

# IMPULSE

für die Wirtschaftspolitik



## Sustainable Finance – Eine kritische Würdigung der deutschen und europäischen Vorhaben

ifo-Studie im Auftrag der IHK für München und Oberbayern



## Auf einen Blick

### Ausgangslage

- Die Politik unternimmt derzeit auf verschiedenen Gebieten Initiativen, um das Wirtschaftsleben nachhaltiger zu gestalten.
- Dabei wird dem Finanzsektor eine Schlüsselrolle zugeschrieben.
- Die in Deutschland und von der EU vorgeschlagenen Maßnahmen werden kontrovers diskutiert.

### Hauptergebnisse der Studie

- Umweltprobleme sollten ursachenadäquat durch umweltpolitische Maßnahmen angegangen werden.
- Mit dem DNSH-Kriterium (Do No Significant Harm) stellt die Taxonomie hohe zusätzliche Anforderungen an wirtschaftliche Aktivitäten, die einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz und/oder zur Anpassung an den Klimawandel leisten.
- Der Beitrag der Taxonomie wird durch die klimapolitischen Instrumente überlagert. Das DNSH-Kriterium ist hochgradig redundant und schafft vielmehr eine doppelte Regulierung.
- Je schneller die Reallokation von Kapital in nachhaltige Investitionen vor sich geht, desto geringer die Gefahr, dass Vermögen durch Transitionsrisiken abgewertet und möglicherweise die Finanzmarktstabilität gefährdet wird. Dabei sind verlässliche Rahmenbedingungen entscheidend.
- Die Rentabilität nachhaltiger Investments übersteigt nach Ergebnissen vorliegender Studien häufig jene nicht-nachhaltiger Anlagen. Deshalb stellt sich die Frage, ob eine aktive Lenkung von Kapitalströmen in nachhaltige Investitionen überhaupt nötig ist.
- Es gibt keinen Beleg dafür, dass nachhaltige Kredite eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen. Da die Bankenregulierung das Ziel der Finanzmarktstabilität verfolgt, sollten sich Eigenkapitalanforderungen an Risikoklassen und nicht an politischen Zielsetzungen ausrichten.
- Für Banken außerhalb der EU könnte die Ausnutzung von Regulierungsunterschieden zu einem Geschäftsmodell werden.
- Der Einfluss von Nachhaltigkeitskriterien der Finanzmarktregulierung auf die Nachhaltigkeit eines Unternehmens hängt von dessen Finanzierungssituation und -entscheidung ab. Nachhaltigkeitskriterien in der Finanzierung können die Finanzierungsneutralität auf unerwünschte Weise stören.
- Da die Finanzierungsstruktur und insbesondere die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung über den Konjunkturzyklus variieren, könnten Nachhaltigkeitskriterien in konjunkturell schwächeren Zeiten an Bedeutung gewinnen.
- Es existiert kein einheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit. Deshalb kann die Taxonomie nur eine von vielen möglichen Operationalisierungen von Nachhaltigkeit liefern. Da sich überdies die Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger unterscheiden, sollte Wettbewerb zwischen unterschiedlichen Nachhaltigkeitsdefinitionen zugelassen werden.
- Falls durch Politikmaßnahmen die Nachfrage nach als nachhaltig klassifizierten Investments schneller zunimmt als das Angebot, könnte es zu einer Blasenbildung kommen, die mit einem erheblichen Reputationsverlust für den Markt nachhaltiger Anlagen einhergehen würde.

- KMUs agieren innerhalb von Lieferketten als Zulieferer und als Abnehmer und können an mehreren Stellen von den zusätzlichen Offenlegungs- und Berichtspflichten betroffen sein. Selbst die Taxonomie benennt die Proportionalität der zusätzlichen Informationsanforderungen als Notwendigkeit für die KMUs.
- Banken haben ein eigenes Interesse daran, Ausfallrisiken zu quantifizieren.
- Die Finanzierung über Bankkredite spielt für KMUs eine sehr viel stärkere Rolle als für größere Unternehmen.
- Die langfristige Hausbankbeziehung der KMUs zeigt deren Nachhaltigkeit und den im EU-Aktionsplan geforderten langfristigen Entscheidungshorizont. Eine zu starre Handhabung der Dokumentationspflicht der Banken könnte den Aspekt der Langfristigkeit in der Hausbankbeziehung zurückdrängen.

## Politische Handlungsfelder

- Die Politik sollte Anreize für den Umbau in ein nachhaltigeres Wirtschaftssystem schaffen, u.a. durch verlässliche Rahmenbedingungen.
- Nachhaltigkeitsrisiken sollten, soweit nötig, durch Instrumente, die direkt an Externalitäten ansetzen, gemanagt werden. Eine ineffiziente Doppelregulierung (insbesondere zu einer schon bestehenden umweltpolitischen Steuerung) sollte dabei vermieden werden.
- Sustainable Finance-Maßnahmen sollten helfen, Nachhaltigkeitsrisiken besser zu berücksichtigen. Sie sollten aber kein Instrument der Investitionslenkung sein.
- Die Anwendung der Taxonomie auf Finanzanlagen sollte - wie vorgesehen - nicht verpflichtend sein und nicht auf alle Finanzprodukte angewendet werden.
- Die Pflicht von Vermögensberatern und institutionellen Investoren, die Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger abzufragen, sollte mit Bedacht eingeführt werden, um eine Blasenbildung auf dem Markt für nachhaltige Finanzanlagen zu verhindern.
- Sustainable Finance-Maßnahmen sollten europaweit abgestimmt werden. Ein nationaler Alleingang Deutschlands sollte vermieden werden.
- Eigenkapitalanforderungen sollten sich ausschließlich auf das Ziel der Finanzmarktstabilität ausrichten und sich nur am Ausfallrisiko orientieren. Es sollte weder ein Green Supporting noch ein Brown Penalizing Factor in die EU-Aufsichtsregeln für Banken und Versicherungen eingeführt werden.
- Die Proportionalität für KMUs sollte unbedingt beachtet werden. Zusätzliche Informationsanforderungen belasten KMUs überproportional. Deshalb sollten die KMUs von Berichts- und Offenlegungspflichten ausgenommen oder von den zusätzlichen Kosten entlastet werden.
- Die Informationen innerhalb der Hausbankbeziehung sollten ohne aufwändige Dokumentationspflichten fließen können, um die Vorteile der langfristigen Hausbankbeziehung voll auszuschöpfen. Auf diese Weise können sich die neuen Finanzmarktregulierungen, wie vom Sustainable Finance-Beirat gefordert, „systemisch in die vorhandenen Wirtschaftsstrukturen einfügen“.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Ausgangslage - gesamtwirtschaftlicher und politischer Handlungsbedarf</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Der EU-Aktionsplan „Sustainable Finance“</b>	<b>2</b>
2.1	Definition von Nachhaltigkeit	2
2.2	Anwender	3
2.2.1	EU und ihre Mitgliedsstaaten	3
2.2.2	Unternehmen	3
2.2.3	Finanzmarktteilnehmer	4
<b>3</b>	<b>Deutsche Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen</b>	<b>5</b>
3.1	Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung	5
3.2	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin)	6
<b>4</b>	<b>Diskussion der Sustainable Finance-Maßnahmen in der Finanzmarktregulierung</b>	<b>8</b>
4.1	Zielerreichung	8
4.1.1	Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen lenken	8
4.1.2	Ökologische und soziale Risiken managen	10
4.1.3	Transparenz und Langfristigkeit fördern	11
4.2	Verständnis von Nachhaltigkeit	12
4.2.1	Messung von Nachhaltigkeit	12
4.2.2	Taxonomie	13
4.3	Finanzierungsneutralität	15
4.4	Finanzmarktstabilität	16
<b>5</b>	<b>Herausforderungen für KMUs</b>	<b>17</b>
5.1	Proportionalität	17
5.2	Hausbankbeziehung	17
<b>6</b>	<b>Abschließende Würdigung</b>	<b>19</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>20</b>

# 1 Ausgangslage - gesamtwirtschaftlicher und politischer Handlungsbedarf

Der Kampf gegen den Klimawandel und die Förderung nachhaltiger Entwicklung gehören derzeit zu den zentralen gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und politischen Anliegen. Mit dem Pariser Klimaschutzabkommen und der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung wurde auf politischer Ebene die Entscheidung für mehr Nachhaltigkeit getroffen, was sich auch auf das Wirtschaftsleben auswirkt. Die EU-Kommission schreibt dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle bei der Entwicklung einer nachhaltigeren Wirtschaft zu. Aus diesem Grund wurde der EU-Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzwesen aus dem Jahr 2018 entwickelt, der einen Katalog von zehn Maßnahmen vorsieht, um das Thema Nachhaltigkeit im Finanzsektor zu verankern.<sup>1</sup> Diese Maßnahmen zielen darauf ab, (1) die Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen zu lenken, (2) die finanziellen Risiken zu managen, die sich aus ökologischen und sozialen Problemen ergeben, und (3) die Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit zu fördern. Auch die Deutsche Bundesregierung misst dem Thema Nachhaltigkeit große Bedeutung zu und hat sich deshalb zum Ziel gesetzt, Deutschland als führenden Standort für Sustainable Finance zu etablieren.

Im Hinblick auf die Zielsetzung eines Übergangs zu einer nachhaltigeren Wirtschaft scheint ein breiter Konsens zu bestehen. Bei der Frage, wie dieses Ziel zu erreichen und was genau unter Nachhaltigkeit zu verstehen ist, gehen die Ansichten jedoch auseinander: Die in Deutschland und von der EU vorgeschlagenen Maßnahmen werden kontrovers diskutiert. Da die Ausrichtung der Finanzwirtschaft auf Nachhaltigkeit kein Selbstzweck sein kann, sind die Auswirkungen der im EU-Aktionsplan und der in Deutschland vorgesehenen Maßnahmen auf die Unternehmen und hier vor allem auf die kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) von großer Bedeutung. Insbesondere stellt sich die Frage, welchen Effekt der Umbau des Finanzsektors auf die Mittelstandsfinanzierung haben könnte.

Die vorliegende Studie geht diesen Fragen nach. Im zweiten Kapitel wird der EU-Aktionsplan Sustainable Finance vorgestellt. Das dritte Kapitel beschreibt die deutsche Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen. Im vierten Kapitel werden die zuvor beschriebenen Maßnahmen kritisch diskutiert. Die Herausforderungen, die sich daraus für die KMUs ergeben, werden im fünften Kapitel genauer betrachtet. Da die auf EU-Ebene getroffenen Maßnahmen bislang vor allem den Umweltaspekt der Nachhaltigkeit betreffen, fokussiert sich die vorliegende Studie auf diesen Aspekt.

<sup>1</sup> Der Begriff Sustainable Finance kann unterschiedlich weit gefasst sein. In einer weiten Definition wird darunter sowohl die Finanzmarktpolitik als auch die Fiskalpolitik subsumiert (Holle, 2019, S. 12). Diese Studie konzentriert sich auf den Bereich der Finanzmarktpolitik ohne die öffentliche Hand als Akteur auf dem Finanzmarkt zu betrachten.

## 2 Der EU-Aktionsplan „Sustainable Finance“

### 2.1 Definition von Nachhaltigkeit

Der aus der Forstwirtschaft stammende Begriff der Nachhaltigkeit bildete den Ausgangspunkt für die Definition von ökologischer Nachhaltigkeit durch den Brundtland-Bericht im Jahre 1987: Eine Entwicklung ist dann nachhaltig, wenn sie die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne dabei die Zustände zukünftiger Generationen zu beeinträchtigen. Aktuell repräsentieren die 17 Sustainable Development Goals der UN das Nachhaltigkeitskonzept, das sowohl auf Ökologie als auch auf Soziales und Governance gerichtet ist. Die Sustainable Development Goals werden auch im EU-Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzwesen genannt, den die EU-Kommission im März 2018 herausgegeben hat. Der Aktionsplan spezifiziert eine Strategie, um die Themen Finanzen und Nachhaltigkeit zu verknüpfen. Die Ziele des EU-Aktionsplan lassen sich in drei Gruppen zusammenfassen (Europäische Kommission, 2018):

- Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen lenken
- Finanzielle Risiken managen, die sich aus ökologischen und sozialen Problemen ergeben
- Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit fördern

Zu den wichtigsten Maßnahmen gehören (Europäische Kommission, 2020a):

- Die Erstellung eines klaren und detaillierten EU-Klassifikationssystems für nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten (genannt Taxonomie).
- Die Einführung eines EU-Labels für grüne Finanzprodukte.
- Die Festlegung der Pflichten von Vermögensverwaltern und institutionellen Investoren in Bezug auf Nachhaltigkeit.
- Die Stärkung der Transparenz der Unternehmen hinsichtlich ihrer Umwelt-, Sozial- und Governance-Politik (ESG), indem Berichtspflichten der Unternehmen angepasst werden.
- Die Einführung eines „Green Supporting Factors“ in die EU-Aufsichtsregeln für Banken und Versicherungen.

Grundsätzlich umfasst der EU-Aktionsplan alle drei Dimensionen von Nachhaltigkeit, also Ökologie, Soziales und Unternehmensführung (Governance). Aktuell konzentriert sich die Gesetzgebung auf das erste Kriterium, die ökologische Nachhaltigkeit. Dabei werden folgende sechs Umweltziele verfolgt (TEG, 2019a, S. 3):

- Klimaschutz
- Anpassung an den Klimawandel
- Nachhaltige Nutzung und Schutz der Wasser- und Meeresressourcen
- Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Abfallvermeidung und -recycling
- Vermeidung und Reduktion der Umweltverschmutzung
- Schutz und Wiederherstellung der biologischen Vielfalt und der Ökosysteme

Bei der Beurteilung der ökologischen Nachhaltigkeit einer wirtschaftlichen Aktivität sind folgende drei Kriterien anzulegen (TEG, 2019b, S. 19):

- Die wirtschaftliche Aktivität muss einen wesentlichen Beitrag zu mindestens einem der sechs Umweltziele leisten.
- Sie darf keines dieser Umweltziele erheblich beeinträchtigen (Do no significant harm, DNSH).

- Sie muss mit einem Mindestschutz der Arbeitnehmer vereinbar sein (im Sinne der Konventionen der ILO).

Die Taxonomie definiert insbesondere für die ersten beiden Punkte technische Screening-Kriterien. Dies sind idealerweise Schwellenwerte, die erfüllt sein müssen, damit eine Aktivität als nachhaltig anzusehen ist.

Mit dem Beschluss vom Dezember 2019 wurde die Liste der wirtschaftlichen Tätigkeiten erweitert, die in der Taxonomie als ökologisch nachhaltig klassifiziert werden können. Diese Liste umfasst nun folgenden drei Arten von wirtschaftlichen Tätigkeiten (Europäische Kommission, 2019):

- Wirtschaftliche Tätigkeiten, die selbst einen wesentlichen Beitrag zu einem der sechs Umweltziele leisten.
- Wirtschaftliche Tätigkeiten beim Übergang (transition activities), für die es keine technologisch und wirtschaftlich darstellbaren CO<sub>2</sub>-armen Alternativen gibt und die zugleich den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft (bewertet mit dem 1,5-Grad-Ziel) unterstützen.
- Wirtschaftliche Tätigkeiten die andere wirtschaftlichen Tätigkeiten ermöglichen (enabling activities), zu mindestens einem der Umweltziele einen wesentlichen Beitrag zu leisten. Dabei müssen aber zwei weitere Bedingungen erfüllt werden. Erstens darf kein lock-in-Effekt in Vermögenswerte entstehen, durch den, unter Berücksichtigung der Lebensdauer der Vermögenswerte, die langfristigen Umweltziele untergraben würden. Zweitens muss die wirtschaftliche Aktivität, unter Berücksichtigung des Lebenszyklus des Vermögensgegenstands, eine wesentliche positive Auswirkung auf die Umwelt haben.

Die Stromerzeugung aus festen fossilen Brennstoffen wird ausdrücklich ausgeschlossen. Die Beurteilung des Einsatzes von Kernenergie und der Verwendung von Erdgas im Rahmen der Taxonomie steht noch aus.

## 2.2 Anwender

Die Taxonomie bildet somit das Kernelement des EU-Aktionsplans, auf das viele andere Dokumente zurückgreifen. An den technischen Screening-Kriterien, die genutzt werden, um wirtschaftliche Aktivitäten als nachhaltig zu bewerten, wird noch gearbeitet. Die Taxonomie kann grundsätzlich von allen Unternehmen genutzt werden, um ihre Nachhaltigkeit zu demonstrieren. Eine Verpflichtung, ihre Nachhaltigkeit gemäß Taxonomie offenzulegen, besteht für folgende Gruppen (Europäische Kommission, 2019):

### 2.2.1 EU und ihre Mitgliedsstaaten

Die Nachhaltigkeitsdefinition der Taxonomie muss zugrunde gelegt werden, wenn die Europäische Union oder einer ihrer Mitgliedsstaaten öffentliche Maßnahmen oder Standards und Labels für Finanzprodukte oder Unternehmensanleihen als ökologisch nachhaltig bezeichnen. Davon können auch Unternehmen berührt werden, z.B. wenn sie öffentliche Fördermittel in Anspruch nehmen.

### 2.2.2 Unternehmen

Unternehmen, für die die Non-Financial Reporting Directive (2014/95/EU) gilt, müssen offenlegen, ob und in welchem Umfang ihre wirtschaftlichen Aktivitäten ökologisch nachhaltig sind. Diese Verordnung betrifft große Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Beschäftigten, und umfasst sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle Unternehmen. Für die nicht-finanziellen Unternehmen ist bereits festgelegt, dass sie für Umsatz, Ausgaben und Investitionen den Anteil der nachhaltigen wirtschaftlichen Aktivität angeben müssen. Für Finanzunternehmen, wie z.B. Banken und Versicherungen, müssen diese Messgrößen noch definiert werden.

### 2.2.3 Finanzmarktteilnehmer

Grundsätzlich müssen Anbieter von Finanzprodukten offenlegen, wie und in welchem Umfang das Finanzprodukt in wirtschaftliche Tätigkeiten investiert, die gemäß Taxonomie als ökologisch nachhaltig anzusehen sind. Dazu benötigt der Finanzmarktteilnehmer Daten über die Umsätze (oder Ausgaben) eines Unternehmens, in das es investiert.<sup>2</sup> Auf Basis der Daten kann beurteilt werden, wie hoch der Anteil der wirtschaftlichen Tätigkeiten ist, die laut Taxonomie nachhaltig sind. Außerdem bedarf es weiterer Angaben, um die Einhaltung der technischen Screening-Kriterien und des Mindestschutzes der Arbeitnehmer zu beurteilen. Am Ende wird für das Finanzprodukt angegeben, welchen Anteil der Mittel es in nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten anlegt.

Außerdem können Finanzprodukte angeboten werden, bei denen sich der Finanzmarktteilnehmer gegen eine Offenlegung entscheidet. In diesem Fall muss das Finanzprodukt mit dem Hinweis versehen werden, dass die Taxonomie nicht berücksichtigt wird.

<sup>2</sup> Als Finanzmarktteilnehmer gelten Unternehmen, die der Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen im Finanzdienstleistungssektor (2019/2088) unterliegen.

## 3 Deutsche Strategie für ein nachhaltiges Finanzwesen

Das Thema Sustainable Finance wird in Deutschland von mehreren Stellen behandelt. Die folgende Darstellung konzentriert sich auf zwei wesentliche Akteure. Erstens wurde von Seiten der beteiligten Ministerien der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung ins Leben gerufen. Zweitens befasst sich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) mit der Integration des Themas Nachhaltigkeit in die Bankenaufsicht.

### 3.1 Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung

Die Umsetzung der deutschen Nachhaltigkeitsstrategie wird als Querschnittsaufgabe über alle Ministerien wahrgenommen. Die Bundesministerien für Finanzen, Wirtschaft und Umwelt haben einen gemeinsamen Staatssekretärsausschuss ins Leben gerufen, der die Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie begleitet. Eine der Maßnahmen war es, einen Sustainable Finance-Beirat aufzubauen. Er stellte im Oktober 2019 seine Thesen vor; ein Zwischenbericht wurde Anfang März 2020 veröffentlicht. Mit seinen Empfehlungen will der Beirat dazu beitragen (Sustainable Finance-Beirat, S. 1):

- „die international vereinbarten Nachhaltigkeits- und Emissionsreduktionsziele zu erreichen, [...]
- die Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung am Wirtschafts- und Industriestandort Deutschland und so in den Wohlstand der Bevölkerung in einer lebenswerten Umwelt und Gesellschaft langfristig zu sichern, und
- das deutsche Finanzsystem zukunftsfest zu machen und es zu befähigen, Kapital für die notwendige Transformation der Realwirtschaft effizient bereitzustellen, ohne die Finanzmarktstabilität zu gefährden.“

Unter dem Ziel Deutschland zu einem „führenden Sustainable Finance-Standort“ zu entwickeln, versteht der Beirat, dass „Finanzierungmarktakteure und Regierungen weltweit die deutsche Sustainable Finance-Strategie als pro-aktiv, ehrgeizig in ihren Zielen, erfolgreich in der Erreichung ihrer Ziele und für ihre eigenen Aktivitäten als entscheidungsrelevant ansehen.“ (Sustainable Finance-Beirat, S. 1). Dazu soll sich die Strategie „systemisch in die vorhandenen Wirtschaftsstrukturen einfügen“ (Sustainable Finance-Beirat, S. 1).

Besonders betont der Beirat die Notwendigkeit der Transparenz und die Schaffung einer ausreichenden Datengrundlage aus Seiten der Unternehmen, um Nachhaltigkeitsrisiken zu erfassen. Für das Risikomanagement fordert er die systematische Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsparametern und die Nutzung von Szenarioanalysen. Der systemischen Sichtweise folgend sollen die Bürokratieanforderungen im Hinblick auf die Transparenz die „Befähigung und Umsetzbarkeit bis auf Ebene von KMU“ berücksichtigen (Sustainable Finance-Beirat, S. 5). Beim Risikomanagement sollte es „institutsgruppenadäquate Fortentwicklungen/ Ergänzungen“ geben (Sustainable Finance-Beirat, S. 5). Aber auch aufsichtsrechtliche Vorschriften für den Finanzmarkt sollten auf ihre Nachhaltigkeit geprüft werden, wie z.B. hinsichtlich der Anforderungen an die kurzfristige Liquidität (Sustainable Finance-Beirat, S. 5).

## 3.2 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin)

Die Bafin hat im Dezember 2019 das „Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken“ veröffentlicht, um den von ihr beaufsichtigten Unternehmen eine Orientierung im Umgang mit diesem Thema zu geben. Die Bafin beaufsichtigt alle Bereiche des deutschen Finanzwesens. Allerdings übernimmt die EZB die Aufsicht über die Kreditinstitute, die unter den einheitlichen europäischen Bankenaufsichtsmechanismus fallen, das sind aktuell 117 der rund 1.600 deutschen Banken. Somit findet das Bafin-Merkblatt auf die deutschen Großbanken und zahlreiche Landesbanken keine Anwendung.

Unter Nachhaltigkeitsrisiken versteht die Bafin „Ereignisse oder Bedingungen aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung [...], deren Eintreten tatsächlich oder potentiell erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie die Reputation eines Unternehmens haben können“ (Bafin, 2019, S. 13). Die Bafin begreift physische Risiken und Transitionsrisiken nicht als eigene Risikokategorien, sondern als Nachhaltigkeitsrisiken aus dem Bereich Umwelt und Klima (Bafin, 2019, S. 13). Dabei betont die Bafin, dass es sich bei Nachhaltigkeitsrisiken nicht um eine eigene Risikokategorie handelt, sondern dass sie Teil der bekannten Risikoarten sind, die zu bewerten, zu überwachen, zu steuern und zu kommunizieren sind. Die Risikoarten sind: Kredit-/Adressausfallrisiko, Markt(preis)risiko, Liquiditätsrisiko, operationelles Risiko, versicherungstechnisches Risiko, strategisches Risiko und Reputationsrisiko (Bafin, 2019, S. 18). Die Erwartung der Bafin ist, dass die beaufsichtigten Unternehmen sich mit den entsprechenden Risiken auseinandersetzen und dies auch dokumentieren. Dabei können die beaufsichtigten Unternehmen die Vorgaben des Merkblattes umsetzen oder eine eigene Verfahrensweise wählen (Bafin, 2019, S. 10). Der vom beaufsichtigten Unternehmen gewählte Ansatz sollte proportional zu seinem Risikoprofil sein, d.h. je bedeutender die Nachhaltigkeitsrisiken, denen ein Unternehmen ausgesetzt ist, desto aufwändiger sind die notwendigen Strukturen, Prozesse und Methoden (Bafin, 2019, S. 11).

Als mögliche Methoden für das Risikomanagement werden Ausschlusskriterien/Limits, Positivlisten, der Best-in-Class-Ansatz, ein normbasiertes Screening/ESG-Integration sowie das Engagement genannt (Bafin, 2019, S. 27). Die Idee dahinter ist, dass die Bereitschaft eines beaufsichtigten Unternehmens einen Kredit- bzw. Versicherungsvertrag anzubieten sowie dessen Konditionen von den Ergebnissen der Risikobewertung abhängen. Dabei regt die Bafin an, bei extern erworbenen Bewertungen von Nachhaltigkeitsrisiken eine Plausibilisierung durchzuführen (Bafin, 2019, S. 28).

Für die Verwendungen von Ratings klärt die Bafin, dass klassische Kreditratings nur die Bonität des Unternehmens bzw. das Kreditrisiko des Finanzinstruments messen sollen. ESG-Risiken können, müssen darauf aber keinen Einfluss haben. Haben sie keinen Einfluss sollten die ESG-Risiken bei der Bewertung des Kreditrisikos nicht berücksichtigt werden (Bafin, 2019, S. 39). Bei Finanzanlagen können ESG-Ratings helfen, deren Nachhaltigkeit zu beurteilen und zusätzliche Informationen über Nachhaltigkeitsrisiken zu erhalten. Dabei betont die Bafin, dass „die Entwicklung einheitlicher Standards [...] eine wesentliche Voraussetzung für die langfristige Etablierung von ESG-Ratings als Informationsquelle zur Bewertung der Nachhaltigkeit von Finanzanlagen“ ist und nimmt damit Bezug zur Taxonomie (Bafin, 2019, S. 39).

Die beaufsichtigten Unternehmen können Risikoanalyse- bzw. -klassifizierungsverfahren nutzen, um Nachhaltigkeitsrisiken zu beurteilen. Dabei kann „auch die Zugehörigkeit zu emissionsintensiven Wirtschaftssektoren (sofern möglich einschließlich der vorgelagerten und der nachgelagerten Lieferkette und weiteren wirtschaftlich eng verflochtenen Wirtschaftszweigen) untersucht werden“ (Bafin, 2019, S. 28). Wobei in der Fußnote folgende Unterscheidung gegeben wird: „‘Scope 1‘-Emissionen

sind direkte Emissionen aus eigenen oder kontrollierten Quellen. ‚Scope 2‘ bedeutet indirekte Emissionen aus dem Verbrauch von eingekauftem Strom, Dampf, Wärme und Kühlung. ‚Scope 3‘ umfasst alle anderen indirekten Emissionen, die in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens auftreten“ (Bafin, 2019, S. 28).

## 4 Diskussion der Sustainable Finance-Maßnahmen in der Finanzmarktregulierung

Für die Beurteilung der regulatorischen Maßnahmen gilt es zum einen zu bewerten, inwieweit die Maßnahmen geeignet sind, die angegebenen Ziele zu erreichen und wie gut sich der Begriff Nachhaltigkeit definieren und operationalisieren lässt. Zum anderen stellt sich die Frage, welche Interdependenzen mit anderen – insbesondere umweltpolitischen – Instrumenten zu berücksichtigen sind, und wie die Finanzierungsneutralität und Finanzmarktstabilität beeinflusst werden. In Kapitel 5 werden die Auswirkungen auf die Realwirtschaft, insbesondere auf KMUs, diskutiert.

### 4.1 Zielerreichung

#### 4.1.1 Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen lenken

Für den Übergang zu mehr Nachhaltigkeit sind erhebliche Investitionen nötig. In der EU rechnet man mit jährlich € 175 Mrd. an zusätzlichen Investitionen allein für den Klimaschutz (TEG, 2019a, S. 7). Durch Investitionen in nachhaltigen wirtschaftliche Aktivitäten lässt sich zudem vermeiden, dass neue Vermögensgegenstände geschaffen werden, die beispielsweise Transitionsrisiken ausgesetzt sind und durch politische Entscheidungen zur Bekämpfung des Klimawandels entwertet werden. Schätzungen zufolge könnten derzeit über 40% der Aktienportfolios von Pensionsfonds und Investmentfonds von Transitionsrisiken betroffen sein (Monasterolo, 2020). Nach Angaben des Forums Nachhaltige Geldanlagen waren im Jahr 2018 in Deutschland € 219,1 Mrd. in nachhaltige Geldanlagen investiert, in der weiter gefassten Kategorie „Verantwortliche Investments“ waren es € 1.527 Mrd.<sup>3</sup> Das jährliche Wachstum seit dem Jahr 2014 belief sich auf durchschnittlich 15% bei nachhaltigen Geldanlagen und auf 37% bei verantwortlichen Investments.

Um die Kapitalflüsse vermehrt in nachhaltige Investitionen zu lenken, wird Nachhaltigkeit als ein Kriterium in der Anlageberatung bzw. bei der Kreditvergabe definiert. Daran knüpft sich die Erwartung, dass sich dadurch die Finanzierungsmöglichkeiten und -konditionen anhand dieses Kriteriums differenzieren. Konkret bedeutet dies, dass sich nachhaltige Unternehmen im Vergleich zu weniger nachhaltigen Unternehmen günstiger finanzieren können. Relativ gesehen steigen also die Kapitalkosten für weniger nachhaltige Unternehmen bzw. für Unternehmen, die ihre Nachhaltigkeit nicht oder nicht ausreichend darstellen (können), und ihre Rentabilität sinkt. Dies schlägt sich in ihren Investitions- und Produktionsentscheidungen nieder. Auf diesem Weg wirkt das Kriterium der Nachhaltigkeit über den Finanzmarkt auf die Realwirtschaft.

Die bisherigen empirischen Studien zum Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Finanzierung lassen sich in zwei Gruppen einteilen: Studien über den Anlageerfolg und Studien über die Kreditkonditionen. Die erste Gruppe untersucht den Anlageerfolg von nachhaltigen Investments auf dem Kapitalmarkt, wobei in den Studien verschiedene Nachhaltigkeitsratings zugrunde gelegt werden. Eine Meta-Studie, die die Ergebnisse von 2.000 Untersuchungen zusammenfasst, kommt zu dem Schluss, dass die überwiegende Mehrheit der Studien eine höhere Rendite bei nachhaltigen Investments findet. Dies trifft insbesondere auf Investments in nachhaltige Unternehmen zu, weniger jedoch auf Investments in Portfolios, wie zum Beispiel Investmentfonds. Wenn die Wahrnehmung des

<sup>3</sup> „Bei Nachhaltigen Geldanlagen handelt es sich um explizit nachhaltige Produkte, während bei verantwortlichen Investments durch das Treuhandprinzip die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken im Vordergrund steht“ (Forum Nachhaltige Geldanlage, 2019, S. 13).

Anlageerfolgs von nachhaltigen Investments durch Anlage in Portfolios geprägt ist, könnte dies erklären, weshalb bisher nicht mehr Kapital in nachhaltige Anlagen geflossen ist (Friede, Busch und Bassen, 2015). Diese Studien zeigen jedoch nur, dass ein Zusammenhang besteht und geben keinen Aufschluss über die Kausalität, also das Zusammenspiel von Ursache und Wirkung.

Gibson Brandon und Krüger (2017) analysieren, ob es auch einen kausalen Zusammenhang gibt, indem sie untersuchen, wie sich eine nachhaltigere Ausrichtung von institutionellen Investoren auf die Performances ihrer Anlagen auswirkt. Dazu bewerten die Autoren den „nachhaltigen Fußabdruck“ des Portfolios von institutionellen Investoren, indem sie den Anteil der Investments in als nachhaltig bewertete Anlagen messen. Die deskriptiven Statistiken zeigen, dass die Branche seit 2002 mehr in ökologische, aber weniger in soziale Projekte investiert. Für die Anlageergebnisse zeigen sie, dass Investoren, die stärker in ökologische Projekte investieren, unter Berücksichtigung des Risikos höhere Erträge erzielen. Für das Investment in soziale Projekte sind die Ergebnisse hingegen nicht eindeutig. Die Autoren schließen aus ihren Ergebnissen, dass institutionelle Investoren aus zwei Gründen nachhaltig investieren. Erstens, weil sie durch nachhaltige Investments ein besseres Ertrags-Risiko-Ergebnis erzielen können. Und zweitens, weil sie damit den Präferenzen ihrer Anleger für nachhaltiges Wirtschaften besser entsprechen. Die Präferenz von Anlegern für ein nachhaltiges Investment könnte dazu führen, dass sie dafür eine niedrigere Rendite in Kauf nehmen. Dies legen zumindest Befragungsergebnisse nahe, wonach etwa ein Drittel der Befragten auf eine höhere Rendite verzichten würde (Röstel, 2019, S. 29). Die Frage ist jedoch, ob sich die Anleger bei ihrer Investitionsentscheidung tatsächlich entsprechend der von ihnen geäußerten Präferenz entscheiden.

Aufgrund des empirischen Befunds, wonach mit nachhaltigen Anlagen eine bessere Performance zu erzielen ist, sollte man erwarten, dass die Anleger keine zusätzlichen Anreize benötigen, um ihr Kapital in nachhaltige Anlagen zu investieren. Für den zweiten Aspekt, wonach institutionelle Investoren nachhaltig investieren, um den Präferenzen der Anleger zu entsprechen, spielen Nachhaltigkeitsratings eine wichtige Rolle (siehe 4.2).

In der zweiten Gruppe der Studien, die die Kreditkonditionen betrachten, werden unterschiedliche, freiwillig gewählte Nachhaltigkeitskriterien betrachtet. Die untersuchten Kredite sind syndizierte Kredite, die vor allem an große Unternehmen vergeben werden. Es gibt nur eine geringe Zahl von Untersuchungen, und die Ergebnisse sind nicht eindeutig. Legen Unternehmen ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen offen, profitieren nur sehr intransparente Unternehmen, z.B. Unternehmen ohne Kreditrating, von einem geringeren Risikoaufschlag (Spread). Mit höheren Emissionen steigt der Spread an (Kleimeier und Viehs, 2018). Somit könnte die Nachhaltigkeit eines Unternehmens von der Bank zur Bewertung des Kreditrisikos genutzt werden. Eine andere Untersuchung misst Nachhaltigkeit mit einem ESG-Rating und zeigt, dass Unternehmen mit schlechteren ESG-Ratings höhere Spreads bezahlen, wenn sie von Banken finanziert werden, die selbst Wert auf Nachhaltigkeit legen. Im Schnitt zahlen diese Unternehmen bei Banken mit einer Präferenz für Nachhaltigkeit 56 Basispunkte mehr als nachhaltigere Unternehmen. Dieses Ergebnis wird durch Beobachtungen aus den letzten Jahren, vor allem nach der Finanzkrise, getrieben und legt nahe, dass Reputationsrisiken das Verhalten der Banken erklären könnten (Hauptmann, 2017).

Insgesamt ist bei den Untersuchungen des Anlageerfolgs und der Kreditvergabe zu beachten, dass sie sich auf Nachhaltigkeit-Ratings stützen, für die sich Unternehmen freiwillig entscheiden. Die bessere Performance nachhaltiger Investments kann unterschiedliche Ursachen haben. Eine Möglichkeit ist, dass ESG-Scores Unternehmensmerkmale erfassen, die vorher nicht transparent waren, und die die Profitabilität von Unternehmen (mit-)erklären. Auch könnte es sein, dass sich ohnehin

profitablere Unternehmen für ein Nachhaltigkeits-Rating entscheiden. Dies wäre allerdings nur ein Selektionseffekt, den es nicht gäbe, wenn alle Unternehmen dazu verpflichtet wären ein Nachhaltigkeitsrating vorzulegen. Außerdem könnten die Finanzmarktteilnehmer die Profitabilität der Unternehmen durch ihr Investment erhöhen. Dies könnte geschehen, indem sie ihre Ansprüche an das Management herantragen und die sich daraus ergebenden Managemententscheidungen sich positiv auf den Gewinn niederschlagen oder indem sie gezielt in nachhaltige Unternehmen investieren, die finanzierungsbeschränkt sind. Dieser Effekt entsteht selbst dann, wenn alle Unternehmen ein Nachhaltigkeitsrating vorlegen müssten. Darüber hinaus stellt sich die grundsätzliche Frage, wie stark der Einfluss von Investoren auf die Nachhaltigkeit von Unternehmen ist. Ein Überblicksaufsatz zu diesem Thema kommt zu dem Schluss, dass die Investoren tatsächlich Einfluss ausüben können, dass dieser aber beschränkt ist. Deshalb betonen die Autoren, dass der Einfluss der Investoren für die notwendige „fundamentale Transition“ nicht ausreichen wird und fordern von der Politik ursachenadäquate wirtschaftspolitische Maßnahmen (Kölbel et al, 2019).

Überdies könnten nachhaltige Investitionen einen positiven externen Effekt auf andere Investitionen ausüben, wenn durch internationale Koordination der Übergang zu einer nachhaltigeren Realwirtschaft regional kostengünstiger zu realisieren ist (Kittner et al. 2017). Der zugrundeliegende Mechanismus resultiert aus den real beobachteten Lernkurven für Photovoltaik, Windenergie und Batteriespeicher, den wichtigsten Technologien der Energiewende. Diese Externalität sollte zielgerichtet und ursachenadäquat adressiert werden, indem z.B. die Subventionen für die Investitionen gewährt werden, und nicht für deren Finanzierung (siehe 4.3).

### 4.1.2 Ökologische und soziale Risiken managen

Die Einbeziehung des Finanzsektors in die Umweltpolitik bzw. hier insbesondere die Klimapolitik ist relativ neu. Es gilt deshalb zu klären, ob Finanzmarktprodukte überhaupt komplementär zur klassischen Umwelt- bzw. Klimaschutzpolitik wirksam werden können. Die theoretische Fundierung der Umwelt- und Klimaschutzpolitik beruht auf dem Konzept der Internalisierung externer Effekte der Produktion bzw. des Konsums. Das bedeutet, dass die verursachten bzw. zu vermeidenden Umweltschäden in die Kalkulation des Verursachers einbezogen werden müssen. Deshalb basieren die Umweltpolitik der Europäischen Union und der Bundesrepublik Deutschland wesentlich auf dem Verursacherprinzip.<sup>4</sup> Durch Anrechnung der externen Umweltkosten verändert sich die Kostenstruktur zuungunsten umweltschädlicher Produktions- und Konsumweisen und zugunsten umweltfreundlicherer Alternativen. Bei preiselastischen Nachfragefunktionen hat dies zur Folge, dass die Nachfrage nach der umweltschädlichen Alternative zurückgeht und nach der umweltfreundlicheren Alternative steigt, woraufhin die Produktion dementsprechend angepasst wird und längerfristig auch die Investitionen entsprechend umgelenkt werden. Mit anderen Worten: Die realwirtschaftliche Anpassung an den Einsatz umweltpolitischer Instrumente erzielt bereits den erwünschten Lenkungseffekt, und die finanzwirtschaftlichen Anpassungen im Unternehmenssektor folgen den realwirtschaftlichen. Es stellt sich damit die Frage, welche Rolle dem Finanzsektor in der Umwelt- und Klimaschutzpolitik überhaupt zukommen könnte.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass nachhaltige Finanzanlagen als Unterstützung der klassischen Umweltpolitik dienen. Eine derartige Unterstützung könnte notwendig sein, wenn der Umweltentlastungseffekt der eingesetzten umweltpolitischen Instrumente in die gewünschte Richtung geht, das anvisierte Umweltziel, z. B. das Reduktionsziel für Treibhausgase, aber nicht vollständig erreicht

<sup>4</sup> sowie auf den Grundsätzen der Vorsorge, Vorbeugung und Beseitigung der Verschmutzung an der Quelle (EU) bzw. auf den Grundsätzen der Vorsorge und der Kooperation in der Bundesrepublik. Siehe: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/71/environment-policy-general-principles-and-basic-framework> bzw. [https://www.tu-berlin.de/fileadmin/f12/Downloads/koop/oeko-audit/kapitel1/L12\\_3.html](https://www.tu-berlin.de/fileadmin/f12/Downloads/koop/oeko-audit/kapitel1/L12_3.html)

wird. In diesem Fall könnte ein Eingriff in den Finanzsektor mit Kriterien für „grüne Finanzprodukte“ grundsätzlich unterstützend wirken. Es ist unklar, welcher Beitrag dadurch zu den umweltpolitisch gewünschten Zielen geleistet würde, da die Höhe der Nachfrage nach grünen Finanzprodukten ungewiss bliebe. Eine sichere Zielerreichung könnte dagegen durch Einbeziehung aller Emittenten von Treibhausgasen in das EU-Emissionshandelssystem gewährleistet werden. Eine ergänzende Unterstützung durch entsprechende Finanzmarktregulierungen wäre dann allerdings nicht mehr erforderlich. So wird im Technical Report bestätigt, dass die EU derzeit auf dem richtigen Weg ist, um die Ziele für 2020 zu erreichen (TEG, 2019b, p. 12). Das Postulat, wonach eine tiefgreifende Umgestaltung des Finanzsystems notwendig ist, damit Investitionen nachhaltiger werden und das System eine wirklich nachhaltige Entwicklung aus wirtschaftlicher, sozialer und ökologischer Sicht fördert (TEG, 2019b, p. 11), ist daher zumindest unter dem Aspekt der Klimaschutzpolitik nicht haltbar.

### 4.1.3 Transparenz und Langfristigkeit fördern

Dieses Ziel des EU-Aktionsplans greift ein zentrales Problem der Unternehmensführung auf. Liegen Eigentum und Kontrolle in einem Unternehmen nicht in einer Hand kommt es bei asymmetrischer Information zu Anreizproblemen, weil sich die Ziele des Managers nicht mit denen des Eigentümers decken. Eine Ursache für Anreizprobleme ist der kürzere Zeithorizont, den ein Manager im Vergleich zum Eigentümer bei seinen Entscheidungen zugrunde legt. Der EU-Aktionsplan setzt an den zwei problematischen Stellen an. Zum einen sollen Informationsasymmetrien durch mehr Transparenz abgebaut werden. Zum anderen soll durch einen längeren Entscheidungshorizont die Langfristigkeit der wirtschaftlichen Tätigkeit gefördert werden. Hier gilt es zu beachten, dass die Anreizprobleme bei großen, über den Kapitalmarkt finanzierten Unternehmen eine sehr viel größere Rolle spielen als bei kleineren Unternehmen, die inhaber- oder familiengeführt sind.

Zur Stärkung der Transparenz der Unternehmen in Bezug auf ihre Nachhaltigkeit werden durch die Non-Financial Reporting Directive die Berichtspflichten der Unternehmen auf nicht-finanzielle Aspekte ausgeweitet. Seit dem Jahr 2018 müssen größere Unternehmen über die Themen Umweltschutz, soziale Verantwortung und Governance berichten. Die Reporting-Pflichten werden künftig erweitert und umfassen nun auch klimarelevante Informationen, die den Empfehlungen der vom Finanzstabilitätsrat der G20 eingerichteten Task Force für klimabezogene Finanzdaten (TCFD) folgen (Europäische Kommission, 2020b). Darüber hinaus sieht die Taxonomie für diese Unternehmen eine Berichtspflicht über die Nachhaltigkeit ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit vor (Europäische Kommission, 2019).

Eine breite Informationsbasis schafft zunächst ein Problembewusstsein in den Unternehmen und ermöglicht es ihnen, Nachhaltigkeitsthemen besser zu steuern. Zugleich entstehen Kosten für die Datenerhebung, die Unternehmen dann aufwenden werden, wenn der daraus entstehende Nutzen höher ist – es sei denn, sie werden dazu verpflichtet. Für die Anleger trägt mehr Transparenz sicherlich dazu bei, die Nachhaltigkeit eines möglichen Investments besser beurteilen zu können. Inwieweit Transparenz die Langfristigkeit der Entscheidung befördert, hängt davon ab, ob die Kapitalgeber in der Lage sind, den Entscheidungshorizont eines Managers zu verlängern. Angenommen der Kapitalgeber verfügt über einen längeren Entscheidungshorizont als der Manager, dann kommt es zudem auf die oben schon diskutierten Einflussmöglichkeiten des Investors auf die Entscheidungsfindung im Unternehmen an. Auch hier sollten sich mehr Informationen als hilfreich erweisen. Am Ende werden die konkret verfügbaren Mechanismen der Corporate Governance und natürlich die Finanzierungsstruktur des Unternehmens entscheiden, welchen Einfluss die Kapitalgeber tatsächlich ausüben können. Allerdings könnten sich Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung von Nachhaltigkeitskriterien sowie bei der langfristigen Erfüllbarkeit dieser Kriterien durch die Unterneh-

men zu Unsicherheit bei den Kapitalgebern, insbesondere den Banken, führen. Eine mögliche Reaktion wäre eine Verkürzung des Anlagehorizonts, was sich zum Beispiel in kürzeren Kreditlaufzeiten niederschlagen könnte.

Die Politik kann einen Beitrag zur langfristigeren Orientierung der Entscheidungen liefern. Durch verlässliche Rahmenbedingungen und langfristig absehbare regulatorische Anforderungen reduziert die Wirtschaftspolitik die Unsicherheit für Unternehmen und trägt so zum Erwartungsmanagement bei. Für Unternehmen reduziert sich das Risiko, in Assets zu investieren, die durch politische Entscheidungen stark an Wert verlieren. Die erhöhte Planungssicherheit schafft Anreize für nachhaltiges Investieren.

## 4.2 Verständnis von Nachhaltigkeit

Die Taxonomie bildet das zentrale Element für die Bewertung der Nachhaltigkeit einer wirtschaftlichen Aktivität. Ein wesentliches Ziel der Taxonomie ist es, eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit zu schaffen, die für die Beurteilung von grünen Finanzprodukten zugrunde gelegt werden kann. Damit soll für Anleger die erforderliche Markttransparenz gewährleistet und das Problem des „Greenwashings“ vermieden werden. Hier soll zunächst der Begriff der Nachhaltigkeit geklärt werden, um in einem folgenden Schritt ihre Messung und die Klassifikation anhand der Taxonomie genauer zu betrachten.

### 4.2.1 Messung von Nachhaltigkeit

Mit der Taxonomie sollen einheitliche Kriterien vorgelegt werden, um wirtschaftliche Aktivitäten als nachhaltig zu klassifizieren. Die Bewertung soll sich auf die verfügbare wissenschaftliche Literatur, die internationale Praxis oder die von der Technical Expert Group gewonnenen Erkenntnisse stützen (TEG, 2019b, S. 20). Allerdings zeigt die Praxis, dass kein einheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit existiert. Grundsätzlich können sich die Bewertungen an drei Stellen unterscheiden: erstens, bei den Kategorien, die ins Rating eingehen, zweitens, bei der Messung von Nachhaltigkeit innerhalb der Kategorien, und drittens bei der Gewichtung der einzelnen Kategorien. Berg et al. (2019) untersuchen, wie stark die Bewertung von Unternehmen durch die ESG-Ratings der fünf bekanntesten Nachhaltigkeitsratings korreliert sind. Die Studie zeigt, dass erhebliche Unterschiede in der Bewertung bestehen. Im Durchschnitt beträgt der Korrelationskoeffizient zwischen den Ratings 0,61, wobei die Korrelation der Ratings von einzelnen Agenturen zwischen 0,42 und 0,73 liegt. Betrachtet man die einzelnen Aspekte des ESG-Ratings getrennt, fällt die Korrelation für den Umweltaspekt am höchsten aus. Gut die Hälfte des Unterschieds der ESG-Ratings wird durch die unterschiedliche Messung der einzelnen Kategorien erklärt. Auch die Auswahl der Kategorien trägt wesentlich dazu bei, dass sich die Ratings unterscheiden. Der Einfluss der Gewichtung ist hingegen gering.

Ebenso wie die Konstruktionen von ESG-Ratings unterscheiden sich die Präferenzen der Anleger (Röstel, 2019). Dabei werden die erfassten Kategorien und ihre Gewichtung die größte Rolle spielen. Bei den erfassten Kategorien können die Präferenzen sehr weit auseinanderliegen. Hier sei nur das Beispiel der Kernenergie genannt. Es wird sicherlich Anleger geben, die auf keinen Fall in Kernenergie investieren möchten, beispielsweise weil sie Unfälle fürchten oder die Entsorgung der nuklearen Abfälle als ungeklärt ansehen. Und genauso wird es Anleger geben, die auf alle Fälle in Kernenergie investieren möchten, um die CO<sub>2</sub>-Emissionen möglichst niedrig zu halten. Dies könnte sich auf aggregierter Ebene in der unterschiedlichen Bedeutung der Bereiche E, S und G niederschlagen.

Soweit es um die Definition einheitlicher Standards und Kriterien für grüne Finanzprodukte, also um die Vermeidung von „Greenwashing“ geht, wäre die Taxonomie grundsätzlich zu begrüßen. Dennoch

verbleibt eine entscheidende Unsicherheit: Um eine politische Einigung zu ermöglichen, wurde bislang der Einsatz der Kernenergie und die Verwendung von Erdgas in der Liste der förderfähigen umweltverträglichen Wirtschaftstätigkeiten weder ausdrücklich ausgeschlossen noch aufgenommen. Stattdessen wird dies einer technischen Bewertung durch eine Expertengruppe unterzogen (Europäische Kommission, 2019). Solange diese Bewertung aussteht, verbleibt aufgrund der großen Bedeutung, die sowohl die Kernenergie als auch Erdgas nach wie vor für die Energieversorgung Europas haben, ein erheblicher Unsicherheitsbereich in der Beurteilung, was ein nachhaltiges Investment ausmacht. Man könnte statt von Unsicherheit auch von Willkürlichkeit sprechen, die sich auch negativ auf die Glaubwürdigkeit der Klassifikation auswirken kann. Da es bereits verschiedene Labels für grüne Finanzprodukte gibt, könnte man es bei einer derartigen Spanne an Unsicherheit dem Anleger selbst überlassen, sich an Hand der jeweilig zugrundeliegenden Kriterien ein Bild machen, welche Finanzprodukte er als nachhaltig erachtet. Diese Diskussion zeigt, dass eine auf diesem Weg gefundene Klassifikation von Nachhaltigkeit nicht verpflichtend sein sollte. Vielmehr sollte es einen Wettbewerb zwischen unterschiedlichen Labels geben.

Neben den Schwierigkeiten einer einheitlichen Klassifikation würde die Einführung eines einheitlichen, verpflichtenden Labels die Gefahr einer Blasenbildung auf dem Markt für nachhaltige Finanzanlagen bergen. Hier spielen die unterschiedlichen Geschwindigkeiten auf der Angebots- und Nachfrageseite eine wichtige Rolle. Die Anleger, die Kapital investieren möchten, können sehr schnell reagieren und große Volumina in kurzer Zeit bewegen. Die Bafin hat dazu eine Befragung in Auftrag gegeben. Dort geben 62 Prozent der interviewten Personen an, sich grundsätzlich ein nachhaltiges Investment vorstellen zu können; bei denjenigen, die gerade über eine Anlage nachdenken, liegt der Wert sogar noch deutlich höher (Röstel, 2019).<sup>5</sup> Die Projekte, die dieses Kapital einsetzen, müssen erst entwickelt werden. Selbst während der Transformation, die der Klimawandel nötig macht, werden innerhalb kurzer Zeit nicht ausreichend viele Projekte zur Verfügung stehen, die zudem wirtschaftlich tragfähig sind. Es besteht daher die Gefahr, dass künftig das Angebot an nachhaltigen und zugleich finanziell soliden Projekten nicht mit der höheren Nachfrage Schritt hält und auch weniger rentable oder unrentable Projekte finanziert werden. Am Ende könnten die Erwartungen vor allem der renditeorientierten Anleger enttäuscht werden. Darunter würde die Reputation des gesamten Marktes für nachhaltige Investments langfristig leiden. Vor diesem Hintergrund sollte die Pflicht von Vermögensberatern und institutionellen Investoren, die Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger abzufragen wohl überlegt sein. Eine zu rasche Einführung könnte die Nachfrage nach als nachhaltig klassifizierten Finanzprodukten in kurzer Zeit stark erhöhen.

### 4.2.2 Taxonomie

Durch die Definition einheitlicher Standards und Kriterien für grüne Finanzprodukte soll „Greenwashing“ vermieden werden. Derartige Standardisierungen sind grundsätzlich sinnvoll, um den Anlegern eindeutige Informationen und Markttransparenz zu bieten. Allerdings ergeben sich hinsichtlich der dargestellten Zielsetzungen der Taxonomie Unstimmigkeiten. Damit eine Maßnahme der Definition einer „umweltverträglichen Wirtschaftstätigkeit“ entspricht und somit als taxonomiefähig gilt, muss sie die drei oben beschriebenen Kriterien erfüllen. Das bedeutet, dass wirtschaftliche Aktivitäten, selbst wenn sie einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz und/oder zur Anpassung an den Klimawandel leisten, für die Taxonomie nicht in Betracht kommen, wenn sie nicht auf eine Weise durchgeführt werden können, die anderen Umweltzielen nicht erheblich schadet. Dies erfordert daher erstens eine Festlegung technischer Kriterien für die Überprüfung wesentlicher Beiträge zur Eindämmung des Klimawandels sowie zweitens zur Vermeidung erheblicher Schäden. Beispielsweise

<sup>5</sup> Aber auch hier ist nicht klar, in welchem Umfang die angegebenen Präferenzen sich in den tatsächlichen Anlageentscheidungen niederschlagen werden.

stellt sich die Frage, ob Hersteller von Elektrofahrzeugen als nachhaltig gelten können, obwohl die Lithium-Gewinnung für die Batterien mit erheblichen Umweltbelastungen einhergeht.

In der Taxonomie werden für die einzelnen Wirtschaftsbereiche technische Screening-Kriterien entwickelt, an Hand derer beurteilt werden kann, ob die jeweilige Aktivität nachhaltig ist oder nicht. Die technischen Screening-Kriterien für die einzelnen Produktionsbereiche aus den Sektoren Land- und Forstwirtschaft und Fischerei, Industrie, Strom- und Gasversorgung, Wasser- Abwasser- und Abfallwirtschaft, Transport und Lagerung, Informations- und Kommunikationstechnologien sowie Gebäude werden auf rund 300 Seiten im Detail dargelegt. Dabei handelt es sich in den meisten Fällen um Grenzwerte für CO<sub>2</sub>- oder andere Emissionen. Als CO<sub>2</sub>-Grenzwerte werden die Benchmarks aus dem EU-Emissionshandelssystem für die kostenlose Erstzuteilung von Emissionsberechtigungen verwendet.<sup>6</sup> Eine Aktivität gilt danach nur dann als nachhaltig, wenn ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen unter bzw. gleichauf mit dem Benchmark liegen. Für die Herstellung z. B. von Primäraluminium liegt der Benchmark bei 1.514 tCO<sub>2</sub>e/t, die Herstellung von Sekundäraluminium gilt dagegen immer als nachhaltig. Für CO<sub>2</sub>-Emissionen gibt es zwar keinen gesetzlichen Grenzwert für Produktionsanlagen, allerdings honoriert die Taxonomie Emittenten, die den Benchmark erfüllen oder sogar übererfüllen.

Für den Stromverbrauch bei der Elektrolyse liegt der Benchmark bei 15,29 MWh/t, dem europäischen durchschnittlichen Emissionsfaktor gemäß International Aluminium Institute. Bei der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien gelten solche Anlagen als nachhaltig, deren Lebenszyklusemissionen unter 100 g CO<sub>2</sub>e/kWh liegen und die bis 2050 auf 0 g CO<sub>2</sub>e/kWh sinken. Diese Werte stammen aus einer ISO 14044-konformen Lebenszyklusemissionsanalyse. Diese Zielsetzung harmonisiert mit dem Ziel der Dekarbonisierung der Stromversorgung, ihre quantitativen Auswirkungen bleiben allerdings ungewiss, da das Ausmaß ihres Einsatzes weder ex ante bekannt noch ex post beeinflussbar ist.

Für Technologien, die noch nicht von der Taxonomie erfasst werden, ist die Einrichtung einer Plattform vorgesehen, auf der Investoren und andere Marktakteure Hinweise auf wirtschaftliche Tätigkeiten geben können, die noch zu bewerten wären (Europäische Kommission, 2019). Insbesondere steht die Bewertung verschiedener für die Sektorenkopplung relevanter Querschnittstechnologien noch aus.

Bezüglich der Vermeidung von Schäden in anderen Umweltbereichen ist das „Do No Significant Harm“ (DNSH)-Kriterium ausschlaggebend. Das bedeutet, dass neben den vorrangig verfolgten Klimaschutzzielen auch keine anderen Umweltschutzziele verletzt werden dürfen. Dabei basiert die überwiegende Mehrheit der Screening-Kriterien auf bestehenden EU-Vorschriften, d. h. in den verschiedenen Regelwerken werden einheitliche Kriterien angewandt (TEG, 2019b, S. 18). Allerdings müssen diese ohnehin eingehalten werden, auch unabhängig vom Verhalten von Finanzinvestoren oder einer Steuerung über den Finanzmarkt. Damit ist das DNSH-Kriterium hochgradig redundant; vielmehr schafft das DNSH-Kriterium eine doppelte Regulierung. Selbst wenn ein Verdacht bestehen sollte, dass im Bereich der Umweltpolitik signifikante Vollzugsdefizite bestehen, wäre es die Aufgabe der Vollzugsbehörden, diese zu beseitigen, und nicht die Aufgabe der Finanzmärkte.

<sup>6</sup> Im Allgemeinen liegen den Produkt-Benchmarks die durchschnittlichen Treibhausgasemissionen der effizientesten 10 % der Anlagen zugrunde, in denen das betreffende Produkt in der EU hergestellt wird, vgl. <https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/allowances/industry>. Eine Ausnahme bildet z. B. die geforderte Nullemissionsgrenze bei Kraftfahrzeugen, die ab dem Jahr 2026 gelten soll (TEG, 2018b, S. 187).

### 4.3 Finanzierungsneutralität

Ein grundsätzliches Problem des Sustainable Finance-Ansatzes besteht darin, dass der Einfluss auf die Unternehmen vom Finanzmarkt ausgehen soll. Dies impliziert, dass der Einfluss der Maßnahmen zur Förderung von Sustainable Finance auf die Unternehmensfinanzierung von der Finanzierungsstruktur des Unternehmens abhängt. Die Wirkung soll für zwei Fälle diskutiert werden, nämlich ob die Finanzierungsentscheidung als gegeben anzusehen ist oder nicht.

Nehmen wir zunächst an, dass die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens gegeben ist. Unternehmen, die sich intern finanzieren, sind in diesem Fall nicht von den Anforderungen an die Nachhaltigkeit betroffen. Der Druck zu mehr Nachhaltigkeit, den die Kapitalgeber ausüben können, beschränkt sich also auf Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt oder über Banken finanzieren. Damit ist der Eingriff weniger wirksam als ein Eingriff, der direkt beim externen Effekt ansetzt. Die Bepreisung eines externen Effekts würde dazu führen, dass eine Investition weniger rentabel wird und zwar unabhängig davon, auf welche Weise das Projekt finanziert wird.

Im nächsten Schritt nehmen wir an, dass das Unternehmen die Finanzierungsentscheidung noch nicht getroffen hat. Wenn man davon ausgeht, dass die externe Finanzierung für weniger nachhaltige Unternehmen im Vergleich zu nachhaltigeren Unternehmen teurer wird, haben sie einen Anreiz, sich intern zu finanzieren. Bei einer Kreditfinanzierung kann „teurer“ bedeuten, dass die Kreditzinsen höher sind, dass die Anforderungen an die Besicherung zunehmen oder, dass im Extremfall kein Kredit vergeben wird. In einem Umfeld, in dem es sowohl Geldgeber gibt, die Wert auf Nachhaltigkeit legen, als auch solche, für die Nachhaltigkeit keine Rolle spielt, kann es zu einer Selektion kommen. Nachhaltigere Unternehmen lassen sich durch nachhaltigere Geldgeber finanzieren. Weniger nachhaltige Unternehmen lassen sich dann durch Geldgeber finanzieren, die keinen Wert auf Nachhaltigkeit legen. Werden zum Beispiel die Banken in Deutschland dazu verpflichtet, Nachhaltigkeitskriterien bei ihrer Mittelvergabe zu berücksichtigen, besteht ein Anreiz für Unternehmen, für die die Finanzierung durch Banken im Inland weniger attraktiv wird, andere Finanzierungsmöglichkeiten zu suchen. Dies könnten zum Beispiel Banken im Ausland sein, die nicht durch die jeweils zuständige Bankenaufsicht dazu verpflichtet werden, Nachhaltigkeitskriterien bei der Kreditvergabe zu berücksichtigen. Für Banken von außerhalb der EU könnte die Ausnutzung von Regulierungsunterschieden zu einem Geschäftsmodell werden. Eine andere Möglichkeit für Unternehmen wäre es, sich das benötigte Kapital verstärkt über unregulierte Finanzintermediäre, wie Crowdfunding-Plattformen, zu beschaffen.

Selbst für KMUs könnte es sich lohnen, im nahegelegenen Ausland Kredite aufzunehmen, wenn es diese Regulierungsunterschiede gibt. Dafür gibt es ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit. Bis Mai 2005 bestand folgender Regulierungsunterschied zwischen Deutschland und Österreich: In beiden Ländern mussten Banken der Aufsichtsbehörde Informationen über die wirtschaftliche Lage eines Kreditnehmers offenlegen, anhand der sie über die Kreditvergabe entschieden hat. In Deutschland mussten Banken dies für Kredite über € 250.000 nachweisen können, in Österreich für Kredite über € 750.000 (Fidrmuc und Hainz, 2008). Insgesamt war es damit einfacher, von einer österreichischen als von einer deutschen Bank einen Kredit zu erhalten. Dies führte dazu, dass bayerische Unternehmen, für die die Distanz zur Grenze nicht zu hoch war, Kredite verstärkt in Österreich aufnahmen (Fidrmuc und Hainz, 2013).

An dieser Stelle lohnt ein Blick auf die Finanzierungsstruktur der deutschen Unternehmen. Die Bundesbank hat eine Hochrechnung für die Struktur der Passivseite der Bilanz von deutschen Unternehmen erstellt. Dabei ist zu beachten, dass es sich dabei um Bestands- und nicht um Stromgrößen handelt und keine Aussage über die Finanzierungsstruktur von neuen Investitionen möglich ist. Die

Zahlen zeigen, dass die Eigenkapitalbasis der deutschen Unternehmen sehr solide ist; sie ist in den letzten Jahren deutlich gestiegen und unterscheidet sich kaum zwischen den Größenklassen (Bundesbank, 2019). Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten betragen 11 Prozent der Bilanzsumme. In einer früheren Untersuchung lassen sich deutliche Unterschiede zwischen den Größenklassen ausmachen; Banken spielen für KMUs eine sehr viel stärkere Rolle (Bundesbank, 2018). Zu beachten gilt zudem der hohe Anteil von über 20 Prozent an Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen. Dies bedeutet, dass der interne Kapitalmarkt in Unternehmensgruppen eine bedeutende Rolle spielt. Damit können Gewinne, die in einem Unternehmen einer Gruppe entstehen, in einem anderen Unternehmen der Gruppe reinvestiert werden. Zugleich muss sich nicht jedes Unternehmen der Gruppe um seine eigene Finanzierung kümmern, sondern die Gruppe kann als Ganze Kapital aufnehmen. Dafür stehen ihr aufgrund der Größe möglicherweise mehr Möglichkeiten offen als jedem einzelnen Unternehmen der Gruppe. So könnte die Gruppe beispielweise eher die Chance nutzen, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren oder einen Kredit bei einer Bank aufzunehmen, die weniger strengen Anforderungen in Bezug auf Nachhaltigkeit unterliegt. Da die Finanzierungsstruktur und insbesondere die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung über den Konjunkturzyklus variiert, bedeutet dies, dass Nachhaltigkeitskriterien in konjunkturell schwächeren Zeiten an Bedeutung gewinnen könnten.

### 4.4 Finanzmarktstabilität

Transitionsrisiken (ebenso wie physische Risiken) bergen Gefahren für die Finanzmarktstabilität. Die derzeitige Marktkapitalisierung und die derzeitigen Investitionspläne der ressourcenfördernden Unternehmen spiegeln nicht wider, dass sie einen Teil ihrer Ressourcen nicht nutzen können, wenn internationale Klimaziele erreicht werden sollen (McGlade & Ekins, 2015, Carbon Tracker, 2018). Für den Fall einer Verschärfung der weltweiten Klimapolitiken, die im Einklang mit den internationalen Zielen stehen, drohen „fossile“ Vermögenswerte gleichzeitig abgewertet zu werden. Auf diese Weise entsteht ein systemisches Risiko. Zentralbanken befürchten, dass diese „disorderly transition“ ein Risiko für die Finanzmarktstabilität darstellt (Batten et al., 2016, Banque de France, 2015, European Systemic Risk Board, 2016), und erste Studien zeigen dies über die gegenseitige Ansteckung von investierten Banken und Investmentfonds (Roncoroni et al., 2019). Diese Effekte könnten begrenzt werden, indem weniger Kapital in nicht-nachhaltige Vermögenswerte investiert wird.

Der EU-Aktionsplan enthält neben den bereits diskutierten Maßnahmen den Vorschlag, einen sogenannten „Green Supporting Factor“ einzuführen, um Investitionen in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten zu fördern. Der Green Supporting Factor sieht vor, die Eigenkapitalanforderungen für nachhaltige Kredite zu verringern. Bislang gibt es keinen Beleg dafür, dass nachhaltige Kredite eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen. Grundsätzlich verfolgt die Bankenregulierung mit den Eigenkapitalanforderungen das Ziel der Finanzmarktstabilität. Aus diesem Grund sollten sich Eigenkapitalanforderungen an Risikoklassen und nicht an politischen Zielsetzungen ausrichten. Mit einer Maßnahme zwei Ziele zu verfolgen, birgt immer die Gefahr bei der Erreichung beider Ziele zu scheitern (Dankert et al., 2018). Die Befreiung von Eigenkapitalanforderungen bei Forderungen, die Banken gegenüber EU-Mitgliedsstaaten halten, hat maßgeblich zur Verbindung zwischen der Staatsschuld- und Bankenkrise beigetragen (Kirschenmann, Korte und Steffen, 2017). Diese Erfahrung unterstreicht, dass das Instrument der Eigenkapitalanforderungen ausschließlich auf das Ziel der Finanzmarktstabilität ausgerichtet sein sollte. Diese Argumentation lässt sich analog auf einen immer wieder in die Diskussion eingebrachten „Brown Penalizing Factor“ anwenden, der höhere Eigenkapitalanforderungen für die Finanzierung „brauner“ Wirtschaftstätigkeiten vorsehen würde.

## 5 Herausforderungen für KMUs

Die Unternehmensgröße beeinflusst, auf welche Art und Weise Unternehmen Vereinbarungen mit ihren Vertragspartnern schließen. Grundsätzlich kann dies über explizite, d.h. vor Gericht durchsetzbare Verträge, oder über implizite Verträge, die zum Beispiel Reputationsmechanismen nutzen, geschehen. Können die beteiligten Parteien zwischen den unterschiedlichen Arten von Verträgen wählen, werden sie die Lösung wählen, die die geringsten Kosten verursacht (Banner, 2005). Bei einem Eingriff durch die Regulierung stellt sich zum einen die Frage, welche Wirkung dieser Eingriff auf die von KMU gewählten Verträge hat und zum anderen die Frage nach der Proportionalität.

### 5.1 Proportionalität

Die Offenlegung von Nachhaltigkeit ist laut EU-Aktionsplan freiwillig. Damit könnten sich KMUs dagegen entscheiden - zumal für sie eine Finanzierung über Finanzprodukte weniger relevant ist. Allerdings sind Unternehmen, die unter die Non-Financial Reporting Directive (NFRD) fallen, d. h. Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Mitarbeitern, verpflichtet, die Nachhaltigkeit ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit nach Taxonomie offenzulegen.<sup>7</sup> Dabei geht aus der Taxonomie bisher nicht klar hervor, wie weit diese Verpflichtung reicht und ob sie auch für die Lieferkette gilt.<sup>8</sup> Wären auch KMUs, die Zulieferer von offenkundig verpflichtigen Unternehmen sind, zu einem Reporting verpflichtet, wären sie durch diese Kosten ungleich stärker betroffen, da die Kosten nicht proportional zur Unternehmensgröße ansteigen, sondern einen beachtlichen Fixkostenanteil beinhalten. Im Bafin-Merkblatt wird bei Transaktionen mit einem höheren Risiko eine intensivere Prüfung des Risikos gefordert, bei der beispielsweise aktuelle und voraussichtlich künftige Treibhausgasemissionen betrachtet werden sollen. In diesem Kontext wird auch das Reporting für Scope 1 bis 3 genannt, was sich auf Emissionen innerhalb der Lieferkette bezieht. Da KMU sowohl als Zulieferer als auch als Abnehmer innerhalb von Lieferketten agieren, würden sie an mehreren Stellen von dieser Anforderung berührt. Selbst die Taxonomie hat die Proportionalität als Problem erkannt (TEG, 2019b, S. 97). Von Seiten der Politik könnten die KMUs unterstützt werden, indem die Offenlegungspflicht erst ab einer bestimmten Unternehmensgröße angewandt wird oder die Unternehmen finanziell für den dafür entstehenden Aufwand kompensiert werden. Außerdem sollten alle Möglichkeiten einer öffentlichen Verfügbarkeit der relevanten Informationen, z. B. über Emissionswerte, ausgeschöpft werden, um die Kosten der Berichterstattung über nicht-finanzielle Aspekte der Unternehmenstätigkeit möglichst gering zu halten.

### 5.2 Hausbankbeziehung

Aus den Anforderungen der Bafin geht hervor, dass Nachhaltigkeitsrisiken nicht als separate Risikokategorie erfasst werden, sondern in den bekannten Risikokategorien erfasst werden sollen. Banken haben ein eigenes Interesse daran, Ausfallrisiken zu quantifizieren. Eine Befragung von Bundesbank und Bafin zeigt, dass die deutschen Banken damit beginnen, sich mit diesem Thema auseinanderzusetzen (Bundesbank und Bafin, 2019). Dazu passen die Ergebnisse von Kleimeier und Viehs (2018), wonach bei intransparenten Kreditnehmern ein Nachhaltigkeitsrating die Kreditkonditionen beeinflusst.

<sup>7</sup> In Europa fallen etwa 6.000 Unternehmen unter die NFRD.

<sup>8</sup> In der Praxis verlangen große Unternehmen von ihren Zulieferern die Umsetzung ihrer Nachhaltigkeitsstandards (z. B. BMW und VW).

Außerdem erklärt die Bafin, dass von KMUs bei Kreditverhandlungen ein Beleg für ihre Nachhaltigkeit gefordert werden soll. Zudem müssen laut NFRD Großbanken sowie die Zentralinstitute der Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die Nachhaltigkeit ihrer Anlage- und Kreditportfolios offenlegen und somit diese Informationen für die einzelnen Kredite einholen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass für deutsche Unternehmen und insbesondere für KMUs die Hausbankbeziehung von großer Bedeutung ist. Innerhalb dieser Beziehung gibt es wiederholte Interaktion zwischen der Bank und ihrem Kunden, zu der auch die Aufnahme von Krediten zählt. Eine Befragung des ifo Instituts zeigt, dass die Bankbeziehung zur wichtigsten Bank im Durchschnitt bereits seit 29 Jahren besteht (Hainz und Wiegand, 2013). Durch die Hausbankbeziehung bauen beide Parteien eine Reputation als verlässlicher Verhandlungspartner auf. Es handelt sich also um einen impliziten Vertrag. Auf diese Weise entsteht ein Anreiz beim Unternehmen, die Informationen offenzulegen, die für die Bank als Kreditgeber für die Kreditwürdigkeitsprüfung relevant sind. Die Frage ist, in welchem Umfang und in welcher Form die Bank die Angaben über die Nachhaltigkeitsrisiken dokumentieren muss und welcher Aufwand damit sowohl für die Bank als auch für den Kreditnehmer einhergeht. Da die Hausbankbeziehung vor allem für KMUs von großer Bedeutung ist und sie sich überdurchschnittlich häufig bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken finanzieren, sollten diese Besonderheiten in der Aufsichtspraxis berücksichtigt werden.

Auch der Rat für Nachhaltige Entwicklung hat die Besonderheiten des deutschen Bankensektors hervorgehoben und betont, dass Sparkassen, Genossenschaftsbanken und zum Teil auch die Privatbanken aufgrund ihres Auftrags, ihres Geschäftsmodells und ihrer Größe ein stabiler und mittelstandsorientierter Teil des Finanzsystems sind und aufgrund dieser Besonderheiten eine wichtige Rolle für eine nachhaltige Finanzwirtschaft spielen (Rat für Nachhaltige Entwicklung, 2019, S. 5). Die Nachhaltigkeit zeigt sich auch in der Langfristigkeit der Hausbankbeziehung, die anders als in eher transaktionsorientierten Bankensystemen nicht auf einzelne Finanzierungen angelegt ist, sondern eine sehr langfristige Perspektive aufweist und damit auch auf die Langfristigkeit der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit angelegt ist, die sich der EU-Aktionsplan explizit zum Ziel setzt. Ohnehin ist davon auszugehen, dass KMUs, die häufig inhaber- oder familiengeführt sind, oft einen längeren Entscheidungshorizont aufweisen als größere Unternehmen, in denen Eigentum und Kontrolle getrennt sind. Es besteht die Gefahr, dass dieser Aspekt zurückgedrängt wird, wenn die Dokumentationspflicht der Banken von den Aufsichtsbehörden zu starr gehandhabt wird. Es sollte also beachtet werden, dass die Informationen innerhalb der Hausbankbeziehung ohne aufwändige Dokumentationspflichten fließen können und sich die Maßnahmen somit, wie vom Sustainable Finance-Beirat gefordert, „systemisch in die vorhandenen Wirtschaftsstrukturen einfügen“.

## 6 Abschließende Würdigung

Vor dem Hintergrund des Klimawandels und des Ziels einer nachhaltigeren Wirtschaftsweise müssen in großem Stil nachhaltige Investitionen getätigt werden. Je weniger Vermögen durch den Umbau zu einer nachhaltigen Wirtschaft entwertet wird, desto effizienter ist die Kapitalallokation. In der EU und in Deutschland werden zahlreiche Maßnahmen diskutiert, um das Finanzwesen so zu regulieren, dass es einen Beitrag zu einer nachhaltigen Entwicklung leisten kann.

Das Kernstück bildet dabei die Taxonomie, die bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten als nachhaltig klassifiziert und auf deren Basis Kriterien für grüne Finanzprodukte geschaffen werden sollen. Die Notwendigkeit einer Taxonomie ist nur insofern gegeben als dadurch die erforderliche Markttransparenz für Anleger gewährleistet und das Problem des „Greenwashings“ vermieden wird. Die Erfahrungen bei der Erarbeitung der Taxonomie führen den erheblichen Unsicherheitsbereich in der Beurteilung der Nachhaltigkeit vor Augen. Deshalb sollte die Taxonomie nur eine von vielen möglichen Operationalisierungen von Nachhaltigkeit liefern. Hinzu kommt, dass sich die Präferenzen der Anleger für unterschiedliche Aspekte von Nachhaltigkeit unterscheiden. Zudem zeigen zahlreiche empirische Studien, dass mit nachhaltigen Investments oft höhere Erträge erzielt werden (für gegebenes Risiko), so dass keine zusätzliche Lenkung von Investitionsströmen nötig sein sollte. Falls das Angebot an als nachhaltig klassifizierten Investments langsamer wächst als die Nachfrage, könnte es zu einer Blasenbildung kommen, die mit einem erheblichen Reputationsverlust für den Markt nachhaltiger Anlagen einhergehen würde.

Wenn darüber hinaus der Versuch unternommen werden soll, die Umwelt- und Klimaschutzpolitik zu unterstützen, hat dies vor allem symbolische Wirkung, da sich die Screening-Kriterien ohnehin an den umweltrechtlichen Grenzwerten bzw. - wo diese nicht vorhanden sind - an allgemein anerkannten technischen Standards orientieren. Eine Orientierung am Verursacherprinzip ist nur mittelbar feststellbar. Im Rahmen der europäischen Klimaschutzpolitik wird der Beitrag der Taxonomie durch die klimapolitischen Instrumente überlagert. Es findet somit eine ineffiziente Doppelregulierung statt. Außerdem hängt der Einfluss der Nachhaltigkeitskriterien für Finanzanlagen und in der Finanzmarktregulierung von der Finanzierungsstruktur und den Finanzierungsentscheidungen der Unternehmen ab. Somit ist die Finanzierungsneutralität nicht gegeben, da weniger nachhaltige Unternehmen einen Anreiz haben, auf Innenfinanzierung, auf unregulierte Finanzinstrumente oder auf Banken im Ausland, bei denen Nachhaltigkeitskriterien keine oder nur eine geringe Rolle bei der Kreditvergabe spielen, zurückzugreifen. Zusammenfassend ist unklar, ob ein Umbau der Gesamtwirtschaft mit einer Finanzmarktregulierung, die auf mehr Nachhaltigkeit abzielt, überhaupt erreicht werden könnte. Vielmehr sollte die Politik Anreize für den Umbau in ein nachhaltigeres Wirtschaftssystem schaffen, unter anderem durch verlässliche Rahmenbedingungen. Aus diesem Grund sollte ein nationaler Alleingang bei den Sustainable Finance-Maßnahmen vermieden werden.

Umfangreichere Offenlegungspflichten von Informationen, die zur Beurteilung von Nachhaltigkeit notwendig sind, tragen zu mehr Transparenz bei. Allerdings müssen dem Nutzen die Kosten gegenübergestellt werden. Vor allem KMUs könnten durch zusätzliche Informationsanforderungen überproportional belastet werden. Folglich sollten KMUs von Berichtspflichten ausgenommen werden oder von den zusätzlichen Kosten entlastet werden.

Bei Einführung eines Green Supporting Factors (ebenso wie eines Brown Penalizing Factors) würden mit einem Politikinstrument zwei Ziele adressiert und es besteht die Gefahr, dass dies zu Lasten der Finanzmarktstabilität geht.

## Literaturverzeichnis

- Bafin (2019), Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn.
- Bannier, C. (2005), Vertragstheorie, Physica-Verlag, Heidelberg.
- Berg, F., J. Kölbel, und R. Rigobon (2019), "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings," MIT Sloan Research Paper No. 5822-19.
- Banque de France (2015), Assessment of Risks to the French Financial System, Paris.
- Batten, S., R. Sowerbutts, M. Tanaka (2016), "Let's Talk about the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks", Bank of England Staff Working Paper.
- Bundesbank (2018), Tendenzen in den Finanzierungsstrukturen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen im Spiegel der Unternehmensabschlussstatistik, Bundesbank Monatsbericht, Juli 2018, S. 61-73.
- Bundesbank (2019), Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2018, Bundesbank Monatsbericht, Dezember 2019, S. 39-54.
- Bundesbank und Bafin (2019), Ergebnisse des LSI-Stresstests 2019, Pressekonferenz am 23.09.2019, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/807590/8cd2b931f02825341c51c1de19b62354/mL/2019-09-23-stresstest-anlage-data.pdf> (abgerufen 18.2.2020).
- Carbon Tracker (2018): Mind the gap: the \$1.6 trillion energy transition risk, "<https://www.carbon-tracker.org/reports/mind-the-gap/>"
- European Systemic Risk Board (2016), „Too Late, Too Sudden: tFansition to a Low-Carbon Economy and Systemic Risk“, Reports of the Advisory Scientific Committee 6.
- Denkert, J., L. van Doorn, H. J. Reinders, und O. Sleijpen (2018), "A Green Supporting Factor — The Right Policy?" SUERF Policy Note No. 43, October 2018.
- Europäische Kommission (2018), Frequently Asked Questions: Commission Proposals on Financing Sustainable Growth, Brussels, 24 May, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_18\\_3730](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_18_3730).
- Europäische Kommission (2019), Questions and Answers: Political Agreement on a System for Sustainable Investments (Taxonomy), Brussels, 18 December 2019.
- Europäische Kommission (2020a), Nachhaltige Finanzierung, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance\\_de](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_de) (abgerufen 14.2.2020).
- Europäische Kommission (2020b), Non-financial Reporting, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting\\_de](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_de), (abgerufen 14.2.2020).
- Friede, G., T. Busch, und A. Bassen (2015), "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies," Journal of Sustainable Finance & Investment 5(4), 210-233.
- Forum Nachhaltige Geldanlage (2019), Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2019, Berlin.
- Gibson Brandon, R. und P. Krueger (2017), "The Sustainability Footprint of Institutional Investors," Swiss Finance Institute Research Paper, No. 17-05, May 2017.

Hainz, C. und J. Fidrmuc (2008), „Grenzüberschreitende Kreditvergabe: Das Beispiel Deutschland und Österreich,“ *ifo Schnelldienst* 81(23), 25-29.

Hainz, C. und J. Fidrmuc (2013), „The Effect of Banking Regulation on Cross-Border Lending,“ *Journal of Banking and Finance* 37(5), 1310-1322.

Hainz, C. und M. Wiegand (2013), „Financing the German Economy During the Financial Crisis,“ CESifo DICE Report 11 (1), 48-54.

Hauptmann, C. (2017), „Corporate Sustainability Performance and Bank Loan Pricing: It Pays to Be Good, but Only When Banks Are Too,“ Saïd Business School WP 2017-20, <https://ssrn.com/abstract=3067422>.

Holle, L. (2019), Sustainable Finance auf globaler, europäischer und nationaler Ebene - Eine Einschätzung des Bundesministeriums der Finanzen, BaFin Perspektiven, Ausgabe 2.

Kleimeier S. und M. Viehs (2018), „Carbon Disclosure, Emission Levels, and the Cost of Debt,“ <https://ssrn.com/abstract=2719665>.

Kirschenmann K., J. Korte, und S. Steffen (2017), „The Zero Risk Fallacy? Banks' Sovereign Exposure and Sovereign Risk Spillovers,“ ZEW Discussion Paper No. 17-069.

Kittner, N., F. Lill, und D.M. Kammen (2017), „Energy Storage Deployment and Innovation for the Clean Energy Transition,“ *Nature Energy* 2(9), [nenergy2017125](https://doi.org/10.1038/nenergy2017125).

Kölbel, J., F. Heeb, F. Paetzold, und T. Busch (2019), „Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact,“ <https://ssrn.com/abstract=3289544>.

Kruse, T., M. Mohnen, P. Pope, M. Sato (2020), „Green Revenues, Profitability and Market Valuation: Evidence from a Global Firm Level Dataset“, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment Working Paper No. 331.

McGlade & Ekins (2015): „The Geographical Distribution of Fossil Fuels Unused when Limiting Global Warming to 2°C“, *Nature* 517(7533), S. 187-190.

Monasterolo, I. (2020): „Climate Change and the Financial System. Annual Review of Environment and Resources“, im Erscheinen.

Rat für Nachhaltige Entwicklung (2019), Stellungnahme des Rates für Nachhaltige Entwicklung. Die Sustainable Finance Strategie der Bundesregierung muss Neuland betreten, Berlin, 15.10.2019, [https://www.nachhaltigkeitsrat.de/wp-content/uploads/2019/10/2019-10-15\\_Stellungnahme\\_Sustainable\\_Finance\\_Strategie\\_der\\_Bundesregierung.pdf](https://www.nachhaltigkeitsrat.de/wp-content/uploads/2019/10/2019-10-15_Stellungnahme_Sustainable_Finance_Strategie_der_Bundesregierung.pdf) (abgerufen 18.2.2020).

Röstel, D. (2019), „Wie sicher ist nachhaltig?,“ *Bafin Journal*, Juni, S. 25-30.

Roncoroni, A., S. Battiston, S. Martinez Jaramillo, L. Escobar Farfán (2019), „Climate Risk and Financial Stability in the Network of Banks and Investment Funds“, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3356459](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3356459)

Sustainable Finance-Beirat (2019), Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung: Selbstverständnis, Ambition und Zielsetzung, [https://gsfc-germany.com/wp-content/uploads/2019/10/Sustainable-Finance-Beirat\\_Thesen\\_final\\_DE.pdf](https://gsfc-germany.com/wp-content/uploads/2019/10/Sustainable-Finance-Beirat_Thesen_final_DE.pdf) (abgerufen 18.2.2020).

TEG (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance) (2019a), Financing a Sustainable European Economy, Using the Taxonomy - Supplementary Report 2019.

TEG (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance) (2019b), Financing a Sustainable European Economy, Taxonomy – Technical Report.

## Impressum

### Verleger und Herausgeber:

IHK für München und Oberbayern

Dr. Eberhard Sasse

Dr. Manfred Gößl

Max-Joseph-Straße 2, 80333 München

☎ 089 5116-0

@ info@muenchen.ihk.de

🌐 ihk-muenchen.de

### Ansprechpartnerin:

Claudia Schleich, Abteilungsleitung Unternehmensförderung, Gründung und Gewerberecht

☎ +49 89 5116-1331 @ schleich@muenchen.ihk.de

### Verfasser:

ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.

ifo Zentrum für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung

ifo Zentrum für Energie, Klima und Ressourcen

Prof. Dr. Clemens Fuest ☎ 089 9224-1237 @ fuest@ifo.de

Dr. Christa Hainz ☎ 089 9224-1237 @ hainz@ifo.de

Dr. Johann Wackerbauer ☎ 089 9224-1277 @ wackerbauer@ifo.de

Tanja Stitteneder ☎ 089 9224-1248 @ stitteneder@ifo.de

### Gestaltung Umschlag:

Ideenmühle, Eckental

### Bildnachweis:

Titel: AdobeStock © Philip Steury

### Druck:

Oberländer GmbH & Co. KG, München

### Hinweis zu ifo-Studien:

© Die Inhalte wurden vom ifo Institut erstellt und entsprechen nicht notwendigerweise den Positionierungen der IHK.

Alle Rechte liegen beim Herausgeber. Ein Nachdruck – auch auszugsweise – ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung des Herausgebers gestattet.

Stand: Februar 2020