

Momentum Kongress 2022, Policy Discussion Paper **Allokative Finanzmarktregulierung zur Eindämmung der Klimakrise**

eingereicht von: Elsa Egerer, Franz Reibestein

Im vorzustellenden Policy Discussion Paper liegt der Fokus auf kurz- bis mittelfristigen politischen **Handlungsräumen bezüglich des Finanzsektors zur Abmilderung der Klimakrise**, (Klimaprimat) im Bereich der **Regulierung**.

Die nachfolgenden Gestaltungsvorschläge wurden im Kontext des Forschungsprojekts „Finanzwende für Resilienz und Nachhaltigkeit“ an der Cusanus Hochschule erarbeitet und basieren in Teilen auf Expert:inneninterviews mit Praktiker:innen und Akademiker:innen.

Die Diskussionsvorschläge beziehen sich insbesondere auf die Situation in Deutschland.

1. Hintergrund und Motivation

Seitens der (deutschen) Politik wird unter dem Narrativ der Nachhaltigkeit im Sustainable Finance Bereich faktisch vor allem ein Finanzmarktstabilitätsprimat¹ (sowie eine nicht näher definierte Marktführerschaft) verfolgt. Sustainable Finance als Klimaprimat sieht den Finanzsektor (i. w. S.) als Vehikel, über dessen Lenkungswirkung hinsichtlich der Realwirtschaft klimatische Wirkung erzielt werden kann.

Ausgangspunkt der Ausleuchtung von Handlungsräumen bildet die kritische Reflektion des Status Quo, in dem zum einen nicht in ausreichendem Maße die eigentlich transformativ notwendigen Klimainvestitionen (Transformationsinvestitionen) umgesetzt werden (Finanzierungslücke) und zum anderen weiterhin Investitionen finanziert werden, die nicht im Einklang mit Treibhausgasreduktionszielen stehen (Fehlallokation).

Das Klimaprimat legt bei der Ausleuchtung möglicher Handlungsräume eine **wirkungsorientierte** Perspektive nahe. Insbesondere stehen *direkte* Wirkmechanismen im Vordergrund. Wichtige Kriterien sind hierbei: a) Zukunftsorientierung, d. h. Fokus auf primäre Finanzierungsströme, die *neue* Investitionen ermöglichen (anstelle des *Handelns* von in der Vergangenheit emittierten Wertpapieren). b) (Indirekter) realwirtschaftlicher Fokus, d. h. Fokus auf die Frage, wie der Finanzsektor auf die Realwirtschaft wirkt. c) Zusätzlichkeit, d. h. Fokus auf Bereiche, die bisher nicht ausreichend finanziert werden. Die nachfolgend vorgeschlagenen Politikmaßnahmen werden daher von folgenden Fragen geleitet:

Welche Handlungsräume bestehen, um **Transformationsinvestitionen** dort zu **ermöglichen**, wo sie bisher nicht stattfinden oder unterfinanziert sind, und welche Handlungsräume bestehen, um über den Finanzsektor diejenigen realwirtschaftlichen Aktivitäten zu reduzieren, die die Erreichung der Treibhausgasemissionsziele konterkarieren? (**Finanzierungsunterlassung**). Grundsätzlich besteht gegenwärtig an den Finanzmärkten und insbesondere im Green Finance Bereich kein Engpass an potenziellen Finanzierungsmitteln;

¹ Der Stabilitätsprimat, d. h. der Fokus auf Risiken, die sich *aus* der Klimakrise für die *Finanzmärkte* ergeben, wird hier nur am Rande thematisiert, obgleich anerkannt wird, dass sich über das Risikomanagement auch (indirekte) klimatische Wirkungseffekte ergeben.

gleichzeitig werden für die Transformation notwendige Investitionen nicht in ausreichendem Maße finanziert.

Neben der Finanzierung entfaltet der Finanzsektor über die Abbildung von Eigentums-, Kredit und Versicherungsbeziehungen Wirkung auf die Realwirtschaft. Die Leitfrage lautet hier: Welche Handlungsräume bestehen, um den Rahmen für **Engagement** (i. w. S.) mit dem Ziel der Treibhausgasemissionsreduktion zu stärken?

2. Harte Regulierung in Richtung Transformation

Eine zentrale Schlussfolgerung der FIRN-Studie der Cusanus Hochschule ist, dass die Investitionslücke nicht als reines Informationsproblem zu adressieren ist. Auch unter der realitätsfernen Annahme, dass Transaktionskosten vermieden und Externalitäten eingepreist würden, neigen Finanzmärkte aufgrund von selbst verstärkenden Mechanismen zu Informations- und Allokationsineffizienz (z. B. Herdenverhalten). Die Messung und das Transparentmachen von Nachhaltigkeit und selbst die Einführung eines kostengerechten CO₂-Preises (welche politisch faktisch derzeit nicht absehbar ist) sind für die schnelle Umleitung von Finanzierungsflüssen nicht ausreichend.

Gegenwärtig zielt – auch im Sustainable Finance Bereich – Regulierung nur auf Finanzmarktstabilität ab. Gleichzeitig werden Klimarisiken fortdauernd systematisch unterschätzt – auch bedingt durch den weiterhin mikroprudenziellen Ansatz sowie vergangenheitsbezogene Risikomanagementmethoden (vgl. Bolton, 2020). Es bedarf einer umfassenderen Ordnungspolitik, um Finanzmittel schnell in Richtung Nachhaltigkeitswirkung zu steuern (vgl. Financewatch, 2020; Gabor, 2022; Lamperti et al., 2019; Vaccaro and Barmes, 2021; van Lerven et al., 2021). Eine regulative Lenkung im Sinne des Klimaprimats zielt dabei darauf ab, Finanzierungsflüsse in Einklang mit vorgegebenen Transformationspfaden zu bringen. Zielführend ist hier die Regulierung *neuer* Finanzierungsströme in Richtung *realwirtschaftlicher* Transformation.

Gleichzeitig lässt sich klimapolitisch ausgerichtete Regulierung auch aus der Perspektive des Primats der Finanzmarktstabilität begründen, da klimaschädigendes Handeln mittel- und langfristig auch Finanz- und Preisstabilität gefährdet (z. B. Bolton, 2020). Wird ein umfassendes, langfristiges Verständnis von Risiko zugrunde gelegt (vgl. Vaccaro and Barmes, 2021), d. h. die Tragödie des Zeithorizonts (vgl. Carney, 2015) überwunden, ist die Wirkung des Finanzsektors auf Treibhausgasemissionen für die Erhaltung von Finanzmarktstabilität kritisch. Die regulative Adressierung systemischer Risiken ist auch aus der Finanzmarktstabilitätsperspektive makroprudenziell angezeigt: *"When a bank lends to a carbon-intensive company, this contributes to a build-up of systemic risk across the financial system."* (Vaccaro and Barmes, 2021, S. 27)

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Organ zur grünen Finanzmarktregulierung

Für eine Ausrichtung des Finanzsektor in Richtung Nachhaltigkeit i. S. des Klimaprimats, stellt sich neben inhaltlichen Fragen des „Wie?“ die Ressourcen- und Verantwortungsfrage des „Wer?“. Während das Mandat der deutschen Bafin gegenwärtig auf Finanzmarktstabilität beschränkt ist, überwacht sie bereits heute auch politisch gesetzte regulative

Vorgaben. Auch auf Grundlage einer langfristigen Interpretation von Finanzmarktstabilität sowie Preisstabilität können sowohl Bafin, als auch das ESZB auf der Grundlage ihres bestehenden Mandats stärker wirkungsorientiert tätig werden. In diesem Zusammenhang ist auch auf das gegenwärtig vernachlässigte sekundäre Mandat des ESZB hinzuweisen (vgl. van 't Klooster, 2021). Eine Anpassung bzw. Explizierung der Mandate im Sinne klimabezogener Regulierung würde einen klaren Auftrag setzen und könnte die Regulierung über den Auftrag der Finanzmarktstabilität hinaus zu Adressierung von Klimawirkung verpflichten. Gleichzeitig impliziert Sustainable Finance i. S. des Klimaprimats eine stärkere Rolle der Umweltbehörden.

Vor diesem Hintergrund erscheint es zielführend, sowohl zur Entwicklung von Regeln zur transformativen Kreditlenkung als auch zur Kontrolle derselben eine stärkere Zusammenarbeit von Umwelt- und Finanzmarktbehörden anzustreben. Hierfür erscheint es bedenkenswert, die Gründung einer Institution mit eigenem Mandat zu diskutieren.

Ähnlich wie bei potenziellen Zielkonflikte zwischen Finanzmarktstabilität und Geldpolitik können sich auch zwischen einem kurzfristigen Fokus auf Finanzmarktstabilität und dem Klimaprimat Konflikte ergeben. So könnten harte Eingriffe aufgrund der Fragilität der Finanzmärkte zu Instabilitäten führen: „Success is failure“ (Carney, 2016, S. 2). Aus organisationaler Sicht könnte ein klares Mandat bzw. segregierte Entscheidungsprozesse vor diesem Hintergrund von Vorteil sein. Zudem stellt sich die Frage, inwiefern neue Aufgaben in bestehende Institutionen integriert werden können, ohne dass sich Institutionsträgheit negativ auswirkt. In jedem Fall erfordert Regulierung im Sinne des klimapolitischen Primats die Schaffung umfassender personeller Ressourcen. Gegenwärtig scheinen diese, z. B. bei der deutschen Bafin, nicht in ausreichendem Maße vorhanden.

Die klimapolitische Lenkung über den Finanzsektor könnte zudem eine sanftere Einflussnahme ermöglichen als direkte Verbote realwirtschaftlicher Tätigkeiten, da keine nachträgliche Erwartungskorrektur im Hinblick auf ausfallende Cash Flows (Stranded Assets) vorgenommen werden muss. Über eine Lenkung von Neuinvestitionen gemäß sektorspezifischen Treibhausgasreduktionszielen könnten „transitorische Risiken“ präventiv vermieden werden. Die Adressierung neuer Finanzierungsflüsse impliziert in diesem Sinne auch eine Abmilderung des Zielkonflikts zwischen Finanzmarktstabilität und klimabezogener Regulierung. Der Vorteil einer Adressierung klimapolitischer Wirkung ist in diesem Sinne auch, dass diese einen längerfristigen Betrachtungshorizont bereits impliziert, und die „Tragödie“ der Kurzfristorientierung überwunden werden könnte. Neben der positiven Wirkung im Sinne des Klimaprimats würde so langfristig auch die Finanzmarktstabilität gestärkt.

Gestaltungsmöglichkeiten klima- und wirkungsbezogener Regulierung

Die Ausgangslage im Status Quo ist eine äußerst komplexe Bankenregulierung, die in weiten Teilen auf eigene Berechnungen der Institute setzt, was dazu führt, dass viele Institute eine geringere Kapitalquote ansetzen als der Standardansatz impliziert (wie die gegenwärtige Diskussion um den Output Floor verdeutlicht²). Klimapolitische Regulierung sollte vor diesem Hintergrund darauf abzielen verpflichtend, und nachvollziehbar zu sein. (Vgl. Abschnitt Pragmatische Klarheit 4.).

² Vgl. z. B. (Allenbach-Amman, 2021)

Die Gestaltungsmöglichkeiten grüner Regulierung reichen hinsichtlich der Ambition von einer (a) Kurskorrektur weg vom gegenwärtigen Rahmen, der eher fossile Investitionen begünstigt, über eine (b) umfassendere Umlenkung in Richtung Klimaprimat über Finanzierungsge- und -verbote. Im Sinne einer umfangreicheren Lenkungs politik kann zum einen darauf hingewirkt werden, dass Investitionen, die gemäß einer Lebenszyklusanalyse nicht im Einklang mit sektorspezifischen Treibhausgasreduktionsvorgaben stehen, unterbleiben und/oder Klimainvestitionen begünstigt werden, wobei eine Orientierung an der europäischen Taxonomie sinnvoll erscheint.

Dabei könnten zum einen Anreize über eine relative Veränderung von Kapitalkosten gesetzt werden oder direkter z. B. über Quoten oder Finanzierungsverbote eingewirkt werden. Im Sinne der gegenwärtigen Regulierungslogik erscheint eine Anpassung der regulativen Kapitalgewichtung angemessen. Aus der Perspektive der Wirkungsorientierung und um weitere Verkomplizierung der Finanzmarktregulierung zu vermeiden, erscheint eine Anpassung der Risikogewichtung jedoch eher als Second Best Lösung. So wurde auch im Kontext der im Rahmen des FIRN-Projekts durchgeführten Interviews von einem progressiven Finanzmarktakteur darauf hingewiesen, dass ein Green Supporting Faktor ihre Praxis der Kreditvergabe kaum beeinflussen würde. Wirksamer und einfacher erscheint die Kombination einer ungewichteten Kapitalquote (Leverage Ratio), um die Resilienz des Finanzsektors auch vor dem Hintergrund der Klimakrise zu erhöhen und ein gleichzeitiges Verbot von Finanzierungen, die sektorspezifischen Do-Not-Significant-Harm Kriterien widersprechen.

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Verbot von Finanzierungen, die DNSH-Kriterien nicht erfüllen

Im Rahmen eines, im Optimalfall mindestens EU-weiten Vorstoßes, könnte der ordnungspolitische Rahmen so gesetzt werden, dass neue Finanzierungsflüsse in schädliche Projekte unterbunden werden. Einen Ansatzpunkt zur diesbezüglichen Systematisierung liefert die EU-Taxonomie, welche für alle emissionsintensiven Industrien spezifische Do-Not-Significant-Harm Standards beschreibt. Gegenwärtig dient die Taxonomie als reines Transparenzinstrument. Auf Grundlage der zukünftig zu erhebenden Nachhaltigkeitsinformationen könnte auch auf die Unterlassung besonders schädlicher Finanzierungsflüsse hingewirkt werden. Ein solches Verbot von Finanzierungen, die DNSH-Kriterien nicht erfüllen, sollte sich sowohl aus wirkungs- als auch aus Finanzmarktstabilitätssicht nur auf *primäre* Finanzierungsflüsse beschränken, d. h. auf Neuemissionen von Aktien, Neuemissionen von Anleihen, die Vergabe von Krediten sowie neue Beteiligungen an nicht gelisteten Unternehmen.

Gleichzeitig sollte eine verpflichtende positive Quote für taxonomiekonforme Finanzierungen diskutiert werden. Herausfordernd ist – wie grundsätzlich bei regulativen Eingriffen – die potenzielle Möglichkeit der Regulierungsarbitrage, d. h. Geschäftspraktiken könnten in Länder verlagert, in denen regulative Einschränkungen geringer sind. Vor diesem Hintergrund ist eine internationale Adressierung klimabezogener Regulierung angezeigt. Tatsächlich wird klimabezogener Regulierung bzw. allokative Kreditlenkung in anderen Ländern bereits eingesetzt, während die deutsche Bundesregierung z. B. eine Anpassung der Kapitalkosten pauschal ausschließt (vgl. Bundesregierung, 2021)). Zudem zeichnet sich das deutsche Bankwesen über die Säulen der Genossenschaftsbanken und Sparkassen durch

die starke regionale Verankerung aus, sodass eine Abwanderung hier weniger zu befürchten ist. Auch eine „Koalition der Willigen“ erscheint vor diesem Hintergrund erstrebenswert.

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Transformationsaufgabe als Teil des Gemeinwohlauftrags von Sparkassenverband

Sparkassen haben u. a. aufgrund Ihrer Verwurzelung in der Fläche großes Potential im Bereich der regionalen Transformationsfinanzierung. Faktisch bleiben jedoch die Ambitionen vieler Institute aktuell hinter dem Gemeinwohlauftrag zurück, interpretiert man diesen konsequent auch i. S. der Klimakrise. Sparkassen und Landesbanken sind als öffentliche Institutionen im Rahmen ihres Mandats der jeweiligen Landesgesetzgebung bereits an „Gemeinwohl“ gebunden. Gemeinwohl ist jedoch ein unbestimmter Rechtsbegriff. Das Gros der Sparkassen sieht die Gemeinwohlaufgabe über das Prinzip der regionalen Kreditbereitstellung erfüllt. Gleichzeitig sehen sich die Sparkassen auch vor Zielkonflikte gestellt, der durch eine rechtliche Ausdifferenzierung der Begrifflichkeit „Gemeinwohl“ begegnet werden könnte³.

Über eine Anpassung der Sparkassengesetze auf Landesebene könnten die Sparkassen (inkl. DekaBank) stärker auf eine Unterlassung von klimaschädlichen Investitionen sowie auf eine proaktive Wahrnehmung ihres Gemeinwohlauftrags verpflichtet werden, konkret durch Ausrichtung auf eine regionale Transformationsfinanzierung (vgl. auch Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 1, 2021)

Vor dem Hintergrund der potenziellen Wirkmächtigkeit von Engagement erscheint es sinnvoll, insbesondere hier die regulativen Rahmenbedingungen und Eingriffsmöglichkeiten zu stärken. Dies kann erfordern, den Regulierungsbehörden diesbezügliche Mandate zu erteilen bzw. zu explizieren.

3. Entfaltungsmöglichkeiten für transformative Praktiken

Es besteht ein Zielkonflikt zwischen Zielgenauigkeit und Anlegendenschutz auf der einen, sowie der Ermöglichung einer schnellen und wirkmächtigen Potentialentfaltung nachhaltiger Finanzierung auf der anderen Seite. Gegenwärtig bestehen auf diversen Ebenen Einschränkungen für nachhaltige Finanzierungspraktiken. (vgl. Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 1, 2021)

Vor dem Hintergrund der Erfahrung der globalen Finanzmarktkrise wurden umfassende Regulierungen eingeführt, gleichzeitig von wirkmächtigen, einfachen Eingriffen, wie hohen, ungewichteten Eigenkapitalregelungen Abstand genommen. Grundsätzlich scheint die dominante Schlussfolgerung aus der Finanzkrise nicht zu sein, dass Finanzmärkte inhärent instabil sind, was strenge makroökonomische Regulierung und vor allem einen

³ In den Interviews wurde ein derartiger Eingriff als potenziell wirksam beschrieben.

Resilienzansatz implizieren würde, d. h. konkret höhere ungewichtete Kapitalquoten. (vgl. Admati and Hellwig, 2014; Taleb, 2016).

Viel mehr sind im Zuge der Finanzkrise insbesondere einzelne Finanzierungsinstrumente in Verruf gekommen. So besteht zum Beispiel die Idee, dass Verbriefungen per se schädlich sind. Tatsächlich trägt das Handelbarmachen sowie die mit Verbriefung typischerweise einhergehende Verkomplizierung von Finanztiteln zum Prozess der Finanzialisierung und der Tendenz zur Aufblähung von Preisen für Finanztitel bei. Gleichzeitig ist darauf hinzuweisen, dass die sog. „Shiftability“ (vgl. Mehrling, 2010), also die Handelbarkeit von Geldflüssen den zentralen Entwicklungsschritt für tiefe Kapitalmärkte darstellt. Wird das gegenwärtige System als gegeben anerkannt, erscheint es zumindest bedenkenswert, die positiven Aspekte tiefer Kapitalmärkte im Sinne der Transformation fruchtbar zu machen – ohne die inhärente Instabilität zu negieren.⁴

Im Nachgang der Finanzkrise wurden Investitionsmöglichkeiten entsprechend auf ausgewählte Anlegende beschränkt. So wird z. B. die Bereitschaft zur Risikoübernahme für Verbraucher:innen regulativ eingeschränkt. Auch vor diesem Hintergrund bestehen für Privatanlegende unausreichende Anlagemöglichkeiten im Bereich wirkungsvoller nachhaltiger Anlagen.

Vor dem Hintergrund der Transformationsaufgabe ist die Frage, welche Regulierung angemessen ist, neu zu bewerten. Durch eine zieladäquate Deregulierung, z. B. im Bereich der Impactfondsgestaltung oder der Verbriefung könnten Hindernisse in den Bereichen wirkungsvoller Nachhaltigkeitsanlagen reduziert werden. Gleichzeitig sollte eine Deregulierung nur dort erfolgen, wo von einem tatsächlichen Nachhaltigkeitsnutzen ausgegangen werden kann. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass Finanzinstrumente nicht zu komplex gestaltet werden, so dass die grundlegenden Mechanismen nachvollzogen werden können. In diesem Sinne ist die Frage nach Regulierung eine *qualitative*, d. h. nicht im Sinne eines undifferenzierten „Mehr“ oder „Weniger“ zu beantworten.

Engagementtätigkeiten werden von diversen Akteur:innen als besonders wirksam und gleichzeitig schwer quantifizierbar bewertet. Regulierung im Sinne des klimatischen Wirkungsprimats sollte vor diesem Hintergrund optimale Bedingungen für Engagementtätigkeiten schaffen. Dies bedeutet zum einen Hürden, z. B. für Stewardship abzubauen (vgl. Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 1, 2021), und zum anderen sicherzustellen, dass die Informationsgrundlage für die Überwachung der Accountability gegeben sind (Vgl. auch Abschnitt 4).

Aus der Wirkungsforschung lässt sich zudem ableiten, dass neue Finanzierungsströme insbesondere dort ermöglicht werden sollen, wo kein Kapitalmarktzugang besteht – z. B. bei der Finanzierungsbereitstellung für kleinere Unternehmen. Diese werden typischerweise weiterhin von Banken erbracht. Neben der Frage der Kapitalkosten könnte hier über den Eingriffspunkt Risikosenkung auf mehr grüne Kredite hingewirkt werden. Neben der Möglichkeit der staatlichen Absicherung mit den ihr inhärenten Ambiguitäten (Abschöpfung von Gewinnen durch Privatwirtschaft) könnte über gezielte Deregulierung Risikostreuung ermöglicht werden.

⁴ Diese Schlussfolgerung lässt sich jedoch nicht auf „unausgereifte“ Finanzsysteme in ärmeren Ländern übertragen. Für eine kritische Betrachtung siehe Gabor (vgl. 2022, 2020).

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Verbriefung transformativer Kleinkredite

Die Kreditvergabe von Banken ist weniger durch das Einlagengeschäft sondern, neben nachfrageseitigen Aspekten, vor allem durch Risikobetrachtungen limitiert. Gleichzeitig bestehen insb. für Kleinanleger:innen kaum Möglichkeiten der (direkt) wirkungsorientierten Anlage.

Insbesondere für KMUS erfolgt die Finanzierung im Regelfall über Kredite der Hausbank. Nachhaltige Kredite über den Kapitalmarkt investierbar zu machen, könnte zusätzliche Kredite bzw. bessere Konditionen für Unternehmungen ohne Kapitalmarktzugang ermöglichen. Durch die Bündelung und Handelbarmachung von Krediten könnten Banken diese aus ihren Bilanzen entfernen, was Anreize für die Kreditvergabe verbrieftfähiger Kredite steigern könnte, da die Risiken für Banken reduziert werden. Ggf. könnte auch über die Verbriefungsmöglichkeit von Privatkrediten für energetische Sanierungen bzw. Umstellung der Wärmeerzeugung nachgedacht werden, sofern hier unausreichendes Finanzierungsangebot besteht⁵.

Verbriefungen sollten zielorientiert nur für jene Investitionen ermöglicht werden, die gegenwärtig unterfinanziert sind und im Einklang mit Treibhausgasemissionszielen stehen. Hier besteht Forschungsbedarf. Beispielsweise könnte die verbrieftfähige Kreditvergabe an die Taxonomiekriterien geknüpft werden, wobei sog. „Transitional Activities“ (d. h. Gas und Atom) ausgeschlossen werden sollten. Zudem kann über entsprechende regulative Leitplanken informative Klarheit für die Anlegenden sichergestellt werden. So könnte die Komplexität der Produkte regulativ eingeschränkt werden. Auch ohne eine komplexe Tranchierung können einfache Poolingvorteile über Verbriefungen hergestellt werden (vgl. auch Balz, 2011). Zudem könnte der Gestaltungsspielraum hinsichtlich der Kondition bei der Kreditvergabe eingeschränkt werden, z. B. über ein Verbot variabler Zinssätze, um destabilisierende Wirkungen zu dämpfen.

4. Pragmatische Klarheit als dienende Funktion

Informationssuche kostet und Funktions- und Wirkungsweisen von Produkten der nachhaltigen Geldanlage sind komplex. Mehr Transparenz kann zur Senkung von Transaktionskosten beitragen. Gleichzeitig kann Informationsfülle auch zu gestiegenen Orientierungskosten führen. Zudem ist auch auf Seiten der Transparenz schaffenden realwirtschaftlichen Unternehmen als auch Finanzinstitute die Informationsbereitstellung mit Aufbereitungskosten verbunden, die gerade für kleine, regional agierende Unternehmungen eine Herausforderung darstellt. Vor diesem Hintergrund sollten Veröffentlichungspflichten vor allem an ihr klimabezogenes Wirkungspotential gekoppelt werden.

Aus Sicht des Klimaprimats ist das Ziel von Veröffentlichungspflichten die Herstellung von Klarheit, also *relevanter* Informationen in *zugänglicher* Form. Veröffentlichungspflichten sind dann zielführend, wenn sie 1) als **pragmatische Transparenz** Transaktionskosten der Informationsbereitstellung und -Auswertung in Summe nicht unangemessen erhöhen und 2) zu **besserer Urteilsfähigkeit** auf Seiten der Finanzierenden bzw. Anlegenden beitragen und auf dieser Grundlage mehr nachhaltige Investitionen ermöglichen. Hierfür ist von öffentlicher Seite auch darauf hinzuwirken, dass Vertrauen in Nachhaltigkeitsinformationen zu stärken. Vor diesem Hintergrund erscheint es angemessen, dass eine Politik der

⁵ Dies kann im Rahmen dieser Veröffentlichung nicht bewertet werden.

Transaktionskostensenkung nicht nur Nachhaltigkeitsberichterstattung fördert, sondern gleichzeitig auch Fehlinformationen und intentionales Greenwashing aktiv sanktioniert.

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Prüfpflicht für Nachhaltigkeitsinformationen

Gegenwärtig besteht keine Prüfpflicht für Nachhaltigkeitsinformationen durch Wirtschaftsprüfer. Prüfpflicht sollte im Sinne des Ziels der Treibhausgasemissionsenkung mindestens für Transformationspläne, Klimawirkung und finanzierte Neuemissionen erfolgen. Hierfür sollten von öffentlicher Seite klare Vorgaben erarbeitet werden (Vgl. Abschnitt Pragmatische Klarheit 4.; Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 1, 2021)

Der Klimaprimat legt einen Fokus auf die Bereitstellung von jenen Informationen nah, die wirkungsrelevant sind. Dies impliziert einen stärkeren Fokus auf den Transformationsprozess. Das Ziel ist Treibhausgasemissionsreduktion. Um Temperaturziele zu erreichen, müssen dabei die *absoluten* Treibhausgasemissionen gesenkt werden. Folgerichtig sollten Finanzinstitute Informationen zur Entwicklung der verursachten Treibhausgasemissionen bereitstellen. Dabei ist es zielführend, dass auch die Berichterstattung den Fokus auf absolute Daten setzt. Gegenwärtig ermöglicht der „Intensity Approach“, das heißt eine Gewichtung z. B. mit der Bilanzsumme, dass absolut steigende verursachte Emissionen über mehr treibhausgasarme Investitionen ausgeglichen werden.

"The intensity approach dilutes numbers, it makes them look better and it makes targets easier to reach, but it is the wrong metric. Anthropogenic global warming is a direct function of the tonnes of GHGs, and mainly CO₂, emitted by human activities into the atmosphere, not of the proportion of their activities that emit GHGs."
(Financ-watch, 2022)

Zur Beurteilung des Klimawirkens von Finanzinstituten sind zudem indirekte Emissionen zentral. Emissionen, die für den Geschäftsbetrieb aufgewandt werden oder eigenen Energieverbrauch sind relativ irrelevant. Eine sinnvolle Berichterstattung bezüglich verursachter Emissionen muss vor diesem Hintergrund notwendigerweise auch Emissionen entlang der Wertschöpfungskette umfassen.

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme

Ausweis absoluter *neufinanzierter* Emissionen

Finanzinstitute sollten im Sinne der pragmatischen Klarheit hinsichtlich der finanzierten Emissionen berichten. Eine einfache Variante, um indirekte Emissionen von Finanzinstituten messbar zu machen, ist die von den finanzierten Unternehmen bereitgestellten (oder auf Grundlage einer Branchenschätzung ermittelten) Daten zu absoluten verursachten Emissionen mit dem Finanzierungsvolumen zu gewichten.

Nachfolgend wird in Anlehnung an die Methodik der Messung nach PCAF (vgl. 2020) bzw. dem investee-specific approach des GHG Protocol Corporate Value Chain (vgl. Greenhouse Gas Protocol, n.d.), folgende Berichterstattung vorgeschlagen.

Die *neufinanzierten* Emissionen werden als Summe aller mit Zuordnungsfaktor (relatives Maß für Finanzierungsvolumen) gewichteten dem Berichtsjahr zugeordneten Emissionen der finanzierten Unternehmungen berechnet. Das Finanzierungsvolumen beinhaltet neu vergebene Kredite, neu emittierte Aktien und Anleihen und neue ungelistete Beteiligungen.

$$\begin{aligned} \text{Neufinanzierte Emissionen} &= \sum_n \text{Zuordnungsfaktor} \times \text{Absolute Emissionen}_n \\ &= \\ \text{Neufinanzierte Emissionen} &= \sum_n \frac{\text{Finanzierungsvolumen}_n}{\text{Bilanzsumme}_n} \times \text{Absolute Emissionen}_n \end{aligned}$$

Schließlich ist regulierungsseitig der Zielkonflikt anzuerkennen, der zwischen Informationsfülle und -passung auf der einen Seite und mehr Klarheit besteht. Vor dem Hintergrund der Komplexität und Vielgestaltigkeit der nachhaltigen Geldanlage sollte die Stärkung der klimabezogenen Urteilsfähigkeit im Vordergrund stehen. Dies impliziert klare Leitplanken für Nachhaltigkeitsinformationen. Dabei ist zu überdenken, welche Informationen zu Urteilsbefähigung des Nachhaltigkeitswirkens beitragen und welche nicht. Konkret sind beispielsweise komplexe Modellierungen von Portfolio (Un)Alignment bezüglich der Bewertung herausfordernd, während Positiv- und Negativlisten eine einfache und niederschwellige Orientierung ermöglichen.

Leitplanken für Benchmarks

Bezüglich der Vergleichsbenchmark besteht für ernstgemeinte Nachhaltigkeit die Herausforderung, dass einzelne Aktivitäten eingebettet in das Gesamtsystem bewertet werden müssen. Ausgehend von einem Emissionsbudget für die Gesellschaft ergibt sich die Frage, wer bzw. welche Art von Wirtschaftsaktivität zu welchem Zeitpunkt (noch) in welcher Höhe emittieren darf. Aus gesamtgesellschaftlich, granular modellierten Szenarien lassen sich Benchmarks ableiten, die Anhaltspunkte für die Beurteilung individueller klimabezogener Nachhaltigkeit ermöglichen. Dabei sind diese Transformationspfade inhärent normativ und unsicher und Rückschlüsse vom Aggregat auf den/die Einzelne methodisch herausfordernd. Zudem erfordert eine unsichere Zukunft die regelmäßige Anpassung der Pfade an aktuelle Entwicklungen, insbesondere das verbleibende Emissionsbudget.

Aufgrund dieser Komplexität eignet sich die Benchmarkauswahl als Hebel zur Grünfärberei. Daher erscheint es sinnvoll von staatlicher Seite eine klare Bezugsgröße, d. h. Benchmark-Transformationspfad(e) und Szenarien verpflichtend vorzugeben, welche durch eigene Modellierungen ergänzt werden können. Sofern eine demokratische Legitimierung von Referenzszenarien gegenwärtig politisch nicht umsetzbar erscheint, könnten auch vom Regulierer selbst – in Zusammenarbeit mit Umweltbehörden – Referenztransformationspfade gesetzt werden – die im Einklang mit politischen Zielen stehen und den Fokus auf klimatische Wirkung legen.

Die Differenzierung zwischen Portfolioumschichtung über Sekundärmärkte (Gros der „Paris-Alignment“ Praktiken) und „aktivem Wirken“ (z. B. „echtes“ Impact Investment, Veränderungen in der Kreditvergabe und Engagementaktivitäten) ist aus der Perspektive des Klimaprimats zentral. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass derzeit verwendete Messpraktiken, die im regulativen Primat der Finanzmarktstabilität begründet sind, zur Wirkungsmessung weniger geeignet sind. Im Sinne eines klimabezogenen Wirkungsprimats kann z. B. die Förderung von Portfolio-Alignment-Praktiken nicht ausreichend

fundiert werden (vgl. Raynaud, 2020). In diesem Zusammenhang erscheint es problematisch, dass die EU weitgehend passive Anlageformen z. B. über das Label „pariskonform“ stärkt. Stattdessen empfiehlt es sich Praktiken zu fördern, die den Transformationsprozess in den Vordergrund stellen.

Zeitlichkeit und Rechenschaftspflichtigkeit

Nachhaltigkeitstaxonomien bilden ab, was aktuell als nachhaltig bewertet wird. Um Wirkung zu entfalten, die konsistent mit Transformationsplänen ist, sind stärker zukunftsbezogene Aussagen sinnvoll, um den Timelag zwischen Finanzierungsentscheidung und mehrjährigen Wirkung von Großinvestitionen abzubilden. Taxonomien könnten verstärkt Aussagen darüber enthalten, was nach aktuellem Kenntnisstand auch in der Zukunft (möglichst über den kompletten Lebenszyklus der Investition) als nachhaltig gilt.

Gütekriterien und Schutz von Begrifflichkeiten

Nicht nur die Benchmark muss in die Zukunft projiziert werden, sondern auch die Vorhaben der einzelnen Akteur:innen. Hierbei besteht die Problematik der Verantwortungsverschiebung und -verschleierung bei gleichzeitiger Proklamierung von Klimaneutralität. Ein regulativer Rahmen für Gesamtlebenszyklus-Angaben zu Klimaneutralität sollte vor diesem Hintergrund angestrebt werden und zu erfüllende Gütekriterien umfassen.

Eine besondere Bedeutung kommt den Vorgaben zu Transformationsplänen zu, da diese im Kontext potentiell wirkmächtiger Engagementtätigkeit von essentieller Bedeutung sind (vgl. Financewatch, 2022). Auch im Sinne des Verbraucherschutzes sollte sichergestellt werden, dass Aussagen bezüglich „Klimaneutralität“, „Paris Alignment“ oder „X-Grad Konformität“ an die Veröffentlichung nachvollziehbarer Transformationspläne geknüpft sind.

Diskussionsvorschlag Politikmaßnahme:

Qualitätskriterien für Transformationspläne (teilw. in Anlehnung an FinanceWatch 2022⁶)

Ausweis absoluter Treibhausgasemissionen unter Einbezug von Scope 1, Scope 2 und Scope 3 Emissionen⁷ (inkl. nachvollziehbarer Erläuterung zur Berechnung, im Optimalfall werden Berechnungsverfahren regulativ vorgegeben)

Kein Abzug von Klimakompensationen⁸

Kein Abzug von vermiedenen Emissionen

⁶ FinanceWatch bezieht die genannten Qualitätskriterien nur auf die Realwirtschaft. Aus unserer Sicht erscheint es sinnvoll auch für Finanzinstitute die gleichen Transparenzkriterien zu setzen. (vgl. Financewatch, 2022)

⁷ Von staatlicher Seite sollten Vorgaben zur Berechnung von Scope 2 und Scope 3 Emissionen gemacht werden. Scope 3 Emissionen von Finanzinstituten könnten als neufinanzierte Emissionen interpretiert werden. (Vgl. Box: Neufinanzierte Emissionen)

⁸ “Given the fragility of the accounting and assessment processes for carbon credits, and the strong incentive for companies to bypass the mitigation hierarchy and treat carbon offsets as a ‘licence to emit’ instead of a last resort measure, carbon offsetting outside of the value chain should never be accounted for in the net-zero effort of companies nor in the determination of whether they have achieved their net-zero targets. Offsetting should be seen as the cherry on the cake and not mistaken for the cake itself.” (Financewatch, 2022, S. 14)

Co2-Removal nur abzugsfähig, bei tatsächlicher Umsetzung (und für Finanzinstitute nur bei direkter Finanzierung)

Ausweis Basisjahrszenario

Ausweis von Zwischenzielen (min 5 Jahres-Ziele)

Ausweis des Referenzszenarios (im Optimalfall regulativ vorgegeben)

Quellen

- Admati, A.R., Hellwig, M., 2014. The bankers' new clothes: what's wrong with banking and what to do about it, 9. printing, 1. paperback printing, with a new preface by the authors. ed. Princeton Univ. Press, Princeton, N.J.
- Allenbach-Ammann, J., 2021. Basel III: Member states see national financial stability at risk [WWW Document]. [www.euractiv.com](https://www.euractiv.com/section/banking-union/news/basel-iii-member-states-see-national-financial-stability-at-risk/). URL <https://www.euractiv.com/section/banking-union/news/basel-iii-member-states-see-national-financial-stability-at-risk/> (accessed 9.16.22).
- Balz, E., 2011. Finanzmarktregulierung nach der Finanzmarktkrise: Vorschläge für eine Neuordnung der internationalen Finanzarchitektur, Edition / Hans-Böckler-Stiftung Wirtschaft und Finanzen. Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf.
- Bolton, P., 2020. The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change.
- Bundesregierung, 2021. Deutsche Sustainable Finance-Strategie [WWW Document]. URL https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=16 (accessed 9.14.22).
- Carney, M., 2016. Resolving the climate paradox [WWW Document]. URL <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2016/resolving-the-climate-paradox.pdf?la=en&hash=CDFB1640F4635BEC9C08601FF616C842BB975CEC> (accessed 9.14.22).
- Carney, M., 2015. Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - speech by Mark Carney [WWW Document]. URL <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability> (accessed 9.14.22).
- Financ-watch, 2022. Report – The Problem Lies in the Net: Making Finance contribute to a Net Zero Economy | Finance Watch [WWW Document]. URL <https://www.finance-watch.org/publication/report-the-problem-lies-in-the-net-making-finance-contribute-to-a-net-zero-economy/> (accessed 8.5.22).
- Financ-watch, 2020. Report – Breaking the climate-finance doom loop | Finance Watch [WWW Document]. URL <https://www.finance-watch.org/publication/breaking-the-climate-finance-doom-loop/> (accessed 8.5.22).
- Gabor, D., 2022. Aligning finance with the green transition [WWW Document]. UCL Institute for Innovation and Public Purpose. URL <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/publications/2022/jul/aligning-finance-green-transition> (accessed 8.4.22).
- Gabor, D., 2020. The Wall Street Consensus. <https://doi.org/10.31235/osf.io/wab8m>
- Greenhouse Gas Protocol, n.d. Corporate Value Chain (Scope 3) Standard [WWW Document]. URL <https://ghgprotocol.org/standards/scope-3-standard> (accessed 9.14.22).

- Lamperti, F., Mazzucato, M., Roventini, A., Semieniuk, G., 2019. The green transition: public policy, finance, and the role of the State. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 88, 73–88. <https://doi.org/10.3790/vjh.88.2.73>
- Mehrling, P., 2010. *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press, Princeton (N.J.).
- PCAF, 2020. *The Global GHG Accounting and Reporting Standard for the Financial Industry* [WWW Document]. PCAF. URL <https://carbonaccountingfinancials.com/standard> (accessed 9.14.22).
- Raynaud, J., 2020. *The Alignment Cookbook: A Technical Review of Methodologies Assessing a Portfolio's Alignment with Low-Carbon Trajectories or Temperature Goal* [WWW Document]. Green and Sustainable Finance. URL <https://gsf.institutlouisbachelier.org/the-alignment-cookbook-a-technical-review-of-methodologies-assessing-a-portfolio-alignment-with-low-carbon-trajectories-or-temperature-goal/> (accessed 6.21.22).
- Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 1, 2021. *Shifting the Trillions Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*.
- Taleb, N.N., Taleb, N.N., 2016. *The black swan: the impact of the highly improbable*, Random House trade paperback edition. ed, Incerto / Nassim Nicholas Taleb. Random House, New York.
- Vaccaro, J., Barmes, D., 2021. *Aligning Finance to the zero carbon economy: new ideas from leading thinkers #6 Financial stability in a planetary emergency: The role of banking regulators in a burning world* 57.
- van Lerven, F., Barmes, D., Krebel, L., 2021. *GREENING FINANCE TO BUILD BACK BETTER* [WWW Document]. URL <https://neweconomics.org/uploads/files/Greening-finance-for-a-BBB-recovery-FINAL.pdf> (accessed 9.14.22).
- van 't Klooster, J., 2021. *The ECB's conundrum and 21st century monetary policy: How European monetary policy can be green, social and democratic (preprint)*, Transformative Responses to the Crisis. SocArXiv. <https://doi.org/10.31235/osf.io/f25td>