

# Nachhaltigkeit in der Anlageberatung

- PD Dr. Alexander Wilhelm, MJur. -

Klimawandel: hier zu  
sehen in Passau,  
Frühsommer 2024



- Privatwirtschaft in der Verantwortung!
- Insbesondere: Finanzindustrie
- Überschrift: „Sustainable Finance“
- Auch: Anlageberatung
- Tatsächlich: Markt rasant gewachsen
- FAZ (14.6.2024): 542 Mrd. EUR Gesamtvolumen
- Aber: Schattenseiten...

NEUE REGELN

# Die Zumutung nachhaltiger Geldberatung

Von Philipp Krohn, Daniel Mohr 26.12.2022, 15:02 Lesezeit: 6 Min.



# Agenda

I. Das Grundmodell

II. Sustainable Finance

III. Anlageberatung im Speziellen

IV. Kritikpunkte

V. Ein Zwischenfazit

# I. Das Grundmodell

# 1. Begriffsverständnis

Definition: § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG, § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG



Anlageberater



Kunde

Persönliche  
Empfehlung!

Beratungsvertrag

- I.d.R. provisionsbasiert
- Ggf. stillschweigend geschlossen (BGHZ 123, 126 – Bond)

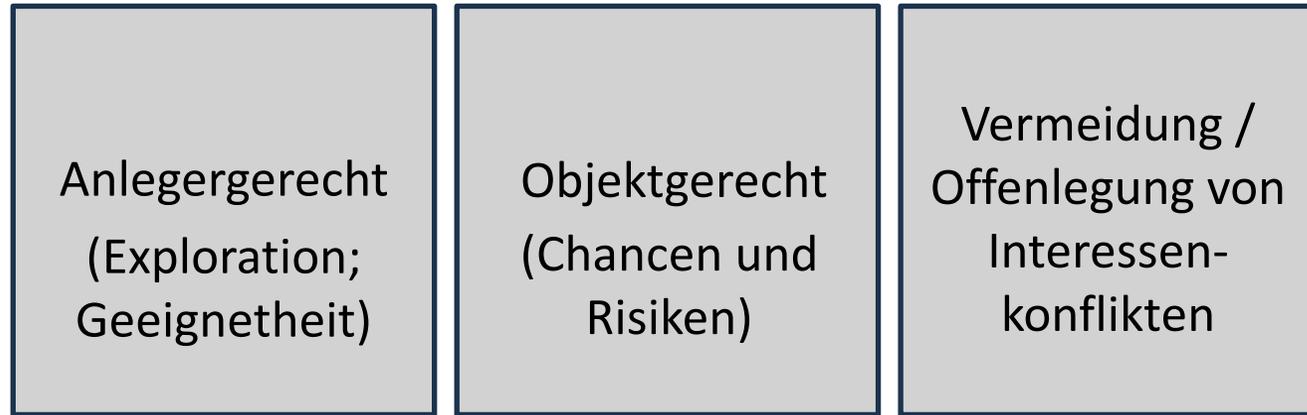
Beratungsgegenstand

Finanzinstrumente (WpHG)

- Aktien, Anleihen
- Fondsanteile
- Nicht: Versicherungen

## **2. Wesentliche Pflichten**

**Zivilrecht**



**Aufsichtsrecht  
(§§ 63 ff. WpHG)**

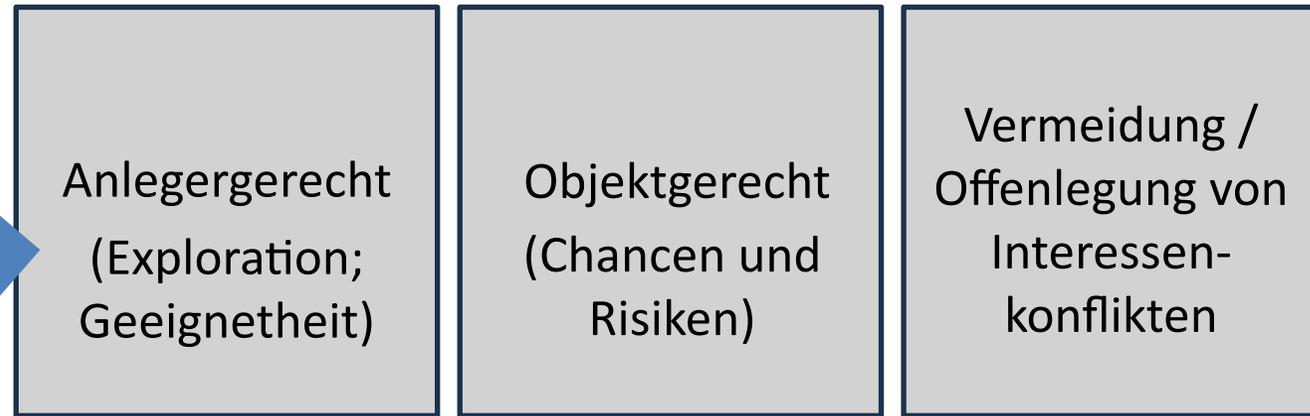


§ 64 Abs. 3

§ 64 Abs. 2, 6, 7

§ 63 Abs. 2

**Zivilrecht**



„Ausstrahlungswirkung“



**Aufsichtsrecht  
(§§ 63 ff. WpHG)**



§ 64 Abs. 3

§ 64 Abs. 2, 6, 7

§ 63 Abs. 2

# 3. Sanktionierung

## Aufsichtsrecht

- Ggf. Ordnungswidrigkeit (§ 120 i.V.m. §§ 63 ff. WpHG)
- Bußgelder bis 5 Mio. EUR  
(§ 120 Abs. 20 S. 1 i.V.m. Abs. 8 Nr. 27 ff. WpHG)
- Sonstige Anordnungen (bis hin zum Lizenzentzug)

## Zivilrecht (= Ansprüche des Kunden gegen den Berater)

- § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Aufsichtsrecht (-), h.M.
- § 280 Abs. 1 BGB
  - = Rückabwicklung des Investments (§ 249 BGB)
- Problem: Haftungsbegründende Kausalität
  - Aber: Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens (BGH)
  - Widerlegung schwierig

## **II. Sustainable Finance**

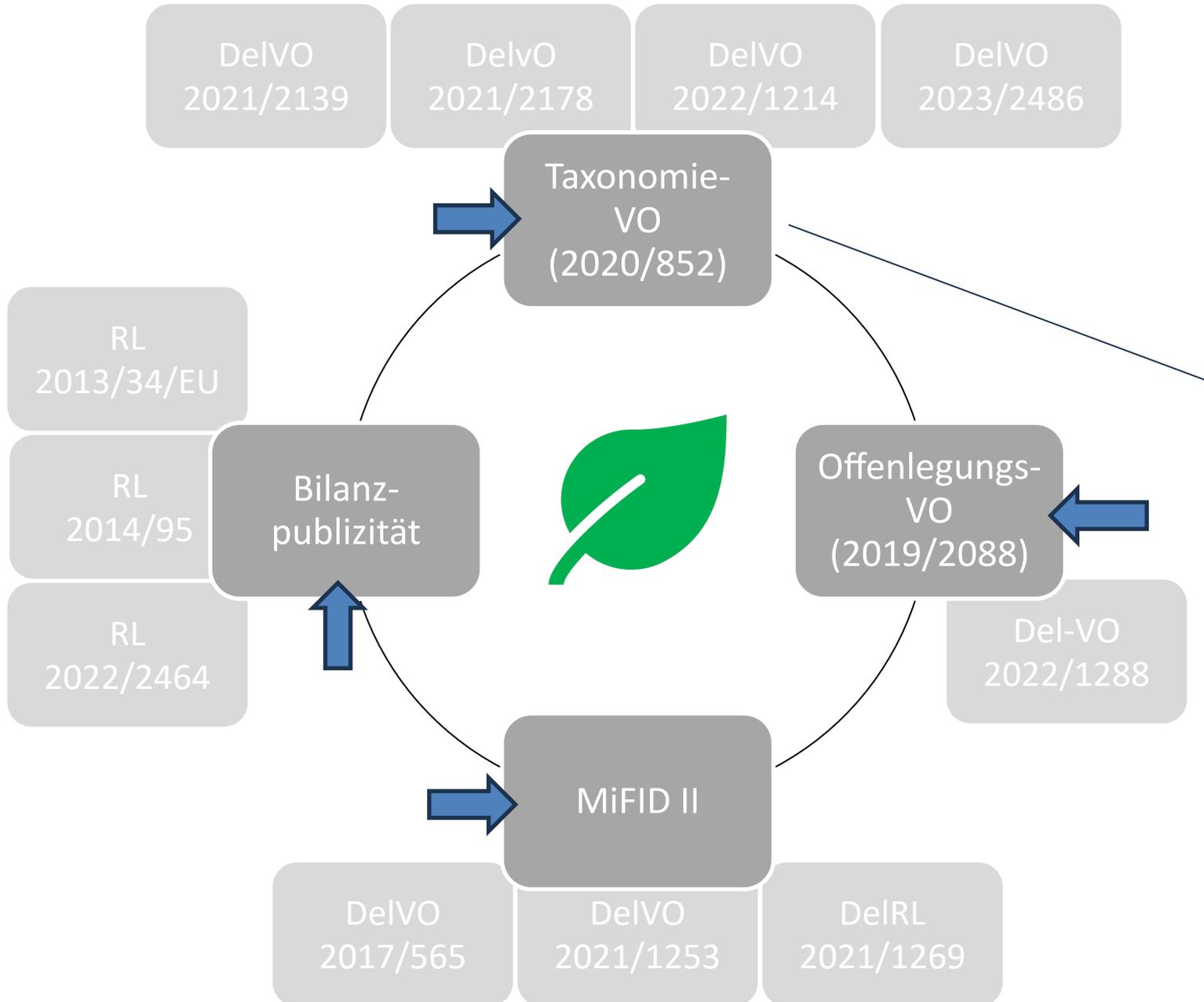
# 1. Grundkonzept

- Staatlicher Klimaschutz ist unzureichend;  
Privatwirtschaft in der Verantwortung (s.o.)
- Ziel: „Umlenkung der Finanzströme“
- Politische Agenden:
  - „Green Deal“ (EU-Kommission, 11.12.2019)
  - Deutsche Sustainable Finance-Strategie (5.05.2021)

- Allerdings: Keine strengen Gebote und Verbote
- Stattdessen:

## **Transparenz-, Informations- und Aufklärungspflichten**

## **2. Maßgebliche Rechtsakte**

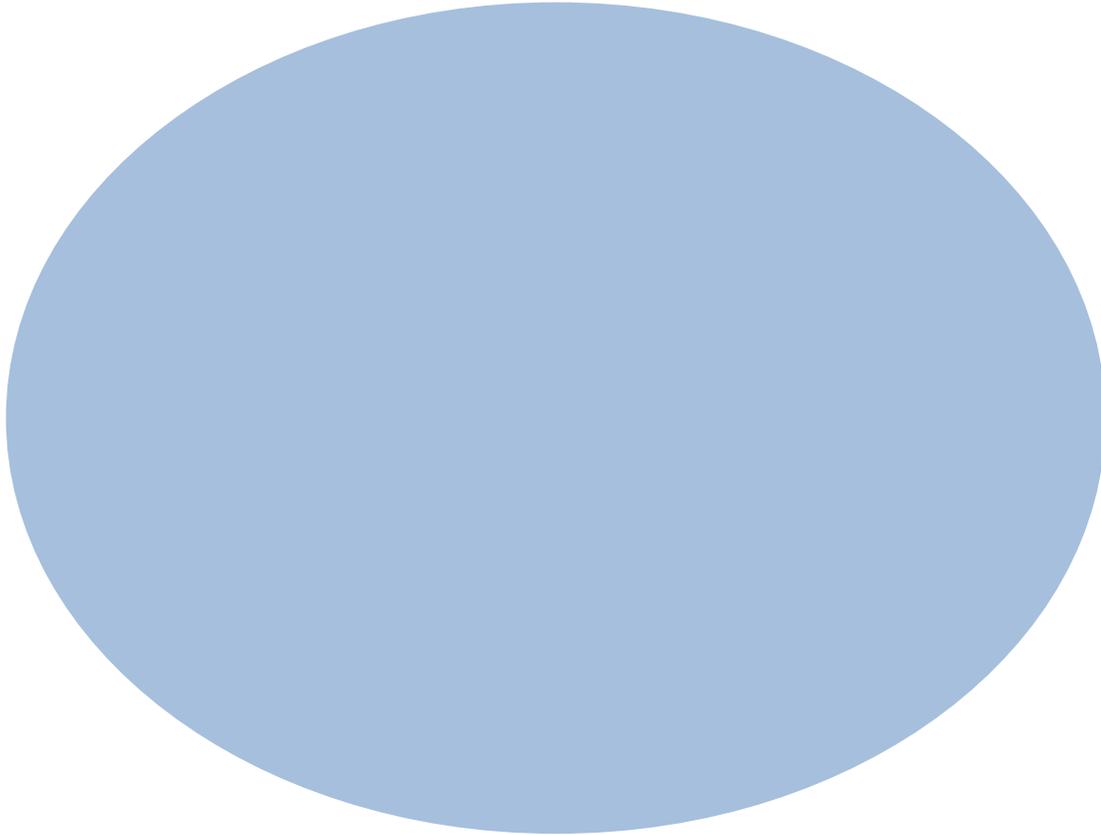


Zentrales Klassifizierungssystem, bezogen auf:

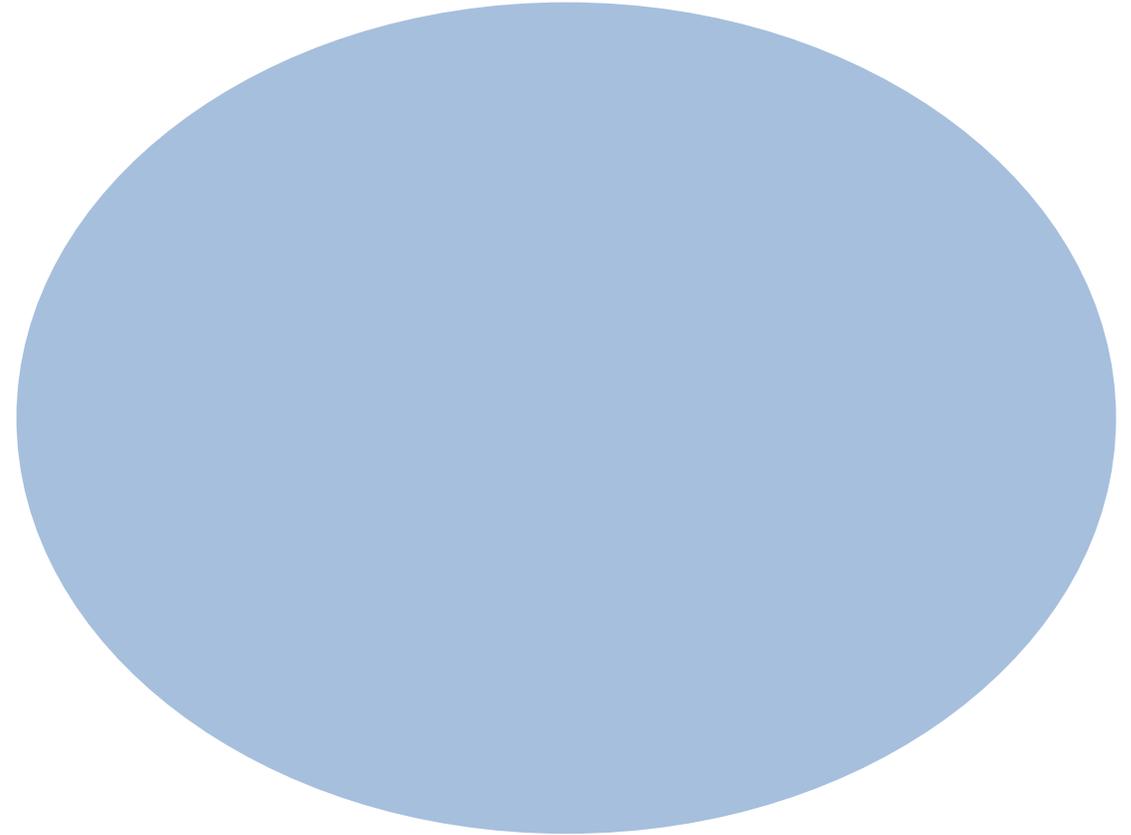
- Wirtschaftstätigkeiten
- Unternehmen
- Investitionen
- Finanzprodukte

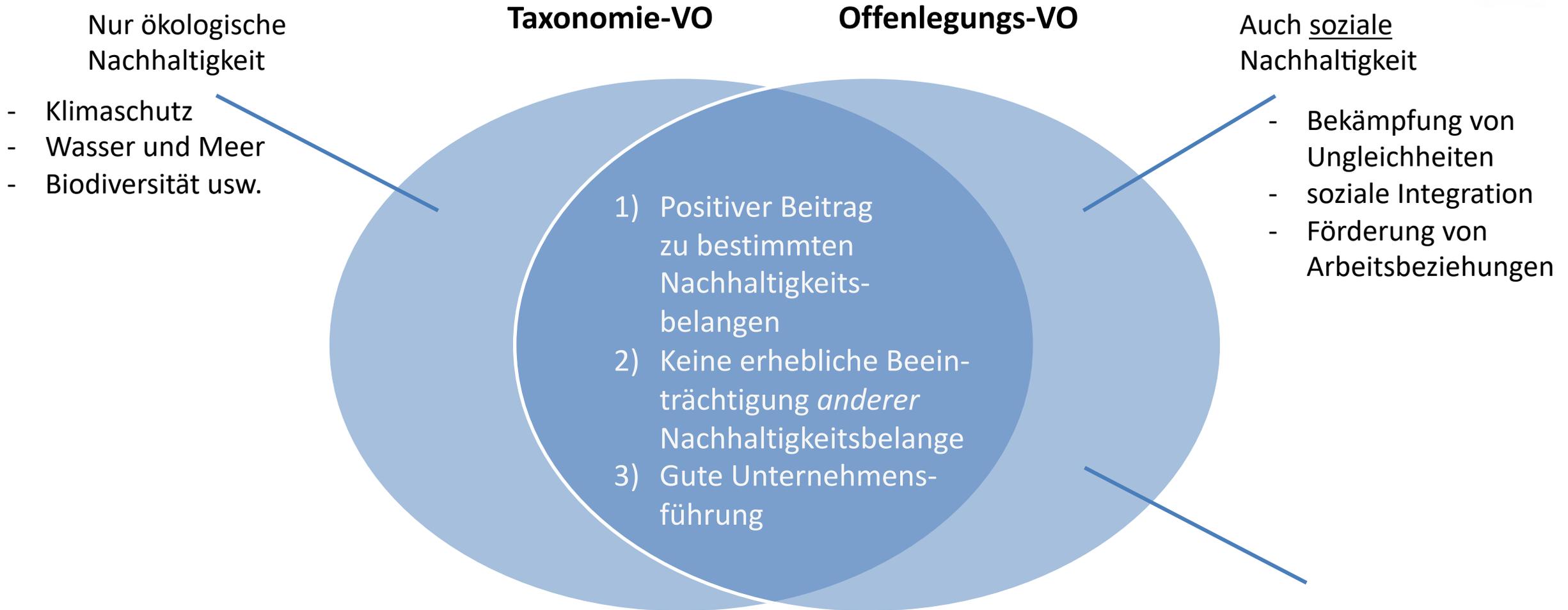
**Aber: Verständnis divergiert!**

## Taxonomie-VO



## Offenlegungs-VO

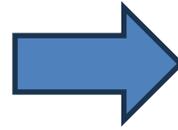




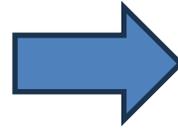
- (1) Nachhaltigkeitsrisiken eines Investments
  - (2) Wesentliche nachteilige Nachhaltigkeitsauswirkungen eines Investments („Principal Adverse Impacts“, PAI)
- z.B. CO<sub>2</sub>-Ausstoß; Diskriminierungen

# 3. Adressaten

Emittenten

Nichtfinanzielle  
Erklärung  
(Erweiterung  
Lagebericht)BRD: §§ 289b ff., 315b ff. HGB  
Zuletzt erweitert durch CSRD-RL  
(EU) 2022/2464 v. 14.12.2022„Finanzmarkt-  
teilnehmer“

- Investmentfonds
- Portfolioverwalter

Unternehmens-  
bezogen  
(Art. 3 bis 5, Art. 12  
Offenlegungs-VO)Produktbezogen  
(Art. 6 ff.  
Offenlegungs-VO,  
Art. 5 bis 7 Tax-VO)

Insbesondere:

- Strategieerklärung  
(Nachhaltigkeits-  
risiken; PAI)
- Erklärung zur  
Vergütungspolitik  
(Nachhaltigkeits-  
risiken)

Gestaffelter Umfang, je nach Produkt:

- Art. 9 („dunkelgrün“):  
Nachhaltige Investition gezielt *angestrebt*
- Art. 8 („hellgrün“):  
Werbung mit ökologischen/sozialen *Merkmale*n
- Art. 6, 7 („nicht-grün“):  
Offenlegung von Nachhaltigkeitsrisiken sowie  
der wichtigsten PAI (soweit relevant)

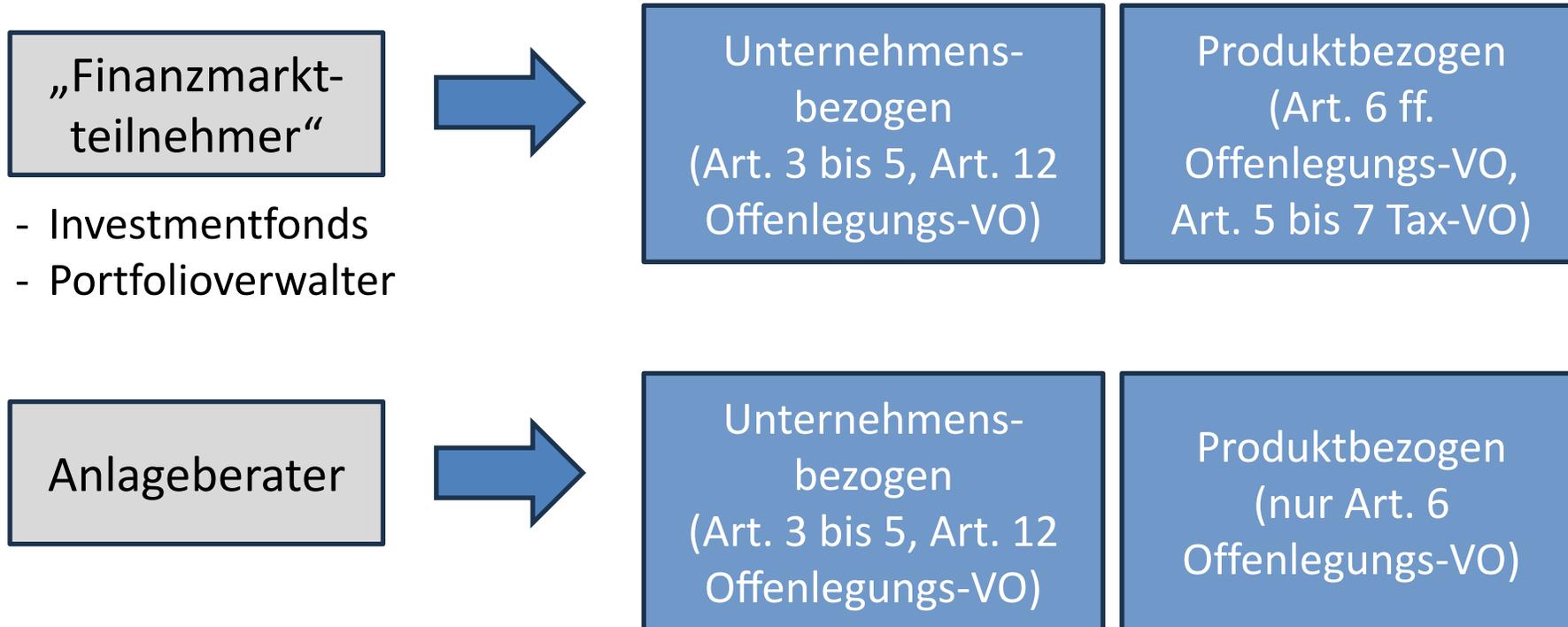
Zudem: ggf. Art. 7 Tax-VO (*Warnhinweis*)

Anlageberater



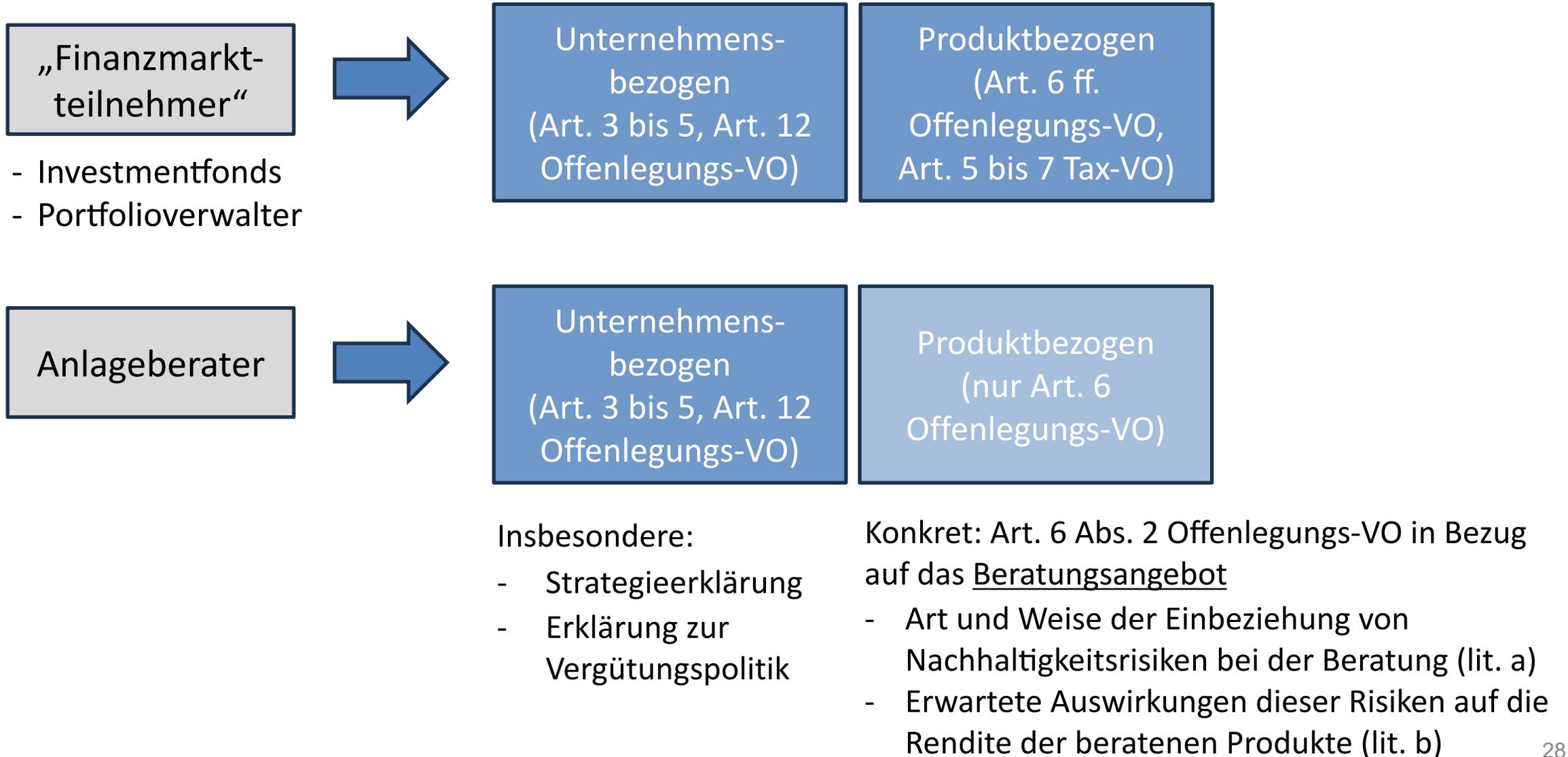
# III. Anlageberatung im Speziellen

# **1. Unternehmens- und produktbezogene Pflichten**

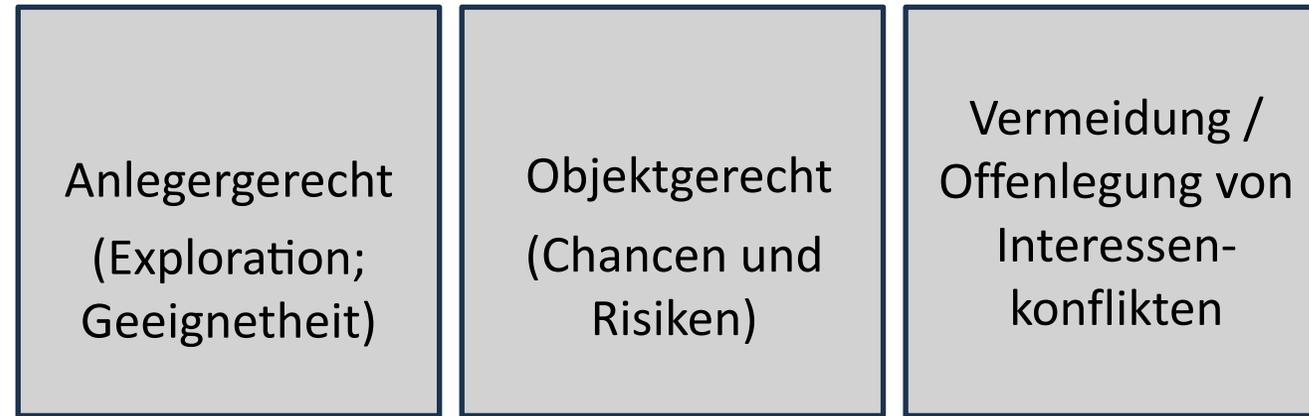


Insbesondere:

- Strategieerklärung
- Erklärung zur Vergütungspolitik



## Zivilrecht

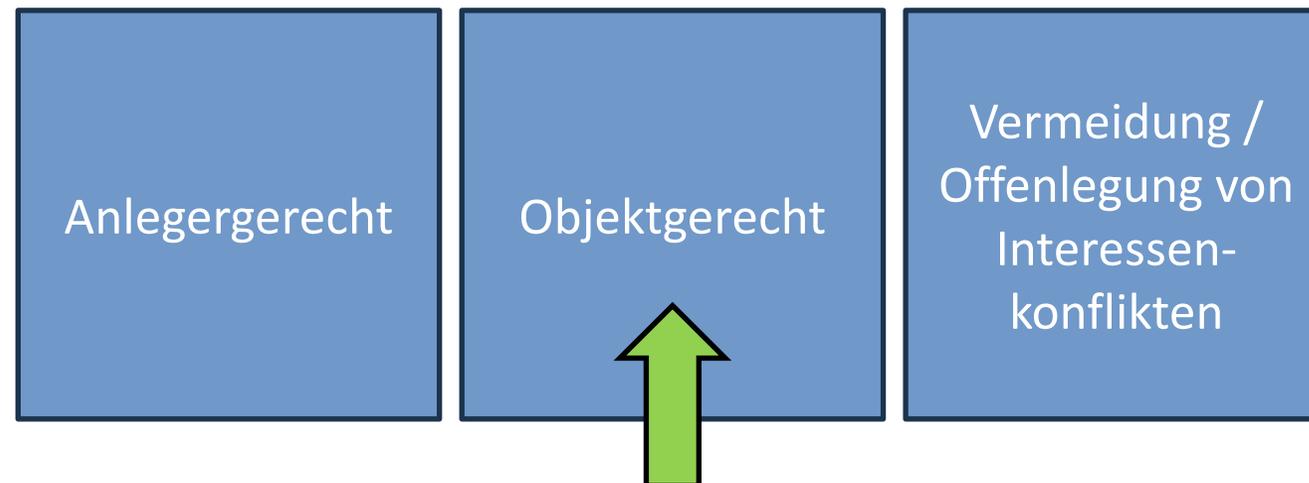


Anlageberater



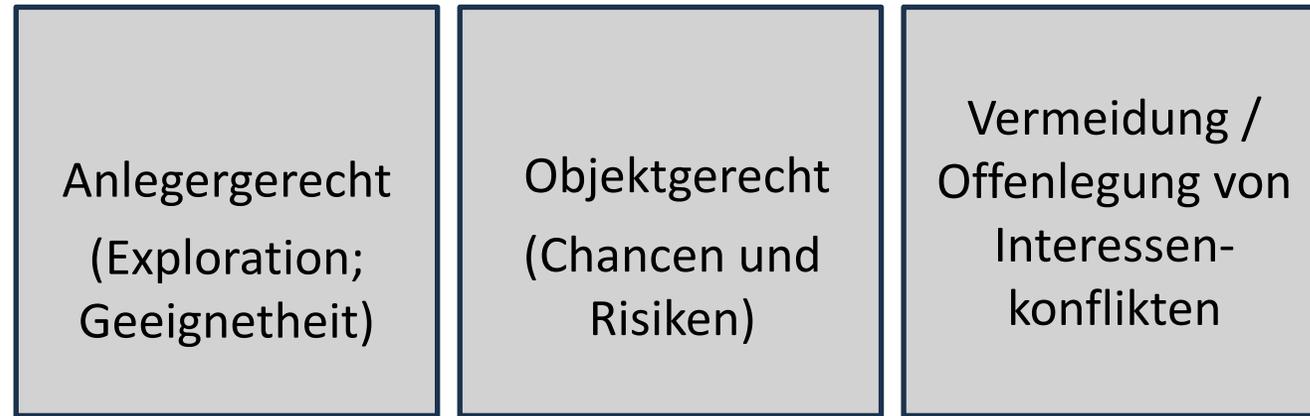
Kunde

## Aufsichtsrecht (§§ 63 ff. WpHG)

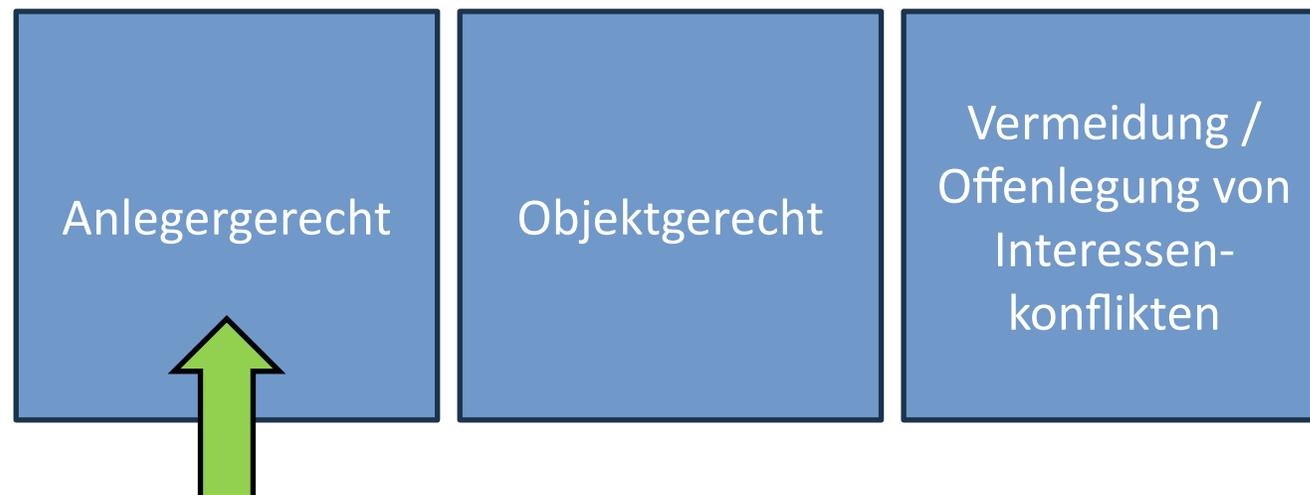


## **2. Anlegergerechte Beratung**

**Zivilrecht**



**Aufsichtsrecht**  
**(§§ 63 ff. WpHG)**



- Grundlage: Ergänzung zur MiFID II
- Konkret: Art. 33, 54 DeIVO 2017/565  
i.d.F. der DeIVO 2021/1253 (seit August 2022)
- Mehrstufiges Verfahren! (im Einzelnen wie folgt)

## Stufe 1: Explorationspflicht

- Abfrage von „Nachhaltigkeitspräferenzen“ (Art. 2 Nr. 7 DeIVO 2017/565 n.F.)
- Bezugspunkt: Interesse an Finanzinstrumenten, bei denen
  - a) ein bestimmter Mindestanteil (0 – 100 %) in ökologisch nachhaltigen Investitionen i.S. der **Taxonomie-VO** angelegt werden soll
  - b) ein bestimmter Mindestanteil (0 – 100 %) in nachhaltige Investitionen i.S. der **Offenlegungs-VO** angelegt werden soll (sozial / ökologisch)
  - c) die wichtigsten **negativen Auswirkungen** (PAI) berücksichtigt werden

Kenntnis sämtlicher Regelungen erforderlich!

- Antwort **nein** → Prüfung beendet
- Antwort **ja** → Stufe 2

## Stufe 2: Geeignetheitsprüfung

- Ggf. Empfehlung, wenn passendes Produkt vorhanden
- Andernfalls: Jdf. keine Empfehlung als „präferenzgerecht“  
(Art. 54 X DeIVO 2017/565 n.F.)
- Überraschend: Hellgrüne (Art. 8) Produkte weitgehend außen vor!
  - **Art. 2 Nr. 7 a und b** erfassen nur „dunkelgrüne“ (Art. 9) Produkte sowie solche, die wenigstens ein dunkelgrünes Produkt beinhalten („8+“-Produkte)
  - **Art. 2 Nr. 7 c** erfasst Art. 8-Produkte nicht ohne Weiteres, sondern nur dann, wenn sie eben die wichtigsten PAI berücksichtigen

Redaktions-  
versehen?

## Stufe 3: *Re-Explorationspflicht*

- Kunde soll Nachhaltigkeitspräferenzen „anpassen“ können  
(Art. 54 X UAbs. 3 DelVO 2017/565 n.F.)
- Zwar denkbar: Jeweils auch Anpassung „nach unten“ möglich
- Aber:
  - Gesetzgeber stellt sich das wohl anders vor !
  - Anpassung nach oben wohl wahrscheinlicher

- Ablauf genau?
- Ursprünglich: „Learning by doing“
- Inzwischen:
  - Mehrere Praxis-Leitfäden von nichtstaatlichen Akteuren
  - ESMA-Leitlinien (4/2023)
- Jdf.: Nachhaltigkeit immer erst zum Schluss (ErwG 5 2021/1253)

# IV. Kritikpunkte

# 1. Regelungstechnik

- Wirklich alles freiwillig?
- Stichwort: „Nudging“
- Insbesondere:  
*Re-Exploration von Nachhaltigkeitspräferenzen*
- Eine Zumutung?



## **2. Überforderung der Betroffenen**

- Hohe Komplexität ! (insg. mehrere Tausend Seiten)
- Schrifttum:
  - „Wildwuchs“, „Wirrwarr der Regeln“  
(*Freiberg*, BB 38/2020, I)
  - „Regulatorischer Albtraum“  
(*Köndgen*, FS K. Schmidt II, 2019, 671, 693)
- Spielraum für Mogelpackungen  
(„Greenwashing“)

- Zudem: Klassische Vorgaben gelten weiterhin !  
...aus „magischem Dreieck“ wird „Viereck“
- Konsultation zur Offenlegungs-VO (2023/24):  
77% der Marktteilnehmer unzufrieden

# **3. Sustainable Finance-** ***Widerrufsjoker ?***

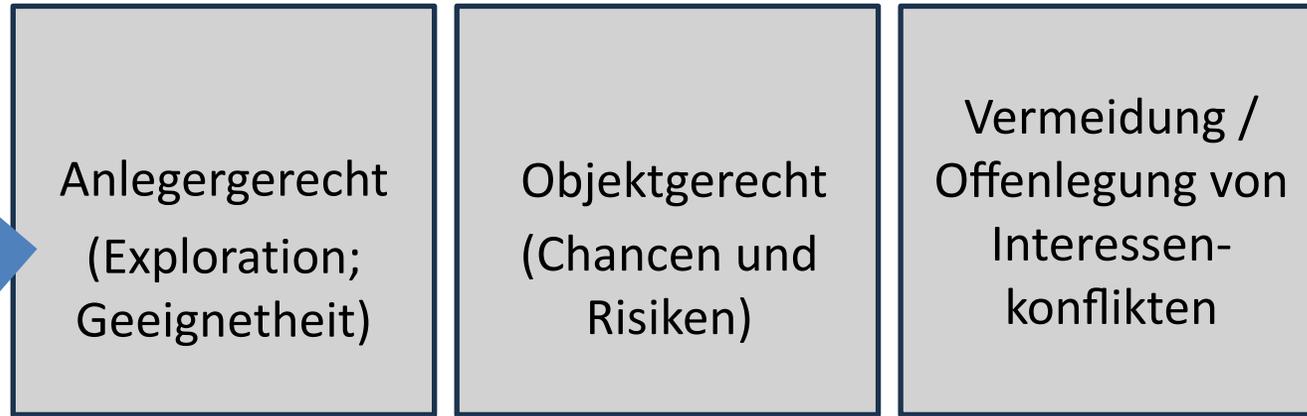
## Folgen von Beratungsfehlern

- Rückabwicklung gem. § 280 I BGB?
- Etwa:
  - Keine / ungenaue Exploration der Nachhaltigkeitspräferenzen
  - Empfohlenes Produkt nicht präferenzgerecht
  - Keine Gelegenheit zur Anpassung
- Insbesondere: ex post-Opportunismus?
- Einzelfragen:

# 1) „Ausstrahlungswirkung“ der neuen Normen?

**Zivilrecht**

„Ausstrahlungswirkung“



**Aufsichtsrecht  
(§§ 63 ff. WpHG)**

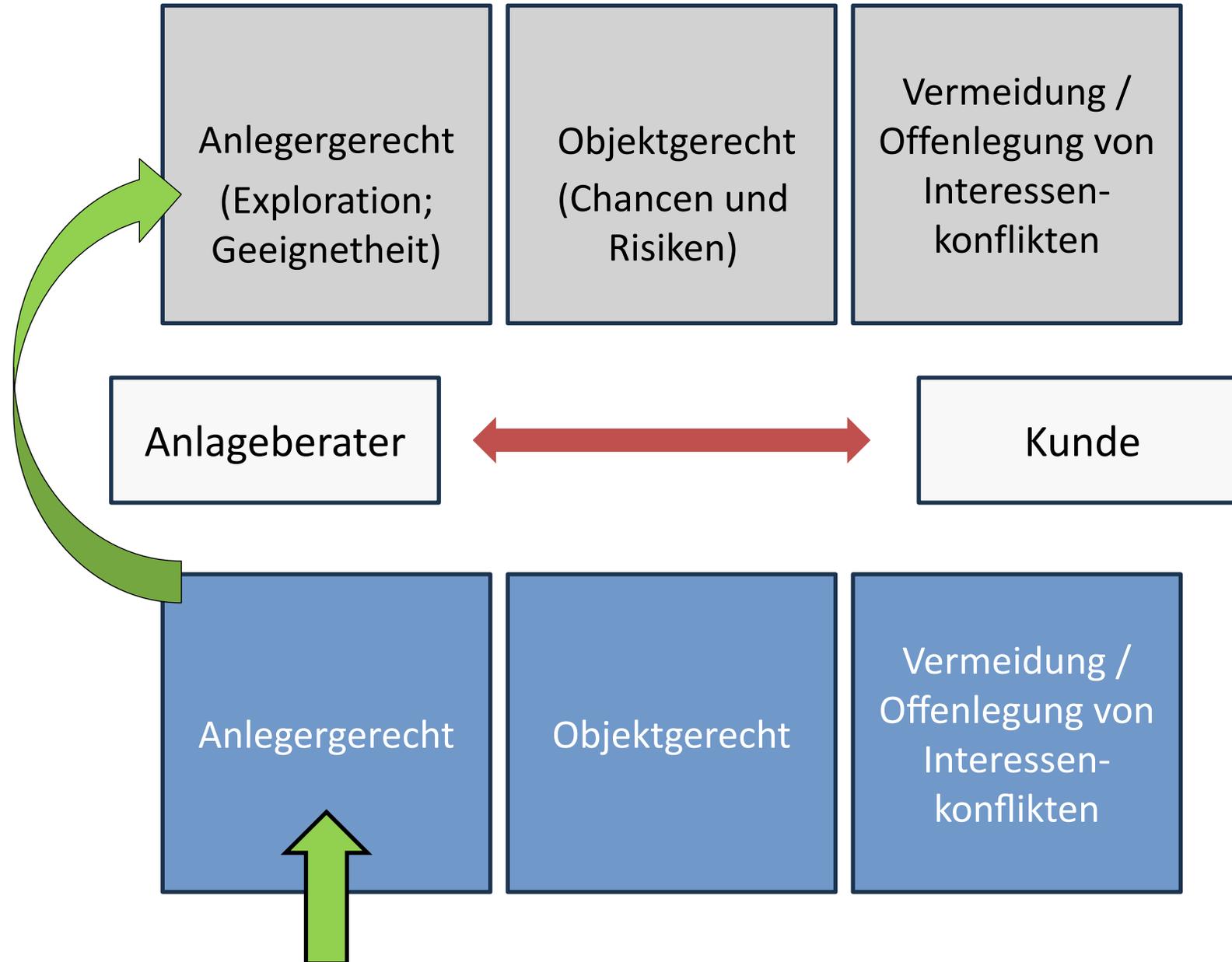


**Zivilrecht**

„Ausstrahlungswirkung“



**Aufsichtsrecht  
(§§ 63 ff. WpHG)**



- 1) „Ausstrahlungswirkung“ der neuen Normen?
- 2) Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens?
  - Anwendbarkeit str.
  - Jedenfalls: Widerlegung leichter möglich (str.)

„Dieselgate der Banken“ ?

# V. Ein Zwischenfazit

## Korrekturbedarf !

- Allerdings: Wohl nicht mehr im Grundsätzlichen
- Einzelpunkte:
  - Bessere Abstimmung der Nachhaltigkeitsbegriffe
  - Art. 8-Produkte und MiFID II
  - Klärung der Haftungsfragen
- Einschätzungen aus der Praxis?

**Vielen Dank für  
Ihre Aufmerksamkeit!**

## **Kontakt**

PD Dr. Alexander Wilhelm, MJur.

Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Fachbereich Recht und Wirtschaft

Jakob-Welder-Weg 9

55128 Mainz

[wilhela@uni-mainz.de](mailto:wilhela@uni-mainz.de)