

Impulse

APR 2022

Sustainable Finance: Klare Regeln für die Finanzwirtschaft und ein ganzheitlicher politischer Ansatz

Stefan Marx, Karl-Peter Schackmann-Fallis, Florian Witt
Mitglieder der AG Finanzen des Managerkreises

- Kundinnen und Kunden, Politik und Aufsicht erwarten zu Recht von der Finanzwirtschaft, dass sie Nachhaltigkeitsaspekte immer stärker in ihre Geschäftsprozesse einbezieht. Die wirtschaftlichen Risiken, die sich aus dem menschengemachten Klimawandel ergeben, werden sich zunehmend auf Investitionen und Kreditvergabe auswirken. Der Drang zu „Sustainable Finance“ ist aber ein regulatorischer Umweg. Nötig wäre eine mutigere Bepreisung von Emissionen und anderem umweltschädlichem Verhalten.
- Die europäisch (und in vielen anderen Staaten der Welt) beschlossenen Sustainable-Finance-Regeln umfassen die Neuausrichtung der Kapitalflüsse hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, die Bewältigung finanzieller Risiken sowie die Förderung von Transparenz und Langfristigkeit. Dies beinhaltet für die deutsche Wirtschaft viele Chancen, aber auch das Risiko einer Überregulierung. Gerade der Mittelstand droht überfordert zu werden.
- Nötig ist deshalb ein breiter Ansatz von Politikmaßnahmen. Das beinhaltet Förderprogramme für die Unternehmen im Umbau, verbindliche soziale Kriterien, eine langfristige Ausrichtung von unternehmerischen Strategien, eine Bekämpfung des „Grünwaschens“ sowie der Erhalt und Ausbau von Naturräumen als natürlichen CO₂-Senken.

Eine nachhaltige Entwicklung und ein sorgsamer Umgang mit den Ressourcen unseres Planeten sind zentrale Ziele von Gesellschaft, Politik und Wirtschaft. Überall auf der Welt werden, neben der Bekämpfung der Covid-19-Pandemie, umfangreiche Anstrengungen unternommen, um das derzeit drängendste Umweltproblem, den Klimawandel, anzupacken.

Das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung nimmt dabei Einfluss auf die Realwirtschaft und seit einiger Zeit auch verstärkt auf die Finanzwirtschaft. Kreditinstitute beziehen Aspekte der ökologischen und gesellschaftlichen Nachhaltigkeit stärker in ihre Geschäftsausrichtung und Entscheidungsprozesse ein. Dies ist

zum einen entsprechenden politischen Erwartungen, Kundenwünschen, Bewertungen von Ratingagenturen, kritischer Betrachtung durch Nichtregierungsorganisationen sowie neuen Regulierungs-, Aufsichts- und Transparenzvorgaben zu verdanken. Zum anderen machen zunehmend schlagend werdende physische und transitorische Risiken in den Portfolien eine Nachhaltigkeitsbetrachtung im Investitions- bzw. Kreditvergabeprozess bankbetrieblich unabdingbar.

Diese umfangreichen Faktoren induzieren einen Strukturwandel. Alte Industrien und Wirtschaftsstrukturen mit bisher bewährten Geschäftsmodellen werden sich anpassen müssen, weil ent-

weder eine zunehmende Erderwärmung das Wirtschaften nicht mehr in bisheriger Form bzw. nur eingeschränkt, mindestens aber kostenintensiver, möglich macht (physische Risiken).¹ Hinzu kommen die zu erwartenden Anpassungsmaßnahmen vonseiten der Politik (transitorische Risiken).² Als Folge der zunehmenden Bedeutung derartiger Risiken bei verschiedenen Forderungssegmenten werden diese fester Bestandteil des Risikomanagements der Kreditinstitute. Die Politik hat im Prozess der Nachhaltigkeitstransformation der Realwirtschaft auch den Weg über die Lenkung der Finanzströme gewählt (Sustainable Finance), wodurch Kreditinstitute und Kapitalmarkt stark in den Fokus politischen Handelns im Bereich Nachhaltigkeit gerückt sind.

Es ist eine europäisch getroffene Grundsatzentscheidung, zur Erreichung der Klimaziele auch die Finanzwirtschaft in die Pflicht zu nehmen (in einigen Bereichen als Pilot). Diese soll durch verschiedenste Anforderungen, z. B. mittels der Taxonomie, Transparenz über die Kapitalbereitstellung schaffen sowie Nachhaltigkeitsaspekte in das Risikomanagement einbeziehen. Politisches Ziel ist die Investitionslenkung. Damit fungiert die Finanzwirtschaft in gewisser Weise als Erfüllungsgehilfe zur Erreichung umweltpolitischer Ziele. Darauf hat sich die Finanzwirtschaft mittlerweile eingestellt, dennoch ist der direkte Ansatz an der Quelle von klimaschädlichen Emissionen der zielgenauere Weg. Auf mittlere Sicht wird der Weg zu einer nachhaltigen Wirtschaft nur über die adäquate Bepreisung klimaschädlicher Subventionen und sonstiger Umweltschäden (z. B. des Artensterbens), über direkte regulatorische Eingriffe in einzelne Industrien und Lieferketten sowie über eine Standardisierung der Nachhaltigkeitsberichterstattung in der gesamten Wirtschaft zum Erfolg führen.

Konkret: Aus wirtschaftstheoretischer Sicht müssten wirtschaftliche Aktivitäten, die negative externe Effekte, also Kosten bei Dritten, bewirken, mit einer Steuer belegt werden (Konzept der

- 1 Sogenannte physische Risiken umfassen das Risiko sinkender oder volatiler Ertragsüberschüsse aus der bisherigen Wirtschaftstätigkeit infolge von häufiger auftretenden negativen Klimaereignissen wie Dürren, Starkregen oder Überschwemmungen sowie infolge von steigenden Versicherungsprämien oder von Rohstofferschöpfung.
- 2 Sogenannte transitorische Risiken umfassen das Risiko sinkender oder volatiler Ertragsüberschüsse aus der bisherigen Wirtschaftstätigkeit infolge von klimapolitischen Entscheidungen, die im Kontext der Emissionsreduzierung getroffen werden. In diese Kategorie fällt auch das Risiko, dass die für den Umbau der Realwirtschaft erforderlichen Innovationen durch neue, teilweise ausländische Marktteilnehmer hervorgebracht werden und nachfolgend die Wertschöpfung primär im Ausland stattfindet. Transitorische Risiken wirken insbesondere dann erheblich, sobald grenzüberschreitend unterschiedliche CO₂-Regime vorherrschen, da dann entsprechende angebotsseitige Kosteneffekte nicht direkt an die Nachfrage weitergegeben werden können. Daraus entstehen erhebliche Effekte auf die GuV von Unternehmen. Die Unternehmensseite müsste dies durch zusätzliche Investitionen kompensieren. Um Standortverlagerungen vorzubeugen, kann wirtschaftspolitisch auch über Zölle nachgedacht werden, die den Transformationsprozess der inländischen Angebotsseite abschirmen.

Pigou-Steuer). Durch die Besteuerung würden die externen Kosten zu privaten Kosten des Verursachenden, mithin internalisiert, d. h. in das Handlungsentscheidungskalkül des Emittenten einfließen und somit auch bei der Entscheidung über Investitionen zur Emissionsreduzierung berücksichtigt. Anstelle einer Steuer wäre eine Änderung der Bilanzierungsregeln vorstellbar, die externe Effekte einbezieht. Viele Unternehmen setzen sich außerdem jetzt schon umfassende Nachhaltigkeitsziele mit konkreten Vorgaben für die nächsten Jahre.

Insofern ist der indirekte Ansatz, Externalitäten, welche die Realwirtschaft über CO₂-Emissionen verursacht, mittels Vorgaben für die Kreditvergabe dezimieren zu wollen, ein mit Zielungenauigkeit behafteter Weg. Vorzuziehen wäre eine mutigere CO₂-Besteuerung oder ein Emissionszertifikatesystem unmittelbar auf Ebene der Emittenten, da dies direkt eine Verhaltensbeeinflussung bewirken würde. Der Versuch einer Investitionslenkung über Vorgaben zur Kreditvergabe ist hingegen mit hohen administrativen Kosten, Ausweicheffekten über (ausländische) Kapitalmärkte und mit nicht bestimmbareren Kollateralschädigungen verbunden.

Dass Kreditwirtschaft und Kapitalanlagegesellschaften über einen politisch definierten Katalog nachhaltiger Wirtschaftssektoren (Taxonomie) ihre Kredit- und Anlageentscheidungen derart gestalten, damit im Ergebnis die Realwirtschaft klimaschädliche Emissionen vermeidet, stellt demnach nur den zweitbesten Ansatz dar. In Anerkennung der politischen Realität dieser Grundsatzentscheidung geht es nun darum, den Rahmen auszugestalten. Es bleibt indes das Analyseergebnis, dass Finanzstromlenkung nicht das einzige und nicht das tragende Element einer nachhaltig ausgerichteten Wirtschaft und Gesellschaft sein kann.

Die Emissionsreduzierung muss letztlich eine Veränderung der gesamten Wertschöpfungskette in unserer Volkswirtschaft bewirken, damit wir in den nächsten Jahren die Chance haben, eine sozial-ökologische Marktwirtschaft zu schaffen, die Europa zum innovativen, nachhaltigen Gestalter der Weltwirtschaft machen kann. Dabei hat die Corona-Krise den sozialen Aspekt des Nachhaltigkeitsprinzips stärker in den Vordergrund gedrängt – ein ureigenes sozialdemokratisches Thema.³

- 3 Häufig ist, insbesondere auf Verbraucher- und NGO-Seite, aber auch seitens der Finanzmarktregulierung, allgemein von „Nachhaltigkeitsaspekten“ als Oberbegriff für sogenannte ESG-Kriterien die Rede. Dabei steht das „E“ für environmental, das „S“ für social und das „G“ für governance, also gute Unternehmensführung. Die EU-Taxonomie definiert bislang nur den Aspekt „environmental“. Absehbar soll mit der „sozialen Taxonomie“ der Bereich „social“ abgegrenzt werden. Für das Feld „governance“ wird es nach derzeitigem Stand keine eigene Taxonomie geben. Dies wird vermutlich anderweitig, beispielsweise über bestehende Governance-Regularien oder das Lieferkettengesetz (mit Blick auf deutsche Regelungen), abgebildet werden.

I. Sustainable Finance: Politische Rahmenbedingungen

Das Pariser Klimaschutzabkommen von 2015, das Deutschland neben knapp 200 weiteren Staaten unterzeichnet hat, verpflichtet zu einem politischen Handeln, das die menschengemachte Klimaerwärmung auf deutlich unter 2 (möglichst 1,5) Grad Celsius im Vergleich zu vorindustriellen Zeiten begrenzen soll. Zur Erreichung dieser klimapolitischen und anderer nachhaltigen Entwicklungsziele hat die EU-Kommission bereits 2018 mit ihrem Aktionsplan „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ die Richtung für die Finanzwirtschaft vorgegeben. Über verschiedene Einzelmaßnahmen sollen drei übergeordnete politisch festgelegte Ziele erreicht werden:

- ▷ Neuausrichtung der Kapitalflüsse hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft
- ▷ Bewältigung finanzieller Risiken
- ▷ Förderung von Transparenz und Langfristigkeit

► EU-Taxonomie

Die wichtigste Maßnahme aus dem Aktionsplan ist die EU-Taxonomie. Diese führt in Form einer hoheitlichen Verordnung ein Klassifikationssystem für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten ein (EU/2020/852). Die grüne Taxonomie kommt erstmals seit dem 1. Januar 2022 zur Anwendung und wirkt letztlich sowohl auf die Finanz- als auch die Realwirtschaft. Wenngleich die Taxonomie nur eines von mehreren Instrumenten ist, wird sie infolge ihrer Grundlagenfunktion erhebliche Dimensionen entfalten.

In der EU-Taxonomie wird definiert, unter welchen Voraussetzungen eine wirtschaftliche Tätigkeit als ökologisch nachhaltig anzusehen ist. Eine Wirtschaftstätigkeit soll demnach als ökologisch nachhaltig gelten, wenn sie – unter Einhaltung sozialer Mindeststandards – positiv auf mindestens eines von sechs Umweltzielen wirkt und zu keiner erheblichen Beeinträchtigung der anderen Umweltziele führt. Die Umweltziele sind:

- ▷ Klimaschutz
- ▷ Anpassung an den Klimawandel
- ▷ nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- sowie Meeresressourcen
- ▷ Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und Recycling
- ▷ Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung
- ▷ Schutz gesunder Ökosysteme

Die EU-Kommission arbeitet zudem an der Ausgestaltung einer möglichen sozialen Taxonomie. Insgesamt sollen EU-Taxonomie und die anderen Maßnahmen aus dem EU-Aktionsplan von 2018 bewirken, dass Finanzströme in großem Umfang in die Finanzierung nachhaltiger Aktivitäten umgeleitet werden. Ergänzende Vorgaben der Aufsichtsbehörden dienen dazu, dass Nachhaltigkeitsaspekte stärker im Risikomanagement verankert werden. Allerdings stellt deren Implementierung eine große Herausforderung dar, weil bisherige Leitlinien im Vergleich zu früheren Mindestanforderungen oftmals zu vage formuliert sind. So entsteht Unsicherheit in der Finanzindustrie.

Die EU-Kommission hat nach langem politischen Ringen Atomkraft als ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivität einordnet.⁴ Für uns ist klar: Atomkraft mag auf den ersten Blick als CO₂-sparende Technologie gelten, wenn man ihre Risiken gering bewertet. Aber ihre Folgen, v. a. das Problem der ungelösten Endlagerung des Atomabfalls, lassen die ökologische Nachhaltigkeit von Energieerzeugung mittels Atomkraft sicher am „Do no significant harm“-Test scheitern. Gleichwohl gilt zu bedenken, dass radioaktive Materialien und Technologien ebenfalls im Medizinbereich genutzt werden, was die Differenzierung zwischen ESG und Nicht-ESG erschwert. Die Bundesregierung sollte – auch im Hinblick auf die EU-Kapitalmarktunion – grundsätzlich europäischen Lösungen den Vorzug geben. Zur Wahrheit gehört dann aber auch: Im Sinne eines einheitlichen europäischen Vorgehens muss Deutschland nachfolgend die Entscheidung der EU-Kommission anerkennen und es folglich einzelnen Anleger_innen (zuerst dem Staat als Asset Manager selbst, aber auch den Privatkundinnen und -kunden) überlassen, Atomprojekte aus Nachhaltigkeitsportfolien auszuschließen, wenn sie dies wünschen.

Aus Sicht der deutschen Volkswirtschaft sollte es Deutschlands politischer Beitrag in der europäischen Diskussion sein, dass klein- und mittelständische Wirtschaftsstrukturen hinreichend Beachtung finden. Die EU-Taxonomie darf nicht zu überzogenen administrativen Belastungen bei Berichts- und Compliance-Pflichten der KMU führen oder deren regional bezogene Wirtschaftstätigkeit einschränken. Insbesondere Letztgenanntes ist verzahnt mit sozialer Nachhaltigkeit, da klein- und mittelständische Wirtschaftstätigkeit regionalen Disparitäten und Verstärkungstendenzen entgegenwirkt.

⁴ Vgl. Complementary Climate Delegated Act (vorbehaltlich der Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union am 02.02.2022 von der EU-Kommission angenommen); Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities.

Insgesamt ist zu kritisieren, dass der EU-Taxonomie eine Auswirkungstudie (Impact Assessment) in vollem Umfang fehlt. Es bleibt folglich unklar, ob das gewählte Instrument überhaupt hinreichend zielgenau und kosteneffizient wirkt. Das politische „Default-Risiko“, also das Risiko des Scheiterns einer nachhaltigen Transformation, wird somit faktisch auch der Finanzwirtschaft angelastet. Die Finanzwirtschaft wird demnach auf Basis eines nicht hinreichend analysierten Ansatzes in die Verantwortung genommen. Hinzu kommen hohe Umsetzungskosten für die Industrie. Auch hatte der Bundesrechnungshof in einem Bericht für den Haushaltsausschuss des Bundestags im September 2020 darauf hingewiesen, dass eine wirksame Kontrolle der Taxonomie durch die Finanzaufsicht sowie eine effektive Mitsprache der Mitgliedstaaten in ihrer weiteren Ausgestaltung nicht gegeben seien.⁵ Industrieverbände brachten in den letzten Monaten mehrfach Sorgen über die Taxonomie zum Ausdruck – hier besteht noch einiger Aufklärungs- und Diskussionsbedarf.

► European Green Deal

Neben der EU-Taxonomie und weiteren Maßnahmen aus dem Aktionsplan wurde 2019 von der EU-Kommission der „European Green Deal (EGD)“ verabschiedet. Sein übergeordnetes Ziel ist die Erreichung von Klimaneutralität in Europa bis 2050. Der „Green Deal“ ist insofern der Konzeptrahmen für einen Wandel der europäischen Volkswirtschaften hin zu einer konsequenten Reduktion der Treibhausgase auf „Netto Null“ und zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise. Hierzu initiiert die EU-Kommission Maßnahmen in knapp 50 Einzelfeldern.

Den Handlungsbedarf sieht die EU-Kommission auf allen politischen Ebenen und über alle Wirtschaftssektoren hinweg. Die Wirtschaft soll insgesamt ressourceneffizient, wettbewerbsfähig und modern gestaltet werden. Damit erkennt die EU-Kommission an, dass Nachhaltigkeit einer guten Balance zwischen Ökologie, sozialer Gerechtigkeit und Ökonomie bedarf. Positiv ist insofern, dass die EU-Kommission ambitionierte Klimaziele verfolgt und zu diesem Zweck die europäische Wirtschaft grundlegend umzugestalten beabsichtigt, dabei aber die Versorgungssicherheit und Wettbewerbsfähigkeit sowie die mit der Transformation unweigerlich verbundenen sozialen Folgen nicht außer Acht lässt.

5 Vgl. Bericht des BRH, „Maßnahmen der Bundesregierung im Zusammenhang mit dem Aktionsplan der EU-Kommission zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums“, verfügbar unter <https://www.bundesrechnungshof.de/de/veroeffentlichungen/produkte/beratungsberichte/2020/sustainable-finance-bund-muss-eu-taxonomie-wirksam-kontrollieren/finanzierung-nachhaltigen-wachstums-unklare-ziele-und-kriterien>

II. Chancen begreifen und Risiken abfedern

Deutschland ist sowohl von den Chancen als auch den Risiken des Umstiegs zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise im europäischen Vergleich besonders betroffen:

- ▷ Deutschland ist eine gewachsene Volkswirtschaft, deren Arbeitsplätze und Exporte sehr stark durch Branchen getragen sind, denen ein höheres Transitionsrisiko innewohnt. So muss z. B. die Automobilindustrie befürchten, dass Staaten in Europa bzw. weltweit die Flotten-Emissionsgrenzwerte verschärfen oder Verbrennungsmotoren abschaffen und somit bestimmte Pkw-Modelle nicht mehr verkäuflich sind.
- ▷ Die neuen Regeln zur Nachhaltigkeit erhöhen die Berichts- und Compliance-Aufwendungen. Die Geschäftsmodelle des in Deutschland bedeutenden Mittelstandes zeichnen sich durch gute Produkte und eine hohe Innovationskraft bei vergleichsweise geringem „Verwaltungs-Personal-Bestand“ aus. Neue Regulierungen und Dokumentationspflichten zwingen die Unternehmen dazu, einen größeren Mitarbeiteranteil zur Erfüllung gesetzlicher Offenlegungsvorgaben abzustellen sowie verstärkt finanzielle Ressourcen für externe Unterstützung (Beratungsleistungen, IT-technische Umsetzung) aufzuwenden.
- ▷ Den Finanzdienstleistern (Fondsgesellschaften, Banken und Sparkassen, Versicherungen) kommt in einer älter werdenden Gesellschaft die Aufgabe zu, die Gelder von Kund_innen langfristig anzulegen. Sich verändernde Rahmenbedingungen, welche die Geschäftsmodelle der Unternehmen der Realwirtschaft gefährden, stellen auch eine Herausforderung für die langfristige Kapitalanlage dar.
- ▷ Damit der Umbau der deutschen und europäischen Volkswirtschaft ohne strukturelle und soziale Verwerfungen gelingt, sind hohe Investitionen erforderlich – für neue Infrastrukturen, Produktionsanlagen, Lieferketten, Dienstleistungen sowie für Forschung und Entwicklung in CO₂-arme Technologien. Diese Summen werden kein Staat und keine EU allein aufbringen können. Es bedarf hier des Kapitalmarktes und der Kreditinstitute als Intermediäre, um Ersparnisse in neue nachhaltige Anlagen zu lenken.

III. Sustainable Finance: Auswirkungen auf Kreditvergabe und das Finanzierungsverhalten des Kapitalmarktes

Die politischen Maßnahmen des Sustainable Finance und die gesellschaftliche Erwartungshaltung werden den Kapitalmarkt erheblich beeinflussen. Durch die Transparenzvorgaben der nicht-finanziellen Berichterstattung, verbunden mit der Zuordnung durch die EU-Taxonomie, wird für Investor_innen deutlich, welche Wirtschaftsaktivitäten bzw. Unternehmen als ökologisch nachhaltig eingestuft sind und welche nicht. Damit wird es absehbar zu einer Lenkung der Finanzströme im Sinne politisch definierter Zielfelder kommen.

Auf Ebene der Kreditinstitute rücken die regulatorischen und aufsichtlichen Vorgaben aus dem Bereich Sustainable Finance – u. a. Vorgaben zur Eigenmittelunterlegung sowie zum Risikomanagement – stark in den organisatorischen und geschäftspolitischen Fokus. Um nachhaltiger zu werden und die Risiken aus nichtnachhaltigen wirtschaftlichen Aktivitäten aufseiten der Kunden besser zu erkennen und zu steuern, nehmen Kreditinstitute verstärkt Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Kreditrichtlinien auf. Dies betrifft häufig das Geschäft mit den Firmenkunden. So müssen Geschäftspartner_innen und Kreditnehmer_innen u. a. zusagen, dass sie nicht bewusst bei Menschenrechtsverletzungen mitwirken oder Diskriminierung nicht aktiv betreiben bzw. verhindern. Einzelne Institute schließen aus Nachhaltigkeitsgründen sogar bestimmte Branchen von der unmittelbaren Kreditvergabe ganz aus; dazu gehören u. a. der Uranbergbau und die direkte oder indirekte Beteiligung am Bau oder Betrieb von Atomkraftwerken sowie die Rüstungsindustrie.

Fondsgesellschaften wenden mittlerweile Mindestausschlüsse für bestimmte Branchen und Wirtschaftsaktivitäten an, sodass sich Wertpapiere bestimmter Unternehmen nicht mehr in als „ESG“ gekennzeichneten Vermögen befinden. Diese Logik wird absehbar durch die BaFin-Richtlinien für nachhaltige Investmentvermögen und das sogenannte Verbändekonzept zur verbindlichen Regel. Allerdings muss es für Fondsgesellschaften möglich bleiben, gezielt in (noch) nicht als nachhaltig geltende Unternehmen zu investieren, um als aktiver Anteilseigner auf Unternehmensstrategien zu wirken, die Klimaneutralität und mehr Nachhaltigkeit glaubwürdig einplanen. Maßstab sollte demnach nicht nur der Status quo eines Unternehmens sein, sondern auch die künftigen Strategien und Investitionspläne. Kurz formuliert: Wer nur dort investiert, wo es bereits „dunkelgrün“ ist, mag Gutes tun. Noch besser tun diejenigen, die ihr Geld und ihre Stimme für den Wandel einsetzen. In diesem Sinne sollten Finanzierungen,

die noch nicht vollständig ESG-konform sind, aber den Transformationsprozess der Realwirtschaft nachweisbar voranbringen, weiterhin uneingeschränkt durchführbar und grundsätzlich als nachhaltigkeitskonform behandelt werden.

Allgemein sollte die Politik anstreben, bei den Kreditinstituten und Anlagegesellschaften keine Überlast an administrativen Fixkosten zu erzeugen und somit keinen kollateralen Impuls für eine weitere regulatorisch induzierte Fusionswelle bei kleinen und mittelgroßen Instituten auszulösen. Aktuell wird der Finanzwirtschaft eine große Verantwortung zum Erreichen politischer Ziele übertragen, was allgemein kritisch zu hinterfragen ist. Die Erreichung sozialer und umweltbezogener Ziele sowie damit zusammenhängender Vorgaben für einzelne Branchen bzw. für die Organisation von Unternehmen sollte direkt durch staatliche Anordnungen – etwa über die Gewerbeaufsicht oder die Zollbehörden – erfolgen. Kontraproduktiv ist eine Kontrollpflicht und die damit zusammenhängenden Kosten der Finanzwirtschaft anzulasten.

Das Design der Verpflichtungen, z. B. in Form der EU-Taxonomien, ist deshalb dahin gehend zu prüfen, ob die daraus ableitbaren Aufgaben nicht einen hoheitlichen Charakter aufweisen. Sollte dies der Fall sein, wäre eine Verpflichtung der Finanzwirtschaft grundsätzlich erst einmal infrage zu stellen, da diese in der Regel nicht über die hinreichenden Mittel zu einer effektiven Erfüllung verfügt. Die Erfahrungen der Finanzwirtschaft mit der politischen Delegation hoheitlicher Aufgaben in Form von Verpflichtungen sind durchaus ambivalent: So bedurfte es in der Geldwäschegesetzgebung mehrerer Novellen, um ein effektives Design zu erarbeiten. Dieses definierte weitere Verpflichtete und auch die beim Staat zu verbleibenden bzw. neu zu schaffenden Aufgaben, wie z. B. die *Financial Intelligence Unit* (FIU). Im Interesse der Ziele der Nachhaltigkeit sollte diesmal ein optimales Design frühzeitiger gefunden werden.

Zudem ist es aus Gründen des Arbeitsmarktes und zur Stabilität des Transformationsprozesses auch in Zukunft unerlässlich, dass sämtliche bisherigen Wirtschaftszweige von der Finanzwirtschaft uneingeschränkt weiterbegleitet werden dürfen.⁶

6 Derzeit werden nichtnachhaltige Finanzierungen regulatorisch nicht untersagt, sondern durch Vorgaben zur zusätzlichen Transparenz bzw. Berichterstattung und durch besondere Anforderungen das Risikomanagement betreffend administrativ erschwert bzw. verteuert und damit indirekt eingeschränkt. Ihre Durchführung bleibt indes der strategischen Ausrichtung des jeweiligen Kreditinstituts bzw. der Anlagegesellschaft überlassen.

Einzelne politische Bestrebungen zum Verbot der Finanzierung von CO₂-intensiven Wirtschaftsaktivitäten wirken kontraproduktiv, denn es wird beispielsweise für das Fundament eines Windrades noch immer Beton gebraucht, dessen Herstellung viele CO₂-Emissionen verursacht, auch wenn das Windrad nach der Installation nachhaltigen Strom erzeugt. Im Übrigen ergäbe sich die – teilweise bereits sichtbare – Umgehungsmöglichkeit, taxonomiekonforme Investitionsbestandteile über Fremdkapital und taxonomieinkonforme Projektelemente über Eigenkapital zu finanzieren.

Zu bedenken ist ferner, dass eine ESG-induzierte branchenspezifische Einschränkung der Kreditvergabe bestehende Forderungen gegenüber diesen Wirtschaftsakteuren zu sogenannten Stranded Assets, also perspektivisch in der Zukunft stark wertgeminderten Positionen, machen würde. Die Regulatorik würde eine steigende Quote an ausfallgefährdeten Forderungen (Non-Performing Exposures) herbeiführen und nachfolgend die Finanzstabilität schwächen. Darüber hinaus muss die Politik aufpassen, keine Widersprüche in gesellschaftlichen Zielen aufzubauen; das gilt beispielsweise mit Blick auf den Verteidigungsbereich (Defense-Industrie). So brauchen Demokratien allgemein eine nach außen gerichtete Sicherheitspolitik, insbesondere dann, wenn Druck von nichtdemokratischen Systemen erzeugt wird. Europa im Speziellen braucht einen starken und gemeinsamen Verteidigungsbereich – und somit auch eine entsprechende Industrie – um den weltpolitischen Entwicklungen glaubhaft begegnen und letztlich auch ethische Verantwortung für Menschen anderswo übernehmen zu können.

Pauschale Verbote bzgl. der Fremdkapitalfinanzierung sind insofern weder angemessen noch sachlich geeignet. Daher wäre eine Verpflichtung von Versicherungen, Fondsgesellschaften oder Kreditinstituten, bei Kapitalanlage oder Kreditvergabe eine feste Quote an ESG-Assets aufweisen zu müssen, der falsche Weg. Der Eingriff in die Wirtschaftstätigkeit würde zu weitreichend sein und die Unsicherheit, dass die Finanzierung von Brückentechnologie oder KMU beeinträchtigt wird, zu groß. Zudem bestünde die Gefahr, dass der regulatorisch erzeugte Nachfrageüberhang preisverzerrend wirkt: Investitionen in ESG-Assets würden unter Rendite-Risikogesichtspunkten dann nicht mehr in einem ausgewogenen Verhältnis stehen und folglich die Rendite nicht mehr genügen, um die Risiken der Investments abzugelten. Die Folgen wären höhere Ausfallrisiken oder negative Ertragsüberschüsse aufseiten der Kreditinstitute bzw. institutionellen Investor_innen, was destruktiv im Sinne der Finanzmarktstabilität wirkt. Im Zielbild kann es darüber hinaus nicht darum gehen, dass KMU, die den ESG-Nachweis aus berechtigten Gründen nicht erbringen können (hoher administrativer Aufwand, fehlende

Skaleneffekte o. Ä.), oder Branchen, die per se nicht nachhaltig agieren können, ihre Kreditaufnahme allein über staatliche Förderbanken oder Spezialfinanzierer darstellen müssen.

Letztlich kann nicht zwingend davon ausgegangen werden, dass in der Regel politisch gesteuerte Kreditinstitute, wie Förderbanken, die an klassische Kreditinstitute oder andere Kapitalsammelstellen gestellten Vorgaben in gleichem Maße oder noch strenger beachten müssen. So entstünden nämlich wiederum „Stranded Assets“ aus Branchen, die entweder vollkommen von klassischer Finanzierung ausgeschlossen oder aus dem Schattenbankensektor, oftmals außerhalb Europas, finanziert werden. Hierbei darf nicht der Effekt unterschätzt werden, wenn die Renditen aus erfolgreicher Transformation dann nicht im hiesigen Wirtschaftsraum verbleiben können oder wenn z. B. dem Klimaziel widersprechend mit Geld aus dem Schattenbankensektor klimaschädliche Wirtschaft aufgrund von Überrenditen zu lang am Leben gehalten wird.

Stattdessen ist eine Lenkung über den Preis zu bevorzugen, um Externalitäten volkswirtschaftlich zu internalisieren, wozu quasi auch indirekt der Finanzmarkt greifen wird.⁷ Für wirtschaftliche Aktivitäten, die sich negativ auf Umwelt und Gesellschaft auswirken, ist am Kapitalmarkt (z. B. bei Unternehmensanleihen) bereits heute ein Preis feststellbar. Ein wichtiger Bestandteil des Zinses sind Risikozuschläge. Nichtnachhaltige Wirtschaftsaktivitäten (z. B. sehr hohe CO₂-Emissionen, Aktivitäten mit problematischer Einhaltung von Menschenrechten oder Sozialstandards) bergen Risiken. Dies kann sich z. B. auswirken, indem bei steigender CO₂-Bepreisung der Cashflow eines Unternehmens negativ belastet wird oder Reputationsschäden eintreten, d.h., Kund_innen diese nichtnachhaltigen Unternehmen meiden. Im Kreditgeschäft ist zum Teil jetzt schon mit einer angemessenen Einpreisung des Risikos von nichtnachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten zu rechnen. Dieser Trend wird sich noch verstärken.

7 Dies wäre eine zusätzliche Internalisierung. Wenngleich – wie bereits an anderer Stelle im Text aufgeführt – eine direkte Internalisierung über eine reine CO₂-Bepreisung oder ein Emissionszertifikatesystem vorzuziehen wäre und als ausreichend erachtet wird, werden hohe CO₂-Kosten zwangsläufig auch Renditezuschläge erzeugen. Es braucht aber eine stringenter CO₂-Bepreisung statt, wie derzeit, im Wesentlichen auf Renditeaufschlägen bzw. -abschlägen (für „gutes“ Handeln) zu setzen.

IV. Wirtschaftspolitik muss den Blick weiter fassen

Der Umbau von Wirtschaft und Gesellschaft zu einer nachhaltigen Ausgestaltung muss breiter erfolgen als nur auf die Finanzwirtschaft und die Kapitalströme fokussiert. Wichtige Ansatzpunkte sind:

- ▷ **Unterstützung der Umbauhelfer und Mittel für die Transformation:** Damit der Wandel des Wirtschaftens zeitnah zu bewerkstelligen ist, sollten Unternehmen, die nachweislich Geschäftsmodelle hin zu mehr Nachhaltigkeit (z. B. weniger CO₂-Emissionen oder mehr Mitbestimmung) umbauen, staatliche Unterstützung aus Förderprogrammen (Kreditgarantien und Zuschüsse) erhalten. Zudem bedarf es einer Revision der Haftungsfreistellung für Kreditinstitute bei Förderkrediten, insbesondere dort, wo die Transformation schneller gelingen muss.
- ▷ **Entwicklung verbindlicher sozialer Kriterien:** Neben dem Schwerpunkt Klimawandel müssen weitere Umweltthemen und auch soziale Kriterien zeitnah in die Nachhaltigkeitskonzeption aufgenommen werden. Die Corona-Krise hat soziale Erwägungen (z. B. ein funktionierendes Gesundheitssystem, die Betreuung älterer Menschen und von Kindern und die Bezahlung sozialer Berufe) ins Rampenlicht gerückt. Daher ist es erforderlich, dass die EU alsbald eine zweite Taxonomie entwickelt, die soziale Kriterien definiert. Eine eigenständige Sozialtaxonomie ist verfahrenstechnisch einer Erweiterung der Umwelttaxonomie vorzuziehen, weil eine Integration sozialer Aspekte aufwendig wäre und letztlich die Entwicklung nachhaltiger Assets schwieriger würde. Dabei sollte bei einer Sozialtaxonomie bzgl. der Komplexität der Berichterstattung zwischen Großunternehmen einerseits und kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) bzw. kommunalen Unternehmen der örtlichen Daseinsvorsorge andererseits unterschieden werden. Aufgrund einer solchen sozialen Taxonomie ist zugleich zu erwarten, dass Ausleihungen an kommunale Gebietskörperschaften für nachhaltige Zwecke (z. B. für sozialen Wohnungsbau) aufgewertet werden.
- ▷ **Nachhaltige Pfandbriefe:** Das Interesse der Kund_innen an nachhaltigen Finanzprodukten (beispielsweise Investmentfonds) ist vorhanden. Um diese zu bedienen, könnte ein mögliches Produkt der grüne Pfandbrief bzw. perspektivisch der „ESG-Pfandbrief“ sein. Der grüne Pfandbrief ist ein Hypothekenpfandbrief, der mit grünen Immobilienfinanzie-

rungen besichert ist. Dabei gelten alle Vorschriften des deutschen Pfandbriefgesetzes ebenfalls für grüne Pfandbriefe sowie zusätzlich die europäischen Vorgaben der Taxonomie und des künftigen EU Green Bond Standards (EUGBS). Ein perspektivischer „ESG-Pfandbrief“ wäre demnach ein nach dem deutschen Pfandbriefgesetz regulierter Pfandbrief, in dessen Deckungsstock ausschließlich zunächst die nach EU-Taxonomie als ökologisch nachhaltig definierten und später auch die als sozial nachhaltig definierten Finanzierungen aufgenommen werden. Auf diese Weise können Kreditinstitute verstärkt dazu motiviert werden, nachhaltige und soziale Finanzierungen auszureichen, weil sich die Möglichkeiten der Refinanzierung für die Institute vergrößern.

- ▷ **Erschwerung von Green-Washing:** Ein „Green-Washing“ oder ein „Social-Washing“ (also das „Zurschaustellen“ nur vermeintlich nachhaltiger bzw. sozialer Facetten) bei Finanzprodukten ist nicht hinnehmbar.

Durch die Vielzahl der Anbieter von Nachhaltigkeitsratings stützen sich Fondsgesellschaften bei der Zusammenstellung eines ESG-Investmentfonds auf unterschiedliche Informationsquellen, die teilweise widersprüchliche Einschätzungen zu einzelnen Unternehmen abgeben. Daher sollte die European Securities and Markets Authority (ESMA) als eine Art „europäische Ratingagentur für ESG-Kriterien“ die Qualität und Konformität privater Nachhaltigkeitsratings überprüfen. Weiterhin sollte in einem europäischen Regelwerk definiert sein, welches durchschnittliche Nachhaltigkeitsrating die Assets eines ESG-Investmentfonds für das Tragen dieser Bezeichnung aufweisen müssen.

Um sicherzustellen, dass ein solcher ESG-Investmentfonds nicht ausschließlich Aktien bzw. Anleihen von Großkonzernen und Anleihen von Staaten, sondern auch von kleineren Unternehmen und Kommunen halten kann, muss die Methodik eines solchen Nachhaltigkeitsratings öffentlich einsehbar sein. Damit kann eine Fondsgesellschaft das Nachhaltigkeitsrating für kleinere Unternehmen „nachbauen“. Ein weiterer Vorteil einer transparenten Methode zur Bewertung von Nachhaltigkeitsaspekten ist dabei auch, dass die mit einem Investment verbundenen Risiken besser quantifiziert und in eine Kaufentscheidung einbezogen (eingepreist) werden können.

- ▷ **Quellen von klimaschädlichen Emissionen direkt angehen:** Für ein klimaneutrales Europa 2050 muss direkt bei den Verursachenden der CO₂-Emissionen ange-

setzt werden. Es müssen gesamtgesellschaftlich Maßnahmen ergriffen werden, um die Verbrennung fossiler Energieträger zu verringern und die Energieversorgung mit erneuerbaren Trägern zu stärken. Es sollten Anstrengungen unternommen werden, um in der Baubranche neue klimaschonendere Baustoffe bzw. Verfahren zur Herstellung der Baustoffe zu verwenden. Der Transport von Mensch und Material auf der Schiene sollte wesentlich stärker ins Blickfeld genommen und die E-Mobilität ausgebaut werden.

- ▷ **Die Natur als Kompensator stärker einbeziehen:** Es muss dafür Sorge getragen werden, dass bestehende Naturräume (Wälder, Moore, Torfe, naturnahe widerstandsfähige Fließ- und Stehgewässer etc.) erhalten bleiben. Es sollten Maßnahmen ergriffen werden, die eine Renaturierung von Altmooren oder eine Aufforstung von anderen Flächen zur zusätzlichen Aufnahme von CO₂ ermöglichen.

V. Politisches Fazit

Einige EU-Staaten versuchen auf nationaler Ebene Nachhaltigkeit in der Real- und Finanzwirtschaft voranzubringen. Dort, wo eine nationale Lösung praktikabel und nicht schädlich für den EU-Binnenmarkt ist, kann das natürlich hilfreich sein. Allerdings ist es zur Erreichung der ökologischen und sozialen Nachhaltigkeitsziele grundsätzlich sinnvoll Regelungen gesamteuropäisch anzugehen. Nationale Lösungen fragmentieren den Binnenmarkt und können dazu führen, dass der Wohlstand, der für den Transformationsprozess erhalten bleiben muss, gefährdet wird.

Die Schaffung von Transparenz in der nichtfinanziellen Berichterstattung, verbunden mit der Klassifikation aus der EU-Taxonomie, machen Risikokosten für nichtnachhaltiges Verhalten zuordenbar. Nichtnachhaltige Wirtschaftsaktivitäten werden künftig entsprechende Renditeaufschläge bieten müssen, um auch zukünftig Finanzierungspartner zu finden. Es ist auch denkbar, dass vermehrt Kreditinstitute und institutionelle Investoren (wie Pensionskassen oder staatliche Anlagegesellschaften) einige nichtnachhaltige Wirtschaftsaktivitäten nicht mehr finanzieren werden. Dies kann zu beschäftigungsgefährdenden Entwicklungen bei den betroffenen Unternehmen führen, beispielsweise im Bergbau, der Automobilindustrie, der Baustoffindustrie oder der konventionellen Landwirtschaft.

Lebensgewohnheiten und Investitionen im Wesentlichen nur über die Finanzmarktregulierung beeinflussen zu wollen, ist jedoch ein Umweg. Wirkungsvoller wäre es, mit konkreten Vorgaben bei

den Primärverursachern anzusetzen. Die klare Bepreisung der Umwelt- und Ressourcenbelastung durch einen angemessenen CO₂-Preis ist zielgenauer und weniger bürokratisch als mehrstufige Bewertungssysteme, wie es die EU-Taxonomie ist. In diesem Sinne sind gesellschaftliche Verabredungen zu Entwicklungspfaden Branche für Branche jeweils zwischen Politik, Branchenverbänden und Gewerkschaften anzustreben. Die Branchenziele sollten ambitioniert gesetzt und von allen Seiten als verbindlich angesehen werden. Staatlicherseits ist darauf zu achten, einer regulatorischen Arbitrage durch eine Verlagerung des Unternehmenssitzes in Drittstaaten steuerrechtlich entgegenzuwirken.⁸

Verschiedene Wirtschaftszweige haben sich bereits selbst verpflichtet ihre nachhaltige Ausrichtung zu stärken sowie einen Beitrag zum Klima- und Umweltschutz zu leisten. Dies sollte vonseiten der Politik stärker gewürdigt und regulatorisch der Nachhaltigkeit im Sinne der EU-Taxonomie gleichgestellt werden. Auf diese Weise ließen sich auch Anstrengungen von an sich nichtnachhaltigen Branchen anerkennen und dortige Finanzierungsengpässe vermeiden.

Im Transformationsprozess der Realwirtschaft ist insgesamt darauf zu achten, dass niemand „zurückgelassen“ wird. Branchenziele sind daher durch steuerliche Anreizsetzung für Forschung und Entwicklung, zielgerichtete Finanzierungsunterstützung oder durch Risikoabschirmungen bei der Entwicklung von Zukunftstechnologien sowie durch Impulssetzungen für Weiterbildungs- und Qualifizierungsprogramme für Beschäftigte zu komplementieren.

Damit Schäden aus Klimakatastrophen vorgebeugt werden kann, ist es auch denkbar, gesamtgesellschaftlich eine Rücklage zu bilden. Dazu sollte jährlich eine Vorsorgeabgabe in Höhe von 0,1 % auf alle Unternehmensgewinne, Dividenden und Boni erhoben werden. Diese fließen in einen Fonds ein, der im (Klima-)Katastrophenfall für die Behebung von Schäden oder für die Vorsorge (z. B. Deichbau in überflutungsgefährdeten Lagen) genutzt werden kann.

⁸ Gemeint ist der sogenannte CO₂-Grenzausgleichsmechanismus (Carbon Leakage Exchange Mechanism). Dazu müssen Vorgaben auf Ebene der EU getroffen und Entscheidungen der WTO bzgl. der Einstufung als unfaire Wettbewerbspraxis einbezogen werden. Es geht darum, eine kostenmotivierte Produktionsverlagerung in Jurisdiktionen mit weniger strengen Emissionsauflagen als Folge einer ambitionierten EU-Klimapolitik durch Bepreisung der Externalitäten zu verteuern und somit möglichst zu verhindern. Andernfalls droht, dass infolge der Verlagerungen das Gesamtemissionsniveau sogar ansteigt.

Aufseiten der Politik liegt der Fokus in der Nachhaltigkeitsdebatte derzeit stark auf dem drängendsten Problem, der Erderwärmung. Für einen umfangreichen Klimaschutz ist es jedoch sehr wichtig, dass künftig auch verstärkt die sozialen Belange bei dem sich abzeichnenden Transformationsprozess in den Blickpunkt rücken.

Soziale Errungenschaften, die bereits in den einzelnen Mitgliedsstaaten sowie den einzelnen Wirtschaftszweigen durchgesetzt wurden, müssen geschützt werden und soziale Aspekte europaweit Einzug in die Taxonomie halten.

Die Ausführungen und Schlussfolgerungen sind von den Autoren in eigener Verantwortung vorgenommen worden und geben ausschließlich ihre persönliche Meinung wieder.

Zuletzt erschienene Publikationen des Managerkreises



Lösungsmodelle zur Schaffung bezahlbaren Wohnraums – Eine Betrachtung der SoBoN-Gestaltung im Landkreis München
Tina Haller, Florian Schardt
Februar 2022



Nordrhein-Westfalen 2035: Comeback eines Landes im Strukturwandel
Jörg Lichter
Februar 2022



Kryptos auf dem Siegeszug? Werden sich Kryptowährungen und -assets in Europa durchsetzen?
Karl Heinz Krug, Stefan Marx und Florian Witt
Dezember 2021



Mecklenburg-Vorpommern – Pionierland für digitale und grüne Innovationen
Prof. Dr. Henning Vöpel
November 2021

Alle Veröffentlichungen finden Sie unter:
<https://www.managerkreis.de/publikationen>

Impressum: © Friedrich-Ebert-Stiftung | Herausgeberin: Friedrich-Ebert-Stiftung e.V. | Godesberger Allee 149 | 53175 Bonn | Deutschland
Verantwortlich: Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung | Hiroshimastraße 17 | 10785 Berlin
www.managerkreis.de | ISBN: 978-3-98628-097-0 | April 2022
Inhaltliche Verantwortung und Redaktion: Marei John-Ohnesorg | Kontakt: managerkreis@fes.de, 030 26 935 7051

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung e.V. Eine gewerbliche Nutzung der von der Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet. Publikationen der Friedrich-Ebert-Stiftung dürfen nicht für Wahlkampfzwecke verwendet werden.

