

Nachhaltige Finanzregulierung - Finanzmarktteilnehmer: Vergleichende Analyse für die Schweiz



Finanzmarktteilnehmer: Vergleichende Analyse für die Schweiz

White Paper 3 – E4S-Reihe über nachhaltige Finanzregulierung

Jean-Luc Chenaux,¹ Edoardo Chiarotti,^{1,2} Jean-Pierre Danthine,^{2,3} Alisa Gessler,^{1,2}
Florence Hugard^{1,2} und Manon Schläpfer¹

Juli 2023

© Enterprise for Society (E4S) Center, 2023

Vielen Dank an Yvonne Lenoir-Gehl, Jean-Samuel Hofmann, Michel Jaccard und Juan Lopez-Villarejo für die hilfreichen Kommentare und Vorschläge, an Jordane Widmer für das Grafikdesign und an den Sprachendienst von Pictet für die Übersetzung. Ebenso bedanken wir uns bei unseren Partnern Marc Briol (Pictet), Marie-Laure Schaufelberger (Pictet), Laure Castella (Retraites Populaires) und Jean-Christophe Van Tilborgh (Retraites Populaires) für die aufschlussreichen Diskussionen.

Enterprise for Society (E4S) ist ein Joint Venture der Universität Lausanne über ihre Wirtschaftsfakultät (UNIL-HEC), des *Institute for Management Development (IMD)* und der Eidgenössischen Technischen Hochschule Lausanne (ETHL) unter der Federführung des *College of Management of Technology* mit dem Ziel, den Übergang zu einer resilienteren, nachhaltigeren und integrativeren Wirtschaft zu fördern und sich an die Spitze dieser Entwicklung zu stellen. E4S hat es sich zur Aufgabe gemacht, die nächste Generation von Führungskräften auszubilden, frische Ideen für die Transformation wirtschaftlicher und sozialer Strukturen zu entwickeln und durch die Stärkung von Start-ups und die Förderung von Innovationen den Wandel voranzutreiben.

Provenienz der Autor(inn)en:

¹ Universität Lausanne (UNIL)

² Enterprise for Society Center (E4S)

³ Eidgenössische Technische Hochschule Lausanne (ETHL)

INHALT

1	Einleitung	7
2	Verbesserung der nachhaltigkeitsbezogenen Transparenz von Finanzprodukten	9
2.1	Die EU – Vorreiterin beim Thema Offenlegungen für nachhaltige Finanzprodukte	9
2.1.1	Offenlegungsanforderungen für Unternehmen und Finanzprodukte	10
2.1.2	Ambitioniert, aber noch verbesserungsbedürftig	12
2.2	Die Security and Exchange Commission (SEC) übernimmt bei Bereitstellung eines Offenlegungsrahmenwerks für US-Marktteilnehmer die Führung	14
2.2.1	Offenlegungsanforderungen auf Ebene des Finanzprodukts	14
2.2.2	Reaktionen und Anregungen des Marktes	16
2.3	Schweiz: Eine Tradition der Subsidiarität, die langsam Fahrt aufnimmt	17
2.3.1	Auf Aufforderung des Bundesrats führt die Branche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen ein	17
2.3.2	Der Bundesrat dreht an der Regulierungsschraube	18
2.4	Empfehlungen für die Schweiz	20
2.4.1	Berücksichtigung der Kompatibilität der Offenlegungsrahmenwerke	20
2.4.2	Gewährleistung, dass Daten zu Portfoliounternehmen verfügbar sind	21
2.4.3	Obligatorische Transparenz in Bezug auf entscheidungsnützliche Informationen	22
3	Klassifizierung von Finanzprodukten anhand ihrer Nachhaltigkeitsmerkmale	26
3.1	Vorschriften für Fondsnamen und Labels: Ist ein „nachhaltiger Fonds“ ein nachhaltiger Fonds?	26
3.1.1	Die Änderung der US-Namensvorschrift – ein kleiner Schritt in Richtung Fondsklassifizierung	26
3.1.2	Die fälschlicherweise als Klassifizierungssystem verstandene EU-SFDR und der zaghafte Lösungsansatz der ESMA	27
3.1.3	Grossbritannien spricht sich in seinem konsumentenbezogenen Ansatz für Labels aus	31
3.1.4	Die Schweiz wartet ab	35
3.1.5	Empfehlungen für die Schweiz	36
3.2	Grüne Anleihen: Was bedeutet „grün“?	38
3.2.1	Die Branche als Vorreiter	38
3.2.2	Chinas Green Bond Endorsed Project Catalogue	40
3.2.3	European Green Bond Standard	41
3.2.4	Die ersten Schritte der Schweiz auf dem Weg zu einem Rahmenwerk für grüne Anleihen	43
3.2.5	Empfehlungen für die Schweiz	44

4	Berücksichtigung der Nachhaltigkeitspräferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen	46
4.1	Die EU – Vorreiterin in Bezug auf Vorschriften für die Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden	46
4.2	In der Schweiz	48
4.2.1	Keine rechtliche Verpflichtung zur Erfragung und Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden	48
4.2.2	Stattdessen Selbstregulierung	49
4.2.3	Auswirkungen von MiFID II auf Schweizer Akteure	50
4.3	Empfehlungen für die Schweiz	52
5	Anhänge	54
6	Abkürzungen	60
7	Glossar	62
8	Quellen	64

ZUSAMMENFASSUNG

In den letzten Jahren sahen sich Finanzmarktteilnehmer mit zunehmendem regulatorischem Druck im Hinblick auf Themen mit Nachhaltigkeitsbezug konfrontiert. Ob in Europa, Nordamerika oder Asien – die Aufsichtsbehörden haben damit begonnen, Verordnungen zu verabschieden, mit denen drei Hauptziele erreicht werden sollen: (1) die Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten zu verbessern, (2) Klassifizierungssysteme für Finanzprodukte basierend auf deren Nachhaltigkeitsmerkmalen zu fördern und (3) die Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen vorzuschreiben. In der vorliegenden Analyse gehen wir auf diese drei Zielsetzungen sowie darauf ein, wie sie in der Schweiz und im Ausland umgesetzt werden und wie die Aufsichtsbehörden in der Schweiz den Status quo verbessern können.

Zum einen lässt sich durch Regulierung die Transparenz in Bezug auf Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten verbessern. Eine höhere Transparenz kann das Greenwashing-Risiko mindern, und die Standardisierung offengelegter Informationen verbessert die Vergleichbarkeit von Produkten. In der Schweiz handelt es sich bei den Nachhaltigkeitsanforderungen für Finanzmarktakteure und Finanzprodukte nicht unbedingt um vom Bund erlassene Gesetze, sondern vielmehr um marktbasierende und freiwillige Richtlinien. Der Bundesrat ist jedoch jüngst proaktiver vorgegangen und strebt eine Erweiterung der bestehenden Selbstregulierungen der Branche an. Er hat das Eidgenössische Finanzdepartement zudem mit der Ausarbeitung eines Vorschlags für Offenlegungsanforderungen für nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen beauftragt und drängt auf Branchenvereinbarungen für Netto-Null-Ziele.

Trotz der regulatorischen Dynamik und Tradition in der Schweiz besteht beim Schweizer Rahmenwerk für nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen von Finanzmarktteilnehmern angesichts der Entwicklungen in der EU und den USA durchaus noch Optimierungspotenzial. Zu den Empfehlungen für die Schweizer Aufsichtsbehörden zählen: (1) Berücksichtigung der Kompatibilität zwischen den Offenlegungsrahmenwerken verschiedener Länder, z. B. durch die sogenannte „ersatzweise Einhaltung“ („substituted compliance“), (2) Gewährleistung, dass Finanzmarktteilnehmern Daten zu den Unternehmen, in die sie investieren, zur Verfügung stehen, damit sie ihren Berichtspflichten nachkommen können, und (3) Fokus auf Transparenz von Informationen, die für Entscheidungen herangezogen werden, indem Offenlegungsanforderungen (a) auf Produkt- und Anbieterebene, (b) im Einklang mit wissenschaftsbasierten Kennzahlen, (c) unter Berücksichtigung der Engagementpolitik und (d) mit Schwerpunkt auf das Potenzial von Unternehmen, ihre Nachhaltigkeitsperformance zu verbessern, festgelegt werden.

Zum anderen können durch Regulierung Klassifizierungssysteme für Finanzprodukte basierend auf deren Nachhaltigkeitsmerkmalen gefördert werden. Klarheit in Bezug auf Produktmerkmale und -ziele trägt dazu bei, dass Endanleger Produkte erwerben, die zu ihren Bedürfnissen passen und ihr Vertrauen in den Markt stärken. Während Aufsichtsbehörden im Ausland, beispielsweise in der EU, in den USA, in Grossbritannien und in China, damit begonnen haben, Vorschriften für die Klassifizierung und Kennzeichnung von Produkten (allen voran Fonds und Anleihen) vorzulegen, nimmt die Schweiz eine abwartende Haltung ein und verfolgt einen marktbasierenden Ansatz.

Was die Klassifizierung von Fonds anbelangt, so dürfte der für Herbst 2023 erwartete Vorschlag des Eidgenössischen Finanzdepartements eine präzisere Definition von nachhaltigen Finanzprodukten und -dienstleistungen enthalten. Angesichts der Entwicklungen auf internationaler Ebene sprechen wir folgende Empfehlungen für diesen Vorschlag aus: (1) Festlegung ökologischer und sozialer Mindeststandards und (2) Vorschlag eines

Klassifizierungssystem für Produkte mit einem Impact- und Übergangsziel durch Anwendung eines bereits bestehenden Rahmenwerks oder Entwicklung eines eigenen Rahmenwerks basierend auf Bezeichnungsvorschriften, nämlich bezüglich der Nutzung von Worten wie «grün» in Fondnamen oder Labels.

Im Hinblick auf die Klassifizierung grüner Anleihen sollte die Schweiz nicht zwangsläufig neue, in der Schweiz geltende Kriterien für in Bezug auf grüne Anleihen infrage kommende Aktivitäten entwickeln, wie es teils im Ausland der Fall ist. Vielmehr sollte das Land die Anwendung des marktbasierten Ansatzes, der bei der Emission grüner Schweizer Staatsanleihen verfolgt wird, sowie die Zertifizierung grüner Anleihen fördern.

Drittens kann Regulierung vorschreiben, dass Nachhaltigkeitspräferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen berücksichtigt werden müssen. Die Anforderung, Informationen über die Nachhaltigkeitspräferenzen von Kunden einzuholen, trägt dazu bei, dass Berater im besten Interesse ihrer Kunden handeln, indem sie Produkte anbieten, die den nachhaltigkeitsbezogenen wie auch den finanziellen Prioritäten der Kunden Rechnung tragen. In der Schweiz sind Berater nicht explizit dazu verpflichtet, sich nach den Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden zu erkundigen. Allerdings haben einige Branchenverbände wie etwa die Schweizerische Bankiervereinigung Selbstregulierungen in Bezug auf die Berücksichtigung von ESG-Belangen bei Beratungsleistungen entwickelt.

Die Schweizer Aufsichtsbehörden könnten dieses Ziel vorantreiben, indem sie (1) allgemeine und für alle Finanzberater geltende Anforderungen in Bezug auf die Erfragung und die Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden im Rahmen von Beratungsleistungen verabschieden und (2) Anleger über Möglichkeiten für nachhaltige Anlagen aufklären.

WESENTLICHE ERKENNTNISSE

Finanzmarktteilnehmer sehen sich in der Schweiz wie auch im Ausland zunehmendem regulatorischen Druck im Hinblick auf Themen mit Nachhaltigkeitsbezug gegenüber. Diese Vorschriften haben drei Hauptziele:

- 1 Verbesserung der Transparenz im Hinblick auf die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten.** Trotz der Bestrebungen des Bundesrats, die Selbstregulierung auszuweiten, besteht nach wie vor Optimierungspotenzial beim Schweizer Rahmenwerk für die Offenlegung nachhaltigkeitsbezogener Informationen, und zwar in Bezug auf die Kompatibilität, die Verfügbarkeit von Daten und die Relevanz der offengelegten Informationen.
- 2 Förderung eines Klassifizierungssystems für Finanzprodukte basierend auf deren Nachhaltigkeitsmerkmalen.** Im Hinblick auf Anlagefonds sollten die Schweizer Regulierungsbehörden eine präzisere Definition für nachhaltige Finanzprodukte vorlegen. Was grüne Anleihen anbelangt, so sollte der Bund auf kurze Sicht einen marktbasierten Ansatz durch Anwendung bestehender Emissionskriterien verfolgen und darüber hinaus Zertifizierungen fördern.
- 3 Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen.** Obschon Schweizer Berater nicht explizit dazu verpflichtet sind, sich nach den Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden zu erkundigen, haben einige Branchenverbände Selbstregulierungen in Bezug auf die Berücksichtigung von ESG-Belangen bei Beratungsleistungen entwickelt. Die Schweizer Aufsichtsbehörden könnten diese Vorgehensweise durch allgemeine Anforderungen und Aufklärung von Anlegern ergänzen.

E4S-REIHE ZUR REGULIERUNG IM BEREICH SUSTAINABLE FINANCE

Diese E4S-Reihe über nachhaltige Finanzregulierung untersucht regulatorische Entwicklungen in Europa und darüber hinaus, und erörtert die Implikationen für schweizerische Unternehmen und Finanzmarktteilnehmer, Aufsichtsbehörden und die Zivilgesellschaft. **Schweizer Tradition der Subsidiarität angesichts der Ansätze im Ausland** bildet den Auftakt zu einer Analyse der regulatorischen Ziele und einem länderübergreifenden Vergleich regulatorischer Ansätze zur Förderung nachhaltiger Investitionen. **Unternehmen: Vergleichende Analyse für die Schweiz** vergleicht Regulierungen zur nachhaltigkeitsbezogenen Berichterstattung für Unternehmen in unterschiedlichen Rechtsordnungen und gibt Anwendungsempfehlungen für die Schweiz. In einem dritten White Paper, **Finanzmarktteilnehmer: Vergleichende Analyse für die Schweiz**, befasst sich die Reihe mit den Besonderheiten und Implikationen für Finanzmarktteilnehmer. Diese Analysen werden im weiteren Verlauf durch ein geplantes Forschungsprojekt über die Erfahrungen der Finanzmarktteilnehmer in der Praxis ergänzt.

1 EINLEITUNG

In den letzten Jahren sahen sich Finanzmarktteilnehmer mit zunehmendem regulatorischem Druck im Hinblick auf Themen mit Nachhaltigkeitsbezug konfrontiert. Im Jahr 2018 hat die Europäische Union (EU) mit dem EU-Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums einen ganzheitlichen Pfad eingeschlagen [1]. Im Rahmen dieses Aktionsplans verabschiedeten die Regulierungsbehörden in der EU die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) [2], um die Transparenz in Bezug auf den Nachhaltigkeitscharakter von Finanzprodukten zu verbessern ([Kapitel 2.1](#)). Überdies haben sie Regeln für die Benennung von Fonds mit ESG- und nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen ([Kapitel 3.1.2.3](#)) sowie einen Standard für die Emission grüner Anleihen vorgeschlagen ([Kapitel 3.2.1](#)). Ausserdem haben die EU-Aufsichtsbehörden bereits bestehende Verordnungen für Beratungsdienstleistungen dahingehend angepasst, dass Nachhaltigkeitspräferenzen der Kunden zu berücksichtigen sind ([Kapitel 4.1](#)). In den USA nimmt die Security and Exchange Commission (SEC) eine Vorreiterrolle ein, wenn es darum geht, den Marktteilnehmern ein Rahmenwerk für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsbelangen zur Verfügung zu stellen ([Kapitel 2.2](#)). Zudem hat die SEC Regeln für die Verwendung von nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Fondsamen erlassen, die sich nach dem vom Fonds in Bezug auf nachhaltige Anlagen verwendeten Ansatz richten ([Kapitel 3.1.1](#)). An anderen wichtigen Märkten für nachhaltige Produkte und Dienstleistungen werden ebenfalls regulatorische Rahmenwerke entwickelt. So hat die Financial Conduct Authority (FCA) in Grossbritannien jüngst einen Vorschlag in Bezug auf Label für nachhaltige Finanzprodukte und damit verbundene Offenlegungsvorschriften vorgelegt ([Kapitel 3.1.3](#)). China hat den Fokus mit seinem Green Bond Endorsed

Projects Catalogue indes auf grüne Anleihen gerichtet ([Kapitel 3.2.2](#)).

Vor diesem Hintergrund verfolgt die Schweiz einen markbasierten Ansatz, der sich auf die von Branchenverbänden entwickelte Selbstregulierung stützt und diese erweitert [3]. Ende 2021 forderte der Bundesrat Massnahmen zur Prävention von Greenwashing, um „*einheitliche Definitionen von Nachhaltigkeitswirkungen zu fördern*“ [4]. Seither haben Branchenorganisationen verschiedene Richtlinien und Selbstregulierungsmassnahmen veröffentlicht, um die Transparenz zu verbessern. In seiner Stellungnahme von Dezember 2022 [5], [6], wies der Bundesrat darauf hin, dass die von der Branche ergriffenen Massnahmen unzureichend sind, und skizzierte, was unter einem nachhaltigen Finanzprodukt zu verstehen ist. Er beauftragte das Eidgenössische Finanzdepartement (EDF) überdies mit der Ausarbeitung eines Vorschlags für Offenlegungsanforderungen für nachhaltige Finanzprodukte und Dienstleistungen. Gleichzeitig drängt der Bundesrat auch auf sektorspezifische Vereinbarungen in Bezug auf nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen für Finanzprodukte. Parallel dazu emittierte die Eidgenossenschaft grüne Staatsanleihen, mit denen sie Akteuren an den öffentlichen wie auch den privaten Märkten indirekt Richtlinien im Hinblick auf die Emission grüner Anleihen an die Hand gab ([Kapitel 3.2.4](#)). Was Beratungsdienstleistungen anbelangt, so sind Finanzmarktteilnehmer gemäss Schweizer Recht nicht dazu verpflichtet, sich nach den Präferenzen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) ihrer Kunden zu erkundigen und diese zu berücksichtigen. Bestimmte Branchenverbände haben sich diesem Thema aber mittels klarer Richtlinien für ihre Mitglieder angenommen ([Kapitel 4.2](#)).

Allgemein betrachtet verfolgen diese Vorschriften in Bezug auf nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen drei

Hauptziele: (1) die Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten zu verbessern (vgl. [Kapitel 2](#)), (2) Klassifizierungssysteme für Finanzprodukte basierend auf deren Nachhaltigkeitsmerkmalen zu fördern (vgl. [Kapitel 3](#)) und (3) die Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen vorzuschreiben (vgl. [Kapitel 4](#)). Eine bessere Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten kann das Greenwashing-Risiko mindern, und die Standardisierung offengelegter Informationen verbessert die Vergleichbarkeit von Produkten. Ein Klassifizierungssystem für Finanzprodukte sorgt für Klarheit und trägt dazu bei, dass Endanleger Produkte erwerben, die zu ihren Bedürfnissen passen und ihr Vertrauen in den Markt stärken. Die Berücksichtigung der Nachhaltigkeitspräferenzen von Kunden bei Beratungsdienstleistungen trägt dazu bei, dass Berater im besten Interesse ihrer Kunden handeln, indem sie Produkte

anbieten, die den nachhaltigkeitsbezogenen, wie auch den finanziellen Prioritäten der Kunden Rechnung tragen.

In diesem White Paper gehen wir auf diese drei Zielsetzungen ein, analysieren, wie sie in der Schweiz und im Ausland umgesetzt werden, und geben Empfehlungen darüber ab, wie die Aufsichtsbehörden in der Schweiz den Status quo verbessern können. Die beleuchteten anderen Rechtsordnungen wurden auf Grundlage ihrer Relevanz für den Schweizer Markt, aber auch aufgrund ihres Ansatzes hinsichtlich der Erreichung der oben genannten Ziele ausgewählt. Um zur aktuellen Debatte beizutragen, legen wir den Schwerpunkt in diesem White Paper auf die Stand Juni 2023 geltenden oder in Erwägung gezogenen Vorschriften für nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen wie auch Finanzmarktteilnehmer, die diese vertreiben oder erbringen.

2 VERBESSERUNG DER NACHHALTIGKEITSBEZOGENEN TRANSPARENZ VON FINANZPRODUKTEN

Offenlegungspflichten in Bezug auf die Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten sind notwendig, damit vermehrt Kapitalflüsse in diese Richtung gelenkt werden. Eine höhere Transparenz kann das Greenwashing-Risiko mindern, und die Standardisierung offengelegter Informationen verbessert die Vergleichbarkeit von Produkten. Die Offenlegungsansätze der einzelnen Rechtsordnungen sind zwar unterschiedlich, der Umfang der Offenlegungspflichten richtet sich jedoch in der Regel danach, wie die Nachhaltigkeitsmerkmale des Finanzprodukts beworben werden. Die EU hat Offenlegungspflichten auf Ebene des Unternehmens und auf Ebene des Produkts festgelegt, und zwar durch ihre weithin bekannte Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene

Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) [2], die in den Art. 6, 8 und 9 Offenlegungsanforderungen für Produkte auf Grundlage der beworbenen Nachhaltigkeitsmerkmale und -ziele definiert (vgl. [Kapitel 2.1](#)). In den USA nimmt die Finanzmarktaufsicht (Securities and Exchange Commission, SEC) die Führungsrolle in Bezug auf die nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungen der Finanzmarktteilnehmer ein. So hat sie jüngst Offenlegungspflichten vorgeschlagen, die sich danach richten, inwiefern ESG Aspekte in die Anlagestrategie eines Finanzprodukts integriert sind (vgl. [Kapitel](#)

[2.2](#)). In der Schweiz hält der Bundesrat an seiner Tradition der Subsidiarität fest, ergreift aber auch zusätzliche Massnahmen zu den freiwilligen Selbstregulierungen und Richtlinien von Branchenorganisationen (vgl. [Kapitel 2.3](#)). Allerdings besteht auf Ebene der Offenlegungen noch Verbesserungspotenzial, und verbindlichere Massnahmen sind vonnöten, um eine erfolgreiche Transformation der Wirtschaft mit Unterstützung der Finanzmärkte zu erreichen (vgl. [Kapitel 2.4](#)).

2.1 DIE EU – VORREITERIN BEIM THEMA OFFENLEGUNGEN FÜR NACHHALTIGE FINANZPRODUKTE

In der SFDR bildet die Definition, was unter einer nachhaltigen Anlage zu verstehen ist, den Ausgangspunkt für die Offenlegung von Informationen zu nachhaltigen Finanzprodukten. In der 2019 erlassenen und 2021 in Kraft getretenen Verordnung wird explizit definiert, was im Offenlegungszusammenhang unter einer nachhaltigen Investition zu verstehen ist: eine Investition in eine Wirtschaftsaktivität, die (1) zur Erreichung eines Umwelt- oder sozialen Ziels beiträgt, vorausgesetzt, dass (2) diese Investition keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigt («Do no significant harm»/DNSH-Bedingung) und (3) die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden.¹ Auf Grundlage

¹ Die genaue Definition lautet: „nachhaltige Investition“ [bezeichnet] eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines Umweltziels beiträgt, gemessen beispielsweise an Schlüsselindikatoren für Ressourceneffizienz bei der Nutzung von Energie, erneuerbarer Energie, Rohstoffen, Wasser und Boden, für die Abfallerzeugung, und Treibhausgasemissionen oder für die Auswirkungen auf die biologische Vielfalt und die Kreislaufwirtschaft, oder eine Investition in eine wirtschaftliche Tätigkeit, die zur Erreichung eines sozialen Ziels beiträgt, insbesondere eine

Investition, die zur Bekämpfung von Ungleichheiten beiträgt oder den sozialen Zusammenhalt, die soziale Integration und die Arbeitsbeziehungen fördert oder eine Investition in Humankapital oder zugunsten wirtschaftlich oder sozial benachteiligter Bevölkerungsgruppen, vorausgesetzt, dass diese Investitionen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen und die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden, insbesondere bei soliden Managementstrukturen, den Beziehungen zu den Arbeitnehmern, der Vergütung von

dieser Definition zielt die SFDR darauf ab, die Produkttransparenz für die Endanleger durch Offenlegungspflichten auf Ebene der Unternehmen und der Finanzprodukte zu verbessern, je nachdem, wie das Nachhaltigkeitsprofil des Finanzprodukts im EU-Markt beworben wird (vgl. [Kapitel 2.1.1](#)) [7, S. 417f.], [8, S. 173]. Im letzten Jahr waren die EU-Regulierungsbehörden bestrebt, eine Klarstellung zu den Besonderheiten der SFDR zu geben, einige Unzulänglichkeiten sind allerdings noch nicht beseitigt (vgl. [Kapitel 2.1.2](#)).

2.1.1 Offenlegungsanforderungen für Unternehmen und Finanzprodukte

Die SFDR legt Transparenzpflichten auf Unternehmensebene fest, die für alle Finanzmarktteilnehmer² und Finanzberater mit Sitz in der EU oder für diejenigen gelten, die ihre Produkte an EU-Kunden vermarkten.³ Sie müssen insbesondere offenlegen, wie die wesentlichen negativen Auswirkungen von Finanzprodukten auf Nachhaltigkeitsfaktoren, d. h. die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (Principle Adverse Impacts, PAI), angegangen werden (Art. 4), wie Nachhaltigkeitsrisiken in Anlageentscheidungsprozesse einbezogen werden (Art. 3), und inwiefern die Vergütungspolitik der Finanzmarktteilnehmer an die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken angepasst wird (Art. 5). Eine Vermögensverwalterin, die in Aktien von Unternehmen investiert, muss beispielsweise offenlegen, wie sie damit umgeht, dass (1) diese Unternehmen umweltschädigende Auswirkungen haben können, (2) die Geschäftstätigkeit dieser Unternehmen unter Umständen Umweltrisiken (z. B. Überschwemmungen) birgt, die

sich möglicherweise abträglich auf die Erträge ihrer Kunden auswirken, und (3) inwieweit sich diese Risiken in ihrer Vergütung widerspiegeln.

Die SFDR legt zudem Transparenzpflichten auf Produktebene fest, die für alle in der EU vertriebenen Finanzprodukte gelten. Sämtliche Finanzmarktteilnehmer, die diese Produkte vertreiben und vermarkten, müssen bestimmte Informationen offenlegen, je nachdem, wie deren Nachhaltigkeitsaspekte beworben werden: **Art. 9** betrifft Produkte mit einem nachhaltigen Anlageziel; **Art. 8** betrifft Produkte, die Nachhaltigkeitsmerkmale bewerben, und **Art. 6** Produkte, die Nachhaltigkeit nicht in ihren Anlageprozess einbeziehen.

Für alle Arten von Finanzprodukten müssen Finanzmarktteilnehmer gemäss Art. 6 und Art. 7, der sich auf negative Auswirkungen von Investitionen konzentriert, in vorvertraglichen Informationen offenlegen, wie die Produkte Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigen – wobei eine etwaige Nichtberücksichtigung zu begründen ist („Comply or explain“-Prinzip) – und ob und wie sie die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen.⁴ So muss eine Vermögensverwalterin, die einen thematischen Investmentfonds verkauft, der in Lebensmittelunternehmen investiert, Informationen über die Auswirkungen des Fonds, etwa den CO₂-Fussabdruck sowie die Exposition der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, beispielsweise gegenüber Überschwemmungen, offenlegen ebenso wie Informationen darüber, wie sich diese

Mitarbeitern sowie der Einhaltung der Steuervorschriften“ [2, Art. 2 Nr. 17].

² Dies bezieht sich auf Versicherungen, Wertpapierfirmen, Altersversorgungseinrichtungen und Fondsmanager [2, Art. 2 Nr. 1].

³ Finanzmarktteilnehmer, die Execution-only-Geschäfte tätigen, sind vom Anwendungsbereich der SFDR ausgeschlossen, da sie lediglich auf Initiative des Kunden

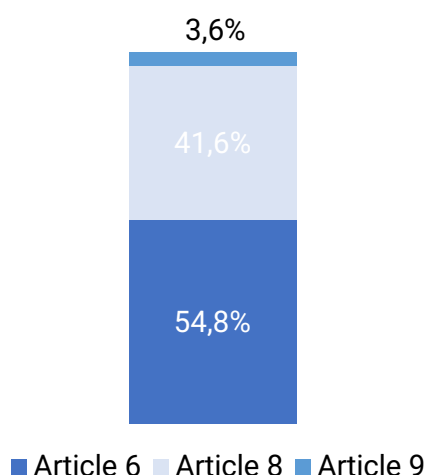
Dienstleistungen erbringen, die meist nicht-komplexe Finanzprodukte betreffen, und keine spezifischen Fonds bewerben.

⁴ Unter wichtigsten nachteiligen Auswirkungen sind „diejenigen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen und Anlageberatung zu verstehen, die negative Auswirkungen auf die Nachhaltigkeitsfaktoren haben“ [2, Abs. 20 Präambel].

Risiken im Wert des Unternehmens, und somit im Wert des Fonds, niederschlagen.

Für Finanzprodukte im Sinne der Art. 8 und 9 müssen die Finanzmarktteilnehmer den Kunden über jedes Kommunikationsmedium, d. h. in den vorvertraglichen Informationen, ihren Berichten und auf

Abbildung 1: Aufschlüsselung der in der EU verkauften Finanzprodukte nach Offenlegungsart und Anzahl der Fonds



Hinweis: Stand März 2023 basierend auf den Daten aus den Prospekten von 97,6% der in der EU zum Verkauf angebotenen Produkte ohne Geldmarktfonds, Dachfonds und Feeder-Fonds. Quelle: Morningstar, 2023 [11].

⁵ Auf der Ebene des Unternehmens müssen Finanzmarktteilnehmer gemäss Art. 4 SFDR unter anderem kurze Zusammenfassungen ihrer Mitwirkungspolitik zur Verringerung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen veröffentlichen. Diese kurzen Zusammenfassungen müssen folgende Angaben enthalten: (1) die Indikatoren für nachteilige Auswirkungen, die in der Mitwirkungspolitik berücksichtigt werden, und (2) eine Beschreibung wie diese Mitwirkungspolitik angepasst wird, wenn bei den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen über mehrere Berichtszeiträume keine Verringerung festzustellen ist [9, Art. 8]. Für Finanzprodukte im Sinne von Art. 8 und Art. 9, und soweit eine Mitwirkung Teil der Strategie des Produkts ist, müssen die Finanzmarktteilnehmer die angewandte Mitwirkungspolitik erläutern [9, Arts. 35 and 48]. In ihrem jüngsten Konsultationspapier haben die Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, ESA) diese auf Produktebene geltenden Offenlegungsanforderungen in Bezug auf die Mitwirkungspolitik weiterentwickelt und die Offenlegung zusätzlicher Informationen etwa der Dialogstrategie, der Stimmrechtsausübung und des

ihrer Internetseite, zusätzliche Informationen offenlegen. Dies umfasst Offenlegungen über die Merkmale des Produkts, die Anlagestrategie, die Methoden zur Messung der beworbenen ökologischen und sozialen Merkmale und deren Grenzen sowie ihre Engagementpolitik.⁵

Abbildung 1 zeigt den prozentualen Anteil von Artikel-6-, Artikel-8- und Artikel-9-Produkten an den gesamten EU-Produkten, und in [Anhang 1](#) findet sich eine Beschreibung der Kriterien für Finanzprodukte im Sinne dieser drei Artikel und der daran anknüpfenden Offenlegungsanforderungen sowie ein Beispiel eines Produkts, das diese Anforderungen erfüllen muss. Die SFDR stellt die Offenlegung nachhaltigkeitsbezogener Informationen sicher. Sie soll keine Kennzeichnung von Finanzprodukten auf Grundlage bestimmter Nachhaltigkeitsthemen bereitstellen (vgl. [Kapitel 3.1.2](#)) [12, S. 713 ff.].

Die Europäischen Aufsichtsbehörden⁶ haben mittels technischer Regulierungsstandards (Regulatory Technical Standards, RTS) und regulatorischer Leitlinien klargestellt, wie SFDR-bezogene Informationen offenzulegen sind. Im April 2022 wurden die sogenannten Level-2-RTS⁷ veröffentlicht [9], welche die SFDR (Level-1-Rechtsakt) ergänzen und den Inhalt und die Modalitäten ihrer

Eskalationsplans, wenn Finanzprodukte eine Verringerung der THG-Emissionen anstreben, vorgeschlagen [10, Arts. 29 and 42a].

⁶ Dies sind die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority, EBA), die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority, ESMA) und die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA).

⁷ Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288 der Kommission vom 6. April 2022 bezüglich der offenzulegenden Informationen darüber, inwieweit mit Finanzprodukten in Tätigkeiten im Bereich fossiles Gas und Kernenergie investiert wird, erfolgte eine Änderung, um den aktuellen Entwicklungen Rechnung zu tragen, vgl. Delegierte Verordnung (EU) 2023/363 der Kommission vom 31. Oktober 2022, die am 20. Februar 2023 in Kraft getreten ist [13]

Transparenzanforderungen, beispielsweise die DNSH-Kriterien sowie die Umwelt- und sozialen Ziele, präzisieren. Die RTS stellen sicher, dass die Offenlegungen hinreichend klar, knapp und deutlich sichtbar sind.⁸ Die seit dem 1. Januar 2023 geltenden Standards haben grössere Klarheit bei der einheitlichen Auslegung und Anwendung der Anforderungen für Produkte im Sinne von Art. 8 und Art. 9 gebracht [9, Art. 68]. Um für grössere Klarheit in Bezug auf die Besonderheiten der SFDR zu sorgen, veröffentlichten die Europäischen Aufsichtsbehörden anschliessend Fragen und Antworten.⁹ Im April 2023 veröffentlichten sie dann ein gemeinsames Konsultationspapier zur Überprüfung der jüngsten RTS, in dem sie vorschlugen, das Offenlegungsrahmenwerk auszuweiten und einige technische Probleme bei den PAI und den produktbezogenen Offenlegungen anzugehen [17]. Angesichts dieser aktualisierten regulatorischen Anforderungen haben die Finanzmarktteilnehmer ihre Produktklassifizierungen in den letzten Monaten überarbeitet.¹⁰

2.1.2 Ambitioniert, aber noch verbesserungsbedürftig

Bis zur vollständigen Umsetzung der EU-Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) im Jahr 2028 könnten unter die SFDR fallende Finanzmarktteilnehmer Schwierig-

keiten haben, die Daten zu erheben, die sie zur Erfüllung ihrer Berichtspflichten benötigen. Unternehmen, die nachhaltigkeitsbezogene Informationen offenlegen, tun dies derzeit entweder auf freiwilliger Basis oder nach Massgabe der Richtlinie über die nichtfinanzielle Berichterstattung (Non-Financial Reporting Directive, NFRD), deren Anforderungen weniger detailliert sind. Weitere Informationen sind dem zweiten Whitepaper dieser Reihe zu entnehmen [19]. Folglich haben unter die SFDR fallende Finanzmarktteilnehmer lediglich Zugang zu freiwillig gemachten Angaben oder Offenlegungen gemäss der NFRD. Bis die CSRD im Geschäftsjahr 2028 die Lieferketten vollständig abdeckt, müssen sie daher möglicherweise ihre eigene Recherche durchführen, um ihren SFDR-Berichtspflichten nachzukommen [19].¹¹ Und sogar nach dieser Übergangszeit ist nicht gewährleistet, dass der Inhalt der nichtfinanziellen Unternehmensberichte sowie deren Umfang und Periodizität ausreichen, um Finanzmarktteilnehmer mit den von ihnen benötigten Informationen zu versorgen [8, S. 181]. Abgesehen von diesem zeitlichen Abstand stellt die SFDR angesichts der Schwierigkeiten bei der Beschaffung von ESG-Daten auch eine Herausforderung für Anbieter von privaten Anlageprodukten wie Private-Equity- oder Venture-Capital-Fonds dar, weil sie noch nicht in den Anwendungsbereich der CSRD fallen (vgl. Kasten 1) [20].

⁸ Durch diese RTS werden insbesondere Modelle eingeführt für: 1) die Angabe der wesentlichen PAI, 2) vorvertragliche Informationen für Artikel-8-Finanzprodukte und 3) vorvertragliche Informationen für Artikel-9-Finanzprodukte.

⁹ Durch die Fragen und Antworten vom Juli 2021 wurde einerseits klargestellt, dass Artikel-9-Finanzprodukte nur in nachhaltige Anlagen gemäss der Definition in Art. 2 Nr. 17 SFDR investieren dürfen [14]. Aus den Fragen und Antworten vom November 2022 ging indes hervor, dass breite Marktindizes nicht mehr als Referenzwert für Artikel-9-Finanzprodukte verwendet werden können [15]. Sie werden als nicht ausreichend ambitioniert erachtet, um die Nachhaltigkeitsziele zu erfüllen und sicherzustellen, dass Artikel-9-Finanzprodukte die Transformation der Realwirtschaft unterstützen [16].

¹⁰ Vor der Anwendung der Level-2-RTS haben viele Marktteilnehmer den SFDR-Status ihrer Artikel-9-Finanzprodukte auf Artikel 8 herabgestuft. Laut Schätzungen von Morningstar wurden über 300 Artikel-9-Finanzprodukte, die ein verwaltetes Vermögen von EUR 170,1 Mrd. repräsentieren, im 4. Quartal 2022 herabgestuft [18]. Dieser Trend hat sich im 1. Quartal 2023 stabilisiert, allerdings wurden 260 Artikel-6-Produkten auf Artikel 8 hochgestuft [11].

¹¹ Die CSRD wird voraussichtlich ab dem Geschäftsjahr 2028 vollständig zur Anwendung kommen. 2029 dürften erstmals Berichte veröffentlicht werden, d. h. entsprechende Daten werden nicht vor 2029 verfügbar sein.

KASTEN 1: PRIVATE-EQUITY-FIRMEN: IM SPANNUNGSFELD ZWISCHEN SCHWIERIGER DATENERHEBUNG UND NACHHALTIGKEITSINTERESSEN

Unter die SFDR fallende Private-Equity-Firmen müssen auf „Comply or explain“-Basis offenlegen, wie wesentlich negative Auswirkungen von Finanzprodukten auf Umwelt und Gesellschaft, d. h. PAI, adressiert werden. Ein erheblicher Teil der Private-Equity-Firmen ist jedoch von dieser Pflicht befreit, da sie weniger als 500 Mitarbeiter haben, was in dieser Hinsicht als Freistellungskriterium gilt [21], [22]. Abgesehen davon hat der überwiegende Teil der Private-Equity-Firmen offenbar die „explain“-Alternative gewählt, also die PAI, die ihre Anlageentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren haben, nicht zu berücksichtigen und dies zu begründen. Was die Offenlegungen auf Produktebene anbelangt, so nehmen die meisten Private-Equity-Fonds, die sich an die SFDR halten, laut einer Umfrage von LGT Capital Partners Offenlegungen gemäss Art. 6 vor. Nur 3% bzw. 10% der Fonds haben Informationen nach Massgabe von Art. 8 bzw. 9 offengelegt [23]. Dies legt nahe, dass die Branche die Datenerhebung für die Berichterstattung nicht gewährleisten kann oder dass sie Nachhaltigkeit keine Priorität einräumt und noch kein breites Angebot an Produkten mit Nachhaltigkeitsthemen entwickelt hat [21], [24].

Die SFDR sieht derzeit keine unmittelbaren Sanktionen für ihre Nichteinhaltung vor.¹² Die Beaufsichtigung und Durchsetzung der SFDR ist weiterhin Sache der Behörden der Mitgliedstaaten. Unterschiedliche Auslegungen und Umsetzungen können jedoch heterogene Sanktionen im EU-Markt zur Folge haben [26, S. 205], sodass die Umsetzung in

Ländern mit geringeren Ressourcen, etwa in Form administrativer Kapazitäten, schwächer ausfallen könnte. Da die Offenlegungsmodalitäten der RTS erst seit Januar 2023 anwendbar sind, können derzeit zudem weder die Kosten der Einhaltung noch die Kosten der Nichteinhaltung der SFDR genau abgeschätzt werden [27].

Die SFDR ist ein Offenlegungsrahmenwerk, kann aber fälschlicherweise für ein Kennzeichnungssystem gehalten werden.

Art. 8 und Art. 9 SFDR sehen zwar vor, dass Finanzmarktteilnehmer Informationen über die Nachhaltigkeitsversprechen ihrer Produkte offenlegen, bieten aber keine Hilfestellung bei der Bewertung des Nachhaltigkeitsprofils der Produkte. Die SFDR wird zwar durch die EU-Taxonomieverordnung (TV, engl. Taxonomy Regulation) für ökologische Offenlegungen ([Anhang 2](#)) sinnvoll ergänzt, sieht aber weder Mindestanforderungen in Bezug auf Nachhaltigkeit vor, noch definiert sie ein Konzept nachhaltiger Anlagen. Der französischen Finanzmarktaufsicht (Autorité des Marchés Financiers, AMF) zufolge sind durch die SFDR Unstimmigkeiten zwischen den Erwartungen der Anleger und der tatsächlichen Praxis entstanden, die ein Greenwashing begünstigen könnten [28]. Mindeststandards wären eine gute Ergänzung der aktuellen Regulierung. Diese sich auf die Produktklassifizierung beziehenden Aspekte werden in [Kapitel 3.1](#) dargestellt.

¹² Die Taxonomieverordnung sieht beispielsweise lediglich vor, dass die EU-Mitgliedstaaten „Massnahmen und

Sanktionen festlegen, die wirksam, verhältnismässig und abschreckend sein sollten“ [25, Abs. 55 Preamble].

2.2 DIE SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) ÜBERNIMMT BEI BEREITSTELLUNG EINES OFFENLEGUNGSRAHMENWERKS FÜR US-MARKTTEILNEHMER DIE FÜHRUNG

Die USA haben einen anderen Ansatz gewählt als die EU. Die SEC hat vor Kurzem in ihrem 'Proposal for Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices' (Vorschlag für erweiterte Offenlegungen) angeregt, die Offenlegungsvorschriften für Finanzmarktteilnehmer zu ändern und zusätzliche Angaben zu ESG-Anlagepraktiken vorzuschreiben [29]. Der im Juni 2022 veröffentlichte Vorschlag zielt darauf ab, die Offenlegung konsistenter, vergleichbarer und entscheidungsnützlicher ESG-bezogener Informationen¹³ für Kunden von Beratungs- und Wertpapierfirmen zu erleichtern [32]. Gelten soll er für Anlageberater und sogenannte Management Investment Companies, die bei der SEC registriert sind [33].

Anders als die EU-SFDR sieht der Vorschlag für erweiterte Offenlegungen keine Offenlegungsanforderungen auf Ebene des Unternehmens vor. Der Vorschlag umfasst lediglich Offenlegungen auf Ebene des Finanzprodukts, die sich danach richten, wie stark ESG-Faktoren in die Strategie des Finanzprodukts einbezogen sind (vgl. Kapitel 2.2.1). Dieser Vorschlag wurde positiv aufgenommen, wobei einige Verbesserungen angeregt wurden (vgl. Kapitel 2.2.2), und zwar zu folgenden Aspekten: Vereinheitlichung des

¹³ In Bezug auf die Finanzberichterstattung sind entscheidungsnützliche Informationen „die Art von Informationen, die den bestehenden und potenziellen Anlegern, Kreditgebern und anderen Gläubigern am ehesten dabei helfen, Entscheidungen über die Berichtseinheit auf Grundlage der Informationen in deren Abschluss zu fällen“ (Übersetzung der Autoren) [30]. Ein ähnlicher Ansatz kann für die Nachhaltigkeitsberichterstattung gewählt werden: Sie sollte den Anlegern helfen, fundiertere Entscheidungen zu treffen, und dazu beitragen, dass bei der Kapitalallokation Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden [31].

Offenlegungsrahmenwerks, Klarstellungen in Bezug auf das Klassifizierungssystem, Umfang der grundlegenden ESG-Offenlegungen sowie Erwägungen zur Engagementpolitik.

2.2.1 Offenlegungsanforderungen auf Ebene des Finanzprodukts

In den USA richtet sich der Umfang der Offenlegungsanforderungen danach, welche Bedeutung ESG-Faktoren in der Strategie des Produkts beigemessen wird, und im Gegensatz zum Ansatz der EU-SFDR nicht danach, wie das Produkt vermarktet wird (vgl. Kapitel 2.1.1). Der Änderungsvorschlag unterscheidet auf Grundlage der verfolgten ESG-Strategie drei Arten von Fonds: Integration Funds, ESG-Focused Funds und Impact Funds (vgl. Tabelle 1).

Welche Informationen in Prospekten, Jahresberichten und Broschüren offenzulegen sind, richtet sich nach der gewählten ESG-Strategie.¹⁴ Der Vorschlag für erweiterte Offenlegungen sieht überdies vor, dass ESG-fokussierte Fonds, die Umweltfaktoren berücksichtigen, zusätzliche Angaben zu THG-Emissionskennzahlen machen müssen, sodass die Anleger für diese besonderen Fonds konsistente und vergleichbare Informationen erhalten [33].¹⁵ Anders als in der EU bestehen keine Offenlegungspflichten darüber, wie sich die Produkte auf die Nachhaltigkeitsfaktoren aller Fonds auswirken [2, Art. 7]. Die Konsultationsphase für den Vorschlag für erweiterte Offenlegungen endete im August 2022. Mit der endgültigen Verabschiedung wird im Oktober 2023 gerechnet [32].

¹⁴ Damit die Anleger die Informationen besser verstehen und vergleichen können, sieht der Vorschlag ein abgestuftes Offenlegungsrahmenwerk mit einer Zusammenfassung des Prospekts und näheren Informationen im Prospekt oder an anderer Stelle vor.

¹⁵ Scope-3-Emissionen sind in diesen Kennzahlen für die THG-Emissionen nicht enthalten.

Tabelle 1: Vorschlag der SEC für erweiterte Offenlegungen und vorgesehene Kategorien von ESG-Fonds

	Merkmale	Offenlegungsanforderungen
Integration Funds (Fonds mit ESG-Integration)	Berücksichtigen bei Anlageentscheidungen neben Nicht-ESG-Faktoren einen oder mehrere ESG-Faktoren	Beschreibung, wie ESG-Faktoren in den Anlageprozess einbezogen werden
	ESG-Faktoren sind im Vergleich zu anderen Faktoren bei der Auswahl und beim Ausschluss von Anlagen nicht unbedingt entscheidend	
ESG-Focused Funds (ESG-fokussierte Fonds)	Schwerpunkt auf einem oder mehreren ESG-Faktoren, insofern als diese bei der Auswahl von Anlagen oder beim Engagement mit Portfoliounternehmen als wesentliches oder hauptsächliches Kriterium zugrunde gelegt werden	Bereitstellung detaillierter Informationen, einschliesslich einer Übersicht der ESG-Strategie
Impact Funds (wirkungsorientierte Fonds)	Unterkategorie von ESG-fokussierten Fonds, die eine oder mehrere besondere ESG-Wirkungen mit entsprechenden ESG-Vorteilen anstreben	Anforderungen an ESG-fokussierte Fonds
		Offenlegung der bei den angegebenen ESG-Wirkungen erzielten Fortschritte

Quelle: SEC, 2022 [34].

2.2.2 Reaktionen und Anregungen des Marktes

Angesichts der auf internationaler Ebene bereits bestehenden Offenlegungsrahmenwerke fordern einige Marktakteure, eine Angleichung der SEC-Vorschläge an andere Initiativen. Die Investoreninitiative United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI) würdigte die Bemühungen der SEC in Bezug auf die Angleichung der Offenlegungsanforderungen an andere Rechtsordnungen und regte eine enge Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden an. Der Vorschlag für erweiterte Offenlegungen spricht sich analog zur SFDR für eine Kategorisierung von Finanzprodukten in Bezug auf die Offenlegungsanforderungen aus und steht mit den Empfehlungen der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) in Einklang.¹⁶ Darüber hinaus entspricht der vorgesehene Zeitplan für die Einführung jenem, den die britische Finanzaufsicht für ihre Anforderungen an Nachhaltigkeitsoffenlegungen (Sustainable Disclosure Requirements, SDR) zugrunde gelegt hat (vgl. [Kapitel 3.1.3](#)) [35].

Besonderes Augenmerk legt die SEC auf Überlegungen zur Stimmrechtsausübung (Proxy Voting), zusätzliche oder modifizierte Offenlegungsanforderungen wären jedoch von Vorteil. Um ein „Proxy-

Washing“ zu vermeiden, müssten Manager von ESG-fokussierten Fonds Informationen zu Stimmrechtsausübung und Engagement auf Grundlage bestimmter Kennzahlen etwa dem prozentualen Anteil der vom Fonds befürworteten ESG-bezogenen Beschlüsse oder dem prozentualen Anteil der Emittenten, mit denen der Anlageverwalter ESG-Engagement-Meetings durchgeführt hat, offenlegen [29], [33]. Diese Kennzahlen sind jedoch eher quantitativer als qualitativer Natur, was dem Zweck der Shareholder-Stewardship-Aktivitäten und der langfristigen Wertschöpfung zuwiderlaufen kann. Zusätzliche Offenlegungen zu Aktionärs-vorschlägen, die auf Initiative oder unter Mitwirkung des Anlageverwalters vorgebracht wurden, oder zur Entwicklung der Stimmrechtsausübung könnten ebenfalls nützliche Informationen für die Anleger darstellen [35].¹⁷

Einige Marktteilnehmer fordern, dass die für Integration Funds geltenden Offenlegungsanforderungen für sämtliche Finanzprodukte vorgeschrieben werden sollten. Von den Befürwortern einer allgemeinen Anwendung dieser Anforderungen vertreten einige die Auffassung, dass Anlageverwalter verpflichtet seien, finanziell wesentliche¹⁸ ESG-Faktoren zu berücksichtigen. Andere erachten die Angabe, dass ESG-Faktoren nicht in den Anlageentscheidungsprozess einbezogen werden, ebenfalls als wesentliche Information für

¹⁶ Das Rahmenwerk der TCFD bezieht sich auf die Empfehlungen für klimabezogene Offenlegungen, welche in der Schweizer Verordnung über die Berichterstattung über Klimabelange gestützt auf Art. 964a-c OR konkretisiert werden, wie in Whitepaper 2 erläutert [19].

¹⁷ Im Vergleich dazu hat die EU-Regulierungsbehörde im Rahmen der Aktionärsrechterichtlinie II [36]. allgemeine Transparenzanforderungen für die Beteiligung der Aktionäre festgelegt, die für alle Fonds gelten. Sie verlangt die Veröffentlichung (1) einer Beteiligungspolitik, in der die Überwachung und der Dialog mit den Unternehmen, in die investiert wird, die Ausübung der Stimmrechte und die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären beschrieben werden, sowie (2) eines Jahresberichts über die Umsetzung dieser Politik, in dem das Abstimmungsverhalten des Finanzmarktteilnehmers, einschließlich der Verwendung von Empfehlungen zur Stimmrechtsvertretung, beschrieben wird, oder die Veröffentlichung einer klaren und begründeten Erklärung, warum er sich entschieden hat, eine oder

beide dieser Anforderungen nicht zu erfüllen [36, Art. 3g]. Die SFDR verweist lediglich auf diese Richtlinie und fordert im Gegensatz zum SEC-Vorschlag für erweiterte Offenlegungen nicht die Offenlegung zusätzlicher Kennzahlen [2, Art. 4 para.2c)].

¹⁸ Zur Erinnerung sei auf WP2 verwiesen [19].: Neben Informationen über finanzielle Risiken, die für traditionelle Anleger relevant sind (einfache Wesentlichkeit), verlangen die neuen Verordnungen von Unternehmen, relevante Angaben zu den Risiken zu machen, die dem Unternehmen aus dem Klimawandel und anderen nachhaltigkeitsbezogenen Themen entstehen, sowie offenzulegen, welche Auswirkungen die Geschäftstätigkeit des Unternehmens auf die Umwelt (Auswirkungen auf Mensch und Umwelt, „Impact Materiality“) hat, unabhängig davon, ob diese finanzielle Konsequenzen für das Unternehmen haben (finanzielle Wesentlichkeit) oder nicht (doppelte Wesentlichkeit).

die Anleger bei der Auswahl von Finanzprodukten [37] [35]. Dieser Ansatz würde den Offenlegungsanforderungen von Art. 6 SFDR ähneln (vgl. [Kapitel 2.1.1](#)).

Weniger erfahrene Anleger könnten die Kategorien irrtümlicherweise als Garantie auffassen, dass es sich um nachhaltige Produkte handelt. Produkte, die gemäss den Anforderungen für die Kategorie Integration Fund berichten, würden ESG-Faktoren bei der Auswahl ihrer Anlagen in gleicher Weise berücksichtigen wie makroökonomische Trends oder firmenspezifische Faktoren.¹⁹ Möglicherweise schenken sie ESG-Faktoren also tatsächlich kaum Beachtung [35]. Das ESG-Screening, beispielsweise der Ausschluss von Tabakunternehmen aus einem Portfolio, gilt bislang als „wesentliches oder hauptsächliches“ Kriterium für die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Auswahl der Anlagen, in selbem Masse wie die Mitwirkung der Aktionäre. Ein derart breites Spektrum an Produkten, die gemäss den Anforderungen für die Kategorie ESG-Focused Fund berichten, kann Verwirrung bei den Anlegern stiften [35]. Die SEC hat vorgeschlagen, die Benennungsvorschriften zu ändern, (Proposed Amendment to the Name Rule) und fordert die Festlegung bestimmter Kriterien für Fonds, die „ESG“ oder damit verbundene Begriffe in ihrem Namen führen. Dies könnte für gewisse Klarheit sorgen, was nach Auffassung der Aufsichtsbehörde als ESG- oder nachhaltige Anlage angesehen werden kann (vgl. [Kapitel 3.1.1](#)).

¹⁹ Nach den UN PRI sollten "alle Fonds [...] ESG-Faktoren als Teil ihrer treuhänderischen Pflichten und ihres finanziellen Risikomanagements berücksichtigen" und "Marktteilnehmer, die ESG-Faktoren in ihrer Anlagepraxis nicht berücksichtigen [wie für Produkte in der Kategorie der

2.3 SCHWEIZ: EINE TRADITION DER SUBSIDIARITÄT, DIE LANGSAM FAHRT AUFNIMMT

Angesichts unzureichender freiwilliger Initiativen von Branchenorganisationen nach Meinung des Bundesrates, folgen nun Massnahmen, welche aber mit der Tradition der Subsidiarität vereinbar sind. Ende 2021 forderte der Bundesrat Massnahmen zur Prävention von Greenwashing, um „*einheitliche Definitionen von Nachhaltigkeitswirkungen zu fördern*“ [4]. Als Reaktion haben Branchenorganisationen verschiedene Richtlinien und Selbstregulierungen veröffentlicht, um die vom Sektor geforderte Transparenz herzustellen, wobei Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten und -praktiken berücksichtigt wurden (vgl. [Kapitel 2.3.1](#)). In seinem Standpunkt von Dezember 2022 wies der Bundesrat darauf hin, dass die von der Branche bislang ergriffenen Massnahmen unzureichend sind und skizzierte, was unter einem nachhaltigen Finanzprodukt zu verstehen ist. Diese Definition wird nun erörtert [5], [6]. Der Bundesrat ist zudem bestrebt, durch neue Offenlegungsanforderungen für nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen und den Abschluss freiwilliger Branchenvereinbarungen ambitionierte Klimaziele zu setzen, die über die Selbstregulierungen hinausgehen (vgl. [Kapitel 2.3.2](#)) [4], [38].

2.3.1 Auf Aufforderung des Bundesrats führt die Branche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen ein

Organisationen der Schweizer Finanzbranche sind der Aufforderung des Bundesrats nachgekommen, im Hinblick auf nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen aktiv zu werden, um Greenwashing zu verhindern

Integrationsfonds vorgeschrieben], können Gefahr laufen, wesentliche Aspekte zu ignorieren und damit ihre treuhänderischen Pflichten zu verletzen" [35] (Übersetzung der Autoren).

und die Lücken in den bestehenden Vorschriften zu schliessen. Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA), die Asset Management Association Switzerland (AMAS), der Schweizerische Pensionskassenverband (ASIP) und Swiss Sustainable Finance (SSF) haben für ihre Mitglieder und den gesamten Schweizer Finanzmarkt verbindliche und unverbindliche Offenlegungsrichtlinien, Selbstregulierungen und Best-Practice-Informationen veröffentlicht. [Anhang 3](#) geht auf die wichtigsten Initiativen dieser vier Organisationen zu diesem Thema ein.

Auch die Swiss Climate Scores (SCS) wurden in enger Zusammenarbeit zwischen Branchenorganisationen und staatlichen Stellen erarbeitet [39]. Die Mitte 2022 eingeführten SCS wurden von der Eidgenossenschaft mit Unterstützung von Experten aus der Finanzbranche, Methoden Anbietern, NGOs und der Wissenschaft entwickelt [40]. Unter Zugrundelegung von sechs Indikatoren,²⁰ die auf bestehenden international anerkannten Standards aufbauen und zukunftsgerichtete Elemente umfassen, legen sie Transparenzanforderungen in Bezug auf die Ausrichtung von Finanzprodukten am Pariser Klimaübereinkommen fest.²¹ Ferner verdeutlichen sie, auf welchem Stand sich Anlageprodukte oder Portfolios weltweit tätiger Unternehmen gegenwärtig befinden, und inwieweit diese Unternehmen ihre Klimaziele erreichen dürften. Der Bundesrat hat den Finanzmarktakteuren empfohlen, mithilfe vergleichbarer und aussagekräftiger Klimaverträglichkeitsindikatoren Transparenz bei allen Finanzprodukten und

Kundenportfolien zu schaffen BR [4] und die Swiss Climate Scores „wo sinnvoll“ anzuwenden [42]. Noch steckt die Umsetzung dieser Empfehlungen in der Anfangsphase, doch laut der Swiss Sustainable Investment Market Study 2023 planen rund ein Drittel der Schweizer Vermögensverwalter künftig SCS zu veröffentlichen [43]. Bislang sind keine förmlichen Kontrollen der Anwendung der Swiss Climate Scores vorgesehen. Sie befinden sich noch in der Entwicklungsphase.^{22, 23}

2.3.2 Der Bundesrat dreht an der Regulierungsschraube

Der Bundesrat ist jüngst proaktiver vorgegangen und strebt eine Erweiterung der bestehenden und kürzlich eingeführten Selbstregulierungen der Branche an. Der Bundesrat hat das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) mit der Ausarbeitung eines Vorschlags für Offenlegungsanforderungen für nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen beauftragt (vgl. [Kapitel 2.3.2.1](#)) und drängt in dieser Hinsicht auf Branchenvereinbarungen (vgl. [Kapitel 2.3.2.2](#)).

2.3.2.1 Wird bald ein Vorschlag für nachhaltige Finanzprodukte präsentiert?

Das EFD wurde vom Bundesrat mit der Erarbeitung eines Vorschlags für Offenlegungsanforderungen für nachhaltige Finanzprodukte und -dienstleistungen beauftragt. Um Greenwashing zu verhindern und für die entsprechende Klarheit zu sorgen, die für die Anlageentscheidungen von Finanzmarktteilnehmern vonnöten ist,

wird vom EDF geprüft [5, S. 17], [40, S. 4]. Die Swiss Climate Scores, die sich noch in der Pilotphase befinden, könnten auf weitere Anlageklassen und Biodiversität ausgeweitet werden.

²³ Im März 2023 veröffentlichte Globalance als erste Bank die Swiss Climate Scores für ihr gesamtes verwaltetes Vermögen [44].

²⁰ Diese Indikatoren sind: (1) Treibhausgasemissionen; (2) Exposition gegenüber fossilen Brennstoffen; (3) verifizierte Bekenntnisse zu Netto-Null; (4) Management auf Netto-Null; (5) globales Erwärmungspotential (optional); (6) glaubwürdiger Klimadialog.

²¹ Das Template für die praktische Analyse anhand der SCS ist hier zu finden: [AMAS Website](#) [41].

²² Die Zusammensetzung und Anwendung der Indikatoren, einschliesslich ihrer Ausweitung auf andere Anlageklassen,

hat der Bundesrat im Dezember 2022 eine Definition für nachhaltige Finanzprodukte oder nachhaltige Finanzdienstleistungen vorgeschlagen (vgl. [Kapitel 2.3.2.1](#)). Die Definition von Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen und die zugehörigen Offenlegungsanforderungen müssen vom EFD noch präzisiert werden, das dem Bundesrat Ende September 2023 einen Vorschlag unterbreiten wird. Der vom EFD erarbeitete Vorschlag sollte eine wirksame Umsetzung ermöglichen und Kunden, Anlegern und versicherten Personen im Falle von Verstössen gegen die Offenlegungspflichten die Möglichkeit geben, den Rechtsweg zu beschreiten [6, S. 4]. Er sollte für den gesamten Finanzmarkt beim Verkauf von Finanzprodukten und der Erbringung von Beratungsleistungen und für die anschliessenden Berichte verbindlich sein [6, S. 3].

Dieser Vorschlag soll in verbindliche staatliche Offenlegungsvorschriften überführt werden. Das Schweizer Gesetzgebungsverfahren ist jedoch lang und beschwerlich, im Vergleich zu den Selbstregulierungen der Branche (vgl. Kasten 2).²⁴ Der verabschiedete Vorschlag muss vom Parlament und der Bevölkerung gebilligt werden und, obwohl er auf Initiative des Bundesrats auf den Weg gebracht wurde, könnte die wirksame Anwendung noch Jahre auf sich warten lassen.²⁵

2.3.2.2 Sektorale Vereinbarungen für Nachhaltigkeitsreporting stossen bei den Branchen auf Ablehnung

Parallel dazu ist der Bundesrat bestrebt, über den Abschluss freiwilliger Branchenvereinbarungen ambitioniertere Nachhaltigkeitsziele zu setzen, die über

die Selbstregulierungen hinausgehen [4]. Durch das Umweltschutzgesetz (USG) und das Bundesgesetz über die Reduktion der CO₂-Emissionen (CO₂-Gesetz) ist die Eidgenossenschaft ermächtigt, den Abschluss privatrechtlicher Verträge zwischen den Mitgliedern einer gesamten Branche (sogenannte Branchenvereinbarungen) abzuschliessen [48, Nr. 153], [49, Art. 3 para 4], [50, Art. 41a]. Seit der Annahme des Klima- und Innovationsgesetzes am 18. Juni 2023 wird diese Befugnis ausdrücklich erteilt, um Finanzmittelflüsse so zu gestalten, dass sie mit Klimazielen vereinbar sind [51, Art. 9].

Branchenvereinbarungen sind eine Art beaufsichtigte Selbstregulierung auf Branchenebene, stellen aber keine Rechtsgrundlage des Bundesrechts dar (vgl. [Anhang 4](#)). Sie wären auf die Erreichung öffentlich-rechtlicher Ziele in Bezug auf die Biodiversität und THG-Emissionen ausgerichtet [52, S. 16]. Diese Ziele und die damit verbundenen Zeitpläne können vom Sektor weisungsunabhängig definiert, zwischen der Eidgenossenschaft und jedem Sektor ausgehandelt oder von der Eidgenossenschaft einseitig festgelegt werden [53]. Die im Rahmen dieser Vereinbarungen gesetzten Ziele wären nicht nur für die Mitglieder eines bestimmten Branchenverbands, sondern für den gesamten Sektor verbindlich und müssten nicht in nationales Schweizer Recht umgesetzt werden [48], [50, Art. 41a para 3]. In der Finanzbranche würden die Fortschritte bei der Zielerreichung regelmässig mittels PACTA-Tests bewertet (vgl. [Anhang 5](#)) [53].

Die Branchenverbände lehnen sektorale Vereinbarungen ab. Ein Beispiel in dieser

²⁴ Angesichts der neuen Pflichten, die ein solcher Vorschlag einführen würde, gehen die Autoren davon aus, dass lediglich eine Gesetzgebung im engen Sinne möglich ist, statt einer Verordnung auf Grundlage von Art. 182 Abs. 2 der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft [45].

²⁵ Die Hälfte der Schweizer Gesetzgebungsverfahren dauert 33 Monate und weniger, der Durchschnitt liegt bei

51 Monaten, d. h. etwas mehr als 4 Jahre. Davon fallen rund zwei Drittel der Zeit auf die Vorbereitung durch Bundesverwaltung und Bundesrat, der Rest auf die Beratungen im Parlament und auf die nachparlamentarische Phase [46], [47]. Die derzeitigen vom Bundesrat vorgeschlagenen Leitlinien für eine Definition nachhaltiger Finanzprodukte und -dienstleistungen befinden sich noch im Vorstadium der Vorbereitung auf Ebene des Bundesrats.

Hinsicht stellt die Mitgliedschaft in Netto-Null-Allianzen im Rahmen der Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) dar. In den letzten Jahren hat der Bundesrat den Finanzsektor bestärkt, sich Netto-Null-Allianzen anzuschliessen, da sie die Mitglieder in die Lage versetzen, ihre Berichterstattung anhand vergleichbarer Indikatoren vorzunehmen. In Anbetracht der Mitgliedschaft von Schweizer Finanzinstituten in derartigen Allianzen, haben Branchenverbände erklärt, dass „die Schweiz eine proaktive Rolle spielt und sich auf dem richtigen Weg befindet« [54] und dass die Ziele „besser erreicht werden könnten, wenn bestehende und geplante Aktivitäten ausserhalb des Rahmens von Branchenvereinbarungen weiterverfolgt werden würden“. Trotz des Widerstands der betreffenden Branchenverbände und der zahlreichen vorstehend erläuterten freiwilligen Anstrengungen [54] strebt der Bundesrat weiterhin derartige Vereinbarungen an, welche die freiwilligen Selbstregulierungen ergänzen sollen, aber von der Umsetzung der oben beschriebenen verbindlichen staatlichen Regulierung abhängig sein könnten [5].²⁶

2.4 EMPFEHLUNGEN FÜR DIE SCHWEIZ

Trotz der regulatorischen Dynamik und Tradition in der Schweiz könnte das Schweizer Rahmenwerk für nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen von Finanzmarktteilnehmern durchaus noch verbessert werden. Die Empfehlungen für

²⁶ Das EFD wurde beauftragt, zusammen mit dem Eidgenössischen Departement für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation (UVEK), dem Eidgenössischen Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF), der FINMA, Vertretern der betroffenen Branchen sowie Vertretern der Zivilgesellschaft eine Arbeitsgruppe aufzustellen, um die bestmögliche Umsetzung des Standpunkts des Bundesrats bezüglich Greenwashing-Prävention festzulegen. Dabei gilt es sicherzustellen, dass der gewählte Lösungsansatz finanzmarktübergreifend gilt, verbindlich und durchsetzbar ist und Kundinnen und Kunden ihre Rechte geltend machen können. Das EDF wurde beauftragt, auf der Basis dieser Arbeiten bis zum 30. September 2023 dem Bundesrat einen Plan sowie konkrete Vorschläge zur

die Schweiz lauten unter anderem: (1) die Kompatibilität mit den Offenlegungsrahmenwerken anderer Rechtsordnungen zu berücksichtigen (vgl. [Kapitel 2.4.1](#)), (2) sicherzustellen, dass Daten zu den Portfoliounternehmen zur Verfügung stehen (vgl. [Kapitel 2.4.2](#)) und (3) Transparenz in Bezug auf entscheidungsnützliche Informationen vorzuschreiben (vgl. [Kapitel 2.4.3](#)). Eine zusätzlich geplante Publikation wird diese Empfehlungen durch Stellungnahmen von Markt- und Politikexperten ergänzen.

2.4.1 Berücksichtigung der Kompatibilität der Offenlegungsrahmenwerke

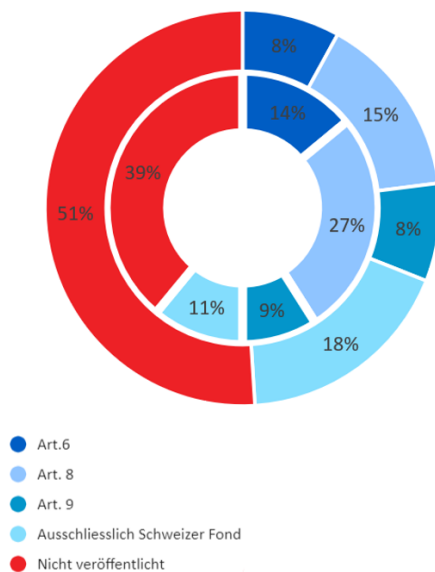
Bei der Entwicklung eines Offenlegungsrahmenwerks sollte die Schweiz ihr Augenmerk auf die Kompatibilität mit anderen Rahmenwerken legen. Schweizer Finanzunternehmen, die in den Anwendungsbereich des Schweizer Rahmenwerks für nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen fallen, dürften in anderen Rechtsordnungen ähnlichen Vorschriften unterliegen. Zwei Drittel der Schweizer Banken und Vermögensverwalter sind rechtlich zur Einhaltung der EU-Vorschriften verpflichtet, aber nur wenige nehmen bisher Offenlegungen nach Art. 6, 8 and 9 SFDR vor (vgl. [Abbildung 2](#)) [43, S. 46].²⁷ Bei der Erarbeitung ihres Rahmenwerks (vgl. [Kapitel 2.3.2.1](#)) sollte die Schweiz daher ihre Ziele für die Umsetzung von Offenlegungsanforderungen mit den Pflichten aus der SFDR und dem Vorschlag der SEC abgleichen. Sie sollte auch die

Umsetzung des Standpunkts des Bundesrats bezüglich Greenwashing-Prävention vorzulegen [6, S. 4].

²⁷ In der EU tätige Schweizer Finanzinstitute, also jene, die eine Tochtergesellschaft in der EU haben, in der EU aktiv Kunden werben oder ein Finanzprodukt in der EU vermarkten oder verwalten, sind verpflichtet, Offenlegungen nach Massgabe der SFDR vorzunehmen. Finanzmarktteilnehmer, die passiv Kunden auf europäischem Boden werben, fallen nicht unter die europäische Regulierung. Ob eine passive oder aktive Geschäftstätigkeit vorliegt, lässt sich in der Praxis allerdings schwer belegen, was ein Risiko für Schweizer Unternehmen darstellen könnte [55, Abs. 54 and references]; [56, S. 15], [26, S. 205], [57, S. 5].

Entwicklungen in anderen für die Schweiz relevanten Märkten berücksichtigen und gleichzeitig weiterhin darauf achten, dass die Anforderungen für Schweizer Finanzmarktteilnehmer angemessen sind.

Abbildung 2: SFDR-Status von Schweizer Fonds basierend auf der Befragung von Schweizer Vermögensverwaltern in 2021 und 2022 (in % des verwalteten Vermögens; n=44)



Hinweis: **Äusserer Kreis:** Daten von 2022; **innerer Kreis:** von 2021
 Quelle: SSF Sustainable Investment Market Study (2023).

Denkbar wäre beispielsweise ein Rahmen mit ersatzweiser Einhaltung („substituted compliance“) der Vorschriften anderer

²⁸ In Anbetracht der Ähnlichkeiten ihrer Märkte oder der Beziehungen zur EU könnten auch Grossbritannien und Singapur als Orientierung dienen. Die britische Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority, FCA) hat jüngst Vorschläge für Anforderungen für Nachhaltigkeitsoffenlegungen Anlagekennzeichnungen (Sustainability Disclosure Requirements, SDR) vorgelegt, um Greenwashing zu verhindern und die Anleger in die Lage zu versetzen, sich im Markt für nachhaltige Finanzprodukte besser zurechtzufinden, und zwar durch eine eindeutige Kennzeichnung mit entsprechender Beaufsichtigung. Dieses System und die Absicht der FCA unterscheiden sich zwar von den Ansätzen der EU und der USA, die FCA ist jedoch „bestrebt, weiterhin für Kohärenz zwischen [ihrem] Vorschlag, den SFDR-Anforderungen und den Vorschlägen der SEC zu sorgen“ (Übersetzung der Autoren) [58]. Singapur plant, die EU-Offenlegungen ausdrücklich als fortgeschrittene Alternative anzuerkennen [59].

Rechtsordnungen, insbesondere der EU.²⁸ So könnten sich Schweizer Finanzmarktteilnehmer, die in der EU und in der Schweiz Offenlegungspflichten unterliegen, beispielsweise entscheiden, das Offenlegungsrahmenwerk der EU einzuhalten, was dann automatisch auch als Einhaltung der Schweizer Offenlegungsanforderungen gelten würde. Besonders günstig wäre dies für grössere Vermögensverwalter, denen sonst ein doppelter Berichterstattungsaufwand drohen könnte.^{29,30} Für kleine Finanzmarktteilnehmer ohne Bezug zu anderen Rechtsordnungen könnte ein vereinfachter lokaler Offenlegungsstandard ideal sein, der mit internationalen Reportingstandards wie jenen der SFDR oder der SEC in Einklang steht, um zu vermeiden, dass die Offenlegungsdaten entlang der Lieferkette aufgrund unterschiedlicher Standards nicht verwendet werden können.

2.4.2 Gewährleistung, dass Daten zu Portfoliounternehmen verfügbar sind

Die Schweiz sollte die Fristen und den Umfang der Berichtspflichten der Portfoliounternehmen an jene der Finanzmarktteilnehmer angleichen. Insbesondere sollte sie sicherstellen, dass den Finanzmarktteilnehmern zum Zeitpunkt der Berichterstattung Daten in Bezug auf die Unternehmen, in die investiert wird, zur Verfügung stehen. Dadurch würde die derzeit in der EU zu beobachtenden

²⁹ Die britische Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority, FCA) hat jüngst Vorschläge für Anforderungen für Nachhaltigkeitsoffenlegungen (Sustainability Disclosure Requirements, SDR) und Anlagekennzeichnungen vorgelegt, um Greenwashing zu verhindern und die Anleger in die Lage zu versetzen, sich im Markt für nachhaltige Finanzprodukte besser zurechtzufinden, und zwar durch eine eindeutige Kennzeichnung mit entsprechender Beaufsichtigung. Dieses System und die Absicht der FCA unterscheiden sich zwar von den Ansätzen der EU und der USA, die FCA ist jedoch „bestrebt, weiterhin für Kohärenz zwischen [ihrem] Vorschlag, den SFDR-Anforderungen und den Vorschlägen der SEC zu sorgen“ (Übersetzung der Autoren) [58].

³⁰ Singapur plant, die EU-Offenlegungen ausdrücklich als fortgeschrittene Alternative anzuerkennen [59].

Entwicklung vermieden, dass sich die Berichterstattung bis zur vollständigen Anwendung der CSRD als schwierig erweisen dürfte. Selbst wenn die CSRD vollständig zur Anwendung kommt, ist weiterhin fraglich, ob sich die von den Finanzmarktteilnehmern benötigten Informationen mit jenen decken, die von den Unternehmen offengelegt werden. Vorschläge für Empfehlungen in Bezug auf die Berichtspflichten von Unternehmen finden sich in der vorangegangenen Analyse [19].

Die Schweiz sollte einen Ansatz für private Fonds erwägen, für die Daten zu Portfoliounternehmen schwerer zugänglich sind und bei denen Nachhaltigkeit nicht immer oberste Priorität hat. Im Folgenden werden zwei Instrumente vorgestellt, die Anleger unterstützten könnten, Informationen zu den Unternehmen zu erheben, in die sie investieren.

Die Legal Innovation for Sustainable Investments Foundation (LISI Foundation) hat ein „Impact Term Sheet“-Template entwickelt. Dabei handelt es sich um eine rechtliche Open-Source-Vorlage für direkte Kapitalbeteiligungen, die von Unternehmen für die Anleger erstellt wird, die ihnen eine Wachstumsfinanzierung bereitstellen [60]. In Anhang 2 des Impact Term Sheet werden transparente und harmonisierte Berichtspflichten im Falle eines Geschäftsabschlusses vorgeschlagen.

Levo ist ein Internet-Tool für Startups und KMU, mit dem sie ihre Nachhaltigkeit und ihren Impact bewerten, überwachen und verbessern können. Die Dashboard View von Levo vermittelt den Anlegern einen Echtzeit-Überblick über den Nachhaltigkeitsstatus der Unternehmen, die sie unterstützen. Dieses Merkmal erleichtert die Berichterstattung, da Anleger die

Nachhaltigkeit ihres Portfolios visualisieren und den Fortschritt nachverfolgen können [61].

In einem grösseren Rahmen sollten die Schweizer Regulierungsbehörden Schweizer Unternehmen weiter ermutigen, die Net-Zero Public Data Utility (NZPDU) zu unterstützen und die Einrichtung des European Single Access Point (ESAP) genau zu verfolgen. Im Juni 2023 erklärten sich führende Schweizer Finanzinstitute bereit, die NZPDU Plattform zu testen, die vom internationalen Multi-Stakeholder Climate Data Steering Committee (CDSC) verwaltet wird. Die Plattform sammelt Unternehmensdaten zu Scope-1-, -2- und -3-Emissionen sowie Emissionsreduktionsziele, die frei zugänglich sind [62]. Darüber hinaus hat sich die Europäische Union im Mai 2023 vorläufig auf ESAP Plattform geeinigt und wird bis zum Sommer 2027 alle Finanz- und Nachhaltigkeitsinformationen über EU-Unternehmen und EU-Anlageprodukte veröffentlichen [63].

2.4.3 Obligatorische Transparenz in Bezug auf entscheidungsnützliche Informationen

Die Schweiz kann von anderen Rechtsordnungen lernen, wie Transparenz in Bezug auf entscheidungsnützliche Informationen geschaffen werden kann,³¹ und Vertrauen am Markt bei gleichzeitiger Abwägung der Zwänge, denen die Finanzmarktteilnehmer unterliegen besteht. So könnte sie unter anderem erwägen, (1) nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungsanforderungen für jede Art von Fonds auf Produkt- und Anbieterebene festzulegen, (2) wissenschaftsbasierte Offenlegungsanforderungen zu entwickeln, (3) Offenlegungen in Bezug auf die Engagementpolitik im regulatorischen Rahmenwerk zu berücksichtigen und (4)

³¹ Entscheidungsnützliche Informationen über die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten sollten auf denselben Konzepten basieren wie die Finanzberichterstattung: Die zum Produkt offengelegten Informationen sollten relevant

für die Anlageentscheidung des Adressaten, vergleichbar mit anderen Produkten, nachprüfbar und verständlich für den Adressaten sein [30].

zur Schaffung von Transparenz in Bezug auf das Übergangspotenzial von Anlagen, die nicht unbedingt nachhaltige Finanzprodukte sind, beizutragen. Diese letzten Elemente wären besonders relevant, wenn die Schweiz eine Impact- und eine Übergangskategorie gemäss der Beschreibung in [Kapitel 3.1.5.2](#) einführen würde.

Allgemeine Offenlegungsanforderungen für alle Fonds. Jede Art von Fonds sollte entsprechend dem in der SFDR gewählten Ansatz (vgl. [Kapitel 2.1.1](#)) nachhaltigkeitsbezogene Informationen veröffentlichen, da es sich dabei um Angaben handelt, die für Anlageentscheidungen in finanzieller Hinsicht wesentlich sind, ganz gleich, ob Nachhaltigkeitsfaktoren Bestandteil der Anlagestrategie sind oder nicht. Darüber hinaus sollte das Schweizer Offenlegungsrahmenwerk Offenlegungen auf Ebene des Anbieters und des Produkts berücksichtigen, da beide Arten von Offenlegungen für die Anleger bei der Auswahl eines Produkts relevant sind. Die Selbstregulierung der AMAS (vgl. [Anhang 3](#)), die nur für Mitglieder und freiwillig beigetretene Nichtmitglieder gilt, berücksichtigt zwar beide Dimensionen, verlangt aber keine nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungen für alle Finanzprodukte, sondern nur für nachhaltige. Wird diese Selbstregulierung als Mindeststandard von der FINMA anerkannt, könnten in der Schweizer Branche Unklarheiten in Bezug auf diese Anforderungen entstehen (vgl. Kasten 2).

Offenlegung wissenschaftsbasierter Kennzahlen. Finanzprodukte mit kommunizierten ökologischen Impact-Zielen sollten wissenschaftsbasierte Kennzahlen offenlegen, da sie zur Messung der Fortschritte bei

der Erreichung der entsprechenden Umweltwirkung beitragen. Die EU hat diese Massgabe in die taxonomiebezogenen Offenlegungen integriert: Finanzmarktteilnehmer müssen den Beitrag ihrer Finanzprodukte anhand wissenschaftsbasierter und auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter Indikatoren und Schwellenwerte, die in den technischen Bewertungskriterien (vgl. [Anhang 2](#)) definiert sind, offenlegen. Der SEC-Vorschlag für erweiterte Offenlegungen sieht ebenfalls zusätzliche Anforderungen für ESG-fokussierte Fonds (vgl. [Kapitel 2.2](#), Tabelle 1) vor, wenngleich diese bislang weniger umfangreich erscheinen als die EU-Anforderungen. In der Schweiz könnten die jüngst eingeführten Swiss Climate Scores, die sich an den Empfehlungen der TCFD orientieren, eine derartige Funktion erfüllen, wenn sie für Finanzprodukte mit ökologischen Impact-Zielen vorgeschrieben werden und insbesondere wenn sie mit den Anforderungen anderer Rechtsordnungen übereinstimmen (vgl. [Kapitel 2.3.1](#)).³² Derzeit sind sie nach wie vor freiwillig, weiterhin mit Einschränkungen behaftet³³ und verfolgen einen anderen Ansatz, der stärker klimaorientiert und zukunftsgerichtet ist als der Ansatz der EU-SDFR.

Offenlegungen in Bezug auf die Engagementpolitik und deren Ergebnisse. Finanzprodukte, die mit einem Übergangziel werben, sollten ihre Engagementpolitik und deren Ergebnisse offenlegen. Angesichts ihres Wirkungspotenzials und der dominanten Rolle, die Active-Ownership-Aktivitäten bei nachhaltigen Anlagestrategien spielen, sollte ein Schweizer Offenlegungsrahmenwerk gemäss den Ausführungen des Bundesrats

möglicherweise eine Offenlegung nach den Anforderungen ihrer Rechtsordnung bevorzugen [64].

³² So wurde beispielsweise der Indikator „globales Erwärmungspotenzial“ (Global Warming Potential, GWP) als optional eingestuft, und etliche Finanzmarktteilnehmer haben angegeben, dass sie ihn derzeit aufgrund der begrenzten Verlässlichkeit und der mangelnden Daten für Prognosen nicht verwenden [65].

³² Sofern die freiwilligen Swiss Climate Scores nicht in die Offenlegungsanforderungen anderer Rechtsordnungen integriert werden können, besteht die Gefahr, dass sie (1) nicht unbedingt Klarheit für die Anleger schaffen, was insbesondere für Anleger ausserhalb der Schweiz gilt, die mit dem Rahmenwerk nicht vertraut sind – sodass sie der angestrebten Verständlichkeit zuwiderlaufen – und (2) für Marktteilnehmer ausserhalb der Schweiz, die Fonds in der Schweiz bewerben, weniger attraktiv sind, da sie

diesbezügliche Berichtspflichten beinhalten [6]. Im Fokus dieser Erwägungen sollten Engagementstrategien und ihre Besonderheiten, aber auch die Ergebnisse der Engagementaktivitäten stehen [35]. Derartige Offenlegungen, einschliesslich Informationen zum Eskalationsprozess, falls sich das Engagement als unfruchtbar erweisen sollte, sind besonders wichtig für Firmen, in die aufgrund ihres Übergangspotenzials investiert wurde, um sicherzustellen, dass den Worten Taten folgen.

Offenlegungen in Bezug auf unerwartete Anlagen in nachhaltige Produkte. Finanzprodukte, die mit Nachhaltigkeitsmerkmalen werben, sollten Portfolioanlagen offenlegen, die als nicht nachhaltig wahrgenommen werden könnten, aber im Rahmen einer Übergangstrategie getätigt werden. Analog zum Konsultationspapier der britischen Finanzaufsicht [58], könnten die Schweizer Regulierungsbehörden erwägen, die Offenlegung von Informationen über „unerwartete Anlagen“ („unexpected investments“) vorzuschreiben, die in der Regel nicht mit Nachhaltigkeitszielen in Verbindung gebracht werden. Offenlegungspflichten könnten die Art der betreffenden Anlage, beispielsweise die Angabe des Sektors, und eine Erläuterung umfassen, warum dieses Finanzprodukt dieses Investment in seinem Portfolio hält. Diese Art von Offenlegung würde zum Aufbau von Vertrauen beitragen, die Transparenz in Bezug auf das Produkt erhöhen und falschen Erwartungen seitens der Endanleger entgegenwirken. In bestimmten Fällen könnte dies jedoch möglicherweise Greenwashing zur Folge haben, da es bislang keinen Schwellenwert dafür gibt, was als „unerwartet“ angesehen werden kann [66].

³⁴ Die FINMA hat beispielsweise die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) über die Behandlung kontakt- und nachrichtenloser Vermögenswerte bei Schweizer Banken anerkannt. Diese Richtlinien sind folglich für alle

KASTEN 2: ANERKENNUNG DER SELBSTREGULIERUNG ALS MINDESTSTANDARD DURCH DIE FINMA: EIN KOMPROMISS

Selbstregulierungen werden regelmässig aktualisiert, insbesondere um den Erwartungen des Bundesrats in Übereinstimmung mit der nationalen Strategie im Bereich Sustainable Finance zu entsprechen oder um zu verhindern, dass eine weitere verbindliche Regulierung erfolgt. Anders als verbindliche Pflichten, die für eine stärkere Standardisierung, Compliance und Durchsetzung sorgen, bleiben Selbstregulierungen angesichts der fortlaufenden methodologischen und regulatorischen Entwicklungen flexibel.

Die FINMA kann die Selbstregulierungen von Berufsverbänden als Mindeststandard anerkennen [67], [68, Arts. 6 und 7 Abs. 3]. Tut sie dies, gilt die Selbstregulierung nicht nur für die Mitglieder der Organisation, die sie erlassen hat, sondern wird für alle Akteure in der Branche verbindlich, ganz gleich, ob sie Mitglied des Verbands sind, der die Selbstregulierung erlassen hat, oder nicht.³⁴ Folglich müsste die FINMA die Selbstregulierung in ihre Aufsichtsvorschriften einbeziehen. Mittels einer Anerkennung seitens der FINMA kann daher auf eine vermehrte Anwendung anerkannter Standards hingewirkt werden. Sie bewirkt eine Harmonisierung und Vereinheitlichung der innerhalb einer Branche geltenden Standards und sieht ein einfaches und anpassungsfähiges Verfahren vor. Die weitreichendste Anerkennung geniessen derzeit die Selbstregulierungen der AMAS und der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) ([Kapitel 4.2.2](#) und

Schweizer Banken verbindlich, auch wenn sie nicht Mitglied der SBVg sind.

[Anhang 3](#)).³⁵ Nachhaltigkeitsbezogene Selbstregulierungen von Branchenverbänden wurden von der FINMA noch nicht als Mindeststandard anerkannt. Die FINMA kann lediglich Vorschriften anerkennen, die *Mindeststandards* darstellen, d. h. von den Branchenakteuren allgemein anerkannt werden. Im Rahmen der Anerkennung dieser Regulierungen kann die FINMA keine strengeren Anforderungen auferlegen als die Vorschriften der Selbstregulierungen [70, S. 201 N443 und Verweise].

Die Anerkennung durch die FINMA könnte auf kurze Sicht einen interessanten Kompromiss zwischen reinen Selbstregulierungen und gesetzlich verankerten Vorschriften zur Regulierung nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen von Finanzmarktteilnehmer darstellen (vgl. [Kapitel 2.3.2.1](#)). Insbesondere durch die Anerkennung der Selbstregulierung der AMAS zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit

Nachhaltigkeitsbezug würde eine Offenlegung von nachhaltigkeitsbezogenen Informationen auf Ebene des nachhaltigen Finanzprodukts und zur Organisation auf der Ebene des Finanzmarktteilnehmers bei der Verwaltung des Produkts für alle Finanzmarktteilnehmer verpflichtend werden (vgl. [Anhang 3](#)). Eine derartige Anerkennung würde dazu beitragen, dass die Akteure ihre Offenlegungsanforderungen auf kurze Sicht anpassen, ohne dass auf zwingendes Bundesrecht zurückgegriffen werden muss, was zeitaufwendiger und schwerer anzupassen wäre. Nach Auffassung der Verfasser beeinträchtigt das Fehlen nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungsanforderungen für alle Produktarten in der Selbstregulierung der AMAS jedoch die Relevanz und die Wesentlichkeit der Informationen, die den Anlegern zur Verfügung gestellt werden. Diese Selbstregulierung kann daher – langfristig – nicht als wirksamstes Rahmenwerk gelten.

³⁵ Die anerkannten Selbstregulierungen sind online abrufbar [69].

3 KLASSTIFIZIERUNG VON FINANZPRODUKTEN ANHAND IHRER NACHHALTIGKEITSMERKMALE

Finanzprodukte mit mehr oder weniger stark ausgeprägten Nachhaltigkeitsmerkmalen können mit nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen wie „nachhaltig“, „grün“ oder „ESG“ in ihrem Namen oder in Marketingunterlagen vermarktet werden. Einige

Finanzmarktteilnehmer machen jedoch möglicherweise irreführende nachhaltigkeitsbezogene Aussagen über ihre Produkte, die Konsumenten veranlassen, Produkte zu erwerben, die ihren Bedürfnissen nicht entsprechen, wodurch das Vertrauen am Markt für nachhaltige Finanzprodukte sinkt [58], [71].

Angesichts der Unklarheit im Zusammenhang mit nachhaltigen Finanzprodukten haben die Regulierungsbehörden Vorschläge für Vorschriften zur Klassifizierung und Kennzeichnung von Produkten erarbeitet, und zwar für Fonds (vgl. [Kapitel 3.1](#)) und Anleihen (vgl. [Kapitel 3.2](#)). Die folgenden Unterabschnitte legen die Ansätze der einzelnen Rechtsordnungen dar, vergleichen sie mit dem Schweizer Ansatz und geben Empfehlung für die Schweizer Regulierungsbehörden zur Klassifizierung von Fonds und Anleihen.

3.1 VORSCHRIFTEN FÜR FONDSNAMEN UND LABELS: IST EIN „NACHHALTIGER FONDS“ EIN NACHHALTIGER FONDS?

Die Regulierungsbehörden in Europa und Nordamerika haben jüngst Vorschriften für Fondsamen und Labels entwickelt, um die Anleger zu unterstützen, sich auf dem Markt für nachhaltige Finanzprodukte zu rechtzufinden. In diesen Rechtsordnungen sind in der Regel zwei Kriterien erforderlich, damit ein Finanzprodukt mit

nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen bezeichnet werden darf: (1) der Anteil der nachhaltigen Anlagen an den gesamten Anlagen des Produkts und (2) die Definition dieser nachhaltigen Anlagen. Eine Vorschrift könnte beispielsweise vorsehen, dass ein Fonds mit der Bezeichnung „grüner Fonds“ (1) mindestens 90% des Fondskapitals in (2) Unternehmen mit positiver Umweltwirkung investieren muss, um das Wort „grün“ in seinem Namen tragen zu dürfen.³⁶ Ein weiterer Ansatz besteht darin, die Verwendung bestimmter nachhaltigkeitsbezogener Begriffe in Produktnamen ohne glaubwürdiges Label – wie beispielsweise die für organische Produkte in der Lebensmittelbranche verwendeten Labels „organisch“ oder „Bio“ – zu verbieten.

Die Entwicklung von Namensvorschriften und Labels für Fonds stellt die Antwort auf die Forderung des Marktes nach einem anlegerfreundlichen Klassifizierungssystem dar, die angesichts der missbräuchlichen Anwendung der Art. 6, 8 und 9 SFDR aufkam (vgl. [Kapitel 2.1.2](#)). Die [Kapitel 3.1.1](#), [3.1.2](#) und [3.1.3](#) erläutern die Ansätze der USA, der EU und Grossbritanniens, die in [Tabelle 4](#) zusammengefasst sind. [Kapitel 3.1.4](#) befasst sich mit dem Standpunkt der Schweiz im Vergleich zu diesen Rechtsordnungen, und [Kapitel 3.1.5](#) schlägt Empfehlungen für die Schweizer Regulierungsbehörden und Branchenverbände vor.

3.1.1 Die Änderung der US-Namensvorschrift – ein kleiner Schritt in Richtung Fondsklassifizierung

Im Juli 2022 legte die SEC einen Vorschlag zur Änderung der US-Namensvorschrift (**Proposed Amendment to the Name Rule**) vor, der nach derzeitigem Stand vorsieht, dass bei der SEC registrierte

³⁶ Durch diese Vorschriften können Rechtsordnungen die Unsicherheit in Verbindung mit diesen beiden Kriterien beseitigen, indem sie dieses erste Kriterium vorschreiben und

den Fondsanbietern bei der Definition des zweiten Flexibilität einräumen.

Investmentgesellschaften, deren Namen einen Fokus auf eine bestimmte Art von Anlagestrategie suggerieren, mindestens 80% des Werts ihrer Vermögenswerte in diese Anlagen investieren müssen.³⁷

Die von der SEC vorgeschlagenen Änderungen würden eine Ausweitung der Anforderung auf jedwede Fonds bedeuten, deren Name „ESG“ oder ähnliche Begriffe beinhaltet, was Begriffe wie „sozial verantwortliches Investieren“ („socially responsible investing“), „nachhaltig“ („sustainable“), „grün“ („green“), „ethisch“ („ethical“), „Impact“ oder „gute Unternehmensführung“ („good governance“) umfassen würde [73]. Demnach müsste der „Impact Fund“ eines bei der SEC registrierten Vermögensverwalters nach Massgabe dieser Änderung mindestens 80% des Fondsvermögens mit einem „Impact“-Anlagefokus investieren. Unternehmen, die Fonds verwalten, die in den Anwendungsbereich der vorgeschlagenen Änderung fallen, sollten schriftliche Aufzeichnungen verschiedener Dokumente führen, auch über die Anlagen im 80%-Korb und die Gründe für ihre Einbeziehung sowie den Wert des 80%-Korbs [73].

Doch selbst wenn ein Fonds diese Vorschrift einhält, könnte sein Name irreführend sein. Die vorgeschlagene Änderung schreibt weder vor, wie der Fonds die restlichen 20% investieren soll, noch untersagt sie negative Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren ausserhalb seines Anlagefokus. Die SEC erklärte ausdrücklich, dass die vorgeschlagene Änderung nicht als sicherer Hafen für im Wesentlichen täuschende oder irreführende Namen gedacht sei [73]. Das bedeutet, dass der „Impact Fund“ aus dem obigen Beispiel die restlichen 20% des Werts seiner Vermögenswerte beispielsweise in Tabakproduzenten oder in im Bereich fossiler Brennstoffe tätige Unternehmen

investieren könnte und dennoch den Anforderungen der Änderung genügen würde. Die finale Änderung soll im Oktober 2023 verabschiedet werden [74].

3.1.2 Die fälschlicherweise als Klassifizierungssystem verstandene EU-SFDR und der zaghafte Lösungsansatz der ESMA

Ebenso wie die SEC mit ihrem Änderungsvorschlag zur US-Namensvorschrift war die EU bestrebt, ihren Standpunkt zur Klassifizierung von Fonds klarzustellen. Mit dem Inkrafttreten der SFDR legte die EU fest, was als nachhaltige Investition gilt (vgl. [Kapitel 3.1.2.1](#)), und führte über die Art. 6, 8 und 9 SFDR ein Klassifizierungssystem für Offenlegungszwecke ein. Dieses Klassifizierungssystem wurde rasch (und fälschlicherweise) genutzt, um das Nachhaltigkeitsprofil von Fonds (vgl. [Kapitel 3.1.2.2](#)) zu bewerten, was am Markt für Verwirrung sorgte. Im November 2022 veröffentlichte die ESMA einen Vorschlag für Fonds, die ESG- und nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden, um das vom Markt benötigte Klassifizierungssystem für die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten bereitzustellen (vgl. [Artikel 3.1.2.3](#)).

3.1.2.1 Eine weit gefasste Definition von nachhaltigen Investments: zwischen Innovation und Konfusion

Mit der SFDR hat die EU eine Definition eingeführt, was im Offenlegungszusammenhang unter einem nachhaltigen Investment zu verstehen ist (vgl. [Kapitel 2.1](#)).³⁸ Zur Erinnerung: Darin ist eine nachhaltige Investition definiert als Investition in eine Wirtschaftsaktivität, die (1) zur Erreichung eines ökologischen oder sozialen Ziels beiträgt, vorausgesetzt, dass (2) diese Investition keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigt (DNSH-Grundsatz) und (3) die Unternehmen, in die investiert

³⁷ Bei der Berechnung dieses Werts werden Barmittel und Barmitteläquivalente nicht einbezogen, sofern deren Wert dem Nennwert der derivativen Instrumente des Fonds entspricht.

³⁸ Durch diese Vorschriften können Rechtsordnungen die Unsicherheit in Verbindung mit diesen beiden Kriterien beseitigen, indem sie dieses erste Kriterium vorschreiben und den Fondsanbietern bei der Definition des zweiten Flexibilität einräumen.

wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden. Diese Definition ist weit gefasst, und Finanzmarktteilnehmer können ihre Anwendung flexibel handhaben, also auch die Methoden, die sie anwenden, um zu beurteilen, ob eine Investition nachhaltig ist.

Diese Definition regt Innovationen bei der Produktentwicklung und -verwaltung an, kann aber auch Verwirrung stiften, inwiefern Investitionen den Übergang zu einer ökologisch und sozial verantwortlichen Wirtschaft unterstützen. Die Finanzmarktteilnehmer können verschiedene Methoden anwenden, um zu definieren, ob eine Investition nachhaltig ist. Folglich könnten zwei Finanzprodukte mit demselben Umweltziel, etwa die Förderung der Kreislaufwirtschaft, ganz unterschiedliche Methoden anwenden, um zu beurteilen, inwiefern die Investitionen – etwa die Aktien von Patagonia – des betreffenden Produkts dieses Ziel erfüllen. Dabei haben sich zwei gängige Methoden herausgebildet: ein umsatzbasierter Ansatz und ein Schwellenwertansatz, wobei Letzterer weniger strenge Kriterien für eine Einstufung als nachhaltige Investition vorsieht.³⁹ Angesichts der jüngsten Klarstellungen und Vorschläge der Regulierungsbehörden [17], dürfte der Schwellenwertansatz künftig überwiegend angewandt werden, da nur unter Zugrundelegung dieses Ansatzes die Anforderung für Artikel-9-Finanzprodukte – also die Vorgabe, dass sie zu 100% aus nachhaltigen Anlagen bestehen müssen – erfüllt werden kann [11].

3.1.2.2 Missbrauch von Art. 8 und 9 SFDR und Mindeststandardempfehlung

Die SFDR und ihre Art. 6, 8 und 9 können fälschlicherweise als Kennzeichnungssystem für Nachhaltigkeitsmerkmale von Finanzprodukten verstanden werden. Das

³⁹ Tragen bei einem umsatzbasierten Ansatz 10% des Umsatzes eines Unternehmens, z. B. Patagonia, zu einem ökologischen oder sozialen Ziel, etwa der Förderung der Kreislaufwirtschaft, bei, dann gelten die 10% der Investition in das Unternehmen, also 10% des Werts des Investments in die Aktien von Patagonia, als nachhaltig. Tragen hingegen bei einem 10%-Schwellenwertansatz 10% oder mehr des Umsatzes von Patagonia zur Förderung der

Klassifizierungssystem der SFDR ist nicht mit einem Kennzeichnungssystem gleichzusetzen, da es keine Anforderungen an die Qualität und den Inhalt, sondern nur Anknüpfungspunkte für Transparenzpflichten festlegt [12, S. 713 ff.].

Obwohl die SFDR in erster Linie Transparenz schaffen soll, haben Marktakteure Verbesserungen empfohlen, um die Lücke zwischen den Erwartungen der Anleger in Bezug auf Artikel-8- und Artikel-9-Fonds und der Handhabung in der Realität zu schliessen und das Greenwashing-Risiko zu mindern. Die französische Finanzmarktaufsicht (Autorité des Marchés Financiers, AMF) hat jüngst die Einführung von Mindeststandards für die Umweltwirkung von Finanzprodukten vorgeschlagen, die nach Art. 8 und 9 SFDR berichten [28]. Insbesondere Artikel-9-Produkte „sollten Investitionen in Aktivitäten aus dem Bereich fossiler Brennstoffe ausschliessen, die nicht mit der Europäischen Taxonomie in Einklang stehen“ [76]. Überdies sollten Artikel-8-Produkte gewährleisten, dass Investitionen in derartige Aktivitäten „strenge Bedingungen erfüllen, die sicherstellen, dass diese Aktivitäten einen geordneten Übergang durchlaufen“, (Übersetzung der Autoren) d. h. es muss ein glaubwürdiger und umgesetzter Übergangsplan vorliegen [28].

3.1.2.3 ESMA-Vorschlag für Fonds mit ESG- und Nachhaltigkeitsbegriffen

Die ESMA ist derzeit bestrebt, das vom Markt benötigte Klassifizierungssystem für die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten bereitzustellen und auf die Vorschläge der AMF zu reagieren. Im November veröffentlichte sie ihren Leitlinienvorschlag zu Fondsamen, die ESG- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden [77].

Kreislaufwirtschaft bei, dann gelten 100% des Investments in Patagonia als nachhaltig. In beiden Fällen wird unterstellt, dass die DNSH-Bedingung erfüllt ist [11], [75].

Darin wird die Einführung von zwei Vorschriften vorgeschlagen. Erstens werden Mindestschwellenwerte für die Verwendung von ESG- und nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in Fondsnamen angeregt. Insbesondere ist vorgesehen: „Sofern ein Fonds jedwede ESG-bezogenen Worte in seinem Namen verwendet, [...] sollten mindestens 80% seiner Investments verwendet werden, um die ökologischen oder sozialen Merkmale oder nachhaltigen Anlageziele seiner Anlagestrategie zu erfüllen“. Das bedeutet, dass ein Fonds, der die Worte „Lösungen für den Klimawandel“ in seinem Namen verwendet (z. B. „Climate Change Solution Fund“, wobei „Klimawandel“ ein ESG-bezogener Begriff ist), die vorgeschlagene Vorschrift nur erfüllt, wenn er mindestens 80% seines Werts in Anlagen mit den spezifischen ökologischen und sozialen Merkmalen investiert, die er bewirbt. Zweitens wird vorgeschlagen: „Sofern ein Fonds das Wort ‚nachhaltig‘ oder einen aus diesem Wort abgeleiteten Begriff in seinem Namen verwendet, so hat er von den [vorgenannten] 80% seiner Investitionen [...] mindestens 50% nachhaltigen Investitionen gemäss der Definition der SFDR zuzuweisen» [2, Art. 12 Abs.17]⁴⁰ (vgl. Tabelle 4). Der Vorschlag der ESMA führt somit den Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen („Do No Significant Harm“, DNSH) ein, da dieser Bestandteil der SFDR-Definition von „nachhaltigen Investitionen“ ist. So darf ein Fonds mit den Worten „nachhaltige Gesellschaft“ im Namen (z. B. „Sustainable Society Fund“), der 80% des Fondswerts in

⁴⁰ Übersetzung der Autoren

⁴¹ „Es besteht das Risiko, dass ein Portfolio, das in einen Sektor investiert, der einen Übergang mit grosser Wirkung bewerkstelligen muss, (z. B. der Energiesektor) den Vorschriften [und zwar den Mindeststandards des Paris-abgestimmten Referenzwerts] nicht genügt, während ein Portfolio, das in neutralere Sektoren investiert, die Vorschriften einhält, aber womöglich eine erheblich geringere Wirkung in Bezug auf die im Green Deal vorgesehen Ziele hat“ (Übersetzung der Autoren) [80], [81].

⁴² BlackRock hob zudem hervor, dass viele Portfoliomanager oftmals Engagements wie Barmittel, Derivate und andere Vermögenswerte nutzen, um ihre Ziele zu erfüllen und das Risiko für ihre Kunden zu steuern. Mindestschwellenwerte sollten auf eine Art kalibriert werden, die die

Anlagen mit den beworbenen spezifischen ökologischen und sozialen Merkmalen, aber nur 20% in nachhaltige Anlagen investiert, das Wort „nachhaltig“ nicht mehr in seinem Namen führen [77], [78].

Vorgeschlagen werden auch Mindestvorgaben für alle Investitionen im Portfolio von Fonds mit derartigen Namen. Unter Zugrundelegung der Ausschlusskriterien der Paris-abgestimmten Referenzwerte (vgl. Kasten 3), die Kriterien für im Bereich fossiler Brennstoffe tätiger Unternehmen umfassen, müssten sie derartige Investitionen ausschliessen [78]. Kritiker vertreten die Auffassung, dass diese Vorschrift zu restriktiv ist, vor allem für Fonds mit breiter gefassten ESG-Merkmalen oder sozialem Ziel, da sie dann beispielsweise nicht in Energieunternehmen im Übergang investieren dürfen. Möglich wären auch Mindeststandards auf Grundlage der Referenzwerte für klimabedingten Wandel (vgl. Kasten 3), die weniger streng sind und Investitionen in den Übergang erlauben [79].

Die Marktteilnehmer und Beratungsgremien sind allerdings nach wie vor skeptisch, vor allem was folgende Aspekte betrifft: die mangelnde Berücksichtigung der Übergangsförderung,⁴¹ die mangelnde Berücksichtigung bestimmter Vermögenswerte, die ein wirksames Risikomanagement in den Portfolios erlauben,⁴² die Verfügbarkeit von Daten, um die Einhaltung dieser Kriterien sicherzustellen,⁴³ und die mangelnde Klarheit darüber, was ein nachhaltigkeits- oder ESG-bezogener Ausdruck ist [81]

Fähigkeit der Fondsmanager nicht beeinträchtigt, in einem sich ständig wandelnden Marktumfeld erfolgreich zu bestehen [81].

⁴³ Die SMSG riet der ESMA zu einem zweistufigen Ansatz: (1) zwischen dem gegenwärtigen Zeitpunkt und der vollständigen Umsetzung der CSRD und den ESRS (wodurch die notwendigen Daten auf Unternehmensebene bereitgestellt werden) sollten weitere qualitative Leitlinien festgelegt und die Definitionen von Konzepten präzisiert werden, die der SFDR zugrunde liegen, und (2) sobald Daten verfügbar sind und der regulatorische Rahmen fertiggestellt ist, sollte eine Überprüfung dieser Leitlinien erfolgen, im Rahmen derer quantitative Schwellenwerte eingeführt werden [80].

KASTEN 3: DIE EU-REFERENZWERTE-VERORDNUNG LEGT MINDESTSTANDARDS FÜR EINEN CO2-ARMEN REFERENZWERT FEST

Ein Referenzwert ist ein Vergleichsmaßstab zur Bewertung der Performance von Anlagen. Zu den Marktindizes gehören Indizes, die den breiten Markt, bestimmte Regionen, Segmente oder Anlageklassen abdecken, sowie Indizes, die eine Kombination aus diesen Kategorien abbilden, wie etwa der MSCI Europe Information Technology Index oder S&P China Bond Index. In den letzten Jahren wurden diverse Indizes entwickelt, die sich auf Nachhaltigkeitsthemen konzentrieren, wie der S&P 500 Net Zero 2050 Paris-Aligned ESG Index und der MSCI ACWI Sustainable Impact Index.

Angesichts der Heterogenität der Ansätze der Referenzwertanbieter ist es jedoch schwierig für Nutzer, wie etwa Fondsmanager, Referenzwerte zu vergleichen und für ihre Anlagestrategie auszuwählen, weshalb weniger oft CO2-arme Referenzwerte verwendet werden. Die EU-Referenzwerte-Verordnung soll diese Herausforderungen angehen [82].

Die EU-Referenzwerte-Verordnung sieht auf Grundlage der Verpflichtungen des Pariser Übereinkommens Mindeststandards für zwei Arten von Referenzwerten vor: EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel (EU Climate Transition Benchmarks, EU CBT) und auf das Übereinkommen von Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte (EU Paris-aligned Benchmarks, EU PAB). Erstere sind so aufgebaut, dass sich das resultierende Portfolio auf einem Dekarbonisierungspfad befindet, Letztere sind so konstruiert, dass der Übergangspfad des resultierenden Portfolios auf die Ziele des Pariser Übereinkommens abgestimmt ist. Die Referenzwerte-Verordnung legt Mindeststandards für beide Referenzwerte fest, die sich auf Referenztemperatur-Szenarien, Aktienallokationen zu bestimmten Sektoren, die Berechnung der THG-Intensität und der absoluten THG-Emissionen, die Methodik für die Berechnung indirekter Emissionen und den Dekarbonisierungszielpfad für die Referenzwerte beziehen. Sie legt auch Mindeststandards für jede Art von Referenzwert in Bezug auf die THG-Intensität und Ausschlusskriterien fest (vgl. Tabelle 2) [83].

Tabelle 2: Spezifische Mindeststandards für jede Art von Referenzwert (engl. Benchmark)

	Referenzwerte für den klimabedingten Wandel	Paris-abgestimmte Referenzwerte
Verringerung des THG-Niveaus (einschliesslich direkter und indirekter Emissionen)	Der Referenzwert sollte eine THG-Emissionsintensität oder absolute THG-Emissionen aufweisen, die <u>30%</u> unter jener des Anlageuniversums liegen	Der Referenzwert sollte eine THG-Emissionsintensität oder absolute THG-Emissionen aufweisen, die <u>50%</u> unter jener des Anlageuniversums liegen
Ausschlusskriterien für Portfoliounternehmen	<ul style="list-style-type: none"> • Aktivitäten im Zusammenhang mit umstrittenen Waffen • Anbau und Produktion von Tabak • Verstoss gegen die Grundsätze des UNGC oder die Leitsätze der OECD für multinationale Unternehmen • Beeinträchtigung von einem oder mehreren Umweltzielen (DNSH-Grundsatz) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kriterien für CTB • Mit $\geq 1\%$ Einnahmen aus Kohle • Mit $\geq 10\%$ Einnahmen aus Öl • Mit $\geq 50\%$ Einnahmen aus Gas • Mit $\geq 50\%$ Einnahmen aus Stromerzeugung mit einer THG-Emissionsintensität von mehr als 100 g CO₂ e/kWh
Offenlegungsanforderungen	<ul style="list-style-type: none"> • Referenzwert-Methode • Ausschlusspolitik 	

Hinweis: *Umstrittene Waffen* im Sinne der internationalen Verträge und Übereinkommen, der Grundsätze der Vereinten Nationen und, soweit anwendbar, der innerstaatlichen Rechtsvorschriften. *Umweltziele* beziehen sich auf die Umweltziele der EU-Taxonomie [25], und somit auf Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung, und Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme. *UNGC* bezieht sich auf den UN Global Compact [84].

3.1.3 Grossbritannien spricht sich in seinem konsumentenbezogenen Ansatz für Labels aus

In Anbetracht der Entwicklungen in Europa und den USA schlug die britische Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority, FCA) neue Vorschriften vor. Sie sollen die Konsumenten unterstützen, sich in Universum der nachhaltigen Anlageprodukte zurechtzufinden, sie vor Greenwashing schützen und Vertrauen schaffen. In ihrem im Oktober 2022 veröffentlichten Vorschlag für Anforderungen an Nachhaltigkeitsoffenlegungen (Sustainable Disclosure Requirements,

SDR) sieht die FCA Labels (vgl. Kapitel 3.1.3.1) und Namensvorschriften (vgl. Kapitel 3.1.3.2) für sämtliche Finanzprodukte vor – in erster Linie diejenigen, die in Grossbritannien vermarktet werden [58], [85].

3.1.3.1 Labels

Die drei vorgeschlagenen Labels tragen dazu bei, Finanzprodukte anhand ihres Nachhaltigkeitsziels und daran, wie sie diese Ziele erreichen wollen, voneinander zu unterscheiden. Die Labels – „Sustainable Focus“, „Sustainable Improvers“ und „Sustainable Impact“ – werden in Tabelle 3 näher erläutert.

Tabelle 3: Von der britischen FCA vorgeschlagene Labels und Beispiele für Anlageprodukte

	Beschreibung	Beispiel
Sustainable Focus	Produkt investiert in erster Linie in Vermögenswerte, die für die Menschen und/oder den Planeten nachhaltig sind, mit dem Ziel, hohe Nachhaltigkeitsstandards aufrechtzuerhalten ⁴⁴	Produkt investiert in Unternehmen, die durch Innovation einen positiven Beitrag zur Verbesserung des Bildungsniveaus junger Menschen leisten, und vermeidet gleichzeitig Investitionen in Unternehmen mit nicht nachhaltigen Geschäftspraktiken
Sustainable Improvers	Produkt investiert in Vermögenswerte, die derzeit möglicherweise nicht nachhaltig sind, mit dem Ziel, deren Nachhaltigkeit für die Menschen und/oder den Planeten im Laufe der Zeit zu verbessern ⁴⁵	Produkt mit breitem und diversifiziertem Exposure gegenüber den Aktienmärkten der Industrie- und Schwellenländer, das Aktien von Unternehmen mit klarem Dekarbonisierungsplan und klimabezogener Erfolgsbilanz übergewichtet, und z. B. durch Engagement die Einhaltung der Verpflichtungen der Unternehmen sicherstellt
Sustainable Impact	Produkt investiert in Lösungen für Probleme, die die Menschen oder den Planeten betreffen, um eine reale Wirkung zu erreichen, mit dem expliziten Ziel, eine positive und messbare Nachhaltigkeitswirkung herbeizuführen.	Das Produkt finanziert den Bau von Windparks in der Mongolei, erhöht den Zugang zu erneuerbaren Energien und reduziert den CO2-Fussabdruck des Landes.

Quelle: FCA, 2022 [58].

Um sich für eines dieser drei Labels zu qualifizieren, müssen Finanzprodukte allgemeine und spezifische Kriterien erfüllen. Die allgemeinen Kriterien betreffen fünf Prinzipien: Nachhaltigkeitsziel, Anlagepolitik und -strategie, Leistungsindikatoren (Key Performance Indicators, KPI), Ressourcen und Unternehmensführung sowie Stewardship der Anleger. Die

besonderen Kriterien legen fest, was Fondsmanager tun müssen, um diese Prinzipien einzuhalten, und beziehen sich auf das Label, für das sie sich qualifizieren möchten. Produkte mit dem Label „Sustainable Impact“ müssen eine Theorie der Veränderung⁴⁶ und einen

⁴⁴ Negativscreening oder grundlegende ESG-Ausrichtungen allein sind keine ausreichende Voraussetzung für eine Einstufung in dieses und die folgenden Labels, könnten aber in Kombination mit anderen Strategien ausreichen [58].

⁴⁵ Vermögenswerte werden auf Grundlage ihres Potenzials zur Steigerung ihrer Nachhaltigkeit durch Active-Ownership-Aktivitäten, d. h. durch den Dialog mit Aktionären oder Abstimmungsergebnisse bei Hauptversammlungen, ausgewählt [58].

⁴⁶ Eine Theorie der Veränderung ist eine Methode, die unter Zugrundelegung einer kausalen Analyse auf Grundlage der verfügbaren Daten erläutert, wie eine vorgegebene Intervention, z. B. eine Investition, eine erwartete spezifische Entwicklungsveränderung, z. B. eine positive ökologische Wirkung, hervorrufen kann [86].

Eskalationsplan entwickeln, sofern die erwartete Wirkung nicht mehr plausibel erscheint.

Anders als im vorgenannten Vorschlag der ESMA (vgl. Kapitel 3.1.2.3) würden die Labels – vorerst – keine Verpflichtung vorsehen, dass Portfoliounternehmen andere Nachhaltigkeitsziele nicht erheblich beeinträchtigen. Die FCA vertritt die Auffassung, der DNSH-Ansatz der SFDR könnte zum gegenwärtigen Zeitpunkt zu restriktiv sein. Sie empfiehlt Fondsmanagern jedoch zu berücksichtigen, ob Zielkonflikte oder nachteilige ökologische oder soziale Wirkungen daraus entstehen könnten, dass der Fonds seine Nachhaltigkeitsziele verfolgt [58]. Die britische Green Technical Advisory Group, die den britischen Regulierungsbehörden unverbindliche Ratschläge für die britische grüne Taxonomie (Green Taxonomy) erteilt, erwägt die Umsetzung des DNSH-Konzepts. Sollte es übernommen werden, könnte dies die Tür für derartige Erwägungen im Rahmen der SDR der FCA öffnen [87], [88].

Bestimmte Marktteilnehmer haben verbesserungsbedürftige Aspekte benannt und Klarstellungsbedarf angemeldet, und zwar in Bezug auf den Anwendungsbereich

[89], [90], die Überschneidungen zwischen den Labels und deren implizite Hierarchie,⁴⁷ das Verfahren, mit dem der FCA die Verwendung eines Labels angezeigt wird [89], und die Methoden zur Berechnung der Schwellenwerte für das Label „Sustainability Focus“ [89].

3.1.3.2 Namensvorschriften und Verbote

Produktanbietern wäre es auch untersagt, bestimmte nachhaltigkeitsbezogene Begriffe in Produktnamen und Marketingunterlagen zu verwenden, sofern sie nicht über eines der genannten Labels für nachhaltige Anlagen verfügen [58]. Zu diesen Ausdrücken gehören unter anderem: „ESG“, „climate“ („Klima“), „impact“ („Wirkung“), „sustainable“ („nachhaltig“), „sustainability“ („Nachhaltigkeit“), „responsible“ („verantwortungsbewusst“), „green“ („grün“), „SDG“, „Paris-aligned“ („Paris-abgestimmt“) oder „net-zero“ („Netto-Null“). Produkte mit einem anderen Label als „Sustainable Impact“ dürften den Ausdruck „impact“ nicht im Produktnamen oder in Marketingunterlagen verwenden. Dies würde sicherstellen, dass der Inhalt und die kommunizierten Nachhaltigkeitsziele aufeinander abgestimmt sind.

⁴⁷ Eine Produktstrategie könnte sich mit mehr als einem Produktlabel decken, sodass die Wahl des Labels dem Manager überlassen bleibt. Angesichts dieser Überschneidungen könnte sich eine Label-Hierarchie herausbilden. Das Label „Sustainable Impact“ könnte

beispielsweise von einem Anleger als besser wahrgenommen werden als das Label „Sustainable Improver“, was sich auf den Wettbewerb auswirken würde [90].

Tabelle 4: Besonderheiten der Namensvorschriften, die in den Rechtsordnungen vorgeschlagen wurden (in chronologischer Reihenfolge der Veröffentlichung)

Rechtsordnung	Regulierung	Anwendungsbereich	Kriterien 1	Kriterien 2	Einschränkung, bzgl. Beeinträchtigung anderer Nachhaltigkeitsziele?
		Bei Produkten mit sollte das Anlageportfolio aus Anlagen bestehen, die: ...	
USA	SEC-Änderungsvorschlag zur US-Namensvorschrift	einem Namen, der „ESG“ oder damit verbundene Begriffe beinhaltet	Zu ≥ 80%	eine Anlagepolitik verfolgen, die mit dem, was der Name suggeriert, in Einklang steht	Nein
EU	ESMA Leitlinienvorschlag zu Fondsnamen	einem Namen, der „ESG“ oder damit verbundene Begriffe beinhaltet	zu ≥ 80%	ökologische oder soziale Merkmale oder Nachhaltigkeitsmerkmale (gemäss der Definition in Anhang und II der Delegierten Verordnung zur SFDR) aufweisen	Ja
		einem Namen, incl. „nachhaltig“ oder damit verbundenen Begriffen	zu ≥ 50% (des vorgenannten Anteils von 80%)	der Definition einer „nachhaltigen Investition“ (gemäss Art. 2 Abs. 17 SFDR) entsprechen	Ja
Grossbritannien	FCA-Vorschlag für Anforderungen an Nachhaltigkeitsoffenlegungen	dem Label „Sustainable Focus“	zu ≥ 70%	einem glaubwürdigen Standard der ökologischen und/oder sozialen Nachhaltigkeit entsprechen oder mit einem angegebenen ökologischen und/oder sozialen Nachhaltigkeitsthema in Einklang stehen	Nein
		einem Namen, der nachhaltigkeitsbezogene Begriffe beinhaltet	über das Label „Sustainable Focus“, „Sustainability Improvers“ oder „Sustainability Impact“ verfügen	-	Nein
		einem Namen, der das Wort „impact“ beinhaltet	mit „Sustainable Impact“ Label	-	Nein

Quelle: SEC (2022), ESMA (2022), FCA (2022), Clarify AI (2023) [58], [73], [78], [91].

3.1.4 Die Schweiz wartet ab

Im Dezember 2022 schlug der Bundesrat eine erste Definition der Begriffe „nachhaltige Finanzprodukte“ und „nachhaltige Finanzdienstleistungen“ vor. Um Greenwashing zu vermeiden und die nötige Klarheit für die Anlageentscheidungen der Finanzmarktteilnehmer zu schaffen, bedarf es nach Auffassung des Bundesrats eines gemeinsamen und klaren Verständnisses, unter welchen Voraussetzungen ein Finanzprodukt oder eine Finanzdienstleistung als nachhaltig bezeichnet werden kann [92]. Da bis mindestens 2025 von einer Einführung einer Taxonomie in der Schweiz Abstand genommen wurde,⁴⁸ hat der Bundesrat jüngst die Merkmale von Finanzprodukten oder Finanzdienstleistungen skizziert, die als nachhaltig oder mit Nachhaltigkeitsmerkmalen ausgestattet beworben werden sollten [6].

Zusätzlich zu den finanziellen Zielen muss ein solches Produkt oder eine solche Dienstleistung mindestens eines der folgenden Anlageziele verfolgen [6, S. 3]: (1) Verträglichkeit mit einem oder mehreren spezifischen Nachhaltigkeitszielen oder (2) Beitrag zur Umsetzung eines oder mehrerer spezifischer Nachhaltigkeitsziele.⁴⁹ Der Bundesrat gibt Beispiele für jedes dieser Ziele: „Eine nachhaltige Finanzdienstleistung, die ein Verträglichkeitsziel verfolgt, könnte zum Beispiel ausschliesslich in Aktien und Obligationen

von Unternehmen investieren, deren Übergangspläne allesamt mit dem Ziel, die Klimaerwärmung gegenüber dem vorindustriellen Zeitalter auf 1,5 Grad Celsius zu begrenzen, im Einklang stehen. Ein Produkt, das einen Beitrag zur Umsetzung eines Nachhaltigkeitsziels leisten soll, verwendet in der Regel einen Impact-Investing-Ansatz (inkl. Immobilieninvestitionen) und/oder einen glaubwürdigen Active-Ownership-Ansatz“ [6, S. 3].⁵⁰ Im Hinblick auf die damit verbundenen Offenlegungspflichten (vgl. [Kapitel 2.3.2.1](#)) muss die Definition von nachhaltigen Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen noch vom Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) konkretisiert werden, das dem Bundesrat Ende September 2023 einen Vorschlag unterbreiten wird [6].

Abgesehen von dieser Definition prüfen die Schweizer Regulierungsbehörden, ob eine neue Kategorie von kollektiven Kapitalanlagen mit sozialem Impact geschaffen werden soll. Das EFD⁵¹ prüft derzeit, inwiefern die Einführung einer neuen Kategorie von kollektiven Kapitalanlagen einem breiteren Anlegerkreis den Zugang zu Impact Investments eröffnen kann [5, S. 20f.]. Bislang zielen Impact Investments primär auf institutionelle Investoren, Stiftungen, Family Offices ab [5, S. 20f.]. Eine Öffnung dieser Art von Investments für Privatanleger würde dafür

⁴⁸ Die Schweiz erkennt keine Notwendigkeit, eine Taxonomie einzuführen, um ihre am Pariser Klimaabkommen ausgerichteten Ziele zu erreichen. Insbesondere ist der Bundesrat der Auffassung, dass durch die Einführung der PACTA-Tests (vgl. [Anhang 5](#)) und der Swiss Climate Scores (vgl. [Kapitel 2.3.1](#)) die notwendigen wissenschaftsbasierten Daten bereitgestellt und die nötige Transparenz für die Marktteilnehmer in Bezug auf Unternehmen aus allen Sektoren geschaffen werden konnte [56, S. 12].

⁴⁹ Die Nachhaltigkeitsziele sollten: (1) anhand eines möglichst breit verwendeten Referenzrahmens festgelegt werden, beispielsweise nach den Zielen für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen; (2) vom Finanzdienstleister anhand des von ihm gewählten Ansatzes beschrieben werden; (3) transparent sein mittels regelmässiger, leicht zugänglicher (z. B. über das Internet), transparenter und vergleichbarer Veröffentlichungen; (4) an den Klimazielen auf Grundlage internationaler und nationaler Verpflichtungen unter Verwendung anerkannter und

relevanter Indikatoren ausgerichtet sein und (5) durch einen unabhängigen Dritten geprüft werden [6, S. 3].

⁵⁰ Durch Active-Ownership-Aktivitäten oder Investitionen in Vermögenswerte, die unter direkter Kontrolle stehen, wie Immobilien, können Fondsmanager eine direkt messbare Wirkung erzielen, im Gegensatz zu dem von Portfoliounternehmen durch ihr Geschäftsmodell angestrebten Impact. Die Schweizer Branche nimmt entsprechende Verbesserungen ihrer Engagementpraktiken vor und die AMAS hat über das Zirkular 04/2022 umweltrelevante Kennzahlen für Immobilienfonds veröffentlicht [93].

⁵¹ In Zusammenarbeit mit der FINMA, den betroffenen Branchen, dem Eidgenössischen Departement für Umwelt, Transport, Energie und Kommunikation (UVEK) und dem Eidgenössischen Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF).

sorgen, dass mehr Kapital in Impact Investments fließt.

3.1.5 Empfehlungen für die Schweiz

2022 haben die Rechtsordnungen Vorschriften für Finanzprodukte mit nachhaltigkeitsbezogenen Begriffen in ihrem Namen sowie Label vorgeschlagen.

Die vorgeschlagenen Spezifikationen sollen den Anlegern helfen, sich im Universum der nachhaltigen Anlagen zurechtzufinden, und das Greenwashing durch höhere Transparenz zu reduzieren. Die Schweizer Regulierungsbehörden erarbeiten derzeit einen Vorschlag, der im Herbst 2023 veröffentlicht werden und auch eine genauere Definition von nachhaltigen Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen umfassen dürfte. Angesichts der internationalen Entwicklungen gäbe es unter anderem folgende Empfehlungen zu diesem Vorschlag: (1) Festlegung einer Definition mit Mindeststandards (vgl. [Kapitel 3.1.5.1](#)) und (2) Vorschlag eines Klassifizierungssystems mit einem Impact-Ziel und einem Übergangziel (vgl. [Kapitel 3.1.5.2](#)).

In einer künftigen Analyse werden die nachstehend vorgeschlagenen Empfehlungen und Ansätze durch die Standpunkte führender Branchen- und Regierungsvertreter ergänzt.

3.1.5.1 Festlegung einer Definition von nachhaltigen Produkten mit Mindeststandards

Die vom Bundesrat skizzierte Definition nachhaltiger Investments sollte mehr ambitioniert sein. Der Standpunkt des Bundesrats sieht derzeit weder ausdrücklich vor, dass eine Differenzierung zwischen ökologischen und Nachhaltigkeitszielen erfolgen soll, noch berücksichtigt er die potenziell negativen Auswirkungen einer Wirtschaftstätigkeit, in die das Finanzprodukt investiert, auf andere Ziele der nachhaltigen Entwicklung

(Grundsatz der Vermeidung einer erheblichen Beeinträchtigung (Do No Significant Harm, DNSH)) [6, S. 3]. Finanzprodukte, bei denen die zugrunde liegenden Investitionen mit einem Nachhaltigkeitsziel in Einklang stehen, würden somit als nachhaltig gelten, unabhängig von ihren potenziell nachteiligen Auswirkungen auf ein oder mehrere andere Nachhaltigkeitsziele. Ein Beispiel wäre ein Fonds, der in ein Kohlebergwerk mit hervorragenden Arbeitsbedingungen investiert, und damit zu sozialen Zielen beiträgt, aber die CO₂-Belastung verstärkt [94].

Um als nachhaltig zu gelten, könnten Finanzprodukte Mindeststandards einhalten,

wie dies von der European Securities and Market Authority (ESMA) in ihrem Vorschlag (vgl. [Kapitel 3.1.2.3](#)) und der AMF für die SFDR (vgl. [Kapitel 3.1.2.2](#)) vorgeschlagen wurde. Durch die Festlegung ökologischer und sozialer Kriterien für nachhaltige Finanzprodukte würden die Schweizer Regulierungsbehörden sicherstellen, dass ein Nachhaltigkeitsziel nicht an die Stelle eines anderen tritt und damit der DNSH-Grundsatz, dessen Umsetzung eine Herausforderung darstellen könnte, umgangen wird.⁵² Derartige Mindeststandards könnten Mindestvorgaben zum Schutz der Menschenrechte, z. B. die OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen, oder die Einhaltung des Übereinkommens von Paris oder des Biodiversitätsabkommens von Kunming-Montreal als Mindestanforderung umfassen.

3.1.5.2 Vorschlag eines Klassifizierungssystems für Impact- und Übergangsförderungen

Analog zu anderen Rechtsordnungen könnte die Schweiz ein präziseres Klassifizierungssystem von Finanzprodukten anhand ihres Ziels und ihrer Ambitionen vorschlagen. Die Regulierungsbehörden könnten eine Kategorie von

⁵² Die DNSH-Kriterien gemäss der EU-Definition können an Grenzen stossen, da kaum Daten hoher Qualität verfügbar sind und ein Schwellenwert für die Compliance fehlt [95].

Finanzprodukten mit klaren Impact-Ziel einführen, die mehr als nur die Einbeziehung des Nachhaltigkeitsrisikos berücksichtigen, (Impact-Kategorie) und eine weitere mit einem Übergangziel (Übergangskategorie) einführen.

Eine Impact-Kategorie könnte Finanzprodukte umfassen, die sich zum Ziel gesetzt haben, eine bestimmte Wirkung zu erreichen, und entsprechend berichten. Mehrere Rechtsordnungen haben eine Impact-Kategorie für Finanzprodukte oder damit verbundene Offenlegungen festgelegt oder sind gerade dabei, dies zu tun: unter anderem die EU mit ihrem Art. 9 (vgl. [Kapitel 2.1.1](#)), die USA mit den ESG-Impact Funds (vgl. [Kapitel 2.2.1](#)) und Grossbritannien mit seinem Label „Sustainable Impact“ (vgl. [Kapitel 3.1.3.1](#)). Der Bundesrat streift diesen Aspekt mit der Forderung, dass nachhaltige Finanzprodukte einen Beitrag zur Umsetzung eines Nachhaltigkeitsziels leisten müssen. Eine Impact-Kategorie, die spezifiziert, welches Ziel das Finanzprodukt anstrebt, könnte zusätzliche Offenlegungspflichten vorsehen, je nach kommuniziertem Ziel, ähnlich wie die Anforderungen in den vorgenannten Rechtsordnungen. Produkte der Impact-Kategorie könnten beispielsweise verpflichtet werden, eine Theorie der Veränderung und einen Eskalationsplan für den Fall, dass die erwartete Wirkung nicht mehr plausibel erscheint, zu veröffentlichen, wie es im Vorschlag der britischen Finanzaufsicht für das Label „Sustainable Impact“ vorgesehen ist ([Kapitel 3.1.3.1](#)).

Eine Übergangskategorie würde Finanzprodukte umfassen, die bestrebt sind, in Projekte zu investieren, die aus sozialer oder ökologischer Sicht derzeit nicht als nachhaltig erachtet werden könnten, aber das Potenzial haben, im Laufe der Zeit eine Verbesserung zu erreichen. Sie soll auch Unternehmen identifizieren, die sich im Wandel befinden, sowie Investitionen in diese Unternehmen erleichtern und somit Unternehmen durch Active-Ownership-Aktivitäten anhalten, nachhaltiger zu werden. Die britische Finanzaufsicht hat jüngst eine solche Kategorie, die sie „Sustainable

Improvers“ nennt, vorgeschlagen. Einige Kritiker wiesen jedoch darauf hin, dass sie zu einer Auffangkategorie für ESG-Fonds mit entsprechendem Greenwashing-Risiko werden könnte, wenn keine weiteren Leitlinien für die Offenlegungen der Active-Ownership-Aktivitäten, des Eskalationsprozesses und der Ergebnisse vorgeschrieben werden [96].

Die Schweizer Regulierungsbehörden könnten entweder ein bereits bestehendes Klassifizierungssystem übernehmen oder ein eigenes schaffen – unter Berücksichtigung der Kompatibilität mit den bereits etablierten Offenlegungsrahmenwerke. Die Schweizer Regulierungsbehörden sollten auf die bestehenden Klassifizierungen aufbauen, um ein einheitliches Verständnis in der Branche sicherzustellen und sich ständig ändernde Definitionen und Interpretationen zu vermeiden. Zusätzlich sollten sie – wie von der britischen Aufsichtsbehörde vorgeschlagen – die Harmonisierung der Offenlegungsanforderungen mit einem Klassifizierungssystem sicherstellen, um Verwirrungen am Markt zu vermeiden, wie es in der EU der Fall war (vgl. [Kapitel 2.4.3](#)).

Das Klassifizierungssystem könnte die Form von Namensvorschriften und Labels annehmen. In der EU und in den USA wird die Lücke zwischen den Erwartungen der Anleger und den tatsächlichen Merkmalen des Fonds durch die Schaffung von Namensvorschriften geschlossen, die der Branche weniger abverlangen, aber nicht so anlegerfreundlich sind wie Labels, wie sie von der britischen FCA vorgeschlagen werden ("Sustainable Focus", "Sustainable Improvers" und "Sustainable Impact" - [Kapitel 3.1.3.1](#) und Tabelle 3). Labels sind besonders attraktiv, wenn das Ziel des Klassifizierungssystems darin besteht, das Greenwashing zu verringern und den Anlegern zu helfen, sich im Universum der nachhaltigen Finanzprodukte zurechtzufinden. Sie erfordern zusätzliche Anstrengungen von der Branche und könnten den Anlegern mehr Klarheit

verschaffen. Werden keine Labels eingeführt, sollten die Schweizer Regulierungsbehörden sicherstellen, dass das Klassifizierungssystem – anders als der Vorschlag der SEC – nachhaltigkeitsbezogene Mindestvorgaben vorsieht, um

Grüne Anleihen sind die am häufigsten vertretenen nachhaltigen Schuldtitel an den öffentlichen Märkten (vgl. Kasten 4). Bei grünen Anleihen handelt es sich um tätigkeitsbasierte Instrumente, deren Erlöse in umweltfreundliche Projekte investiert werden. So könnten die Erlöse einer von einer Bank begebenen grünen Anleihe beispielsweise in Bankkredite zur Finanzierung des Baus oder der Sanierung von Gebäuden mit Minergie-Zertifikat fließen [97].⁵³ Die Marktteilnehmer fragen sich jedoch, wie „grün“ grüne Anleihen tatsächlich sind [99].

Der Markt hat zunächst Richtlinien und Zertifizierungen für grüne Anleihen entwickelt. Mittlerweile werden in verschiedenen Ländern weitere Vorschriften und Anforderungen in Bezug auf diese Papiere ausgearbeitet. Die ersten Richtlinien wurden 2014 von der Branche in Form der freiwilligen *Green Bond Principles* (GBP) der International Capital Market Association (ICMA) und der Zertifizierungen der Climate Bonds Initiative vorgelegt (vgl. [Kapitel 3.2.1](#)). Kurz darauf veröffentlichte China Leitlinien für die Emission grüner Anleihen sowie seinen ersten *Green Bond Endorsed Projects Catalogue* (vgl. [Kapitel 3.2.2](#)). 2019 schlug die EU die Ausarbeitung eines freiwilligen *EU Green Bond Standard* (EUGBS) vor, der sich zum jetzigen Zeitpunkt nach wie vor in der Entwicklung befindet (vgl. [Kapitel 3.2.3](#)). In der nachfolgenden Analyse werden diese drei regulatorischen Rahmenwerke, die damit verbundenen Anforderungen sowie deren Definition grüner Anleihen erläutert. In [Kapitel 3.2.4](#) ist die diesbezügliche Position der Schweiz dargelegt, während in

⁵³ „Minergie ist ein Schweizer Baustandard für neue und modernisierte Gebäude. Er wird von der Wirtschaft, den Kantonen und dem Bund gemeinsam getragen. Im Zentrum stehen der Wohn- und Arbeitskomfort der Gebäudenutzer,

zu vermeiden, dass die Anleger in die Irre geführt werden.

3.2 GRÜNE ANLEIHEN: WAS BEDEUTET „GRÜN“?

[Kapitel 3.2.5](#) Empfehlungen für die Schweizer Aufsichtsbehörden enthalten sind.

KASTEN 4: NACHHALTIGE SCHULDITITEL

Bei nachhaltigen Schuldtiteln handelt es sich um festverzinsliche Anlageinstrumente mit ökologischem oder sozialem Zweck. Sie können in zwei allgemeine Kategorien unterteilt werden: tätigkeitsbasierte oder verhaltensbasierte Schuldtitel. Tätigkeitsbasierte Schuldtitel finanzieren oder refinanzieren ökologische und/oder soziale Projekte und umfassen grüne Anleihen und Kredite sowie soziale und nachhaltige Anleihen. Verhaltensbasierte Schuldtitel wie zum Beispiel Anleihen oder Kredite mit Nachhaltigkeitsbezug stützen sich auf die ESG-Ziele auf Unternehmensebene und verknüpfen diese mit den Finanzierungsmerkmalen der Instrumente wie den Kuponzinsen [100].

3.2.1 Die Branche als Vorreiter

Die Branche kombiniert freiwillige Standards und Zertifizierungen für grüne Anleihen. Die GBP der ICMA gelten als Branchenstandard im Hinblick auf die Transparenz bei grünen Anleihen und geben eine erste Definition für grüne Anleihen vor (vgl. [Kapitel 3.2.1.1](#)). Allerdings ist keine obligatorische externe Prüfung erforderlich, mit der sichergestellt wird, dass die Offenlegungsanforderungen eingehalten werden. Um die Glaubwürdigkeit zu verbessern, haben verschiedene Marktverbände, darunter die Climate Bonds Initiative (CBI),

die Energieeffizienz, die Qualität und die maximale Werterhaltung» [98].

Umweltzertifizierungen entwickelt (vgl. [Kapitel 3.2.1.2](#)).

3.2.1.1 Die Green Bond Principles – anfängliche Empfehlungen, auf denen aufgebaut werden kann

Laut den GBP sollten grüne Anleihen an spezifischen Kernkomponenten (siehe unten) ausgerichtet sein und ausschliesslich infrage kommende grüne Projekte finanzieren. Die GBP unterteilen diese infrage kommenden grünen Projekte in Kategorien, darunter unter anderem erneuerbare Energien, Energieeffizienz, grüne Gebäude, Verschmutzungsprävention und -kontrolle, Erhaltung der terrestrischen und marinen Artenvielfalt, sauberer Transport, nachhaltiges (Ab-)Wassermanagement und Anpassung an den Klimawandel [101].

Die GBP stellen freiwillige Prozessleitlinien zur Emission grüner Anleihen zur

Verwendung der Emissionserlöse	Beschreibung der Erlösverwendung
Prozess der Projektauswahl und -bewertung	(1) Umweltziele des Projekts (2) Warum das Projekt als infrage kommendes grünes Projekt erachtet werden kann (3) Mit dem Projekt verbundene soziale und ökologische Risiken
Management der Erlöse	Prozess zur Nachverfolgung und Offenlegung der Verwendung der Nettoerlöse aus der grünen Anleihe
Berichterstattung	Jährliche Informationen zu den grünen Projekten, die durch die Erlöse finanziert werden, einschliesslich einer Beschreibung der Projekte sowie Angabe der bereits zugeflossenen Mittel und der potenziellen Auswirkungen.

Die Ergebnisse externer Prüfungen sollten vor wie auch nach der Emission zur Verfügung gestellt werden. Vor der Emission sollte durch eine externe Prüfung die Übereinstimmung des Green Bond Framework mit den GBP beurteilt werden, während die externen Prüfer nach der Emission die interne Nachverfolgung und die Allokation der Erlöse aus grünen Anleihen in infrage kommende grüne Projekte attestieren sollen [101]. Im Juli 2022 veröffentlichte die

Verfügung. Diese wurden 2014 von einem Konsortium aus Investmentbanken unter der Leitung der ICMA entwickelt. Die GBP sprechen sich für Transparenz und Offenlegung aus und sind bestrebt, die Integrität des Marktes für grüne Anleihen zu stärken [102]. Darin enthalten sind zwei wesentliche Empfehlungen zur Förderung der Transparenz: (1) Veröffentlichung eines Green Bond Framework (Rahmenwerk für grüne Anleihen) vor der Emission und (2) Veröffentlichung der Ergebnisse externer Prüfungen vor wie auch nach der Emission.

Im Green Bond Framework sollte festgehalten werden, inwiefern die Emission grüner Anleihen mit den vier Kernkomponenten der GBP übereinstimmt. Diese Komponenten und die damit verbundenen Offenlegungsanforderungen sind nachfolgend aufgeführt:

ICMA *Richtlinien für externe Prüfungen* („Guide for External Reviewers“), mit denen sie externen Prüfern freiwillige Leitlinien in Bezug auf ethische Standards sowie die Organisation, den Inhalt und die Offenlegung ihrer Berichte an die Hand gibt [103]. Da es sich bei den GBP um freiwillige Richtlinien handelt und deren Anwendung im Ermessen der Emittenten liegt, sind externe Prüfungen umso wichtiger.

3.2.1.2 Zertifizierungen der Branche

Zertifizierungen für grüne Anleihen stärken die Glaubwürdigkeit von Emittenten, die die GBP befolgen, durch zusätzliche Berichterstattung. Neben der Offenlegung des Green Bond Framework vor der Emission und der Berichterstattung und externen Prüfung nach der Emission müssen Emittenten, die ihre grünen Anleihen zertifizieren lassen wollen, die folgenden zwei Schritte durchführen: (1) Beauftragung eines Zertifizierungsprüfers für die Zertifizierung vor und nach der Emission und (2) Bereitstellung eines zusätzlichen jährlichen Berichts, der die Konformität der grünen Anleihen mit den Standards des Zertifizierers (beispielsweise der Climate Bonds Standard (CBS) der Climate Bonds Initiative) attestiert. Dies ist in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden.

Der Climate Bonds Standard ist ein freiwilliges Labellsystem für grüne Anleihen und Emittenten zur Zertifizierung der Übereinstimmung mit den Zielen des Übereinkommens von Paris [104]. Er baut auf den GBP der ICMA und deren Kernkomponenten auf und legt sektorspezifische Zulässigkeitskriterien fest (z. B. für den Solarkraftsektor), die spezifizieren, welche Projekte mit von der CBI zertifizierten grünen Anleihen finanziert werden können [105]. So kann eine Anleihe, mit der eine Onshore-Solarstromanlage finanziert wird, als grüne Anleihe gemäss dem CBS zertifiziert werden, solange die Anlage nicht zu mehr als 15% mit fossilen Brennstoffen betrieben wird [106]. Diese Kriterien wurden im Rahmen der CBI-Taxonomie etabliert [107]. Eine Beschränkung des CBS besteht darin, dass er keine laufende Überwachung und Verifizierung nach der Emission

vorschreibt, sodass die Häufigkeit der Berichterstattung nach der Emission im Ermessen des Anleihenemittenten liegt [102], [108].

3.2.2 Chinas Green Bond Endorsed Project Catalogue

In China bestehen vier Hauptarten von grünen Anleihen, die von verschiedenen Regulierungsbehörden verwaltet werden und unterschiedlichen Anforderungen unterliegen: (1) Finanzanleihen, die von der People's Bank of China (PBoC) verwaltet werden, (2) Unternehmensanleihen, die von der China Securities Regulatory Commission (CSRC) verwaltet werden, (3) nichtfinanzielle Schuldinstrumente von Unternehmen, die von der National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII) verwaltet werden, und (4) Enterprise-Anleihen (Anleihen staatlicher Unternehmen), die von der National Development and Reform Commission (NDRC) verwaltet werden.

Der Green Bond Endorsed Project Catalogue („Green Bond Catalogue“) wurde gemeinsam von der PBoC, der NDRC und der CSRC verabschiedet, zuletzt im Jahr 2021 aktualisiert und wird derzeit überarbeitet. Er sorgt für Einheitlichkeit am chinesischen Markt für grüne Anleihen, indem er infrage kommende Projekte und Bereiche vorgibt [109]. Die Version des Katalogs aus dem Jahr 2021 [110] deckt sechs Sektoren ab,⁵⁴ die jeweils in bestimmte „Programme“ unterteilt sind. Eine spezifische „Beschreibung/Vorgabe“ für jedes Programm trägt zur Umsetzbarkeit des Rahmenwerks bei, einigen mangelt es aber an präzisen wissenschaftsbasierten Kennzahlen und Kriterien.^{55,56} Gemäss diesem Katalog kann beispielsweise eine Anleihe,

⁵⁴ (1) Industrie für Energieeinsparung und Umweltschutz; (2) Industrie für saubere Produktion; (3) Industrie für saubere Energie; (4) Ökologie und umweltbezogener Sektor; (5) nachhaltige Modernisierung der Infrastruktur; (6) grüne Dienstleistungen. Im Entwurf für 2023 werden die folgenden Sektoren vorgeschlagen: (1) Energieeffiziente und kohlenstoffreduzierende Industrien; (2) Umweltschutzindustrie; (3) Ressourcenrecyclingindustrie; (4) Saubere Energieindustrie; (5) Ökologischer Schutz, Wiederherstellung und Nutzung; (6) Nachhaltiger Ausbau der Infrastruktur; (7) Grüne Dienstleistungen [111].

⁵⁵ Während die Kriterien für bestimmte Programme sehr spezifisch sind, sehen andere keine detaillierten Anforderungen vor und lassen einen großen Beurteilungsspielraum. Vergleichen Sie zum Beispiel das Programm 1.4.1.2 mit dem Programm 3.2.2.2 aus dem Green Bond Katalog [110].

⁵⁶ Ab 2021 sind Kohle und fossile Brennstoffe von den förderfähigen Projekten ausgeschlossen.

mit der eine Onshore-Solarstromanlage finanziert wird, als grüne Anleihe zertifiziert werden, solange (1) die massgeblichen Vorschriften in Bezug auf die Herstellung von Photovoltaikanlagen eingehalten werden und (2) die Anforderungen in Bezug auf eine saubere Photovoltaikproduktion eingehalten wird [110, Abschn. 3.2.1.2].

Während in Bezug auf die für grüne Anleihen infrage kommenden Projekte Einheitlichkeit besteht, weichen die Anforderungen hinsichtlich des Managements der Erlöse, der Transparenz und der externen Prüfung je nach Art der Anleihen voneinander ab. Je nach Art des Anleihenemittenten müssen zwischen 50% und 100% der Erlöse in grüne Projekte fließen. Zudem kann eine Überwachung und Berichterstattung in Bezug auf Umweltbelange entweder vorgeschrieben oder empfohlen oder aber gar nicht erforderlich sein. So müssen Emittenten grüner Unternehmensanleihen beispielsweise mindestens 70% der Erlöse in infrage kommende grüne Projekte investieren.⁵⁷ Sie sind überdies dazu verpflichtet, jährlich über die Verwendung der Emissionserlöse zu berichten sowie die Umweltauswirkungen nachzuverfolgen und in einer nach ihrem Dafürhalten angemessenen Frequenz offenzulegen [108, S. 4]. Externe Prüfungen vor und nach der Emission werden von einigen chinesischen Regulierungsbehörden befürwortet, sind aber nicht vorgeschrieben.⁵⁸

3.2.3 European Green Bond Standard

Neben der weit verbreiteten Nutzung der GBP und des Standards der CBI entwickelt die EU derzeit ein regulatorisches Rahmenwerk für die freiwillige Nutzung eines strengeren europäischen Standards für grüne Anleihen (European Green Bond

Standards, EUGBS).⁵⁹ Dieses Rahmenwerk zielt auf die Umsetzung einheitlicher Anforderungen für die Verwendung der Bezeichnung „europäische grüne Anleihen“ („European Green Bonds“, „EuGB“)⁶⁰ innerhalb der EU sowie auf die Errichtung eines einfachen Registrierungs- und Aufsichtssystems für externe Bewerter ab. Die EUGBS sind zur Verwendung durch sämtliche Anleihenemittenten (einschliesslich Unternehmen, Regierungen und supranationale Organisationen) sowohl innerhalb als auch ausserhalb der EU gedacht [114, S. 11].

Die Erlöse aus grünen Anleihen dürfen ausschliesslich in Wirtschaftstätigkeiten fließen, die die Anforderungen der Taxonomie-Verordnung (TV, engl. Taxonomie Regulation) erfüllen, sofern die betreffenden Sektoren bereits darunter fallen. Hinsichtlich der Wirtschaftstätigkeiten, auf die sich die grünen Anleihen beziehen, gilt somit Folgendes: (1) sie müssen einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer der in der TR festgelegten Ziele leisten, (2) sie dürfen keines dieser Ziele erheblich beeinträchtigen, (3) sie müssen unter Einhaltung des in der TR festgelegten Mindestschutzes ausgeübt werden [25, Art. 18]; und (4) sie müssen den technischen Bewertungskriterien (Technical Screening Criteria, TSC) entsprechen, die bereits in einer vorangegangenen Analyse erläutert wurden [114, Arts. 6 and preamble 8]. Was Sektoren, die noch nicht von der TR erfasst sind, und bestimmte sehr spezifische Tätigkeiten anbelangt, so sieht die vorläufige Einigung über die EUGBS einen „Flexibilitätsrahmen“ von 15% vor, sodass die EUGBS unmittelbar ab ihrer Umsetzung auf grüne Anleihen angewandt werden können

⁵⁷ Die verbleibenden 30 % können nur für die Rückzahlung von Darlehen oder für Investitionen in das Betriebskapital verwendet werden [108, S. 5].

⁵⁸ Zum Vergleich von Überwachung, Berichterstattung und Überprüfung von grünen Anleihen in China [108, Tbl. 2 page 5].

⁵⁹ Am 6. Juli 2021 legte die Europäische Kommission einen Legislativvorschlag für einen europäischen Standard für

grüne Anleihen vor [112]. Am 28. Februar 2023 endeten die Trilog-Verhandlungen mit einer vorläufigen Einigung [113]. Diese Vereinbarung muss noch vom EU-Parlament und vom Rat bestätigt und angenommen werden, bevor sie endgültig ist und ein Jahr nach ihrem Inkrafttreten in Kraft tritt.

⁶⁰ Bitte beachten Sie, dass sich die EUGBS auf die Rahmenrichtlinie und die EuGB auf europäische grüne Anleihen als Wertpapiere beziehen.

[113].⁶¹ Beispielsweise liesse sich eine Anleihe, mit der eine Onshore-Solarstromanlage finanziert wird, als grüne Anleihe zertifizieren, da diese Wirtschaftstätigkeit gemäss der TR wesentlich zum Klimaschutz beiträgt [115, S. 91f.]. Voraussetzung ist, dass die Anleihe (1) den wissenschaftsbasierten TSC entspricht,⁶² (2) die anderen Umweltziele der TR nicht erheblich beeinträchtigt (DNSH-Grundsatz) und (3) den Mindestschutz einhält. Die Massnahmen und Aufwendungen, die erforderlich sind, um dafür zu sorgen, dass eine Wirtschaftstätigkeit der TR entspricht, sowie der Zeitraum, der für die Umwandlung von Assets vonnöten ist, um die damit verbundene Wirtschaftstätigkeit an der TR auszurichten, müssen ausführlich in einem Plan zur Erreichung der Taxonomiekonformität beschrieben werden.

Emittenten europäischer grüner Anleihen unterliegen Transparenzpflichtungen und müssen externe Bewertungen durchführen lassen, um Anlegern die Informationen zur Verfügung zu stellen, die für die Beurteilung und den Vergleich der mit den grünen Anleihen verbundenen Umweltauswirkungen erforderlich sind. Die Bewertung vor⁶³ und nach⁶⁴ der Emission ist obligatorisch und muss durch einen externen Bewerter durchgeführt werden. Die Emittenten müssen nach der vollständigen Allokation der Erlöse, mindestens jedoch einmal, einen Impact-Bericht veröffentlichen [114, Art. 10]. Es werden Vorlagen zur Verfügung gestellt, um sicherzustellen, dass die Angaben

⁶¹ Die Verwendung und der Bedarf des Flexibilitätspuffers werden erneut geprüft.

⁶² Zu den technischen Prüfkriterien für Anpassungsziele an den Klimawandel gehören (1) die Umsetzung von Anpassungslösungen und (2) die Identifizierung von Klimarisiken und Vulnerabilität der Wirtschaftstätigkeit; (3) Klimaprojektionen und Bewertungen der Auswirkungen; (4) die umgesetzten Anpassungslösungen.

⁶³Emittenten müssen das Factsheet für europäische grüne Anleihen auf ihrer Website zusammen mit der Vorprüfung durch einen externen Prüfer veröffentlichen, bevor die Anleihe der Öffentlichkeit angeboten werden kann (Vorprüfung)[114, Art. 8].

⁶⁴ Bis zur vollständigen Zuteilung der Erlöse müssen die Emittenten jährlich den Jahresbericht über die Zuteilung europäischer grüner Anleihen veröffentlichen, wobei zumindest der erste Bericht nach der vollständigen

relevant und vergleichbar sind [114, Apps. 1–4]. Die Emittenten müssen diese Berichte bis zur Fälligkeit der Anleihen auf ihrer Website zur Verfügung stellen [114, Art. 13]. Externe Prüfer unterliegen bestimmten Vorgaben und Anforderungen, müssen sich bei der ESMA registrieren und werden von dieser beaufsichtigt.

Die vorläufige Einigung sieht einige freiwillige Offenlegungsanforderungen für andere ökologisch nachhaltige Anleihen und nachhaltigkeitsbezogene Anleihen, die in der EU ausgegeben werden und die Anforderungen der EUGBS nicht erfüllen, vor. Dadurch soll dazu beigetragen werden, dass Greenwashing am Markt für grüne Anleihen generell verhindert wird [113].

KASTEN 5: COMMON GROUND TAXONOMY

Die Common Ground Taxonomy [116] zielt darauf ab, die Interoperabilität der chinesischen und europäischen Standards für grüne Anleihen zu fördern. Die Common Ground Taxonomy wurde von der International Platform on Sustainable Finance entwickelt und zuletzt im Juni 2022 aktualisiert. Sie ermittelt Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen einigen der Merkmale der EU TR und des chinesischen Green Bond Catalogue.⁶⁵ Ziel ist, das Verständnis der Marktteilnehmer in Bezug auf Tätigkeiten, die unter die jeweiligen Taxonomien fallen könnten, zu verbessern.

Zuteilung der Anleiheerlöse von einem externen Prüfer überprüft werden muss (Überprüfung nach der Emission) [114, Art. 9].

⁶⁵ Die europäischen und chinesischen Taxonomien weisen Unterschiede und Gemeinsamkeiten auf. China geht aufgrund seines Entwicklungsschwerpunkts weniger explizit auf den Klimaschutz ein, hat aber dennoch mehrere Klima- und Umweltkriterien im Katalog welche zu Klimamitigation beitragen [110, Abschn. 3.4.3]. Die Common Ground Taxonomy umfasst die Sektoren verarbeitendes Gewerbe und Bauwesen und deckt somit insgesamt 72 Klimaschutzaktivitäten mit gemeinsamen Kriterien für einen "wesentlichen Beitrag" ab. Die Taxonomien der EU und Chinas unterscheiden sich erheblich in der Art und Weise, wie sie DNSH-Kriterien und Mindeststandards integrieren, die somit nicht von der aktuellen Common Ground Taxonomie erfasst werden.

Zudem könnte sie zur Vergleichbarkeit und künftigen Kompatibilität von Emissionen grüner Anleihen gemäss verschiedenen Taxonomien beitragen. Zum jetzigen Zeitpunkt umfasst die Common Ground Taxonomy lediglich Kriterien in Bezug auf einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz. Andere Eignungskriterien wie der DNSH-Grundsatz werden in der aktuellen Phase noch nicht berücksichtigt. Die Common Ground Taxonomy soll auf andere Sektoren, Umweltziele oder Eignungsmerkmale sowie andere Länder ausgeweitet werden [116, S. 33 ff.].

3.2.4 Die ersten Schritte der Schweiz auf dem Weg zu einem Rahmenwerk für grüne Anleihen

In der Schweiz besteht kein rechtliches Rahmenwerk für die Emission grüner Unternehmensanleihen. Dennoch gelten aufgrund der Selbstregulierung an den Schweizer Finanzmärkten bestimmte Vorgaben dafür, wann Anleihen als grün bezeichnet werden dürfen. An der SIX Swiss Exchange müssen entsprechende Anleihen (1) mit den GBP übereinstimmen und (2) in der Green Bond Database (Datenbank für grüne Anleihen) der Climate Bonds Initiative aufgeführt sein [117]. Der Mindestbetrag für die Emission von Anleihen beträgt CHF 100 000 [118]. Erfüllen die ausgegebenen Anleihen diese Anforderungen, dann werden sie von der SIX automatisch als „grün“ gekennzeichnet.

2022 emittierte der Bund die ersten grünen Schweizer Staatsanleihen – auch als grüne Eidgenössische Anleihen oder Grüne Eidgenossen bekannt.⁶⁶ Vor der Emission veröffentlichte der Bundesrat das

⁶⁶ Grüne Staatsanleihen bieten Anlegern eine zusätzliche nachhaltige Anlageklasse und fördern die Emission grüner Anleihen durch andere öffentliche und private Akteure. Sie führen nicht direkt zu mehr öffentlichen Ausgaben für Umweltprojekte, da politische Investitionsentscheidungen unabhängig von der Emission von Anleihen getroffen werden. Stattdessen stellen sie indirekte Investitionen in Projekte dar, die einen größeren Nutzen für die Umwelt haben [119, S. 7].

Rahmenwerk für die Emission von grünen Anleihen [119, S. 7], das sich an den GBP der ICMA orientiert und externe Überprüfungen vor und nach der Emission vorsieht. Das Rahmenwerk für die Emission von grünen Anleihen enthält eine Liste an Projektkategorien,⁶⁷ die als anrechenbare grüne Projekte infrage kommen und für die die Erlöse verwendet werden können [119, S. 8f.]. Enthalten ist auch eine Ausschlussliste mit Sektoren, die nicht für die Zuteilung von Erlösen aus Grünen Eidgenossen zulässig sind.⁶⁸ Das Rahmenwerk legt darüber hinaus ein Verfahren zur Auswahl der anrechenbaren grünen Ausgaben sowie Anforderungen für das Management der Erlöse und die Berichterstattung gemäss den GBP der ICMA fest. Der Bund veranschaulichte die Funktionsweise dieses Rahmenwerks gegenüber dem Markt, indem er es zur Emission der ersten grünen Schweizer Staatsanleihe verwendete. Ab dem auf die Emission folgenden Jahr werden jährlich Allokations- und Impact-Berichte auf der Website der Eidgenossenschaft veröffentlicht. Die Ergebnisse der externen Prüfung vor und nach der Emission werden ebenfalls zur Verfügung gestellt provided [119, S. 14]. Im Juli 2022 wurde eine externe Prüfung vor der Emission durchgeführt, die auch für nachfolgende Emissionen grüner Eidgenossen gültig ist, solange keine wesentlichen Anpassungen am Rahmenwerk für die Emission von grünen Anleihen [120], vorgenommen werden. Sie umfasst auch eine Beurteilung darüber, ob die Strategie des Emittenten mit der grünen Anleihe vereinbar ist [121, S. 15ff.].

Obwohl das Rahmenwerk für die Emission von grünen Anleihen nicht direkt auf den Privatsektor anwendbar ist, so gibt es Unternehmensemittenten doch Leitlinien an die Hand. Auf Grundlage des vom Bund

⁶⁷ Nämlich (1) sauberer Verkehr, (2) Land- und Forstwirtschaft, Naturlandschaften und biologische Vielfalt; (3) umweltfreundliche Gebäude und Energieeffizienz; (4) erneuerbare Energien; (5) internationale Zusammenarbeit; (6) Forschung, Innovation und Bewusstseinsbildung.

⁶⁸ Nämlich die Erkundung, die Herstellung und der Transport von fossilen Brennstoffen sowie die Kernkraft (Kernspaltung) [119, S. 11f.].

verfolgten Ansatzes sollten (1) die Erlöse aus grünen Anleihen in anrechenbare grüne Projekte fliessen und damit zu einem Umweltziel beitragen [119, S. 8f.]; (2) externe Prüfungen vor der Emission durchgeführt werden, die die Ausrichtung am gewählten Standard für grüne Anleihen bewerten [119, S. 14]; (3) externe Prüfungen nach der Emission durchgeführt werden, die verifizieren, wofür die Erlöse verwendet wurden, und [119, S. 14]; (4) die grünen Anleihen mit der Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten übereinstimmen.

Die Regulierung könnte schon bald Anreize für Impact Investments mit sozialen Auswirkungen setzen. Das Eidgenössische Finanzdepartement (EDF) prüft derzeit die Möglichkeit einer Anpassung der Finanzmarktvorschriften hinsichtlich der Aufnahme einer neuen Kategorie an kollektiven Kapitalanlagen oder Fonds mit dem Ziel, so vielen Anlegern wie möglich Zugang zu Investments mit *sozialen* Auswirkungen zu bieten. Dies würde Privatanlegern ein Engagement in Fonds ermöglichen, die speziell auf Unternehmen oder Projekte mit sozialem Impact ausgerichtet sind.

3.2.5 Empfehlungen für die Schweiz

Die in diesem Bericht untersuchten Rahmenwerke haben sowohl Vor- als auch Nachteile. Die freiwilligen Green Bond Principles (GBP) werden in der Branche weithin akzeptiert, könnten für Anleger aber irreführend sein, da sie keine Garantie bezüglich der Qualität der grünen Anleihe abgeben (vgl. [Kapitel 3.2.1.1](#)). Der Climate Bonds Standard (CBS) geht im Hinblick auf Klarheit und Glaubwürdigkeit noch einen Schritt weiter, indem er durch Zertifizierung der grünen Anleihen sicherstellt, dass die Erlöse gemäss den Anforderungen der CBS verwendet werden (vgl. [Kapitel 3.2.1.2](#)). Der chinesische Green Bond Catalogue enthält eine Liste an infrage kommenden Tätigkeiten, die durch grüne Anleihen finanziert werden können, lässt aber gewissen Interpretationsspielraum, ob bestimmte Wirtschaftstätigkeiten nun zulässig sind oder nicht. Es besteht keine allgemeine

Verpflichtung zur Berichterstattung oder externen Überprüfung, was die Glaubwürdigkeit mindert (vgl. [Kapitel 3.2.2](#)). Die europäischen Standards für grüne Anleihen (EUGBS) würden – sofern sie angenommen werden – das strengste Rahmenwerk für die Emission grüner Anleihen darstellen. Neben der Anforderung, zu einem Umweltziel beizutragen, müssen die infrage kommenden Wirtschaftstätigkeiten zudem den Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen (DNSH-Grundsatz) befolgen, den technischen Bewertungskriterien entsprechen und unter Einhaltung des Mindestschutzes ausgeübt werden. Bei den EUGBS handelt es sich jedoch um ein komplexes Rahmenwerk, das schwierig umzusetzen ist (vgl. [Kapitel 3.2.3](#)). Vor diesem Hintergrund sollte die Schweiz fürs Erste nicht zwangsläufig eigene neue Kriterien für in Bezug auf grüne Unternehmensanleihen infrage kommende Tätigkeiten ausarbeiten, sondern vielmehr die Anwendung des marktbasierten Ansatzes, der bei der Emission grüner Schweizer Staatsanleihen zum Einsatz kommt, sowie die Zertifizierung grüner Anleihen fördern, während sie sich eng an die internationalen Harmonisierungsbestrebungen im Zusammenhang mit der Common Ground Taxonomy hält. Diese Empfehlungen und Ansätze werden in einer künftigen Analyse durch die Standpunkte führender Branchen- und Regierungsvertreter ergänzt.

Die Schweiz müsste nicht zwangsläufig eigene Kriterien für anrechenbare Tätigkeiten ausarbeiten. Die bereits umgesetzten und in der Branche zum Einsatz kommenden ausländischen Rahmenwerke und internationalen Standards bieten genügend Anhaltspunkte und Flexibilität in Bezug darauf, welche Projekte für die Finanzierung durch grüne Anleihen infrage kommen könnten. Angesichts der Tatsache, dass der Schweizer

Markt für grüne Anleihen relativ klein ist,⁶⁹ ergäben sich aus der Entwicklung und Anwendung einer erweiterten Eidgenössischen Taxonomie für grüne Anleihen wohl nur geringfügige Vorteile im Vergleich zu den damit verbundenen Kosten [123, S. 89 ff and 93]. Sollte der Bund dennoch eine solche Taxonomie entwickeln, sollte sich diese aber auf die Definition von „nachhaltigen Anlageprodukten und -dienstleistungen“ stützen, die derzeit vom Bundesrat ausgearbeitet wird, um Einheitlichkeit und Kohärenz zu gewährleisten.

Der Bund sollte vielmehr die Anwendung des marktbasierten Ansatzes, der bei der Emission grüner Schweizer Staatsanleihen verfolgt wird, fördern. Die Grünen Eidgenossen orientieren sich an den GBP, sodass (1) ihre Erlöse in anrechenbare grüne Projekte fliessen und damit zu einem Umweltziel beitragen, (2) externe Prüfungen vor der Emission durchgeführt werden, die die Ausrichtung am gewählten Standard für grüne Anleihen bewerten, und (3) externe Prüfungen nach der Emission durchgeführt werden, die verifizieren, wofür die Erlöse verwendet wurden. Bei der externen Prüfung vor der Emission wird überdies (4) die Übereinstimmung der

grünen Anleihe mit der Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten ermittelt.⁷⁰ Dieser vierte Punkt ist besonders wichtig, wenn es darum geht, das Greenwashing-Risiko zu mindern und das Vertrauen in den Markt für grüne Anleihen zu stärken. Ohne diese Überprüfung könnte ein Emittent die Erlöse aus seiner grünen Anleihe beispielsweise zur Finanzierung der Modernisierung einer Gewerbeimmobilie verwenden, um die Energieeffizienz zu verbessern, während er gleichzeitig im selben Gebäude eine Skihalle betreibt.

Der Bund sollte überdies die Zertifizierung grüner Anleihen fördern. Die Zertifizierung grüner Anleihen stellt eine Garantie für die Qualität der Papiere dar. Eine zusätzliche Zertifizierung, die auf den Emittenten und nicht auf die Verwendung der Emissionserlöse abzielt, wie sie beispielsweise von der Climate Bonds Initiative im Rahmen ihrer CBS Entity Certification geboten wird, könnte einen Hinweis bezüglich der Übereinstimmung zwischen der Strategie des Emittenten und der grünen Anleihe bieten. Dies ist jedoch mit zusätzlichem Verwaltungsaufwand verbunden.

⁶⁹ Der Schweizer Markt für grüne Anleihen hat ein Volumen von 12,1 Mrd. USD, verglichen mit 380 Mrd. USD in den USA [122].

⁷⁰ Dies könnte z. B. die Bewertung der Glaubwürdigkeit der Netto-Null-Umstellungspläne der vertikalen Bereiche des Emittenten umfassen.

4 BERÜCKSICHTIGUNG DER NACHHALTIGKEITSPRÄFERENZEN VON KUNDEN BEI BERATUNGSDIENSTLEISTUNGEN

Sobald sich die Konvention durchsetzt, dass Finanzprodukte nach den von ihnen beworbenen Nachhaltigkeitskriterien benannt werden, dürfte es Anlegern leichter fallen, Investments zu identifizieren, die ihren Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechen. Endanleger lassen sich bezüglich der Verwaltung ihres Kapitals von Finanzexperten beraten.⁷¹ Im Rahmen dieser Beziehung unterliegen die Berater einer treuhänderischen Pflicht gegenüber ihren Kunden.⁷² Sie müssen umsichtig, im Interesse ihrer Kunden und im Einklang mit dem Zweck, zu dem die Anlagebefugnisse gewährt wurden, agieren. Bei der Ausübung dieser treuhänderischen Pflicht wird auch Nachhaltigkeitsfaktoren immer mehr Beachtung geschenkt. Zum jetzigen Zeitpunkt sehen die Vorschriften in Bezug auf ein nachhaltiges Finanzwesen keine allgemeine Verpflichtung zur Investition von Kundenkapital in nachhaltige Finanzinstrumente oder zur Verwaltung des Kundenkapitals auf nachhaltige Art und Weise vor. Vielmehr trägt die entsprechende Regulierung dazu bei, dass Endanleger hinsichtlich der mit ihren Anlagen verbundenen nachhaltigkeitsbezogenen Risiken und Chancen aufgeklärt und beraten werden und dass ihr Geld entsprechend verwaltet wird.

Finanzberater könnten künftig dazu verpflichtet sein, die ESG-Präferenzen ihrer Kunden zu erfragen, zu verstehen und bei der Anlageberatung zu berücksichtigen. In der EU verlangen die bestehenden verbindlichen Vorschriften, die den Fokus auf die Berücksichtigung von ESG-Risiken und -

Präferenzen legen, von Beratern ausdrücklich, dass sie bei ihrer Tätigkeit dem Nachhaltigkeitsgedanken Rechnung tragen (vgl. Kapitel 4.1). In der Schweiz sind bislang keine spezifischen nachhaltigkeitsbezogenen Verpflichtungen im Gesetz verankert. Ein ähnliches Ergebnis wird aber mittels Selbstregulierungen angestrebt (vgl. Kapitel 4.2). Kapitel 4 legt den Schwerpunkt auf Finanzberater, d. h. Personen, die finanzielle Anlageberatungsleistungen für Kunden erbringen. Es gibt viele verschiedene Arten von Beratern. Pensionskassen stellen einen wichtigen Bestandteil der Anlagelandschaft dar, und zu ihrer Tätigkeit zählt auch die Beratung von Kunden. Auf die regulatorischen Entwicklungen in Bezug auf Pensionskassen und das Thema Nachhaltigkeit bei deren Beratungsleistungen wird kurz in Kasten 6 eingegangen.

4.1 DIE EU – VORREITERIN IN BEZUG AUF VORSCHRIFTEN FÜR DIE BERÜCKSICHTIGUNG DER ESG-PRÄFERENZEN VON KUNDEN

In der EU sind Finanzberater dazu verpflichtet, dem Thema Nachhaltigkeit im Rahmen des Anlageprozesses ihrer Kunden Rechnung zu tragen. Im Jahr 2021 änderte die EU die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) [126], [127] durch die Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 (Delegierte MiFID-II-Verordnung) zur Klarstellung, dass Finanzberater Nachhaltigkeitsfaktoren im Anlageprozess berücksichtigen müssen.⁷³ Insbesondere

⁷¹ Unter "Finanzberatern" verstehen wir Personen, die ihren Kunden eine Finanzberatung über Investitionen anbieten.

⁷² Der Begriff der "treuhänderischen Pflicht" stammt aus dem Gewohnheitsrecht. Der genaue Inhalt der treuhänderischen Pflicht ist von Land zu Land unterschiedlich. Zivilrechtliche Rechtsordnungen wie die Schweiz kennen den Begriff der Treuepflicht als solchen nicht, sondern sehen gleichwertige Pflichten vor, die als Treuepflicht,

Vorsicht oder Sorgfalt bezeichnet werden. [124, S. 202 ff.]; [125, S. 442].

⁷³ Ähnliche Änderungen wurden an der Versicherungsvertriebsrichtlinie vorgenommen (engl. Insurance Distribution Directive - IDD) [128], [129], und Solvency II [130], [131], die Versicherungs- und Rückversicherungsvertreiber bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen ähnlichen Verpflichtungen zu unterwerfen.

sind Finanzberater gemäss der Richtlinie dazu verpflichtet, ihre interne Organisation dahingehend anzupassen, dass das Thema Nachhaltigkeit in der Berichterstattung, den Verfahren und den internen Richtlinien Berücksichtigung findet. MiFID II gilt nicht für Pensionskassen, welche gesondert geregelt sind (vgl. [Kapitel 4.2.1](#)) [126, Art. 2 para. 1i)]. Die Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten sind dafür zuständig, die Einhaltung der MiFID-II-Anforderungen sicherzustellen. Sie können administrative Sanktionen verhängen und entsprechende Massnahmen ergreifen.

Insbesondere sind Finanzberater nach MiFID II dazu verpflichtet, sich bei ihren Kunden nach deren Nachhaltigkeitspräferenzen zu erkundigen. Der Berater muss für jeden Kunden eine Eignungs- und Angemessenheitsbeurteilung durchführen, bevor Finanzberatungsleistungen erbracht werden [126, Art. 25]. Im Rahmen dieser Beurteilung werden neben dem Risikoprofil und den finanziellen Präferenzen auch die Nachhaltigkeitspräferenzen des Kunden ermittelt. Die Nachhaltigkeitspräferenzen beziehen sich auf die Entscheidung der Kunden, ob und in welchem Masse ihre Investitionen (1) einen Mindestanteil an nachhaltigen Investitionen im Sinne der (a) Taxonomie-Verordnung (TV, engl. Taxonomy Regulation) und (b) der SFDR enthalten und (2) die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren im Sinne der SFDR berücksichtigen sollen [132, Art. 1 Abs.1 Nr.7]. Dies sorgt für Kohärenz und Einheitlichkeit mit anderen Verordnungen der EU.

Betrachten wir folgendes Beispiel: Mary eröffnet bei Lauras Anlageberatungsfirma ein Anlagekonto mit einem Startkapital von EUR 100 000. Mary hat keine Erfahrung mit nachhaltigen Anlagemöglichkeiten. Gemäss MiFID II muss Laura explizit bei Mary erfragen, ob diese neben ihren finanziellen Zielen ESG-bezogene Präferenzen hat. Durch diese Frage findet Laura heraus, dass Mary zwei Kinder hat und für deren Universitätsausbildung in 15 Jahren vorsorgen möchte

(EUR 150 000), aber auch sehr risikoscheu ist. Als Biologin ist es Mary überdies wichtig, dass ihre Investments zum Schutz der Artenvielfalt beitragen. Sie wünscht sich einen Anteil an nachhaltigen Investitionen von 60% im Sinne der TR und von 50% im Sinne der SFDR.

Bei der Anlageauswahl sind die im Fragebogen angegebenen Nachhaltigkeitspräferenzen den finanziellen Anlagezielen aber dennoch untergeordnet und nebensächlich. Erst wenn ein Finanzprodukt gefunden wurde, das den anderen finanziellen Zielen des Kunden entspricht, wird geprüft, ob es auch die Nachhaltigkeitspräferenzen widerspiegelt. Angesichts dieser Nachrangigkeit kann es in bestimmten Fällen und unter bestimmten Umständen vorkommen, dass Finanzberater ihren Kunden Dienstleistungen oder Produkte anbieten, die zwar den finanziellen Zielsetzungen der Kunden, aber nicht deren Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechen.⁷⁴ In diesem Fall muss der Berater die Entscheidung des Kunden mit Verweis auf die Gründe für die Entscheidung, von den ursprünglichen Nachhaltigkeitspräferenzen abzuweichen, dokumentieren [127, Art. 54 Abs. 10].

Um bei dem obigen Beispiel zu bleiben: Laura muss zunächst prüfen, ob Anlagegelegenheiten bestehen, mit denen sich Marys Risikoprofil (risikoscheu) und ihre finanziellen Ziele (Kapitalzuwachs von EUR 50 000 in 15 Jahren) in Einklang bringen lassen. Sobald sie Finanzinstrumente zur Erreichung dieser Zielsetzungen ausgemacht hat, prüft Laura, ob einige von ihnen auch den Schutz der Artenvielfalt fördern. Ist dies der Fall, wird Laura Mary diese Finanzprodukte anbieten. Sollte sie keine entsprechenden Instrumente finden, ist Laura unter Umständen berechtigt, Mary Finanzprodukte anzubieten, die nicht auf den Schutz der Artenvielfalt abzielen. Entscheidet sich Mary, in diese Produkte zu investieren, muss Laura Marys Entscheidung dokumentieren.

⁷⁴ Für weitere Details [133, S. 120ff. and 125].

Finanzberater sind ausserdem dazu verpflichtet, ihren Kunden darzulegen und zu berichten, wie sie Nachhaltigkeitsfaktoren Rechnung tragen. Sie müssen nachweisen können, dass sie über angemessene Richtlinien und Verfahren verfügen, die sicherstellen, dass sie diese Faktoren verstehen. Dabei müssen Berater insbesondere (1) eine Beschreibung der bei der Auswahl von Finanzinstrumenten berücksichtigten Nachhaltigkeitsfaktoren und (2) den Kunden einen Bericht, der unter anderem deren Nachhaltigkeitspräferenzen enthält, zur Verfügung stellen [132, Art. 1 Abs. 6].

Im obigen Beispiel muss Laura Mary eine Beschreibung der Nachhaltigkeitsfaktoren vorlegen, die sie bei der Auswahl des Finanzinstruments berücksichtigt hat. Dabei hat sie geprüft, ob die Anlageunternehmen (1) in Kontroversen im Zusammenhang mit Öllecks oder der Freisetzung von Giftstoffen im Wasser oder an Land verwickelt waren und (2) sie über Programme zum Schutz der natürlichen Ökosysteme verfügen.

Die ESMA hat Leitlinien zu Anforderungen an die Geeignetheit (ESMA-Leitlinien) verabschiedet [134]⁷⁵ die auf kohärente und konvergente Überwachungsverfahren abzielen und eine gemeinsame und einheitliche Anwendung der

⁷⁵ In den ESMA-Leitlinien wird Folgendes klargestellt: (1) die Informationen, die den Kunden bei der Eignungsprüfung zur Verfügung gestellt werden müssen; (2) die Strategien und Verfahren, die zum Verständnis der Kundenmerkmale eingeführt werden müssen, einschließlich der erforderlichen Informationen, die gesammelt werden müssen, der Maßnahmen, die ergriffen werden müssen, um die Kohärenz der gegebenen Informationen zu gewährleisten, und der Strategien und Verfahren zum Verständnis der Anlageprodukte; (3) die Strategien und Verfahren, die eingeführt werden müssen, um die Eignung eines Anlageprodukts zu gewährleisten, einschließlich der Bewertung möglicher Alternativen; (4) die Qualifikationen der Mitarbeiter der Firma und die Aufbewahrung von Unterlagen.

⁷⁶ Die ESMA-Leitlinien sind rechtlich nicht bindend, haben aber de facto einen fast bindenden Charakter: Die EU-Mitgliedstaaten müssen "alle Anstrengungen unternehmen, um diesen Leitlinien nachzukommen" [135, Art. 16], [134, Abs. 7]. Die Mitgliedstaaten geben an, ob sie beabsichtigen, die Vorschriften einzuhalten oder nicht. Die Nichteinhaltung wird öffentlich bekannt gegeben und im Jahresbericht über die Tätigkeit der Behörde erwähnt. Die potenziellen Folgen

Eignungsanforderungen nach MiFID II innerhalb der EU sicherstellen.⁷⁶

4.2 IN DER SCHWEIZ

4.2.1 Keine rechtliche Verpflichtung zur Erfragung und Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden

In der Schweiz sind Berater bisher nicht explizit dazu verpflichtet, sich nach den Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer Kunden zu erkundigen. Das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) legt eine allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht für alle Finanzdienstleister fest, sieht aber keine spezifische Verpflichtung in Bezug auf Nachhaltigkeitspräferenzen vor. Beim Aufbau einer Geschäftsbeziehung sind Finanzberater gemäss FIDLEG dazu verpflichtet, eine Angemessenheits- und Eignungsprüfung durchzuführen. Deren genauer Inhalt hängt vom Umfang der Beratungsleistung ab.⁷⁷ Theoretisch müssen etwaige Nachhaltigkeitspräferenzen der Kunden bereits nach aktuellem Recht berücksichtigt werden [138, S. 266].⁷⁸ Das FIDLEG sieht zwar vor, dass Klimarisiken – wie anderen Finanzrisiken auch – Rechnung getragen wird [8, S. 177ff.], verlangt aber keine explizite Erkundigung nach den ESG-Präferenzen der Kunden.⁷⁹

für den Ruf haben somit einen stark abschreckenden Charakter [136].

⁷⁷ Bei einer umfassenden Finanzdienstleistung prüft der Finanzberater die finanzielle Situation, die Anlageziele sowie die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden (Eignungsbeurteilung). Bei einer eingeschränkten Beratungstätigkeit erkundigt sich der Berater nach den Kenntnissen und Erfahrungen des Kunden und prüft die Eignung der Finanzinstrumente, bevor er sie empfiehlt (Angemessenheitsbeurteilung) [137, Arts. 11 and 12].

⁷⁸ Selbst für den Fall, dass ein Berater freiwillig nach den ESG-Präferenzen eines Kunden fragt, regelt das FIDLEG weder ausdrücklich, wie die Nachhaltigkeitspräferenzen eines Kunden zu ermitteln sind, noch wie diese Präferenzen zu berücksichtigen sind. Daher sind den Finanzberatern die Verfahren zur Abfrage der ESG-Präferenzen der Kunden nicht speziell bekannt, und dieser Teil des Beratungsprozesses wird in der Praxis häufig ignoriert [133, S. 129f.].

⁷⁹ Im Jahr 2017 diskutierte das Schweizer Parlament die Einführung einer Verpflichtung zur Berücksichtigung von ESG-Präferenzen im FIDLEG, die klar abgelehnt wurde. Die Parlamentarierinnen und Parlamentarier waren

4.2.2 Stattdessen Selbstregulierung

Branchenverbände wie etwa die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) haben Selbstregulierungen in Bezug auf die Berücksichtigung von ESG-Belangen bei Beratungsleistungen entwickelt. Dabei hat insbesondere die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) Richtlinien für die Finanzdienstleister zum Einbezug von ESG-Präferenzen und ESG-Risiken bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung (Richtlinien für die Finanzdienstleister) veröffentlicht,^{80,81} die einen einheitlichen Standard für die Berücksichtigung von ESG-Präferenzen und -Risiken durch Finanzdienstleister im Rahmen ihrer Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungstätigkeit definieren.⁸² Die Richtlinien zielen darauf ab, Greenwashing in diesen Tätigkeitsbereichen zu verhindern und den Ruf der Schweiz als Finanzzentrum zu stärken [133], [142, S. 126].

Die Richtlinien für die Finanzdienstleister der SBVg sind nur für die Mitglieder der SBVg verbindlich⁸³ (es sei denn, sie befolgen bereits die entsprechenden EU-Vorschriften⁸⁴), da die Richtlinien derzeit von der FINMA nicht als Mindeststandards

insbesondere der Ansicht, dass diese Verpflichtung nicht im Gesetz geregelt werden sollte: Da die Berücksichtigung von ESG-Präferenzen einen Wettbewerbsvorteil darstellt, sollte es den Finanzinstituten freistehen, sie anzuwenden - oder nicht [125, S. 451], [133, S. 129 Fussnote 76].

⁸⁰ Ersetzen des Leitfadens 2020 der SBVg zur Integration von ESG-Faktoren in den Beratungsprozess für Privatkunden [139].

⁸¹ Die Leitlinien sind am 1. Januar 2023 in Kraft getreten. Sie gelten ab 1. Januar 2024 für neue Kundenbeziehungen und ab 1. Januar 2025 für bestehende Kundenbeziehungen. Sie sind online verfügbar: [140].

⁸² Die SBVg hat auch eine Leitlinie herausgegeben, die sich speziell an Hypothekengeber zur Förderung der Energieeffizienz richtet [141]. Diese Leitlinien zielen darauf ab, die Frage der langfristigen Werterhaltung des Gebäudes und damit der Energieeffizienz in die Immobilienfinanzierungsberatung zu integrieren [141, Art. 2]. Sie gilt ausschließlich für die Beratung im Zusammenhang mit der Gewährung von Hypotheken. Sie sind am 1. Januar 2023 in Kraft getreten.

⁸³ Die drittgrösste Schweizer Bankengruppe, Raiffeisen, ist im März 2021 aufgrund politischer Differenzen aus der SBVg ausgetreten und ist somit nicht mehr Verbandsmitglied und der Selbstregulierung verpflichtet [143].

anerkannt werden.⁸⁵ Bei den Mitgliedern der SBVg handelt es sich um schweizerische Finanzdienstleister.⁸⁶ In der Schweiz ansässige Finanzdienstleister, die nicht Mitglied der SBVg sind, oder ausländische Finanzdienstleister fallen nicht in den Geltungsbereich dieser Richtlinien, es sei denn, es handelt sich dabei um Zweigstellen von Mitgliedern der SBVg im Ausland [133, S. 127]. Nicht-Mitglieder können die Richtlinien der SBVg freiwillig befolgen [144, Art. 2 Abs. 2], was einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil nach sich ziehen kann.⁸⁷

Die Einhaltung der Richtlinien muss durch die interne Revision des Finanzdienstleisters im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Revision verifiziert werden [144, S. 17f.]. Wie oft interne Compliance-Prüfungen durchgeführt werden, liegt im Ermessen der jeweiligen Institution. Mitglieder der SBVg, die wiederholt gegen ihre Verpflichtungen im Zusammenhang mit den Richtlinien verstossen, einschliesslich der Pflicht, sich nach den ESG-Präferenzen von Kunden zu erkundigen, können aus der SBVg ausgeschlossen werden und – damit

⁸⁴ Bei jedem Finanzdienstleister, der die MiFID II anwendet, wird davon ausgegangen, dass er die Anforderungen der SBVg-Leitlinien erfüllt [144, Art. 4 Abs.3].

⁸⁵ "Im gegenwärtigen regulatorischen Umfeld kann die FINMA die ESG-Richtlinien der SBVg und der AMAS mangels gesetzlicher Grundlage nicht als Minimalstandard anerkennen. Es bleibt abzuwarten, ob diese Initiativen schliesslich zu einem Mindeststandard für die Branche werden, der von der FIN-MA anerkannt wird, oder ob die Schweizer Behörden den Weg der Gesetzgebung wählen. Jüngste Äusserungen von FINMA-CEO Urban Angehrn deuten auf Letzteres hin, denn er erwähnte, dass es eines gesetzlichen Rahmens bedarf, der für alle Sektoren der Finanzindustrie gilt und aufsichtsrechtlich durchsetzbar ist" (translated from engl.) [145].

⁸⁶ Dazu gehören zugelassene Banken, Wertpapierfirmen, Finanzmarktinfrastrukturen, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die Banken, Wertpapierfirmen und Finanzmarktinfrastrukturen prüfen, sowie andere Institutionen und Finanzdienstleister, die der Zustimmung des Verwaltungsratsausschusses bedürfen [142, Art. 4 Abs. 2].

⁸⁷ In Zukunft könnten diese Leitlinien auch als Industriestandard bei der Auslegung der von den Beratern geforderten Sorgfaltspflicht durch die Gerichte verwendet werden [133, S. 126 f.].

einhergehend – Reputationsschäden davontragen.⁸⁸

Gemäss den Richtlinien der SBVg müssen Finanzdienstleister zunächst die ESG-Präferenzen ihrer Kunden erheben [144, Art. 11]. Bei Anlageberatungsleistungen müssen ESG-Präferenzen ebenso wie andere finanzielle Präferenzen in die Angemessenheits- oder Eignungsprüfung einbezogen werden [144, Art. 11 Abs.1]. Die ESG-Präferenzen haben – ähnlich wie im Rahmen der MiFID-II-Verordnung der EU – jedoch keinen Vorrang vor den persönlichen Anlagezielen der Kunden [142, Art. 11 Abs. 5]. Äussern Kunden keine spezifischen ESG-Präferenzen oder beantworten sie die Frage nach ESG-Präferenzen nicht, ist die Berücksichtigung von ESG-Kriterien nicht oder nur erforderlich, wenn der Finanzdienstleister dies selbst als angebracht erachtet.

Kommen wir nochmal auf das Beispiel von oben zurück und nehmen wir an, dass Mary in die Schweiz zieht und dort bei Mirjams Beratungsfirma ein Anlagekonto mit einem Startkapital von CHF 100 000 eröffnet.

Szenario 1: Mirjams Beratungsfirma ist kein Mitglied der SBVg und setzt auch die Richtlinien der SBVg nicht auf freiwilliger Basis um. Mary hat keine Erfahrung mit nachhaltigen Anlagemöglichkeiten und Mirjam ist auch nicht verpflichtet, sich nach Marys ESG-Präferenzen zu erkundigen.

Szenario 2: Mirjams Beratungsfirma ist ein Mitglied der SBVg. In diesem Fall muss Mirjam die ESG-Präferenzen von Mary erfragen. Mary erklärt, dass sie für die Ausbildung ihrer Kinder vorsorgen und gleichzeitig sicherstellen möchte, dass ihre Investments zum Schutz der Artenvielfalt beitragen. Mirjam muss diese Präferenzen zusammen mit Marys risikoscheuem Profil und dem Ziel, innerhalb von 15 Jahren einen Ertrag von CHF 50 000 zur Deckung der Universitätsgebühren zu erwirtschaften, beim Auswahlprozess berücksichtigen.

Zweitens müssen Finanzdienstleister den ESG-Präferenzen ihrer Kunden Rechnung tragen. Anlagelösungen können aber unter Umständen von den von Kunden geäusserten ESG-Präferenzen abweichen (z. B., wenn für die gewünschte Anlageklasse keine ESG-bezogene Alternative zur Verfügung steht). MiFID II sieht eine vergleichbare Regelung vor. Bevor entsprechende Transaktionen ausgeführt werden, ist dies aber gegenüber den Kunden klar hervorzuheben und mitzuteilen.

Szenario 1: Mirjam ist nicht dazu verpflichtet, ESG-Kriterien im Auswahlprozess zu berücksichtigen. Gemäss FIDLEG muss sie bei der Auswahl allerdings allgemeinen ESG-Risiken Rechnung tragen. Dies bedeutet, dass das Umweltrisiko bei einem Produkt, das Immobilien in einem Gebiet umfasst, welches aufgrund veränderter Niederschlagsmuster in den nächsten Jahren von Überschwemmungen betroffen sein dürfte, als finanziell wesentlich einzustufen ist.

Szenario 2: Mirjam muss zunächst prüfen, ob Anlagegelegenheiten bestehen, mit denen sich Marys Risikoprofil (risikoscheu) und ihre finanziellen Ziele (Kapitalzuwachs von EUR 50 000 in 15 Jahren) in Einklang bringen lassen. Stehen keine Anlagealternativen zur Verfügung, mit denen sich Marys Wunsch, zum Schutz der Artenvielfalt beizutragen, umsetzen lassen, muss Mirjam dies gegenüber Mary klar kommunizieren, bevor sie eine Transaktion ausführen darf.

4.2.3 Auswirkungen von MiFID II auf Schweizer Akteure

MiFID II sieht den Grundsatz der Gleichwertigkeit vor. Dies bedeutet, dass Nicht-EU-Mitgliedsstaaten ein leichter Zugang zum europäischen Binnenmarkt und/oder aufsichtsrechtliche Erleichterungen gewährt werden, sofern ihre massgeblichen Gesetze funktional betrachtet gleichwertig mit den entsprechenden in Europa geltenden Anforderungen sind [55, Abs. 56], [146, S. 416]. Dieser Ansatz würde es Schweizer

⁸⁸ Art. 5 Abs. 3 der Statuten der SBVg. Nicht-SBA-Mitglieder, die sich freiwillig den Richtlinien anschließen, können von

der Liste der Nicht-SBA-Mitglieder gestrichen werden, wenn sie die Richtlinien wiederholt nicht einhalten [133, S. 131].

Wirtschaftsakteuren erlauben, am gesamten Finanzmarkt der EU tätig zu sein und gleichzeitig das Schweizer Recht zu befolgen [124, S. 43], [146, S. 466], [147, S. 417]. Angesichts der engen Wirtschaftsbeziehung zwischen der Schweiz und der EU ist die Eidgenossenschaft stark daran interessiert, Standards umzusetzen, die den jeweiligen Standards der EU auf diesem Gebiet gleichwertig sind [148, S. 5].⁸⁹ Nach dem Brexit hat die EU ihre Politik in Bezug auf den Zugang zum Binnenmarkt verschärft, was für die Schweiz durch das Scheitern des Rahmenabkommens zwischen der EU und der Eidgenossenschaft noch verstärkt wurde. Das Äquivalenzprinzip könnte vor diesem Hintergrund an Bedeutung verlieren. Dennoch bleibt interessant zu sehen, welche Regelungen das Prinzip der Gleichwertigkeit im Falle eines neuen bilateralen Abkommens zwischen der EU und der Schweiz erforderlich machen würde. Aktuell scheint das FIDLEG nicht mit EU-Recht kompatibel zu sein, da letzteres vorsieht, dass alle Finanzdienstleister die ESG-Präferenzen ihrer Kunden erfragen und berücksichtigen – wengleich dieser Aspekt beispielsweise durch die Selbstregulierung der SBVg abgedeckt ist.

Aufgrund des Abbruchs der Verhandlungen zum Rahmenabkommen sieht die EU die in der Schweiz geltenden Vorschriften jedoch nicht länger als gleichwertig an. Ohne diese Anerkennung der Gleichwertigkeit müssen Finanzmarktteilnehmer gemäss EU-Recht eine Gesellschaft in einem EU-Land gründen und ihre Tätigkeit über Zweigstellen ausüben oder die vorherige Zulassung der im jeweiligen EU-Mitgliedsstaat zuständigen Behörde

⁸⁹ Aus diesem Grund verfolgt die Schweiz in Finanzangelegenheiten systematisch eine Äquivalenzstrategie [146, S. 467].

⁹⁰ Während in einigen europäischen Ländern die Rentenbeiträge direkt an die derzeitigen Rentner umverteilt werden, werden in anderen Ländern zusätzlich zu den privaten Sparformen [151], in den USA und der Schweiz sind klassische Pensionsfonds besonders verbreitet, weshalb die Regulierung dieser Fonds besondere Aufmerksamkeit verdient.

einholen [149, Art. 32], was mit erheblichen Kosten verbunden ist [150, S. 28 Abs.59].

KASTEN 6: PENSIONSKASSEN: KÜNFTIGE RENTNER RUND UM DEN GLOBUS MÖCHTEN FÜR IHREN LEBENSABEND VORSORGEN

Da ein Teil der Geschäftstätigkeit von Pensionskassen in der Beratung von Kunden besteht, stellen sie einen wichtigen Kanal für Ersparnisse dar, die für Investitionen genutzt werden.⁹⁰ Sie tragen massgeblich dazu bei, die Lücke bei den Investitionen, die für den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft vonnöten sind, zu schliessen. Darüber hinaus unterliegen die Vermögenswerte von Pensionskassen unter Umständen wesentlichen Risiken im Hinblick auf eine nicht nachhaltige Wirtschaftsentwicklung.

In der EU könnten schon bald rechtlich verbindliche Anforderungen zur Berücksichtigung der nachhaltigkeitsbezogenen Präferenzen der Leistungsempfänger verabschiedet werden. Derzeit verlangt die IORP-II-Richtlinie (Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung) [152] von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV)⁹¹ lediglich die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren und -risiken bei Vermögensverwaltungstätigkeiten. Die Richtlinie wird derzeit überarbeitet und könnte künftig die Anforderung umfassen, dass die Anlageentscheidungen von EbAV die Nachhaltigkeitspräferenzen der Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger widerspiegeln müssen, sofern die EbAV diese Präferenzen einschätzen können und

⁹¹ Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (IORPs) sind Finanzinstitute, die kollektive Altersversorgungssysteme für Arbeitgeber verwalten, um ihren Arbeitnehmern (d. h. den Versorgungsanwärtern und Leistungsempfängern) Altersversorgungsleistungen zu bieten. Sie sind langfristige Investoren, die darauf abzielen, ihren Mitgliedern und Begünstigten die besten Renditen zu bieten und gleichzeitig ihre Investitionen zu halten [153].

soweit dies mit anderen Anlagegrundsätzen vereinbar ist, denen die EbAV unterliegen [154, S. 181ff.].

In den USA stellt das Bundesgesetz klar, dass die Berücksichtigung von ESG-Präferenzen in Pensionsplänen Teil der treuhänderischen Pflicht sein kann. Das Department of Labour (DoL) hat im Dezember 2022 eine neue Vorschrift (DoL Rule) erlassen [155], die präzisiert, dass Berater von privaten Vorsorgeplänen ESG-Faktoren bei ihren Anlageentscheidungen und der Ausübung ihrer Aktionärsrechte berücksichtigen können [156, S. 70]. Insbesondere wird klargestellt, dass Treuhänder nicht gegen ihre treuhänderische Pflicht verstossen, wenn sie den Präferenzen der Leistungsempfänger bei der Zusammenstellung ihrer individuellen Vorsorgepläne Rechnung tragen, sofern die Auswahl der Anlagemöglichkeiten auf einer umsichtigen Risiko-Ertrags-Analyse basiert.

Das Schweizer Bundesgesetz enthält keine spezifischen nachhaltigkeitsbezogenen Anforderungen für Pensionskassen im Hinblick auf die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Leistungserbringung. Von der Branche ausgesprochene, unverbindliche Empfehlungen zielen darauf ab, die Beachtung von ESG-Erwägungen bei Anlageentscheidungen sowie ESG-bezogene Offenlegungen zu fördern. In diesem Zusammenhang hat der Schweizerische Pensionskassenverband (ASIP) zwei unverbindliche Selbstregulierungen veröffentlicht: eine ESG-Wegleitung für Schweizer Pensionskassen im Juli 2022 (ESG-Wegleitung der ASIP) [157], und einen ESG-Reporting Standard für Pensionskassen im Dezember 2022 (ESG-Reporting Standard der ASIP) [158]. Allerdings geht die ASIP darin nicht auf die Frage der Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Leistungsempfängern ein.

4.3 EMPFEHLUNGEN FÜR DIE SCHWEIZ

Anleger sollen Zugang zu Investments erhalten, die ihren Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechen.

Die Regulierung kann dazu beitragen, dass Berater sich nach den ESG-Präferenzen ihrer Kunden erkundigen und diese im Rahmen der Beratungsleistung berücksichtigen. Im Hinblick auf den Status quo in der Schweiz und für die Schweizer Aufsichtsbehörden lassen sich folgende Empfehlungen aussprechen: (1) Verabschiedung allgemeiner und für alle Finanzberater geltender Anforderungen in Bezug auf die Erfragung und die Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden im Rahmen von Beratungsleistungen und (2) Aufklärung der Anleger über Möglichkeiten für nachhaltige Anlagen.

In einer künftigen Analyse werden wir die nachstehend vorgeschlagenen Empfehlungen und Ansätze durch die Standpunkte führender Branchen- und Regierungsvertreter ergänzen.

Einführung allgemeiner Anforderungen für alle Finanzberater hinsichtlich der expliziten Erfragung und Berücksichtigung der ESG-Präferenzen von Kunden im Beratungsprozess. In der EU sind Finanzberater dazu verpflichtet, sich explizit nach den ESG-Präferenzen ihrer Kunden zu erkundigen und diesen bei ihrer Tätigkeit Rechnung zu tragen (vgl. [Kapitel 4.1](#)). In der Schweiz sind Berater rechtlich nicht zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten verpflichtet (vgl. [Kapitel 4.2.1](#)). Berufsverbände haben jedoch sektorspezifische Selbstregulierungsmassnahmen veröffentlicht, gemäss denen Berater die Kundenpräferenzen erfragen und bei der Beratung berücksichtigen müssen (vgl. [Kapitel 4.2.2](#)). Gleichwohl gilt die Selbstregulierung der SBVg nicht für alle in der Schweiz tätigen Berater. Die Aufnahme einer entsprechenden Vorgabe in das FIDLEG würde zudem die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die EU die Regelung als gleichwertig mit MiFID II erachtet, und

damit Schweizer Finanzberatern den Zugang zum EU-Markt erleichtern.

Aufklärung von Anlegern über Möglichkeiten für nachhaltige Anlagen. Finanzberater sind dazu verpflichtet, Anlegern die Finanzberatung und -dienstleistungen zu bieten, die diese benötigen. In dieser Hinsicht können sie Anlegern Informationen zur Verfügung stellen und diese bis zu einem gewissen Grad über ESG-Anlagemöglichkeiten aufklären. Es sollten jedoch auch andere Kanäle genutzt werden, um Anlegern zu erläutern, welche nachhaltigen Anlagemöglichkeiten ihnen zur Verfügung stehen, und ihnen die Funktionsweise des Finanzsystems zu vermitteln, damit sie dessen Mechanismen verstehen. Daher sollte die Aufklärung der breiten Öffentlichkeit im Hinblick auf allgemeine Nachhaltigkeits- und Finanzbelange zusätzlich gefördert werden. Entsprechender Unterricht in Schulen und Formate in öffentlichen Medien könnten dazu beitragen, das Verständnis für nachhaltige Finanzen unter den Bürgern zu stärken.

5 ANHÄNGE

ANHANG 1: KRITERIEN, OFFENLEGUNGSANFORDERUNGEN UND BEISPIELE FÜR GEMÄSS ART. 9, ART. 8 UND ART. 6 SFDR

	Kriterien	Beispiel für einen Fonds	
Art. 9	Finanzprodukte, die zu 100% aus nachhaltigen Anlagen gemäss der Definition in Art. 2 SFDR bestehen und Investitionen ausschliessen, die aufsichtsrechtliche, produktbezogene oder besondere Vorschriften erfüllen müssen, etwa in Bezug auf Absicherung, Liquidität, Versicherungen [14, S. 5] ⁹²	Offenlegungen in Bezug auf die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken gemäss dem „Comply or explain“-Grundsatz (Einhaltung oder Erklärung)	Finanzprodukt, das ausschliesslich in Projekte aus dem Bereich erneuerbare Energien investiert, die keine unmittelbaren negativen Auswirkungen haben und von Unternehmen entwickelt werden, die Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden
		Offenlegung, wie die zugrunde liegenden Anlagen zum kommunizierten ökologischen oder sozialen Ziel des Produkts beitragen	
		Wahl eines Referenzwerts, der auf dieses Ziel abgestimmt ist, oder Erläuterung, wie das Ziel erreicht werden soll	
Art. 8	Finanzprodukte, die neben finanziellen Zielen ökologische oder soziale Merkmale bewerben, ⁹³ vorausgesetzt, dass die Unternehmen, in die investiert wird, Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden	Offenlegungen in Bezug auf die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken gemäss dem „Comply or explain“-Grundsatz (Einhaltung oder Erklärung)	Finanzprodukt, das in eine Firma investiert, die Zigaretten produziert und ihren Mitarbeitern gute Arbeitsbedingungen und Gesundheitsleistungen bietet, oder in ein Kohlekraftwerk mit hervorragenden Arbeitsbedingungen
		Bereitstellung einer Beschreibung der beworbenen ökologischen oder sozialen Merkmale sowie einer Liste der Nachhaltigkeitsindikatoren, die zur Messung des Erreichens dieser Merkmale herangezogen werden	
		Wird ein Index als Referenzwert angegeben, Offenlegung von Informationen, ob und wie dieser Index mit diesen ökologischen oder sozialen Merkmalen vereinbar ist	
Art. 6	Finanzprodukte, die keine ökologischen oder sozialen Merkmale bewerben und lediglich Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigen	Offenlegungen in Bezug auf die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken gemäss dem „Comply or explain“-Grundsatz (Einhaltung oder Erklärung)	Sparkonto

Quelle: SFDR [2], Autoren.

⁹² Die SFDR sieht besondere Anforderungen für Artikel-9-Finanzprodukte vor, die geringere CO₂-Emissionen zur Verwirklichung der langfristigen Erderwärmungsziele des Übereinkommens von Paris anstreben. Diese Finanzprodukte müssen Referenzwerte für den klimabedingten Wandel oder auf das Übereinkommen von Paris abgestimmte Referenzwerte als Benchmark heranziehen.

⁹³ Der Begriff „Bewerbung“/„bewerben“ ist sehr weit gefasst. Darunter fallen Informationen, Berichte sowie der *Anschein*, dass die Anlage angesichts des angestrebten Ziels, der Zielvorgaben oder allgemeinen Bestrebungen, die in einem vom Finanzmarktteilnehmer erstellten Dokument (Veröffentlichungen, Faktenblätter, Marketingmaterial usw.) angegeben sind, auch ökologische und soziale Merkmale berücksichtigt.

ANHANG 2: OFFENLEGUNGSANFORDERUNGEN FÜR FINANZPRODUKTE NACH DER EU-TAXONOMIEVERORDNUNG (TV) UND DER SFDR

Die EU-Taxonomieverordnung ergänzt die SFDR um ein Klassifizierungssystem für Finanzprodukte mit einem Umweltziel, insofern als die Finanzmarktteilnehmer offenlegen müssen, wie ihre Artikel-8- und Artikel-9-Produkte auf die TR abgestimmt sind [25]. In der Praxis erschwert die Tatsache, dass zwei Rahmenwerke für die Definition von Nachhaltigkeit bestehen, die einheitliche Anwendung und Vergleichbarkeit zwischen den verschiedenen Finanzmarktteilnehmern, denn theoretisch könnte ein Finanzprodukt ausschliesslich aus nachhaltigen Anlagen gemäss SFDR bestehen und dennoch nicht in eine taxonomiekonforme ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit nach Massgabe der TR investieren [75]. Die Offenlegungsanforderungen der TV in Bezug auf die Taxonomiekonformität versorgen die Anleger jedoch mit einer klaren Angabe, welchen Beitrag das Finanzprodukt zu einem Umweltziel leistet, und zwar durch wissenschaftsbasierte und auf das Übereinkommen von Paris abgestimmte Indikatoren und Schwellenwerte – gemäss der Definition in den technischen Bewertungskriterien.

	Offenlegung gemäss TR	Offenlegung gemäss SFDR
Unternehmensebene		
		<ul style="list-style-type: none"> - Wie werden die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren angegangen - Wie werden Nachhaltigkeitsrisiken in den Entscheidungsprozess einbezogen - Wie wird die Vergütungspolitik an die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken angepasst
Produktebene		
Art. 6		<ul style="list-style-type: none"> - Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken
Art. 8	<ul style="list-style-type: none"> - Wie tragen die Anlagen zu Umweltzielen bei - Inwieweit erfolgen Anlagen in taxonomiekonforme 	<ul style="list-style-type: none"> - Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken - Beschreibung der ökologischen und sozialen Merkmale jedes Finanzprodukts - Indikatoren zur Messung des Fortschritts bei den vom Produkt beworbenen Merkmalen - Wenn ein Index bestimmt wurde, wie dieser Index mit den ökologischen und sozialen Merkmalen vereinbar ist
Art. 9	<ul style="list-style-type: none"> - Wirtschaftstätigkeiten (angegeben in % des Umsatzes, der Investitionsausgaben, Betriebsausgaben und getrennt nach Übergangstätigkeiten und ermöglichende Tätigkeiten) 	<ul style="list-style-type: none"> - Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken - Wie die Anlage zum Umweltziel (im Sinne der SFDR) beiträgt - Wenn ein Index bestimmt wurde, warum und wie sich dieser Index von einem breiten Marktindex unterscheidet
Art. 9 Abs. 3		<ul style="list-style-type: none"> - Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken - Gibt es keinen EU CBT oder EU PAB (vgl. Kapitel 4.3.2.1), Erläuterung, wie die Ziele geringer CO2-Emissionen zur Verwirklichung der langfristigen Ziele des Übereinkommens von Paris sichergestellt werden. - Gibt es einen EU CBT oder EU PAB, muss sich das Finanzprodukt daran ausrichten.

ANHANG 3: NACHHALTIGKEITSBEZOGENE OFFENLEGUNGSINITIATIVEN EINZELNER BRANCHEN

	Titel	Art	Beschreibung	Rechtlicher Status
FINMA	FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2021 – Prävention und Bekämpfung von Greenwashing [71]	Leitlinien	2021 hat die FINMA ihre Erwartungen in Bezug auf die Verwaltung nachhaltiger Finanzprodukte (kollektive Kapitalanlagen) klargestellt: Sie erwartet Offenlegung auf Ebene des Finanzprodukts und zur Organisationsstruktur auf der Ebene des Finanzmarktteilnehmers. ⁹⁴ Bei der Genehmigung und Beaufsichtigung von Produkten, die auf Nachhaltigkeit verweisende Attribute verwenden, legt die FINMA auf Grundlage dieser Aufsichtsmitteilung besonderes Augenmerk auf die Ausführungen zu den beworbenen Nachhaltigkeitseigenschaften.	Keine rechtlichen Auswirkungen
AMAS	AMAS – Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei nachhaltigen Kollektivvermögen	Selbstregulierung	Die Selbstregulierung der AMAS tritt im September 2023 in Kraft und zielt darauf ab, die nachhaltigkeitsbezogenen Transparenzstandards und die Asset-Qualität zu steigern. Ebenso wie die FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2021 führt sie verbindliche Offenlegungsanforderungen in Bezug auf nachhaltigkeitsbezogene Informationen auf Ebene des nachhaltigen Finanzprodukts und der Organisation der Produktverwaltung auf Ebene des Finanzmarktteilnehmers ein [159]. ⁹⁵	Verbindlich für AMAS-Mitglieder und Nicht-Mitglieder, die sich freiwillig zur Einhaltung verpflichtet haben

⁹⁴ Die FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2021 [71] liefert auch Klarstellungen zum Point of Sale, die in [Kapitel 4](#) erörtert werden.

⁹⁵ Gemäss dieser Selbstregulierung liegt „kein ausreichender Nachhaltigkeitsbezug vor“, wenn „bloss auf einzelne Nachhaltigkeitselemente Bezug genommen wird (z. B. ausschliesslich Ausschluss oder ESG-Integration...)“ [160]. Dadurch wird eine Definition gegeben, was als nachhaltige Anlage gewertet werden könnte und was nicht.

ASIP	ESG-Reporting: Standard Pensionskassen	Stan- dard für	Empfehlungen	Der ASIP hat im Juli 2022 einen praxisorientierten Leitfaden zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei Anlageentscheidungen von Pensionskassen [161] und anschliessend unverbindliche Empfehlungen für qualitative und quantitative ESG-Erwägungen und Offenlegungen von Pensionskassen veröffentlicht [162]. Letztere sehen zwei Stufen quantitativer Offenlegungen vor: Basis-Kennzahlen, die den Mindeststandard darstellen, und erweiterte Kennzahlen. Beide erstrecken sich auf Offenlegungen von Engagement-Aktivitäten und Elemente der Portfoliozusammensetzung. Die Empfehlungen traten am 1. Januar 2023 in Kraft.	Unverbindlich
SSF & AMAS	Nachhaltiges Asset Management: Kernbotschaften Empfehlungen		Empfehlungen	Die im Juni 2020 veröffentlichten Empfehlungen zeigen auf, wie Nachhaltigkeit auf Unternehmens- und Produktebene in den Anlageprozess einbezogen werden kann. Die Empfehlungen gehen auf treuhänderische Pflichten, Governance, Anlagepolitik und Anlagestrategie sowie Risikomanagement, Transparenz und Berichterstattung ein [163].	Unverbindlich
	Empfehlungen zu Mindestanforderungen und Transparenz für nachhaltige Anlageansätze und Produkte		Empfehlungen	Die SSF und AMAS haben 2021 Mindestanforderungen und Transparenzerwägungen für nachhaltige Anlagestrategien und Produkte veröffentlicht [164]. Für jeden nachhaltigen Anlageansatz wie Ausschluss, ESG-Integration usw. empfehlen sie die Veröffentlichung bestimmter zugehöriger Informationen und geben Mindestanforderungen an.	Unverbindlich

Anmerkungen: Der Begriff „Leitlinien“ bezieht sich auf Unterlagen, die von Aufsichtsbehörden veröffentlicht wurden und beaufsichtigten Instituten Informationen bereitstellen, um sie bei der praktischen Einhaltung von Vorschriften zu unterstützen. Der Begriff „Selbstregulierung“ bezieht sich in diesem Zusammenhang auf die freiwillige Selbstregulierung, d. h. die Selbstregulierung auf privater, autonomer Basis, ohne staatliche Beteiligung, die für die Mitglieder von Branchenverbänden, die diese einführen, verbindlich sein kann und über interne Compliance-Mechanismen kontrolliert wird. Der Begriff „Empfehlungen“ bezieht sich auf Regeln, die bewährte Praktiken darstellen und auf freiwilliger Basis angewandt werden [71], [161]–[164].

ANHANG 4: UNTERSCHIEDLICHE ARTEN DER SELBSTREGULIERUNG DER BRANCHEN IN DER SCHWEIZ

Da die Schweiz eine Tradition der Subsidiarität pflegt, was bedeutet, dass Eingriffe in den Finanzmarkt auf ein Minimum beschränkt sind, spielen unterschiedliche Arten der Selbstregulierung eine besondere Rolle.

Die Finanzmarktaufsicht FINMA unterscheidet drei Arten von Selbstregulierung [165]:

- die freiwillige Selbstregulierung, die rein privatautonom ist und ohne Mitwirkung des Staates geschieht. Diese sogenannte „**freie Selbstregulierung**“ kann für die Mitglieder eines Branchenverbands verbindlich sein (ohne rechtlich bindend zu sein) und mittels interner Compliance-Mechanismen kontrolliert werden. Sie ist jedoch von der FINMA nicht als Mindeststandard anerkannt und wird von ihr daher nicht beaufsichtigt (so etwa die klimabezogenen Selbstregulierungen der SBVg bzw. der AMAS [140, Art. 17], [141, Art. 7], [159][2];
- die **Selbstregulierung, die von der FINMA als Mindeststandard anerkannt wird** und nicht nur für die Mitglieder der entsprechenden Selbstregulierungsorganisation gilt, sondern von der gesamten Branche zu beachten ist;
- sowie die **obligatorische Selbstregulierung**, die von der FINMA zu genehmigen ist.

Die FINMA selbst ist von der Eidgenossenschaft beauftragt, über Rundschreiben und Leitlinien **verbindliche Regeln und Orientierungen zu erlassen**, so etwa die TCFD-Empfehlungen für Schweizer Banken und Versicherungen [69], [166]–[168].⁹⁶

Eine besondere Art der Selbstregulierung sind sektorale Vereinbarungen auf Branchenebene, an denen der Bund beteiligt ist und die einer externen Beaufsichtigung bedürfen. Der Abschluss derartiger Vereinbarungen erfolgt in der Regel mit Branchen, die so strukturiert sind, dass die Ziele für ihre Mitglieder verbindlich sind, ohne dass sie in nationales Schweizer Recht umgesetzt werden müssen [48, Nr. 157], [50, Art. 41a Abs. 3]. Derartige Branchenvereinbarungen werden derzeit vom EFD zur Greenwashing-Prävention und Festlegung strengerer Nachhaltigkeitsziele für den Schweizer Finanzmarkt angestrebt.

⁹⁶ Elf Selbstregulierungsorganisationen (SROs) sind von der FINMA anerkannt, einschliesslich der Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF).

ANHANG 5: PACTA-TESTS

PACTA-Tests könnten zur Schaffung von Transparenz über die Ausrichtung der Schweizer Finanzbranche an den Klimazielen der Eidgenossenschaft beitragen.

Die PACTA-Klimaverträglichkeitstests stellen ein Instrument zur Bewertung der Ausrichtung eines Portfolios am Übereinkommen von Paris dar.⁹⁷ Sie liefern den Teilnehmern eine anonyme und regelmäßige Bewertung, zeigen Best Practices auf und unterrichten die Öffentlichkeit über die Fortschritte des Marktes im Hinblick auf das Netto-Null-Ziel [4], [5, S. 13]. 2017 haben das Bundesamt für Umwelt (BAFU) und das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) PACTA-Test für den Schweizer Finanzsektor eingeführt. Die Teilnahme am ersten PACTA-Test im Jahr 2017 war nur Schweizer Versicherungsunternehmen und Pensionskassen vorbehalten. Ein zweiter Test, der 2020 durchgeführt wurde und der gesamten Schweizer Finanzbranche offenstand, analysierte die Klimaverträglichkeit von rund 80% des Schweizer Finanzmarkts gemessen am verwalteten Vermögen [56, S. 14], [171, S. 6]. Eine konsistente Teilnahme der gesamten Finanzbranche an den PACTA-Tests wäre hilfreich, um den Fortschritt des Sektors zu bewerten und die notwendigen Massnahmen zu ergreifen, damit gewährleistet ist, dass die Schweiz das Übereinkommen von Paris einhält.

Die jüngsten Tests, die 2022 durchgeführt wurden, zeigen dass weiterer Verbesserungsbedarf besteht, um eine wirksame Reduzierung der Emissionen in der Realwirtschaft zu erreichen [5, S. 13], [172, S. 85]. Darüber hinaus haben weniger Institute am PACTA-Test teilgenommen. Dem Bericht über den PACTA-Test 2022 zufolge

„ging die Teilnahme von Pensionskassen im Vergleich zu 2020 deutlich zurück, was die Grenzen freiwilliger Initiativen verdeutlichen könnte“ [5, S. 13], [172, S. 85]. Der nächste PACTA-Test ist für 2024 geplant und wird eine ausführlichere Analyse umfassen, die die Unternehmen der Schweizer Regierung übermitteln können, um einem Teil ihrer nachhaltigkeitsbezogenen Berichtspflichten aus der Klimaverordnung und von Art. 964a ff. OR nachzukommen [56, S. 32]. Neue Entwicklungen könnten Änderungen der Referenzwerte, Ausweitung auf Schwellenmärkte oder Einbeziehung zukunftsgerichteter Szenarien für ein Engagement sein. Überdies ist die PACTA-Methode keine Schweizer Erfindung, sondern ein international koordiniertes Modell, das von der 2° Investing Initiative entwickelt wurde. Diese überträgt die Zuständigkeit nun an das Rocky Mountain Institute (RMI), das den Fokus auf eine Ausweitung der Berichterstattungsanforderungen legen wird [169], [170].

⁹⁷ Die PACTA-Tests ziehen die Produktionsdaten der Unternehmen, in die investiert wird, heran. Diese Daten werden dann konsolidiert, um das Netto-Null-Übergangprofil der Unternehmen und das ihrer Finanzprodukte wie Aktien oder Anleihen zu bewerten. Diese Informationen werden dann auf Portfolioebene zusammengefasst, um daraus die

Ausrichtung des Portfolios abzuleiten [169], [170]. Die Bewertung des Netto-Null-Profiles der Unternehmens stellt eine Methode zur Kategorisierung klimafreundlicher Unternehmen dar und kann als Netto-Null-Taxonomie dienen [56].

6 ABKÜRZUNGEN

AMAS – Asset Management Association Switzerland

AMF – Autorité des marchés financiers (französische Finanzaufsichtsbehörde)

ARIF - l'Association Romande des Intermédiaires Financiers

ASIP – Schweizerischer Pensionskassenverband

AuM – Assets under Management (veraltetes Vermögen)

BAFU – Bundesamt für Umwelt

BR – Bundesrat

CDSC – Climate Data Steering Committee

CSRC – China Securities Regulatory Commission

DNSH – Do No Significant Harm (Grundsatz „Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen“ der EU-Taxonomie)

DoL – Department of Labour

EBA - Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority)

EbAV – Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorgung

EFD – Eidgenössisches Finanzdepartement

EFRAG – European Financial Reporting Advisory Group

EIOPA - Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority)

ESAP – European Single Access Point

ESG – Ökologische, soziale und Governance-Faktoren für verantwortungsbewusste Unternehmen

ESMA - Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)

EuGB – Label für europäische grüne Anleihen

EU CTB – Climate Transition Benchmark (Referenzwert für den klimabedingten Wandel) der Europäischen Union

EU PAB – Paris Aligned Benchmark der Europäischen Union

EZB – Europäische Zentralbank

FCA – Financial Conduct Authority (Finanzmarktaufsichtsbehörde Grossbritanniens)

FED – Federal Reserve System (Zentralbank der USA)

FIDLEG – Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen

FINMA – Eidgenössische Finanzmarktaufsicht

FSB – Financial Stability Board

GBP – Green Bond Principles

GFANZ – Glasgow Financial Alliance for Net Zero

GwG – Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereigesetz)

ICMA – International Capital Market Association

IDD – Insurance Distribution Directive (Versicherungsvertriebsrichtlinie) der Europäischen Union ((EU) 2016/97)

KMU – kleine und mittlere Unternehmen

MiFID II – EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2014/65/EU)

NAFMII - National Association of Financial Market Institutional Investors

NDRC – National Development and Reform Commission Chinas

NGFS – Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial

System (Zusammenschluss von 114 Zentralbanken)

NGO – Non-governmental organisation (Nichtregierungsorganisation)

NZPDU – Net Zero Public Data Utility

OGAW – Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere

PACTA – Paris Agreement Capital Transition Assessments, durchgeführt vom BAFU und SIF

PAI – Principle Adverse Impact (wichtigste negative Auswirkungen) für die Messung der doppelten Wesentlichkeit und die Berichterstattung

PCAF – Partnership for Carbon Accounting Financials

PBoC – People's Bank of China (chinesische Zentralbank)

PRI – Principles for Responsible Investment (Prinzipien für verantwortliches Investieren)

PSF – Platform on Sustainable Finance (Plattform für ein nachhaltiges Finanzwesen) der EU

RTS – Regulatory Technical Standards (technische Regulierungsstandards) der Europäischen Union, die die Anforderungen gemäss SFDR präzisieren

SBVg – Schweizerische Bankiervereinigung

SDGs – Sustainable Development Goals (Ziele für nachhaltige Entwicklung) der Vereinten Nationen

SDR – Sustainable Disclosure Requirements (Anforderungen an

Nachhaltigkeitsoffenlegungen in Grossbritannien)

SEC – Securities and Exchange Commission (Börsenaufsichtsbehörde der USA)

SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation (Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor) der Europäischen Union

SIF – Staatssekretariat für internationale Finanzfragen

SIX – Swiss Infrastructure and Exchange (Schweizer Börse, drittgrösste in Europa)

SNB – Schweizerische Nationalbank

SRO – Self-regulatory organisation (Selbstregulierende Organisation mit Beaufsichtigung durch die FINMA)

SSF – Swiss Sustainable Finance

SSPA – Swiss Structured Products Association

TCFD – Task Force on Climate-Related Financial Disclosures

THG – Treibhausgasemissionen

TV – Taxonomie-Verordnung (engl. Taxonomy Regulation) der Europäischen Union

TSC – Technical Screening Criteria (technische Bewertungskriterien)

USG – Umweltschutzgesetz

UVEK – Eidgenössisches Departement für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation

WBF – Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung

7 GLOSSAR

Endanleger sind institutionelle Anleger oder Privatanleger, die in Finanzprodukte investieren.

Europäische Richtlinie: Rechtsakt, in dem ein von allen EU-Ländern zu erreichendes Ziel festgelegt wird. Allerdings müssen die einzelnen Mitgliedstaaten die zum Erreichen dieser Ziele erforderlichen gesetzlichen Massnahmen selbst treffen (die Richtlinie muss in nationales Recht überführt werden).

Europäische Verordnung: Verbindlicher Rechtsakt, den alle EU-Länder umsetzen müssen. Tritt eine Verordnung in Kraft, ist sie automatisch in allen EU-Ländern gültig.

Finanzmarktteilnehmer und Finanzdienstleister besitzen, schaffen und verkaufen Finanzprodukte oder -dienstleistungen.

GHG Protocol (Treibhausgasprotokoll) – ein internationales Protokoll, das einen Referenzrahmen zur Messung, Bilanzierung und Berichterstattung von Treibhausgasemissionen insbesondere für Unternehmen, aber zunehmend auch für den öffentlichen Sektor schafft. Es verlangt eine Berichterstattung über die Scope-1- und Scope-2-Emissionen, überlässt den Anwendern jedoch die Entscheidung, ob sie Angaben zu ihren Scope-3-Emissionen machen möchten.

Nachhaltige Anlagen oder Anlagen mit Nachhaltigkeitsbezug – Nachhaltige Anlagen bezeichnen jeden Investitionsansatz, der Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) in die Selektion und Verwaltung von Investments mit einbezieht (vgl. SSF, 2022). Solche Investments können verschiedene Investitionsansätze anwenden, unter anderem Best-in-Class-Ausschlüsse, ESG-Engagement, ESG-Integration, nachhaltige Anlagethemen und ESG-Voting.

Nachhaltige Finanzdienstleistungen können in Form von Fachwissen über finanzielle Investitionsmöglichkeiten

innerhalb der planetarischen Grenzen oder in Form analytischer Kapazitäten für die Messung der ESG-Performance usw. erbracht werden.

Nachhaltige Finanzprodukte sind Portfolios/Fonds, die als nachhaltig beworben werden. Sie können verschiedene nachhaltige Investitionen sowie (manchmal) auch nicht nachhaltige Investitionen enthalten.

Scope-1-, Scope-2 und Scope-3-Emissionen – Scope 1 bezieht sich auf Emissionen, die direkt innerhalb der Anlagen eines Unternehmens entstehen, Scope 2 bezieht sich auf indirekte Emissionen aus eingekaufter Energie und Scope 3 deckt die Emissionen entlang der gesamten Lieferkette ab. Im Zuge der jüngsten regulatorischen Entwicklungen und den Ruf nach Berücksichtigung des Konzepts der doppelten Wesentlichkeit rücken auch die Auswirkungen der Scope-3-Emissionen auf den globalen Treibhausgasausstoss ins Zentrum der Aufmerksamkeit, allerdings gestaltet sich die Berichterstattung in diesem Punkt aufgrund von fehlenden Daten von Lieferkettenpartnern und dem Problem der Doppelzählungen problematisch.

Hinzu kommt, dass die Kennzahlen nicht standardisiert sind. Schweizerische Finanzakteure können bei der Messung ihrer Emissionen (vgl. Abbildung 6)[1] das PCAF-Modell anwenden und sich daher auf finanzierte Scope-3-Emissionen („financed emissions“) konzentrieren, die einen wesentlichen Bestandteil von Investments bilden, da die Verordnung über die Berichterstattung über Klimabelange, die die verbindliche Umsetzung der Empfehlungen der TCFD für die Klimaberichterstattung grosser Schweizer Unternehmen vorsieht, nicht verlangt, dass Scope-3-Emissionen darüber hinaus offengelegt werden müssen. Weitere Bemühungen könnten die korrekte Messung der sogenannten „facilitated emissions“ (ermöglichte Emissionen) im Rahmen von Scope-3-Emissionen

beinhalten. Der Vorschlag der US-amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (US Securities and Exchange Commission, SEC) sieht ebenfalls eine Offenlegung der finanzierten Scope-3-Emissionen („financed emissions“) vor. Diese Angaben sind jedoch nur erforderlich, wenn Ziele festgelegt wurden, und die Regierung bietet Safe-Harbour-Regelungen, um Anreize für eine umfassende Analyse zu schaffen und Haftungsbedenken auszuräumen. Obwohl es theoretisch Unterschiede in der Regulierung hinsichtlich der für die Offenlegung erforderlichen Messgrößen für Scope-3-Emissionen gibt, insbesondere im Vergleich zur EU, ist überall eine Verbesserung der Kennzahlen und Datenqualität vonnöten.

Technischer Regulierungsstandard (Regulatory Technical Standard, RTS): Ein delegierter technischer Rechtsakt, der die

Bedingungen für eine konsistente Harmonisierung der im grundlegenden Rechtsakt enthaltenen Regelungen entwickelt, spezifiziert und festlegt. Wenn für die Umsetzung spezielles Expertenwissen erforderlich ist, können das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union der Europäischen Kommission die Befugnis übertragen, technische Regulierungsstandards (RTS) zu verabschieden, die von einer Europäischen Aufsichtsbehörde entwickelt wurden.

Wesentlichkeit – Im finanziellen Kontext sind Informationen wesentlich, wenn vernünftigerweise zu erwarten ist, dass ihr Weglassen, ihre falsche Darstellung oder ihre Verschleierung die auf Grundlage dieser Information getroffenen Entscheidungen der primären Adressaten der berichteten Informationen beeinflussen (vgl. [IFRS, 2010](#)).

8 QUELLEN

- [1] European Union, «Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth», 3. August 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (zugegriffen 7. Juni 2023).
- [2] European Union, *Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector*, Bd. 317. 2019. Zugegriffen: 7. Juni 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj/eng>
- [3] J.-L. Chenaux, E. Chiarotti, J.-P. Dantaine, A. Gessler, F. Hugard, und M. Schläpfer, «Schweizer Tradition der Subsidiarität angesichts der Ansätze im Ausland», Lausanne, Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://e4s.center/resources/reports/sustainable-finance-regulationswiss-subsidiary-tradition-in-light-of-foreign-approaches/>
- [4] Bundesrat, «Der Bundesrat will mit Klimatransparenz einen internationalen Spitzenplatz bei nachhaltigen Finanzanlagen», 17. November 2021. <https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-85925.html> (zugegriffen 27. Juni 2023).
- [5] Bundesrat, «Sustainable-Finance Schweiz Handlungsfelder 2022-2025 für einen führenden nachhaltigen Finanzplatz», Bern, Dez. 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.newsadmin.ch/newsd/message/attachments/74560.pdf>
- [6] Bundesrat, «Standpunkt des Bundesrates bezüglich Greenwashing-Prävention im Finanzsektor», Dez. 2022, [Online]. Verfügbar unter: <https://www.newsadmin.ch/newsd/message/attachments/74576.pdf>
- [7] M. Eckert, T. Teves, und R. Lauper, «Nachhaltigkeit und Finanzmarktrecht», *GesKR*, Bd. 3, Nr. 2020, S. 411–424.
- [8] D. Ivanovic und Y. Wohlhauser, «Sustainable Finance in der Schweiz», *GesKR*, Nr. 2022, S. pp.160-182.
- [9] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288*. 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288&qid=1687168742112>
- [10] European Securities and Market Authority, «Joint Consultation Paper on Review of SFDR Delegated Regulation». 12. April 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/JC_2023_09_Joint_consultation_paper_on_review_of_SFDR_Delegated_Regulation.pdf
- [11] Morningstar, «SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2023 in Review - Article 9 fund downgrades dwindle to a trickle and are likely over». 4. Mai 2023. [Online]. Verfügbar unter: [https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt2394ad71118903da/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q1_2023_FINAL_\(002\).pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=32731](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt2394ad71118903da/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q1_2023_FINAL_(002).pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=32731)
- [12] M. Eggen, «Grüne Finanzprodukte - Eine finanzmarktrechtliche Standortbestimmung», *Schweiz. Z. Für Wirtsch.-Finanz.*, S. 698–715, 2021.
- [13] E. European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2023/363 of 31 October 2022 amending and correcting the regulatory technical standards laid down in Delegated*

- Regulation (EU) 2022/1288 as regards the content and presentation of information in relation to disclosures in pre-contractual documents and periodic reports for financial products investing in environmentally sustainable economic activities.* 2022. Zugegriffen: 7. Juni 2023. [Online]. Verfügbar unter: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2023/363/oj
- [14] European Securities and Market Authority, «Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)». 14. Juli 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf
- [15] European Securities and Market Authority, «Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288)». 17. November 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_62_jc_sfdr_qas.pdf
- [16] P. Verney, «EU regulators: Article 9 funds cannot be benchmarked to 'broad market' indices», *Responsible Investor*, 18. November 2022. <https://www.responsible-investor.com/eu-regulators-article-9-funds-cannot-be-benchmarked-to-broad-market-indices/> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [17] European Securities and Market Authority, «Joint Consultation Paper Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures». 12. April 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-04/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20the%20Review%20of%20SFDR%20Delegated%20Regulation%20regarding%20PAI%20and%20financial%20product%20disclosures.pdf>
- [18] J. Gard, «ESG Fund Downgrade Accelerates», *Morningstar UK*, 2. Februar 2023. <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [19] J.-L. Chenaux, E. Chiarotti, J.-P. Dant-hine, A. Gessler, F. Hugard, und M. Schläpfer, «Unternehmen: Vergleichende Analyse für die Schweiz». Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://e4s.center/resources/reports/sustainable-finance-regulation-corporates-comparative-analysis-for-switzerland/>
- [20] M. Jaccard und A.-T. Thai, «Venture Capital, ESG and Sustainable Investments - Where do we stand? What needs to be done?», *SZQ/RSDA*, 2023, S. 272–285. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.szw.ch/de/artikel/2504-0685-2023-0021/venture-capital-esg-and-sustainable-investments>
- [21] Deloitte, «SFDR is changing the dynamics in Private Equity», *Deloitte Deutschland*. <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/sustainability1/articles/sfdr-changing-dynamics-in-private-equity.html> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [22] J. Banzaca, «Greater acceptance of SFDR», *Private Funds CFO*, 14. November 2022. <https://www.privatefund-scfo.com/greater-acceptance-of-sfdr/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [23] The Liechtenstein Global Trust (LGT), «ESG Report 2022», 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.lgtcp.com/shared/.content/publikationen/cp/esg_download/220603-ESG-Report-2022_en.pdf
- [24] M. Kirakosian, «Only 3% of PE funds are Article 9 funds, LGT study shows», *Selector*, 27. September 2022. <https://citywire.com/selector/news/only-3-of-pe-funds-are-article-9-funds-lgt-study->

- shows/a2398294 (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [25] European Union, *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*, Bd. 198. 2020. Zugegriffen: 27. Juni 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj/eng>
- [26] K. Siklosi, «Nachhaltigkeit auf dem Vormarsch – neue Offenlegungspflichten für Finanzakteure in der EU», *Z. Für Eur. EuZ*, S. pp.196-205.
- [27] N. Vischer, N. M. Cingöz, und A. Stünzi, «The EU: a leader in sustainable finance? – Foraus», 25. Juni 2021. <https://www.foraus.ch/posts/the-eu-a-leader-in-sustainable-finance/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [28] Autorité des marchés financiers, «Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 de SFDR». 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20FR_0.pdf
- [29] Securities and Exchange Commission, *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*. 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf>
- [30] International Accounting Standards Board, «Conceptual Framework for Financial Reporting», 2018, [Online]. Verfügbar unter: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf>
- [31] Climate Disclosures Standards Board, «Decision-useful climate-related information for investors - What, Why, How?», Mai 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://www.cdsb.net/sites/default/files/cdsb_decision-useful-information_2021-05-26.pdf
- [32] Securities and Exchange Commission, «Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices», 2022. <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?publd=202210&RIN=3235-AM96> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [33] A. Brisson-Félix, «SEC's new proposed ESG disclosures for funds and advisers», *Natixis*, 5. August 2022. <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/sec-s-new-proposed-esg-disclosures-for-funds-and-advisers> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [34] Securities and Exchange Commission, *Proposed Rule: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*.
- [35] United Nations Principles for Responsible Investment, «Consultation Response Securities and Exchange Commission File No. S7-17-22: Enhanced Disclosures by Certain Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices». 16. August 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.sec.gov/comments/s7-17-22/s71722-20136241-307272.pdf>
- [36] European Union, *Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (Text with EEA relevance)*, Bd. 132. 2017. Zugegriffen: 24. Juli 2023. [Online].

- Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj/eng>
- [37] V. A. Countryman, «Enhanced Disclosure by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices, Release No. IA-6034; IC-34594; File No. S7-17-22, and Investment Company Names, Release No. IC-34593; File No. S7-16-22», Dez. 2022, [Online]. Verfügbar unter: <https://www.sec.gov/comments/s7-16-22/s71622-20152320-320248.pdf>
- [38] Oberson Abels, «Swiss Federal Council Reports on Sustainable Finance - Sustainable Finance Geneva», *Sustainable Finance Geneva*, 11. Januar 2023. <https://sfgeneva.org/the-swiss-federal-council-takes-a-stand-on-combating-greenwashing-and-defines-fifteen-measures-to-foster-further-and-promote-sustainable-finance/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [39] Swiss Confederation, «Swiss Climate Scores - Best practise transparency on the Paris alignment of investments», 2022. <https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/swiss-climate-scores/swiss-climate-scores-in-kurz.html> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [40] Eigenössisches Finanzdepartement, «Swiss Climate Scores - Fragen und Antworten». 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.sif.admin.ch/dam/sif/de/bilder/dossier/swiss-climate-scores/swiss-climate-scores-q-a.pdf.download.pdf/q-a-swiss-climate-scores-de.pdf>
- [41] Asset Management Association Switzerland, «AMAS and SSF present template for calculating Swiss Climate Scores», *Asset Management Association Switzerland*, 5. Oktober 2022. <https://www.am-switzerland.ch/en/amas-and-ssf-present-template-for-calculating-swiss-climate-scores> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [42] Bundesrat, «Bundesrat lanciert «Swiss Climate Scores» für Klimatransparenz bei Finanzanlagen», 29. Juni 2022. <https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-89524.html> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [43] Swiss Sustainable Finance, «Swiss Sustainable Investment Market Study 2023», Juni 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://marketstudy2023.sustainablefinance.ch/wp-content/uploads/2023/06/SSF_2023_MarketStudy.pdf
- [44] Globalance, «Swiss Climate Scores», *Globalance Bank*, 2023. <https://www.globalance.com/swiss-climate-scores/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [45] Schweizer Eidgenossenschaft, «SR 101 - Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999», 18. April 1999. <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1999/404/de> (zugegriffen 12. Juli 2023).
- [46] Bundesamt für Justiz, «Gesetzgebungsleitfaden - Leitfaden für die Ausarbeitung von Erlassen des Bundes». 2019. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/bj/de/data/staat/legistik/hauptinstrumente/gleitf-d.pdf.download.pdf/gleitf-d.pdf>
- [47] Schweizer Parlament, «Gesetzgebung». <https://www.parlament.ch/de/%C3%BCber-das-parlament/parlamentsportraet/aufgaben-der-bundesversammlung/rechtsetzung/gesetzgebung> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [48] B. Wagner Pfeifer, *Umweltrecht - Allgemeine Grundlagen*. Zürich: Schulthess, 2017.
- [49] Bundesrat, «CO2-Gesetz», 13. Juni 2021. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/abstimmungen/20210613/co2-gesetz.html> (zugegriffen 20. Juli 2023).

- [50] Schweizer Eidgenossenschaft, «SR 814.01 - Bundesgesetz vom 7. Oktober 1983 über den Umweltschutz (Umweltschutzgesetz, USG)», 10. Juli 1983. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1984/1122_1122_1122/de (zugegriffen 21. Juli 2023).
- [51] Bundesrat, «Klima- und Innovationsgesetz», 18. Juni 2023. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/abstimmungen/20230618/klimagesetz.html> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [52] A. Lienhard, «Einbezug von Privaten bei der Gewährleistung des Umweltschutzes. Kooperations- und Auslagerungsvereinbarungen als Vollzugsinstrumente?», in *Umweltrecht in der Praxis*, Zürich: Vereinigung für Umweltrecht VUR, 2006, S. 1–25.
- [53] S. De La Fuente, «Finance durable : Accords sectoriels volontaires et transparence accrue», *CDBF*, 4. Januar 2022. <https://cdbf.ch/1219/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [54] Pricewaterhouse Coopers, Asset Management Association Switzerland, Swiss Banking Association, Swiss Sustainable Finance, und Swiss Insurance Association, «Setting sail for a carbon-neutral future: Net Zero Insights 2022 Progress update at the start of a long and joint effort to achieve a net zero Swiss financial centre», *PwC*, 2022. <https://www.pwc.ch/en/insights/fs/net-zero-insights-2022.html> (zugegriffen 20. Januar 2023).
- [55] F. Piller und J.-L. Chenaux, «Does the EU Action Plan on Sustainable Finance Impact Swiss Banks?», *Jusletter*, Mai 2020.
- [56] Bundesrat, «Wie kann die Schweiz die Finanzmittelflüsse klimaverträglich ausrichten? Bericht des Bundesrates in Erfüllung des Postulates 19.3966 der Kommission für Umwelt, Raumplanung und Energie des Ständerats UREK-S vom 16. August 2019», Bern, Nov. 2021. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/69023.pdf>
- [57] European Union, «Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth», 3. August 2018. https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (zugegriffen 7. Juni 2023).
- [58] Financial Conduct Authority, «Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels», London, Okt. 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf>
- [59] F. McNally, «ESG round-up: Singapore launches final green taxonomy consultation», *Responsible Investor*, 21. Februar 2023. <https://www.responsible-investor.com/esg-round-up-singapore-launches-final-green-taxonomy-consultation/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [60] Legal Innovation for Sustainable Investments Foundation (Lisi), «Impact Term Sheet», November 2022. <https://www.lisi-law.eu/impact-term-sheet> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [61] LEVO, «Levo Framework», 2023. <https://levoframework.com> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [62] State Secretariat for International Finance, «Swiss Financial Centre actors unite to help develop Net Zero Data Public Utility», 26. Juni 2023. <https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/dokumentation/fachinformationen/nzdpu.html> (zugegriffen 19. Juli 2023).
- [63] European Union, «European Single Access Point | Legislative Train Schedule», *European Parliament*, Juni 2023. <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-an-economy-that-works-for-people/file->

- european-single-access-point (zugegriffen 19. Juli 2023).
- [64] M. Breier, «Key Considerations for Swiss Climate Scores Reporting», *ESG Investor*, 24. März 2023. <https://www.esginvestor.net/key-considerations-for-swiss-climate-scores-reporting/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [65] State Secretariat for International Finance, «Indicators», 2022. <https://www.sif.admin.ch/sif/en/home/swiss-climate-scores/bewertungsparameter.html> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [66] S. Brennan, I. Gupta, und D. Strachan, «Sustainability Disclosure Requirements: FCA package of proposals on fund labels and disclosures raises new challenges for fund managers», *Passle*, 2. Dezember 2022. <https://emearegulatorystrategy.deloitte.com/post/102i2t9/sustainability-disclosure-requirements-fca-package-of-proposals-on-fund-labels-a> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [67] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Rechtsgrundlagen der FINMA», *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*, 2023. <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rechtsgrundlagen/gesetze-und-verordnungen/finma/> (zugegriffen 19. Juli 2023).
- [68] Schweizerische Eidgenossenschaft, «SR 956.1 - Bundesgesetz vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG)», 22. Juni 2007. <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/736/de> (zugegriffen 25. Juli 2023).
- [69] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Selbstregulierungen», *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*. <https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/anerkannte-selbstregulierung/> (zugegriffen 25. Juli 2023).
- [70] P. Zysset, *Selbstregulierung im Finanzmarktrecht: Grundlagen, verwaltungsrechtliche Qualifikationen und rechtsstaatlicher Rahmen*. in Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, no. Band 124. Zürich Basel Genf: Schulthess, 2017.
- [71] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2021 Prävention und Bekämpfung von Greenwashing». 11. März 2021. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.iflr.com/article/2az4f5t2t6monbhqxxedc/sponsored/swiss-esg-regulation-for-funds&sa=D&source=docs&ust=1679071236145059&usg=AOvVaw1SC9gl8xN1ljAljmzaGjDg>
- [72] Financial Market Supervisory Authority, «FINMA Guidance 05/2021 Preventing and Combating Greenwashing». 3. November 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://www.finma.ch/fr/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmitteilungen/20211103-finma-aufsichtsmitteilung-05-2021.pdf?sc_lang=en&hash=BF4141A742B26EA50BB28F89476F7775
- [73] Securities and Exchange Commission, «Federal Register Proposed Rules Investment Company Names / Vol. 87, 36594 No. 11717 CFR Parts 230, 232, 239, 270 and 274», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2022-06-17/pdf/2022-11742.pdf#page=1>
- [74] Securities and Exchange Commission, «Investment Company Names», 2022. <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?publd=202210&RIN=3235-AM72> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [75] A.-P. Lambillon und M. Chesney, «How Green is 'Dark Green'? An Analysis of SFDR Article 9 Funds». Rochester, NY, 22. Februar 2023. doi: 10.2139/ssrn.4366889.
- [76] Autorité des marchés financiers, «The Sustainable Finance Disclosure Regulation: the AMF proposes a targeted review to include minimum environmental criteria», *AMF*, 13.

- Februar 2023. <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/sustainable-finance-disclosure-regulation-amf-proposes-targeted-review-include-minimum-environmental> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [77] European Securities and Markets Authority, «ESMA launches a consultation on guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names», 18. November 2022. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-consultation-guidelines-use-esg-or-sustainability-related-terms> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [78] European Securities and Markets Authority, «Consultation Paper on Guidelines on Funds' names using ESG or sustainability-related terms», Brussels, Nov. 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guidelines_on_funds_names.pdf
- [79] D. Webb, «ESMA naming proposals poorly timed and possibly unnecessary, say investors», *Responsible Investor*, 21. Februar 2023. <https://www.responsible-investor.com/esma-naming-proposals-poorly-timed-and-possibly-unnecessary-say-investors/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [80] Securities and Markets Stakeholder Group, «Advice to ESMA». 21. Februar 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4511_SMSG_Advice_to_ESMA_on_Funds%27_Names.pdf
- [81] Blackrock, «Consultation on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms», 20. Februar 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/esma-consultation-on-guidelines-for-the-use-of-esg-in-fund-names-022023.pdf>
- [82] European Union, «Report on Benchmarks - TEG Final Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG disclosures», Sep. 2019. [Online]. Verfügbar unter: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-09/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf
- [83] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818 of 17 July 2020 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks*. 2020. [Online]. Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1818&from=EN>
- [84] United Nations Global Compact, «UN Global Compact», 2023. <https://unglobalcompact.org/> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [85] Slaughter and May, «FCA CP22/20: Raising the bar to build trust», 9. November 2022. <https://my.slaughterandmay.com/insights/client-publications/fca-cp-22-20-raising-the-bar-to-build-trust> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [86] United Nations Development Group, «Theory of Change - UNDAF Companion Guidance», 2017. [Online]. Verfügbar unter: <https://unsdg.un.org/sites/default/files/UNDG-UNDAF-Companion-Pieces-7-Theory-of-Change.pdf>
- [87] Green Technical Advisory Group und Green Finance Institute, «GTAG: Advice on the development of a UK Green Taxonomy», Okt. 2022. [Online]. Verfügbar unter: [70](https://www.greenfinanceinstitute.co.uk/wp-content/uploads/2022/10/GTAG-</p>
</div>
<div data-bbox=)

- Advice-on-the-development-of-a-UK-Green-Taxonomy.pdf
- [88] N. Ogilvie, «The UK FCA’s Sustainability Disclosure Requirements (SDR)», *Net Purpose*, 14. Dezember 2022. <https://www.netpurpose.com/blog/UK-FCA-Sustainability-Disclosure-Requirements-SDR> (zugegriffen 20. Juli 2023).
- [89] Simmons & Simmons, «Response to FCA CP22/20 from Simmons & Simmons LLP», 24. Januar 2023. [Online]. Verfügbar unter: [https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt3de4d56151f717f2/blt-def08a15c73239ae/63d155ec0cf395166a6e0cb9/FCA_CP22-20_Simmons_&_Simmons_LL_P_response_\(24_January_2023\).PDF](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt3de4d56151f717f2/blt-def08a15c73239ae/63d155ec0cf395166a6e0cb9/FCA_CP22-20_Simmons_&_Simmons_LL_P_response_(24_January_2023).PDF)
- [90] The Law Society, «FCA Consultation on sustainability disclosure requirements and investment labels – Law Society response», 17. Februar 2023. <https://www.lawsociety.org.uk/campaigns/consultation-responses/fca-consultation-on-sustainability-disclosure-requirements-and-investment-labels> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [91] Clarity AI, «A Study of EU, UK, and US Sustainable Investment Fund Frameworks», 17. Mai 2023. <https://clarity.ai/research-and-insights/overcoming-regulatory-confusion-a-study-of-eu-uk-and-us-sustainable-investment-fund-frameworks/> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [92] Bundesrat, «Bundesrat will Greenwashing im Finanzmarkt vorbeugen», 16. Dezember 2022. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-92279.html> (zugegriffen 2. Juli 2023).
- [93] Asset Management Association Switzerland, «Immobilienfonds», *Asset Management Association Switzerland*, 2022. <https://www.amswitzerland.ch/de/regulierung/selbstregulierung-standard/immobilienfonds> (zugegriffen 24. Juli 2023).
- [94] Qperior, Asset Management Association Switzerland, State Secretariat for International Finance, und Swiss Bankers Association, «Webinar-Aufzeichnung: Vermeidung von Greenwashing – alles in trockenen Tüchern?», *Q_PERIOR AG*, 8. Februar 2023. <https://www.qperior.com/webinar/webinar-aufzeichnung-vermeidung-von-greenwashing-alles-in-trockenen-tuechern/> (zugegriffen 31. März 2023).
- [95] N. Lai, «Investors face technical difficulties with DNSH SFDR requirement | Trackinsight», 14. März 2023. <https://www.trackinsight.com/fr/esg-investing/etf-news/investors-face-technical-difficulties-with-dnsh-sfdr-requirement> (zugegriffen 28. Juni 2023).
- [96] D. Webb, «Industry calls for more clarity on FCA sustainability disclosure proposals», *Responsible Investor*, 26. Januar 2023. <https://www.responsibleinvestor.com/industry-calls-for-more-clarity-on-fca-sustainability-disclosure-proposals/> (zugegriffen 19. Juli 2023).
- [97] Züricher Kantonalbank, «Bond issues», 2023. <https://www.zkb.ch/en/home/investor-relations/bond-issues.html> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [98] Bundesamt für Energie, «Minergie», 25. September 2018. <https://www.bfe.admin.ch/bfe/de/home/versorgung/statistik-und-geodaten/geoinformation/geodaten/gebaeude/minergie.html> (zugegriffen 30. Juli 2023).
- [99] P. Temple-West, «Green bonds face new questions over authenticity», *Financial Times*, 29. November 2021. Zugegriffen: 18. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.ft.com/content/d797800b-fb07-40c7-8386-a22de312cd35>

- [100] B. Foster, M. Godemer, und E. Neves Martin, «The niche, not-so-niche sustainable debt market», *Bloomberg Professional Services*, 5. November 2021. Zugegriffen: 18. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.bloomberg.com/professional/blog/the-niche-not-so-niche-sustainable-debt-market/>
- [101] International Capital Market Association, «The Green Bond Principles June 2021 with June 2022 Appendix». Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>
- [102] Climate Bonds Initiative, «Green Bond Principles & Climate Bonds Standard», *Climate Bonds Initiative*, 10. Dezember 2014. <https://www.climatebonds.net/market/best-practice-guidelines> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [103] International Capital Market Association, «Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability Linked Bonds External Reviews», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/External-Review-Guidelines_June-2022-280622.pdf
- [104] Climate Bonds Standard, «Climate Bonds Standard - Globally recognised, Paris-aligned Certification of Debt Instruments, Entities and Assets using robust, science-based methodologies Version 4», Apr. 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Standard_V4.pdf
- [105] Climate Bonds Initiative, «Sector Criteria Available for Certification», *Climate Bonds Initiative*, 27. Juni 2015. <https://www.climatebonds.net/standard/available> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [106] Climate Bonds Initiative, «Solar Energy», *Climate Bonds Initiative*, 29. Juni 2015. <https://www.climatebonds.net/standard/solar> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [107] Climate Bonds Initiative, «Climate Bonds Taxonomy», *Climate Bonds Initiative*, 30. Juni 2015. <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [108] D. Escalante, J. Choi, N. Chin, Y. Cui, und M. L. Larsen, «MRV System Design: Recommendations for Chinese Green Bonds», 2020, [Online]. Verfügbar unter: <https://climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2020/06/MRV-System-Design-Recommendations-for-Green-Bonds-in-China.pdf>
- [109] L. Lin und Y. Hong, «Developing a Green Bonds Market: Lessons from China», *Eur. Bus. Organ. Law Rev.*, Bd. 23, Nr. 1, S. 143–185, 2022, doi: 10.1007/s40804-021-00231-1.
- [110] PBOC, NDRC, und CSRC, «Green Bond Endorsed Projects Catalogue (2021 Edition)». [Online]. Verfügbar unter: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/434240/2021091617180089879.pdf>
- [111] PBOC et al., «绿色产业指导目录（2023年版）». 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://yyglxxbs.ndrc.gov.cn/file-submission/20230316152852506122.pdf>
- [112] European Union, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds*. 2021. Zugegriffen: 28. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0391>
- [113] European Union, «Sustainable finance: Provisional agreement reached on European green bonds», 28. Februar 2023. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement->

- reached-on-european-green-bonds/ (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [114] European Union, «EUGBS Commission Proposal». 2021. [Online]. Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0391>
- [115] European Union, «Taxonomy Regulation Delegated Act Annex 2». 6. April 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2021-2800-annex-2_en.pdf
- [116] International Platform on Sustainable Finance, «Common Ground Taxonomy – Climate Change Mitigation Instruction report», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://commission.europa.eu/system/files/2022-06/220603-international-platform-sustainable-finance-common-ground-taxonomy-instruction-report_en.pdf
- [117] SIX, «Sustainable Bonds», SIX, 2023. <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/bonds/sustainable-bonds.html> (zugegriffen 25. Juli 2023).
- [118] Swiss Exchange SIX, «The Leading International Listing Location for Bonds», 2023. <https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/bonds.html> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [119] Schweizer Eidgenossenschaft, «Rahmenwerk für die Emission von Grünen Anleihen», Juli 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.efv.admin.ch/dam/efv/de/dokumente/brennpunkte/rahmenwerk.pdf.download.pdf/Beilage%201%20Rahmenwerk%20f%C3%BCr%20gr%C3%BCne%20Eidg.%20Anleihen%20DE%20zu%20BRA%20EFD.pdf>
- [120] Federal Financial Administration, «Greenbonds». <https://www.efv.admin.ch/efv/en/home/aktuell/a/greenbonds/>
- [121] Eidgenössische Finanzverwaltung, «Der Bund hat erfolgreich die erste grüne Eidgenössische Anleihe emittiert», 10. Dezember 2022. <https://www.efv.admin.ch/efv/de/home/aktuell/a/greenbonds.html> (zugegriffen 30. Juli 2023).
- [122] Climate Bond Initiative, «Market Data», *Climate Bonds Initiative*, 2023. <https://www.climatebonds.net/market/data/https%3A/www.climatebonds.net/market/data> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [123] T. Ehlers und F. Packer, «The pricing of carbon risk in syndicated loans: which risks are priced and why?», S. 29, 2021.
- [124] X. Karametaxas, «Sustainable Finance: Aktuelle Entwicklungen in der Gesetzgebung der EU und der Schweiz», *Ex Ante*, Bd. 2021, Nr. 1, S. pp.33-44.
- [125] L. Mehmetaj und K. Brunner, «ESG and Fiduciary Duties of Investment Managers», in *Schweizerische Zeitschrift für Gesellschaft- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierung (GesKR)*, 2021.
- [126] European Union, *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) Text with EEA relevance*, Bd. 173. 2014. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>
- [127] European Union, *Consolidated Text: Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) (Text with EEA relevance)*. 2023. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter:

- <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/2023-03-23/eng>
- [128] European Union, *Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution (recast) Text with EEA relevance*, Bd. 026. 2016. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj/eng>
- [129] European Union, *Consolidated text: Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution (recast) (Text with EEA relevance) Text with EEA relevance*. 2020. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/2020-06-12/eng>
- [130] European Union, *Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast) (Text with EEA relevance)*, Bd. 335. 2009. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj/eng>
- [131] European Union, *Consolidated text: Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (recast) (Text with EEA relevance)*. 2021. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/2021-06-30/eng>
- [132] European Union, *Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms (Text with EEA relevance)*, Bd. 277. 2021. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/1253/oj/eng
- [133] L. Fahrländer und D. Jost, «Berücksichtigung von ESG-Präferenzen im Finanzdienstleistungsgeschäft», Bd. 2023, Nr. 2, 2023, Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.szw.ch/de/artikel/2504-0685-2023-0012/beruecksichtigung-von-esg-praeferenzen-im-finanzdienstleistungsgeschaeft>
- [134] European Securities and Market Authority, «Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements», März 2023. [Online]. Verfügbar unter: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf
- [135] European Union, «Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC». <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [136] T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 5ème. 2020.
- [137] Swiss Confederation, «950 Financial Services Act». 6. Mai 2018. [Online]. Verfügbar unter: <https://fedlex.data.admin.ch/files-tore/fedlex.data.admin.ch/eli/cc/2019/758/20210801/en/pdf-a/fedlex-data-admin-ch-eli-cc-2019-758-20210801-en-pdf-a.pdf>
- [138] D. A. Fischer, «Greenwashing-Bekämpfung am Point of Sale», in *Schweizerische Zeitschrift für*

- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierung (GesKR)*, 2022.
- [139] Swiss Bankers Association, «Guide pour l'intégration des facteurs ESG dans le processus de conseil auprès des clients privés», Juni 2020. [Online]. Verfügbar unter: https://www.abti.ch/sito/wp-content/uploads/SBVg_Sustainable-Leitfaden_FR.pdf
- [140] Schweizer Bankiervereinigung, «Richtlinien für die Finanzdienstleister zum Einbezug von ESG-Präferenzen und ESGRisiken bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/5/2/b/3/52b308da28ece9a45de3d3d6fce658f759945489/SBVg_Richtlinien_Anlageberatung_und_Verm%C3%B6gensverwaltung_DE.pdf
- [141] Schweizer Bankiervereinigung, «Richtlinien für Anbieter von Hypotheken zur Förderung der Energieeffizienz», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/b/b/f/a/bbfaa1ee2cc01e74fdccc5cf4f5da828b8e7ebf9/SBVg_Richtlinien_Anbieter_Hypotheken_zur_F%C3%B6rderung_der_Energieeffizienz_DE.pdf
- [142] Swiss Bankers Association, «Articles of Association». September 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/4/6/7/3/46735ab9aaa4eaeb644546458ef2202a9cf309d6/Statuten_EN_2021.pdf
- [143] Swissinfo, «Raiffeisen pulls out of Swiss Bankers Association», *SWI swissinfo.ch*, 10. November 2020. <https://www.swissinfo.ch/eng/business/raiffeisen-pulls-out-of-swiss-bankers-association/46152328> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [144] Swiss Bankers Association, «Guidelines for the financial service providers on the integration of ESG-preferences and ESG risks into investment advice and portfolio management», Juni 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/a/5/e/0/a5e0845f065a60699df88910ae675b7082e69411/SBA_Guidelines_investment_advice_and_portfolio_management_EN.pdf
- [145] J. Frick und A. Cochardt, «Swiss ESG regulation for funds», *IFLR*, 12. Mai 2022. <https://www.iflr.com/article/2az4f5t2t6monbhqxxedc/sponsored/swiss-esg-regulation-for-funds> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [146] Jutzi und Schären, «Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext – Aufbruch in eine neue Ära», *GesKR*, Nr. 2021, S. pp.466-471.
- [147] T. Jutzi und S. Schären, «Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch», *GesKR*, Bd. 2019, Nr. 3, 2019, [Online]. Verfügbar unter: https://boris.unibe.ch/133790/1/2019_Jutzi_Scharen_GesKR_03.pdf
- [148] Swiss Sustainable Finance, «Focus: EU Action Plan on Sustainable Finance», 2019. [Online]. Verfügbar unter: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/20191218_SSF_Focus_EU_Regulation_FINAL.pdf
- [149] European Union, *Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Consolidated text: Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014 (Text with EEA relevance)*. 2022. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/reg/2016/1011/2022-01-01/eng>
- [150] C. Lombardini, *Gestion de fortune : réglementation, contrats et instruments : droit bancaire suisse*. Zürich, 2021.
- [151] Bafin, «Institutions for Occupational Retirement Provision (IORPs)»,

- BaFin, 7. März 2018. https://www.ba-fin.de/EN/Aufsicht/VersichererPensionsfonds/Einrichtungen_bAV/betriebliche_altersversorgung_artikel_en.html (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [152] European Union, *Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs) (recast) (Text with EEA relevance)*, Bd. 354. 2016. Zugegriffen: 27. Juli 2023. [Online]. Verfügbar unter: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/2341/oj/eng>
- [153] European Insurance and Occupational Pension Authority, «Occupational pensions (IORP II)», 10. Februar 2023. https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/occupational-pensions-iorp-ii_en (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [154] European Insurance and Occupational Pension Authority, «Consultation Paper on technical advice for the review of the IORP II Directive», März 2023, [Online]. Verfügbar unter: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-03/EIOPA-BoS-23-071_CP-advice-IORP-II-review.pdf
- [155] United States, «Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights», *Federal Register*, 1. Dezember 2022. <https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/01/2022-25783/prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-rights> (zugegriffen 27. Juli 2023).
- [156] University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL), «Future of Boards Legal and Regulatory Frameworks for Sustainability (Phase 1, Part 2)». [Online]. Verfügbar unter: https://www.cisl.cam.ac.uk/sites/www.cisl.cam.ac.uk/files/dla_report_2_140423a.pdf
- [157] Association Suisse des Institutions de Prévoyance, «Guide des ESG pour les caisses de pension suisses», Juillet 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.asip.ch/media/filer_public/17/be/17be532d-85e0-4420-96e2-027683e711e8/asip_guide_des_esg.pdf
- [158] Association Suisse des Institutions de Prévoyance, «Reporting ESG Norme pour les caisses de pension», 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.asip.ch/media/filer_public/a2/f7/a2f75876-7a92-43b4-83d8-7a65fa186cec/13122022_reporting_esg_norme_pour_les_caisses_de_pension.pdf
- [159] Asset Management Association Switzerland, «Sustainable Finance Self-regulation», *Asset Management Association Switzerland*, 2022. <https://www.am-switzerland.ch/en/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance> (zugegriffen 29. Juni 2023).
- [160] Asset Management Association Switzerland, «Sustainable Finance Self-regulation - Self-regulation on transparency and disclosure for sustainability-related collective assets», *Asset Management Association Switzerland*, 2022. <https://www.am-switzerland.ch/en/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance> (zugegriffen 18. Juli 2023).
- [161] Schweizerischer Pensionskassenverband, «ESG Wegleitung», Juli 2022, [Online]. Verfügbar unter: https://www.asip.ch/media/filer_public/30/ec/30ec7b97-8107-4e65-b3e9-55a4b528102b/asip_esg_wegleitung.pdf
- [162] Schweizerischer Pensionskassenverband, «ESG Reporting - Standard für Pensionskassen», 2022. [Online]. Verfügbar unter: https://www.asip.ch/media/filer_public/24/82/248223cd-c602-

- 4c86-bc73-4dfbe230bccca/13122022_esg-reporting_standard_fur_pensionskassen.pdf
- [163] Swiss Funds and Asset Management Association und Swiss Sustainable Finance, «Sustainable Asset Management: Key Messages and Recommendations of SFAMA and SSF», Juni 2020. [Online]. Verfügbar unter: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/EN_2020_06_16_SFAMA_SSF_key_messages_and_recommendations_final.pdf
- [164] Asset Management Association Switzerland und Swiss Sustainable Finance, «How to Avoid the Greenwashing Trap: Recommendations on Transparency and Minimum Requirements for Sustainable Investment Approaches and Products», Dez. 2021. [Online]. Verfügbar unter: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/Recommendations_AMAS_SSF_Greenwashing.pdf
- [165] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Selbstregulierung im schweizerischen Finanzmarktrecht», *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*, 20. Dezember 2021. <https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/> (zugegriffen 29. Juni 2023).
- [166] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Selbstregulierungsorganisationen (SRO)», *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA*, 29. Juli 2023. <https://www.finma.ch/de/bewilligung/selbstregulierungsorganisationen-sro/> (zugegriffen 29. Juli 2023).
- [167] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Überwachte und anerkannte Institute - Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei», 5. Oktober 2007. <https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/d/themen/institute/index.php> (zugegriffen 29. Juni 2023).
- [168] Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, «Materielle Aufsicht - Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei», 5. Oktober 2007. <https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/d/themen/aufsichtssystem/materiel/index.php> (zugegriffen 29. Juni 2023).
- [169] Paris Agreement Capital Transition Assessment und Federal Office for the Environment, «Test Climatique Pacta Suisse 2022», 2022. <https://www.transitionmonitor.com/pacta-cop/pacta-ch-2022-fr/>
- [170] Rocky Mountain Institute, «2° Investing Initiative Transfers Stewardship of PACTA to RMI», *Paris Agreement Capital Transition Assessment*, 11. Februar 2022. <https://www.transitionmonitor.com/pacta-cop/pacta-ch-2022-fr/> (zugegriffen 29. Juni 2023).
- [171] Paris Agreement Capital Transition Assessment, Wüestpartner, und 2investing initiative, «Bridging the Gap - Measuring Progress on the Climate Goal Alignment and Climate Actions of Swiss Financial Institutions November 2020», Nov. 2020. [Online]. Verfügbar unter: <https://2degreesinvesting.org/wp-content/uploads/2020/11/Bridging-the-Gap-Swiss-PACTA-Report.pdf>
- [172] Paris Agreement Capital Transition Assessment und Wüestpartner, «Aiming Higher - Measuring progress on the climate goal alignment & climate actions of Swiss financial institutions», Nov. 2022. [Online]. Verfügbar unter: <https://www.newsadmin.ch/newsd/message/attachments/74099.pdf>