JC_2023_18_-_Consolidated_JC_SFDR_QAs.pdf.
- 100 Kritisch zur Auffassung der Bafin auch die MSG in einer Empfehlung an die ESMA, S. 9 f. Ziff. 17, abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_MSG_additional_report_on_greenwashing.pdf.
- 101 Vgl. Art. 5-7 TaxonomieVO.
- 102 Art. 25 TaxonomieVO.
- 103 EU-Kommission, Q&A vom 14. Juli 2022, S. 1 f.; abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.
- 104 Art. 14 Abs. 1 SFDR; Art. 21 Abs. 1, Art. 22 TaxonomieVO.
- 105 Der Listing Act setzt sich aus der Verordnung (EU) 2024/2809 zur Änderung der Verordnungen (EU) 2007/1129, (EU) 596/2014 und (EU) 600/2024 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen, der Richtlinie (EU) 2024/2811 über Änderungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und die Aufhebung der Notierungsrichtlinie sowie der Richtlinie (EU) 2024/2810 über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem multilateralen Handelssystem beantragen (Mehrstimmrechtsrichtlinie), zusammen.
- 106 Delegierte Verordnung (EU) 2026/1061.
- 107 Art. 23a Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 n.F. Dies gilt nicht für Anleihen, die nach dem EU GBS begeben werden, da sie den dort vorgesehenen Transparenzanforderungen unterliegen.
- 108 Art. 19 Abs. 1 lit. f ProspektVO.
- 109 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurancebased investment products (PRIIPs) and Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.
- 110 Zwischenbericht abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_Rfl_on_greenwashing_risks.pdf.
- 111 Zwischenbericht abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greenwashing.pdf.
- 112 Zwischenbericht abrufbar unter: <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-06/EIOPA%20Progress%20Report%20on%20Greenwashing.pdf>.

- 113 Anfrage abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/request_to_esas_on_green-washing_monitoring_and_supervision.pdf.
- 114 Abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_SMSG_additional_report_on_greenwashing.pdf.
- 115 Abrufbar unter: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>.
- 116 Briefing abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-45-1427_supervisory_briefing_on_sustainability_risks_and_disclosures.pdf.
- 117 Konsultationspapier abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guidelines_on_funds_names.pdf.
- 118 Empfehlung abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511_SMSG_Advice_to_ESMA_on_Funds%27_Names.pdf.
- 119 Update abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA34-1592494965-554_Public_statement_on_Guidelines_on_funds_names.pdf.
- 120 Update abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf.
- 121 ESMA, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, 14. Mai 2024 (ESMA34-472-440); abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf.
- 122 Art. 12 Abs. 1 lit. a-g CO2-BenchmarkVO.
- 123 Art. 12 Abs. 1 lit. a-c CO2-BenchmarkVO.
- 124 Bafin, Aufsichtsmitteilung ESMA-Leitlinien zu Fondsamen, v. 6. Januar 2025; abrufbar unter: https://www.Bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsmitteilung/2024/aufsichtsmitteilung_24072024_ESMA-Leitlinien_Fondsamen.html
- 125 BGBl. 2026 I Nr. 43.
- 126 Aktionsplan, Maßnahme 4, S. 8.
- 127 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253; Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269; Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257.
- 128 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253.
- 129 Art. 1 neu Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 i.d.F. der Delegierten Verordnung (EU) 2021/1253.
- 130 ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 23 September 2022 (ESMA35-43-3172); abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf. Die Leitlinien wurden am 03. April 2023 in de EU-Amtssprachen veröffentlicht, abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-certain-aspects-mifid-ii-suitability-requirements-1>.
- 131 Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269.
- 132 ESMA, Final report, Guidelines on MiFID II product governance requirements, 27 March 2023 (ESMA35-43-3448), abrufbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf.
- 133 Abrufbar unter: <https://www.bvi.de/service/muster-und-arbeitshilfen/mindeststandard-zur-ziel-marktbestimmung/>.
- 134 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257.
- 135 Aktionsplan, S. 8 f.
- 136 Erwägungsgrund 11 CO2-BenchmarkVO.
- 137 Erwägungsgrund 12-14 CO2-BenchmarkVO.

- 138 Verordnung (EU) 2019/2089.
- 139 Art. 1 Nr. 1 CO2-BenchmarkVO.
- 140 Art. 1 Nr. 2 CO2-BenchmarkVO.
- 141 Art. 1 Nr. 3 CO2-BenchmarkVO.
- 142 Art. 2 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 143 IPCC, Special Report – Global Warming of 1.5 °C; abrufbar unter: <https://www.ipcc.ch/sr15/>.
- 144 Erwägungsgrund 11 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 145 Art. 1 lit. c und Art. 4 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 146 Art. 7 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 147 Art. 9 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 148 Art. 3 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 149 Art. 12 Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818.
- 150 Verordnung (EU) 2025/914.
- 151 Art. 19 Abs. 4 Verordnung (EU) 2016/1011 n.F.
- 152 Art. 19 Abs. 5 Verordnung (EU) 2016/1011 n.F.
- 153 Siehe hierzu Whitepaper 3.6, Rn. 115 f.
- 154 Verordnung (EU) 2024/3005; dazu Dany, WM 2025, 556 ff.
- 155 Art 6 ff. und Art. 28 ff ESG-Rating-VO.
- 156 Art. 4 ESG-Rating-VO.
- 157 Art. 25 bis 27 ESG-Rating-VO.
- 158 Art. 23 und 24 ESG-Rating-VO.
- 159 Delegierte Verordnung (EU) 2026/871.
- 160 Verordnung (EU) 2023/2859.
- 161 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2026/872.
- 162 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2026/904.
- 163 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2026/910.
- 164 ESMA, Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market, vom 18. Juli 2019, Ref.: ESMA 33-9-321, Tz. 5, 25 ff.
- 165 Siehe Art. 49 ESG-Rating-VO, der eine entsprechende Anpassung von Art. 13 SFDR vorsieht.
- 166 Aktionsplan, S. 10.
- 167 ESMA, Final Report – ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD, vom 30. April 2019, Ref.: ES-MA34-45-688.
- 168 EIOPA's Technical Advice on the integration of sustainability risks and factors in the delegated acts under Solvency II and IDD, vom 30. April 2019, EIOPA-BoS-19/172, S. 16 ff.
- 169 Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257.

- 170 Gesetz zur Begrenzung der Risiken durch Investmentfonds und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/927 im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds sowie zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/2994 im Hinblick auf die Behandlung des Konzentrationsrisikos, das aus Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien erwächst, und des Ausfallrisikos bei zentral geclearten Derivategeschäften und zur Änderung weiterer Vorschriften (Fondsrisikobegrenzungsgesetz), BGBl. 2026 I Nr. 97 vom 14. April 2026.
- 171 Ziff. 4.1.4 KaMaRisk in der Konsultationsfassung der Bafin vom 12. Juni 2026.
- 172 Maßnahme 8 des EU-Aktionsplans.
- 173 Richtlinie (EU) 2019/878.
- 174 Verordnung (EU) 2019/876.
- 175 EZB, Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen, abrufbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.de.pdf>.
- 176 EZB-Leitfaden, S. 4 f.
- 177 Nach dem EZB-Leitfaden über die Beurteilung der fachlichen Eignung von Mitgliedern der Leitungsorganen vom 8. Dezember 2021 gehört zu den angemessenen Kenntnissen, Fähigkeiten und Erfahrungen des Leitungsorgans auch das Verständnis von klimabezogenen Risiken und Umweltrisiken, da diese gemeinhin als wesentliche Quelle finanzieller Risiken betrachtet werden, vgl. ECB, Guide to fit and proper assessments; abrufbar unter: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fit_and_proper_guide_update202112~d66f230eca.en.pdf?2d820dbe2ae62cb3878f742224b0931a.
- 178 EZB-Leitfaden, S. 8.
- 179 EZB, The state of climate and environmental risk management in the banking sector, climate-related risks to financial stability, Financial Stability Review, Mai 2022; abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202205_01~9d4ae00a92.en.html.
- 180 EZB, abrufbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202111guideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~4b25454055.en.pdf>; EZB, Walking the talk, Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation, November 2022; abrufbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcerreport112022~2eb322a79c.en.pdf>.
- 181 EZB, The importance of being transparent, April 2023, abrufbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.theimportanceofbeingtransparent042023~1f0f816b85.en.pdf>.
- 182 EZB, 2022 climate risk stress test, Juli 2022, abrufbar unter: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.en.pdf?842c67ce150676d-729931b30de64109b.
- 183 EZB, Towards climate-related statistical indicators, January 2023, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_change_indicators202301~47c4bbbc92.en.pdf.
- 184 EBA/GL/2020/06.
- 185 EBA/GL/2020/06, Rn. 57.
- 186 EBA/GL/2020/06, Rn. 58 f.
- 187 EU-Kommission „Bankenpaket 2021: neue EU-Vorschriften zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Banken und zur Vorbereitung auf die Zukunft“ vom 27. Oktober 2021, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_21_5401.
- 188 Art. 4 Abs. 1 Nr. 52d-52i CRR III.
- 189 Art. 73, 74 CRD VI.
- 190 Art. 76 CRD VI.

- 191 Art. 87a, 98, 104 CRD VI.
- 192 Art. 430 Abs. 1 Buchst. h CRR III.
- 193 Art. 207 Abs. 4 Buchst. d CRR III.
- 194 EBA, Leitlinien zum Management der Umwelt-, Sozial- und Governanceisiken (ESG-Risiken), EBA/GL/2025/01 vom 08. Januar 2025, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-04/fb22982a-d69d-42cc-9d62-1023497ad58a/Guidelines%20on%20the%20management%20of%20ESG%20risks%20%28EBA%20GL%202025%2001%29_DE_COR.pdf.
- 195 EBA, Leitlinien zur Umwelt-Szenarioanalyse, EBA/GL/2025/04, vom 04. November 2025, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2026-01/170da4c8-9b56-4fb0-ad60-94d433b7e866/Guidelines%20on%20environmental%20scenario%20analysis_DE_COR.pdf
- 196 MaRisk 2026 AT 1 Tz. 2 Erläuterungen
- 197 BGB. I 2026, Nr. 81 vpm 30. März 2026, abrufbar unter: https://www.recht.bund.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Recherche_Formular.html?resourceId=196180&input_=197276&pageLocale=de&templateQueryString=BRUBEG&submit=Suchen
- 198 § 26d Abs. 1 Sätze 3-5 KWG.
- 199 Durchführungsverordnung (EU) 2022/2453.
- 200 EBA, Final Report Draft Implementing Technical Standards amending Commission Implementing Regulation (EU) 2024/3172, as regards the disclosures on ESG risks, equity exposures and the aggregate exposure to shadow banking entities, vom 22. Juni 2026, EBA/ITS/2026/02.
- 201 Art. 35 IFD.
- 202 EBA/REP/2021/18 vom 23. Juni 2021.
- 203 Consultation Paper Draft Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) under IFD vom 18. November 2021 (EBA/CP/2021/35, ESMA 35-26-2418); abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2022/EBA-GL-2022-09%20GL%20on%20SREP%20for%20IFD/Translations/1054779/Joint%20EBA%20ESMA%20GL%20on%20SREP%20under%20IFD%20%28EBA%20GL%202022%2009%20-%20ESMA%2035%2042%201470%29_DE_COR.pdf.
- 204 EBA, Leitlinien zu gemeinsamen Verfahren und Methoden für den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) gemäß Richtlinie (EU) 2019/2034, EBA/GL/2022/08, ES-MA35-42-1470 vom 21. Juni 2022, abrufbar unter: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2022/EBA-GL-2022-09%20GL%20on%20SREP%20for%20IFD/Translations/1054779/Joint%20EBA%20ESMA%20GL%20on%20SREP%20under%20IFD%20%28EBA%20GL%202022%2009%20-%20ESMA%2035%2042%201470%29_DE_COR.pdf.
- 205 AT 2.2. Tz. 3 Rundschreiben 09/2026 (WA) Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Wertpapierinstituten ("WpI MaRisk") vom 24. August 2026.
- 206 EIOPA, Opinion on Sustainability within Solvency II, S. 16.
- 207 EIOPA, Opinion on Sustainability within Solvency II, S. 16.
- 208 EIOPA, Opinion on Sustainability within Solvency II, S. 16 f.
- 209 EIOPA, Opinion on Sustainability within Solvency II, S. 13.
- 210 EIOPA, Discussion paper on Methodology on potential inclusion of climate change in the nat cat standard formula; abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula_en.
- 211 EIOPA, Methodological Paper on potential inclusion of climate change in the Nat Cat standard formular (EIOPA-BoS-21/253), 29 June 2021; abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/methodological-paper-potential-inclusion-climate-change-nat-cat-standard-formula_en.

- 212 EIOPA, Measures to address demand side aspects of the NatCat Protection Gap, Staff Paper, 5 July 2023, abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-research-sheds-light-why-households-and-businesses-are-reluctant-take-out-natcat-insurance-2023-07-05_en.
- 213 EIOPA, strategic priorities for the period 2024-2026, abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-sets-out-its-strategic-priorities-2024-2023-10-06_en.
- 214 EIOPA, Application guidance on running climate change materiality assessment and using climate change scenarios in the ORSA, EIOPABoS-22/329, 2. August 2022; abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/application-guidance-climate-change-materiality-assessments-and-climate-change-scenarios-orsa_en.
- 215 EIOPA, Prudential treatment of sustainability risks, Report, EIOPA-BoS-24/377, 2. November 2024, abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-prudential-treatment-sustainability-risks-insurers_en
- 216 Richtlinie (EU) 2025/2.
- 217 Art. 44, 45 und 45a Solvency II-RL n.F.; Richtlinie (EU) 2025/2 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2024, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2025/2/oj>.
- 218 Art. 44 Abs. 2 UA 6 und 7 Solvency II-RL n.F.
- 219 Art. 44 Abs. 2b Solvency II-RL n.F.
- 220 Art. 45a Solvency II-RL n.F.
- 221 Art. 45 Solvency II-RL n.F.
- 222 Delegierte Verordnung (EU) 2026/269.
- 223 Delegierte Verordnung (EU) 2026/269.
- 224 EIOPA, Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance, EIOPA – 23/247, 29 March 2023, abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/eiopa-staff-paper-nature-related-risks-and-impacts-insurance_en.
- 225 EIOPA, Report on biodiversity risk management by insurers, 30 June 2025 abrufbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/publications/report-biodiversity-risk-management-insurers_en.
- 226 Art. 8 Abs. 1 TaxonomieVO
- 227 Delegierte Verordnung (EU) 2021/2178.
- 228 Siehe hierzu Pressemitteilung der EU-Kommission vom 26. Februar 2025, abrufbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_25_614; sowie aus der umfangreichen Fachliteratur Siehe näher zum Omnibus I-Paket Jelonek, NZG 2026, 252 ff.; Stöbener de Mora/Noll, EuZW 2025, 501 ff; Hagel/Wiedmann, CCZ 2025, 116 ff.
- 229 Delegierte Verordnung (EU) 2026/73.
- 230 Art. 2 Abs.1 i.V.m. Anhang I DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 231 Art. 2 Abs. 2 i.V.m. Anhang II DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 232 Art. 2 Abs. 1a, 1b und 1c UA 2 i.V.m. Anhang I DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 233 Art. 2 Abs. 1c UA 1 i.V.m. Anhang I DelVO Art. 8 TaxonomieVO
- 234 Erwägungsgrund 3 DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 235 Erwägungsgrund 5, 6, 7 und 8 DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 236 Ziff. 1.2.1. Anhang V DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 237 Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Anhang VII und XI DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 238 Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Anhang III und XI, sowie Erwägungsgrund 4 DelVO Art. 8 TaxonomieVO.

- 239 Art. 6 Abs. 1 i.V.m. Anhang IX und XI DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 240 Erwägungsgrund 3 Delegierte Verordnung (EU) 2026/73
- 241 Art. 3 Abs. 1a; Art. 4 Abs. 1a- 1f; Art. 5 Abs. 1a, 1b; Art. 6 Abs. 1a, 1b DelVO Art. 8 TaxonomieVO.
- 242 Art. 1 Nr. 14 für Kreditinstitute insbesondere Anhang VI; Art. 1 Nr. 12 für Vermögensverwalter Anhang IV; Art. 1 Nr. 16 für Wertpapierfirmen Anhang VIII sowie Art. 1 Nr. 18 für Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen Anhang X Delegierte Verordnung (EU) 2026/73
- 243 Erwägungsgrund 13 Delegierte Verordnung (EU) 2026/73; Art. 1 Nr. 20 Delegierte Verordnung (EU) 2026/73.
- 244 Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022, abrufbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>.
- 245 Richtlinie 2014/95/EU.
- 246 Art. 1 Nr. 4 CSRD = Art. 19a Abs. 1 BilanzRL n.F.
- 247 Ausgangspunkt ist der RegE für ein „Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2022/2464 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen in der durch die Richtlinie (EU) 2025/794 geänderten Fassung“ vom 3. September 2025, BT-Drs. 21/1857. Er setzt die CSRD zunächst in der durch die „Stop-the-Clock“-Richtlinie (EU) 2025/794 geänderten Fassung um. Im April 2026 wurde das Verfahren um die Umsetzung Richtlinie (EU) 2026/470 ergänzt. Eine abschließende zweite/dritte Lesung und Verkündung sind bislang (August 2026) nicht erfolgt.
- 248 Art. 2 Abs. 3 und 4, Art. 3 Richtlinie (EU) 2026/470.
- 249 Art. 1 und 2 Richtlinie (EU) 2025/794.
- 250 Art. 1 Nr. 4 CSRD = Art. 19a Abs. 1 BilanzRL n.F. i.V.m. Art. 1 Nr. 8 CSRD = Art. 29b BilanzRL n.F.
- 251 Art. 1 Nr. 4 CSRD = Art. 19a Abs. 2 lit. a iii).
- 252 Art. 2 Abs. 4 lit. b Richtlinie 2026/470; hierzu Worret BB 2026, 1194 ff.
- 253 Neu eingefügter Art. 29ca RL 2013/34/EU durch Art. 2 Nr. 8 RL (EU) 2026/470.
- 254 Zur Einführung der Value Chain Cap siehe insbesondere die Änderungen der Richtlinie 2013/34/EU durch Art. 2 Nr. 4 lit. b, Nr. 6 lit. c RL (EU) 2026/470.
- 255 EG 12 RL (EU) 2026/470.
- 256 Art. 1 Nr. 3 RL 2026/470.
- 257 EFRAG, Draft Implementation Guidance 1, Materiality Assessment, abrufbar unter: <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FsiteAssets%2FDraft%2520EFRAG%2520IG%25201%2520MAIG%2520231222.pdf>.
- 258 EFRAG, Draft Implementation Guidance 2, abrufbar unter: <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FsiteAssets%2FDraft%2520EFRAG%2520IG%25202%2520VICIG%2520231222.pdf>.
- 259 EFRAG, Draft Implementation Guidance 3, List of ESRS Data Points, abrufbar unter: <https://efrag.sharefile.com/share/view/s1a12c193b86d406e90b1bcd7b6bb8f6f/fo37c90b-9d9b-4432-a76b-27760cfc01b>.
- 260 Abrufbar unter: <https://www.efrag.org/lab7>.
- 261 Abrufbar unter <https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/EFrag%27s%20Cover%20Letter%20to%20the%20Amended%20ESRS%20Final%203%20December%202025%20%283%29.pdf>.
- 262 Siehe hierzu Pasch/Stawinga/Gros, Der Konzern 2026, 60 ff.

- 263 Commission Delegated Regulation (EU) .../... of XXX amending Delegated Regulation (EU) 2023/2772 as regards the simplification of certain sustainability reporting standards (Ref. Ares(2026)4623964 - 06/05/2026), abrufbar unter <https://irshare.eu/wp-content/uploads/2026/05/090166e52d2b7e9c.pdf>.
- 264 EFRAG, Draft ESRS for listed SMEs, January 2024, abrufbar unter: <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FESRS%2520LSME%2520ED.pdf>.
- 265 EFRAG, Draft Voluntary ESRS for non-listed SMEs, January 2024, abrufbar unter: <https://www.efrag.org/As-sets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FVSME%2520ED%2520January%25202024.pdf>.
- 266 Empfehlung (EU) 2025/1710 der Kommission vom 30. Juli 2025 für einen Standard für die freiwillige Nachhaltigkeitsberichterstattung kleiner und mittlerer Unternehmen, abrufbar unter: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202501710.
- 267 Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 3 July 2026 supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council by establishing sustainability reporting standards for voluntary use by undertakings protected by the value chain cap, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act-2026-5011_en.pdf und Annexes to the Commission Delegated Regulation (EU) .../... supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council by establishing sustainability reporting standards for voluntary use by undertakings protected by the value chain cap, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csrd-delegated-act-2026-5011-annex_en.pdf.
- 268 http://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&jumpTo=bgbl121s2959.pdf.
- 269 Vgl. § 3 Abs. 1 LkSG.
- 270 BegrRegE, BT-Drs. 19/28649, S. 40; *Spindler*, ZHR 186 (2022), 67, 75 f.
- 271 Handreichung abrufbar unter: https://www.bafa.de/SharedDocs/Downloads/DE/Lieferketten/handreichung_kredit_versicherung.pdf?__blob=publicationFile&v=3.
- 272 Ziff. 3.3 und 4.1 Handreichung, Fn. 301.
- 273 <https://www.csr-in-deutschland.de/DE/Wirtschaft-Menschenrechte/Gesetz-ueber-die-unternehmerischen-Sorgfaltspflichten-in-Lieferketten/FAQ/faq.html#doc977f9a9d-bfdd-4d31-9e31-efab307ceee-6bodyText3>.
- 274 Vgl. § 24 Abs. 2 und 3 LkSG.
- 275 § 3 Abs. 3 LkSG.
- 276 Richtlinie 2024/1760.
- 277 Art. 2 RL (EU) 2025/794.
- 278 BT-Drs. 21/2474, abrufbar unter: <https://dip.bundestag.de/vorgang/gesetz-zur-%C3%A4nderung-des-lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes-entlastung-der-unternehmen-durch/325319>.
- 279 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937, COM(2022) 71 final; abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/publications/proposal-directive-corporate-sustainable-due-diligence-and-annex_en.
- 280 Die finale Textfassung lag den Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung noch nicht vor.
- 281 Art. 4 Nr. 2 lit. a Ziff. i und lit. b Ziff. i RL (EU) 2026/470.
- 282 Art. 2 RL (EU) 2025/794.
- 283 Art. 4 Nr. 6 lit. a RL (EU) 2026/470.
- 284 Art. 4 Nr. 6 lit. b RL (EU) 2026/470.
- 285 Art. 4 Nr. 16 RL (EU) 2026/470 streicht den Art. 22 CSDDD.

- 286 Art. 4 Nr. 20 RL (EU) 2026/470.
- 287 Guidance on due diligence for EU businesses to address the risk of forced labour in their operations and supply chains; abrufbar unter: <https://www.suedwesttextil.de/fileadmin/editorial-content/dokumente/2021-07-12-Leitlinien-EU-Zwangsarbeit.pdf>.
- 288 Verordnung (EU) 2024/3015.
- 289 Bekanntmachung der Kommission vom 26. Juni 2026, Leitlinien für die Anwendung der Verordnung (EU) 2024/3015 über ein Verbot von in Zwangsarbeit hergestellten Produkten auf dem Unionsmarkt, abrufbar unter: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=PL_COM:C\(2026\)4386&qid=1783004562537](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=PL_COM:C(2026)4386&qid=1783004562537).

AUTOR:INNEN



Dr. Lars Röh

Partner

+49 (0) 30 755 424 31
+49 (0) 173 2096 633
roeh@lindenpartners.eu
linkedin.com/in/lars-roeh/



Dr. Anneke Flatow

Partnerin

+49 (0) 30 755 424 22
+49 (0) 173 2096 631
flatow@lindenpartners.eu
linkedin.com/in/anneke-flatow/



Jessica Glaser

Associated Partnerin

+49 (0) 30 755 424 35
+49 (0) 173 2099 982
glaser@lindenpartners.eu
linkedin.com/in/jessica-glaser/



Natascha Schum

Senior Associate

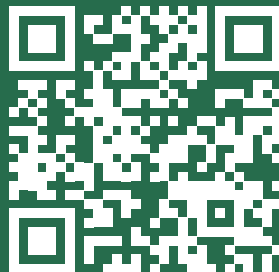
+49 (0) 30 755 424 889
+49 (0) 173 2096 683
schum@lindenpartners.eu
linkedin.com/in/natascha-schum/

GESTERN – OHNE UNS: LINDENPARTNERS.EU/BLOG

linkedin.com/company/lindenpartners/
facebook.com/lindenpartners

Fotografie:
Sophie Schwarzenberger

Dieses und weitere whitepaper
als Download unter:
www.lindenpartners.eu/whitepapers



lindenpartners

**Friedrichstraße 95
10117 Berlin**

**Tel. +49 (0)30 755 424 00
Fax +49 (0)30 755 424 99**

**info@lindenpartners.eu
www.lindenpartners.eu**