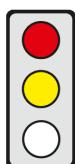


## KERNPUNKTE

**Ziel der Mitteilung:** Die Kommission will die Finanzwirtschaft zu mehr Nachhaltigkeit drängen.

**Betroffene:** Finanzinstitute, Ratingagenturen, Marktanalysten, Anleger, Nicht-Finanzunternehmen



**Pro:** Das vorgeschlagene Klassifikationssystem für Nachhaltigkeit („EU-Taxonomie“) kann die Entwicklung eines europäischen Marktes für nachhaltige Finanzprodukte unterstützen.

**Contra:** (1) Da es kein objektives oder einheitliches Verständnis von „Nachhaltigkeit“ gibt, ist eine verbindliche EU-Taxonomie verfehlt. Sie führt zu einer Investitionslenkung, die den Präferenzen der Anleger nicht zwangsläufig entspricht.

(2) Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sollten nicht verpflichtet werden, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen. Bei vorhandener Nachfrage seitens der Anleger werden Anbieter diese Nachhaltigkeitsaspekte von sich aus berücksichtigen.

(3) Eine Senkung der Eigenkapitalanforderungen für Banken durch einen „grünen Unterstützungs faktor“ gefährdet die Finanzmarktstabilität.

**Alternatives Vorgehen:** Statt Finanzinstitute und Anleger bei der Allokation ihres Kapitals zur Anwendung eines umstrittenen Nachhaltigkeitsbegriffs zu zwingen, sollte der EU-Gesetzgeber die Regelwerke anpassen, welche den jeweiligen Wirtschaftsaktivitäten zugrunde liegen.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

## INHALT

### Titel

**Mitteilung COM (2018) 97 vom 8. März 2018: Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziele

- Laut Kommission reicht das derzeitige Investitionsniveau in der EU nicht aus, um ein „ökologisch nachhaltiges Wirtschaftssystem zu unterstützen“. Um die EU-Klima- und Energieziele bis 2030 zu verwirklichen, sind jährlich 180 Mrd. Euro zusätzliche Investitionen notwendig. (S. 3)
- Neben „umweltbezogenen Erwägungen“ werden auch „soziale Erwägungen“ bei Investitionsentscheidungen „nicht ausreichend berücksichtigt“. IWF-Studien zeigen, dass Einkommensungleichheit das Wirtschaftswachstum behindern kann. Auch können Verstöße gegen Arbeitsnormen zu „Reputationsrisiken“ für Unternehmen führen. (S. 1, 2 und 4)
- Ziel des Aktionsplans ist es daher (S. 3), mit zehn „Maßnahmen“
  - Kapital in „nachhaltige und integrative“ Investitionen zu lenken (Maßnahmen 1 bis 5),
  - ökologische und soziale Risiken besser in das Risikomanagement der Finanzmarktteilnehmer einzubetten (Maßnahmen 6 bis 8), und
  - die Finanz- und Wirtschaftstätigkeit „transparenter und langfristiger“ auszurichten (Maßnahmen 9 und 10).

#### ► Lenkung von Kapital in nachhaltige Investitionen

##### Maßnahme 1: EU-Klassifikationssystem („EU-Taxonomie“) für nachhaltiges Handeln

- Eine Verlagerung von Kapital hin zu „nachhaltigeren“ Wirtschaftstätigkeiten kann nur funktionieren, wenn klar ist, was „Nachhaltigkeit“ umfasst. Der Verordnungsvorschlag über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen [COM(2018) 353; cepAnalyse folgt] sieht daher die „schrittweise“ Entwicklung eines EU-Klassifikationssystems für nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten („EU-Taxonomie“) vor. Er konzentriert sich zunächst auf Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels und zur Anpassung an seine Folgen sowie auf ausgewählte Umweltschutzaspekte. Später sollen auch soziale Aspekte berücksichtigt werden. (S. 5)
- Die Kommission hat im Juni 2018 eine Expertengruppe eingesetzt, die einen Bericht über eine EU-Taxonomie mit dem Schwerpunkt „Klimawandel“ vorlegen und diesen bis zum 2. Quartal 2019 um die Themen „Anpassung an den Klimawandel“ und andere Umweltmaßnahmen ergänzen soll.
- Die Taxonomie soll langfristig im EU-Recht, etwa in den Aufsichtsregeln für Banken, verankert werden (S. 5).

**Maßnahme 2: Normen und Labels für nachhaltige Finanzprodukte**

- Auf die EU-Taxonomie aufbauende EU-Normen und -Labels für nachhaltige Finanzprodukte könnten insbesondere Kleinanlegern als Entscheidungshilfe dienen und mehr Investitionen in nachhaltige Finanzprodukte lenken (S. 6).
- Die Kommission will bis Mitte 2019 im Rahmen der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129, s. [cepAnalyse](#)] festlegen, welchen Inhalt die Wertpapierprospekte von „grünen Anleihen“ haben muss. Bis dahin soll die Expertengruppe der Kommission einen Bericht über eine EU-Norm für solche Anleihen vorlegen (S. 6).
- Die Kommission prüft die Schaffung eines freiwilligen EU-weiten Labels für nachhaltige Finanzprodukte auf der Grundlage des bestehenden EU-Rechts für das EU-Umweltzeichen (S. 6).

**Maßnahme 3: Förderung nachhaltiger Investitionen**

Die Kommission will mit finanzieller Unterstützung und technischer Hilfe die privaten Investitionen in nachhaltige Projekte unterstützen. Sie will dazu die EU-Investitionsförderung in einem einzigen Investmentfonds bündeln, der mit einer EU-Haushaltsgarantie unterlegt wird. (S. 7 und 8)

**Maßnahme 4: Nachhaltigkeit bei der Finanzberatung**

- Bei Finanzberatungen werden zwar die Anlageziele und die Risikofreudigkeit der Anleger, nicht aber deren Präferenzen zur Nachhaltigkeit – Umwelt-, Sozial- und Governancefaktoren – berücksichtigt (S. 8).
- Die Kommission hat daher im Mai 2018 Entwürfe für Änderungen zu den delegierten Rechtsakten zur Märkterichtlinie [2014/65/EU, s. [cepAnalyse](#)] und zur Versicherungsvertriebs-Richtlinie [(EU) 2016/97, [cepAnalyse](#)] vorgelegt, die dazu führen sollen, dass Berater zur Beurteilung der Eignung eines Finanzprodukts künftig auch Informationen über die Nachhaltigkeitspräferenzen des Kunden einholen müssen. (S. 8)
- Die Kommission fordert die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) dazu auf, in ihre Leitlinien zur Eignungsbeurteilung bei der Vermögensberatung und -verwaltung, Bestimmungen über Nachhaltigkeitspräferenzen“ aufzunehmen (S. 8). Im Mai 2018 hat die ESMA ihre Leitlinien zur Eignungsbeurteilung zur MiFID-II-Richtlinie [Richtlinie 2014/65/EU] überarbeitet. Danach sollen Anbieter von Wertpapierdienstleistungen ihre Kunden nach deren Präferenzen in Umwelt-, Sozial- und Governancefragen befragen (ESMA 35-43-869).

**Maßnahme 5: Nachhaltigkeitsbenchmarks**

- „Benchmarks“ sind Indizes, die es Anlegern ermöglichen, die Leistung und Wertentwicklung ihrer Finanzanlage zu verfolgen. Benchmarks berücksichtigen nur selten Nachhaltigkeitsziele. Auch sind die Berechnungsmethoden häufig intransparent und „nicht solide“. (S. 8 und 9)
- Die Kommission schlägt im Verordnungsvorschlag über Referenzwerte [COM(2018) 355] die Einführung von zwei neuen Kategorien von Referenzwerten vor (S. 9), und zwar für
  - CO<sub>2</sub>- arme Investitionen und
  - Investitionen mit günstiger CO<sub>2</sub>-Bilanz.
- Auch will sie delegierte Rechtsakte zur Benchmarks-Verordnung [(EU) 2016/1011] erlassen, die die Transparenz der Berechnungsmethoden von Benchmarks steigern (S. 9).

► **Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Faktoren im Risikomanagement****Maßnahme 6: Nachhaltigkeit in Marktanalysen und Ratings**

- Die Kommission bemängelt, dass es „keine allgemein anerkannten Marktnormen“ für die Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen gibt. Sie fordert, dass die Methoden von Marktanalysten und Ratingagenturen nachvollziehbar und transparenter werden. (S. 9)
- Die Kommission will bis zum 3. Quartal 2019 prüfen, ob Ratingagenturen durch Änderung der Verordnung zu Ratingagenturen [(EU) Nr. 462/2013, s. [cepAnalyse](#)] verpflichtet werden sollen, Nachhaltigkeitsfaktoren zu berücksichtigen. Die Kommission will dabei „in einem stark konzentrierten Markt“ den Marktzugang für „kleinere Akteure“ und die „mögliche Schaffung neuer Ratingagenturen“ erhalten. (S. 9–10)
- Die Kommission fordert die ESMA dazu auf (S. 9),
  - in Leitlinien festzulegen, welche Informationen über umweltbezogene und soziale Nachhaltigkeit Ratingagenturen offenlegen müssen, und
  - „gegebenenfalls zusätzliche Leitlinien oder Maßnahmen“ in Betracht zu ziehen.
- Die Kommission wird den Markt für Nachhaltigkeitsanalysen und -ratings untersuchen und Maßnahmen zu seiner Förderung prüfen (S. 9).

**Maßnahme 7: Nachhaltigkeitspflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter**

- Institutionelle Anleger – etwa Versicherungen und Investmentfonds – sowie Vermögensverwalter sind EU-rechtlich zwar verpflichtet, „im besten Interesse“ ihrer Endanleger bzw. Begünstigten zu handeln. Ob sie dabei Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigen müssen, ist aber „weder hinreichend klar noch branchenübergreifend kohärent“. Auch werden Endanleger nicht ausreichend über die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten informiert. (S. 10)
- Mit dem Verordnungsvorschlag über die Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter zu Nachhaltigkeitsaspekten [COM(2018) 354 ; [cepAnalyse](#) folgt] will die Kommission sicherstellen, dass diese Nachhaltigkeitsaspekte künftig in ihre Investitionsentscheidungen einbeziehen und den Endanlegern gegenüber transparent machen. (S. 10)

**Maßnahme 8: Aufsichtsvorschriften für Banken, Versicherungen und Pensionsfonds**

- Banken, Versicherungen und Pensionsfonds sind Risiken ausgesetzt, die mit „nicht nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklungen“ einhergehen. Die Kommission will klima- und umweltrelevante Risiken in den Aufsichtsvorschriften „besser berücksichtigen“, ohne die risikobasierte Art der EU-Aufsicht zu gefährden. (S. 11)
- Die Kommission will 2018 und 2019 prüfen, ob die Risiken, die mit Klima- und anderen Umweltfaktoren verbunden sind, bei den Eigenkapitalvorschriften für Banken – etwa in Form eines „grünen Unterstützungsfaktors“ – mehr Berücksichtigung finden sollen. Dabei soll die EU-Taxonomie (vgl. Maßnahme 1) als Basis dienen. (S. 11)
- Die Kommission beauftragt die Europäische Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA) damit, die Auswirkungen der Aufsichtsvorschriften für Versicherungen auf nachhaltige Investitionen zu prüfen, wobei die „Eindämmung des Klimawandels“ im Fokus stehen soll (S. 11).

► **Transparentere und langfristigere Finanz- und Wirtschaftstätigkeit**

**Maßnahme 9: Offenlegung**

- Anleger und „Interessenträger“ sollen die „langfristige Wertschöpfung“ und „Exponierung gegenüber Nachhaltigkeitsrisiken“ von Unternehmen leichter bewerten können (S. 12).
- Die Kommission will dafür neue klimabezogene Leitlinien zur Richtlinie über die Offenlegung nichtfinanzialer Unternehmen [2014/95/EU, s. [cepAnalyse](#)] verabschieden.
- Außerdem lässt sie „alternative Bilanzierungsmethoden“ für den Zeitwert („fair value“) von langfristig investierten Eigenkapitalinstrumenten prüfen.

**Maßnahme 10: Nachhaltige Unternehmensführung und kurzfristiges Denken am Kapitalmarkt**

- Ein „unangemessener, kurzfristiger“ Druck der Kapitalmärkte kann langfristig ausgerichtete Unternehmensstrategien „erschweren“. Durch Konzentration auf „kurzfristige finanzielle Renditen“ werden umweltrelevante und soziale Risiken für Unternehmen ignoriert. (S. 14)
- Die Kommission prüft, ob (S. 14)
  - Unternehmen dazu verpflichtet werden sollen, Nachhaltigkeitsstrategien – inklusive „angemessener Sorgfaltspflichten in der gesamten Lieferkette“ – und messbare Nachhaltigkeitsziele auszuarbeiten und zu veröffentlichen, und
  - die Vorschrift, dass Direktoren im „langfristigen Interesse“ des Unternehmens handeln sollten, präzisiert werden soll.
- Die Kommission fordert die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) dazu auf, Nachweise für einen „unangemessenen kurzfristigen Druck“ der Kapitalmärkte zu sammeln; dabei soll sie untersuchen, wie lange Vermögensverwalter ihre Kapitalbeteiligungen halten.

## Politischer Kontext

Der vorliegende Aktionsplan steht im Zusammenhang mit dem 2015 vereinbarten Pariser Klimaschutzabkommen sowie der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung. Ende 2016 hat die Kommission eine Expertengruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen eingesetzt, welche Ende Januar 2018 ihren [Abschlussbericht](#) veröffentlichte. Der Aktionsplan stützt sich auf Empfehlungen dieses Abschlussberichts.

## Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen: GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion

Ausschüsse des Europäischen Parlaments: Wirtschaft/Währung (federführend)

Bundesministerien: Finanzen

Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzen

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

In zunehmendem Maße fragen Anleger „nachhaltige“ Finanzprodukte nach. Für eine fundierte Investitionsentscheidung benötigen sie die insoweit erforderlichen Informationen. Während institutionelle Anleger sich ein eigenes Bild der Nachhaltigkeit der Finanzprodukte machen können, greifen Endverbraucher für diese Einschätzung aufgrund der damit verbundenen Kosten und der Komplexität in der Regel auf vorgefertigte Informationen in der Form von Labels oder Ratings zurück.

**Das vorgeschlagene Klassifikationssystem für Nachhaltigkeit („EU-Taxonomie“)** mit EU-weit einheitlichen Kriterien zur Ermittlung der „Nachhaltigkeit“ eines Finanzprodukts kann zwar die Entwicklung eines europäischen Marktes für nachhaltige Finanzprodukte unterstützen, Skaleneffekte generieren und den Betreibern nachhaltiger Projekte einen EU-weiten Pool von potentiellen Finanzierungsquellen zur Verfügung stellen. Es gibt allerdings kein objektives oder einheitliches Verständnis von „Nachhaltigkeit“. Nicht-staatliche Initiativen wenden eine Vielzahl verschiedener Kriterien zur Einordnung nachhaltigen Handelns an und gewichten sie bei Zielkonflikten – etwa zwischen ökologischen und sozialen Zielen – auch unterschiedlich. Eine verbindliche EU-Taxonomie für „Nachhaltigkeit“, die als Grundlage für Aufsichtsvorschriften, EU-Labels oder Ratings vorgeschrieben wird, ist daher verfehlt. Sie kann die unterschiedlichen

Vorstellungen der Anleger, Investoren und Kreditgeber nicht widerspiegeln und **föhrt daher zu einer Lenkung von privaten Investitionen („Nudging“), die den Präferenzen der Anleger nicht zwangsläufig entspricht.**

**Dasselbe gilt für die Pflicht, bei der Finanzberatung die Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger auf der Grundlage der EU-Taxonomie abzufragen und zu berücksichtigen.**

**Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sollten nicht verpflichtet werden, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen** – erst recht nicht auf der Grundlage einer verpflichtenden EU-Taxonomie. Bei vorhandener Nachfrage seitens der Anleger werden Anbieter diese Nachhaltigkeitsaspekte von sich aus berücksichtigen, um im Wettbewerb bestehen zu können.

**Eine Absenkung der Eigenkapitalanforderungen für Banken durch einen „grünen Unterstützungs faktor“** setzt voraus, dass vermeintlich „nachhaltige“ Investitionen risikoärmer sind als andere. Dafür fehlt aber jeglicher Nachweis. Sie gefährdet daher die **Finanzmarktstabilität**. Außerdem führt sie zu einer zweifelhaften industrie politischen Steuerung, indem vermeintlich nicht-nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten über höhere Finanzierungskosten benachteiligt werden, obwohl sie rechtmäßig sind.

Ebensowenig sollten Unternehmen mittels „klimabezogener Leitlinien“ dazu gedrängt werden, Informationen zur „langfristigen Wertschöpfung“ und „Exponierung gegenüber Nachhaltigkeitsrisiken“ zu veröffentlichen, die nicht unmittelbar für den Erfolg des Unternehmens relevant sind.

Die Verpflichtung für Unternehmen, „langfristige Interessen“ zu berücksichtigen sowie „Nachhaltigkeitsstrategien“ samt „messbarer Nachhaltigkeitsziele“ und „angemessener Sorgfaltspflichten in der gesamten Lieferkette“ auszuarbeiten und offenzulegen, ist auch verfehlt. Dass Investoren und Unternehmen auch kurzfristige Interessen verfolgen, ist nicht verboten, legitim und nicht pauschal einer langfristigen Strategie unterlegen. Unternehmensstrategien, die sich nur lohnen, weil negative Auswirkungen etwa auf die Umwelt ignoriert werden können, lassen sich sehr viel effektiver ordnungsrechtlich als über zwangsläufige Governance-Vorgaben eindämmen.

Für größere Änderungen in den Aufsichtsvorschriften für Finanzinstituten gibt es keinen Grund. Zwar können physische Umweltrisiken (etwa Überschwemmungs- oder Sturmschäden infolge der Klimaerwärmung), Transitionsrisiken (etwa die Infragestellung etablierter Technologien wie des Verbrennungsmotors vor dem Hintergrund europäischer CO<sub>2</sub>-Reduktionsziele) und soziale Faktoren (etwa Korruptionsskandale) auch Risiken für Finanzinstitute mit sich bringen. Diese werden aber bereits umfassend von Ratingagenturen oder von den Finanzinstituten selber berücksichtigt. Auch verfügt die Finanzaufsicht über beträchtliche Spielräume, eine angemessene Berücksichtigung dieser Risiken sicherzustellen.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Abhängig von der Ausgestaltung der einzelnen Legislativmaßnahmen (cepAnalysen folgen).

### Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Abhängig von der Ausgestaltung der einzelnen Legislativmaßnahmen (cepAnalysen folgen).

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Abhängig von der Ausgestaltung der einzelnen Legislativmaßnahmen (cepAnalysen folgen).

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

Abhängig von der Ausgestaltung der einzelnen Legislativmaßnahmen (cepAnalysen folgen).

## Alternatives Vorgehen

**Statt Finanzinstitute und institutionelle wie private Anleger bei der Allokation ihres Kapitals zur Anwendung eines umstrittenen Nachhaltigkeitsbegriffs zu zwingen, sollte der EU-Gesetzgeber die Regelwerke anpassen, welche den jeweiligen Wirtschaftsaktivitäten zugrunde liegen:** Sehr oft lassen sich negative Auswirkungen so internalisieren – Treibhausgasemissionen etwa über ihre sektorübergreifende Erfassung im EU-Emissionshandelssystem (s. dazu cepIn-put), andere Externalitäten über Haftungsregeln. Wenn dies nicht möglich ist, können Produkte und Tätigkeiten direkt reguliert und notfalls verboten werden.

## Zusammenfassung der Bewertung

Das vorgeschlagene Klassifikationssystem für Nachhaltigkeit („EU-Taxonomie“) kann zwar die Entwicklung eines europäischen Marktes für nachhaltige Finanzprodukte unterstützen. Es gibt allerdings kein objektives oder einheitliches Verständnis von „Nachhaltigkeit“. Eine verbindliche EU-Taxonomie ist daher verfehlt. Sie führt zu einer Lenkung von privaten Investitionen („Nudging“), die den Präferenzen der Anleger nicht zwangsläufig entspricht. Dasselbe gilt für die Pflicht, bei der Finanzberatung die Nachhaltigkeitspräferenzen auf der Grundlage der EU-Taxonomie zu berücksichtigen. Institutionelle Anleger und Vermögensverwalter sollten nicht verpflichtet werden, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen. Bei vorhandener Nachfrage seitens der Anleger werden Anbieter diese Nachhaltigkeitsaspekte von sich aus berücksichtigen. Eine Absenkung der Eigenkapitalanforderungen für Banken durch einen „grünen Unterstützungs faktor“ gefährdet die Finanzmarktstabilität. Statt Finanzinstitute und Anleger bei der Allokation ihres Kapitals zur Anwendung eines umstrittenen Nachhaltigkeitsbegriffs zu zwingen, sollte der EU-Gesetzgeber die Regelwerke anpassen, welche den jeweiligen Wirtschaftsaktivitäten zugrunde liegen.