

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

75. Jahrgang · 1. August 2022

**15-2022**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

# REGULIERUNG, HARMONISIERUNG UND STANDARDISIERUNG

**Vorsicht vor der Wirkung  
nachhaltiger Kapitalanlagen**  
Eckhard Plinke / Frank Wettlauffer

Eckhard Plinke / Frank Wettlaufer

## Vorsicht vor der Wirkung nachhaltiger Kapitalanlagen

Am 2. August dieses Jahres ist es endlich so weit: Die seit Langem gestellte Forderung der Anbieter nachhaltiger Kapitalanlagen wird umgesetzt. Bankkunden muss bei einem Beratungsgespräch die Frage gestellt werden, ob sie bei ihren Anlagen Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen möchten oder etwa nicht.

Was für die Anbieter nachhaltiger Kapitalanlage ein perfektes Instrument ist, um das Bewusstsein für und damit die Nachfrage nach nachhaltigen Kapitalanlagen anzufeuern, ist den europäischen Politikern ein Mittel für höhere Zwecke: Die Europäische Kommission erhofft sich durch die verstärkte Verbreitung nachhaltiger Kapitalanlagen Unterstützung bei ihrem Green Deal. Die Idee dahinter: Durch Lenkung der Kapitalströme in gute

nanntes Greenwashing, das heißt die das Verbrauchervertrauen vermindernde Vorpiegelung grüner Aktivitäten, verhindert werden.

### Anleger erwarten Effekte

Die Idee der positiven Wirkung der Finanzströme nimmt die Finanzindustrie gerne auf. Bietet sie doch Gelegenheit, die Attraktivität des eigenen Produktangebots mit einer dritten Dimension zu steigern. Neben der „ethischen Frage“, also der Frage, ob man persönlich mit der Herstellung von Strom aus Braunkohle oder mit der Waffenproduktion Geld verdienen möchte, ging es bisher bei nachhaltigen Kapitalanlagen vor allem um ein besseres Rendite-Risiko-Profil. Nun tritt

siken: Denn die Finanzbranche darf keine falschen Versprechungen machen – ansonsten haftet sie für eventuelle Schäden. Wer also mit der Wirkung des Investmentfonds wirbt und diese nicht nachweisen kann, geht das Risiko der Rückabwicklung des Kaufes ein. Problematisch wird dies insbesondere, falls das Produkt zwischenzeitlich an Wert verloren hat und der Kunde den Kaufpreis rückerstattet bekommt (Green Put).

Dass dies teuer werden kann, zeigt der Fall DWS, der Fondsgesellschaft der Deutschen Bank. Mehrere Milliarden Euro Wertverlust verzeichnete die DWS, nachdem ihr eine Fehlaussage zu nachhaltigen Kapitalanlagen vorgeworfen wurde. Spätestens nachdem 50 Polizisten die Büros der Fondsgesellschaft zur Beweissuche stürmten, sind sich die Juristen der Risiken bewusst und werden versuchen, die Versprechungen der Marketingleute auf ihre Wahrhaftigkeit abzuklopfen.

---

„Die Idee der positiven Wirkung der Finanzströme nimmt die Finanzindustrie gerne auf.“

---

klimafreundliche Anlagen, weg von schlechten klimabelastenden Anlagen, soll der Kapitalmarkt die Klimawende finanzieren.

Mit diesem Ziel wurde mit dem Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzsystem eine umfangreiche Regulierung nachhaltiger Kapitalanlagen auf den Weg gebracht. Hierzu gehört die Verpflichtung der Finanzberater zur Erörterung der Nachhaltigkeitspräferenzen der Kunden genauso wie die Definition eines einheitlichen Standards für nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten durch die sogenannte Taxonomie. Damit soll vor allem so-

ein dritter Aspekt in Erscheinung, bei vielen Angeboten sogar in den Vordergrund: die positive ökologische und soziale Wirkung (Impact) nachhaltiger Kapitalanlagen. Wie Umfragen zeigen, erwartet die Mehrheit der Anleger Wirkung von ihren Kapitalanlagen und sieht dies als einen wichtigen Grund, um nachhaltig zu investieren. Mit dem Kauf des Investmentfonds erziele man also nicht nur eine attraktive Rendite, sondern verbessere auch noch die Welt. Wer findet das nicht toll ...

Leider bietet die Werbung mit Impact nicht nur Chancen, sondern birgt auch Ri-

Die Antwort auf die Frage „Haben nachhaltige Investmentfonds Impact?“ ist also für drei Adressaten wichtig: Zum einen die Politiker. Falls die Lenkung der Finanzströme nicht gelingt, entfällt nicht nur das Argument für die umfassende Regulierung, sondern vor allem die Hoffnung, man könnte einen Teil der Verantwortung für den Klimaschutz auf den Finanzsektor übertragen. Zum anderen die Finanzindustrie, die im eigenen Interesse auf eventuelle Fehlaussagen verzichten soll, um sowohl Reputations- als auch finanzielle Risiken auszuschließen. Last, but not least die Kunden, die wissen wollen, ob sie mit dem Kauf eines „Fonds mit Wirkung“ einen echten Beitrag zum Klimaschutz liefern, ähnlich wie bei „rea-

len“ anderen Klimaschutzmaßnahmen wie Verzicht auf Flugreisen oder Reduktion des Fleischkonsums.

### Additionalität muss erfüllt sein, sonst ...

Entgegen landläufiger Meinung haben die allermeisten Finanzinvestitionen leider keine direkten ökologischen und sozialen Wirkungen – direkten Impact haben nur die Unternehmen oder Institutionen, die klimafreundliche Technologien entwickeln oder klimafreundliche Projekte realisieren, wie der Produzent von Windturbinen oder der Energieversorger, der einen Windpark baut. Der Finanzinvestor trägt über die zur Verfügung gestellten Finanzmittel bestenfalls indirekt zur Realisierung bei. Denn genauso wie die anderen Produktionsfaktoren Land und Arbeit ist Kapital nur ein dienender Faktor, aber kein begrenzender und entscheidender.

Ein solcher direkter Impact ist nur gegeben, wenn die sogenannte Additionalität erfüllt ist: Diese bedeutet, dass es durch das Geld zu einer zusätzlichen Investition in der Realwirtschaft kommt, die ohne dieses Zutun nicht von anderen finanziert worden wäre. Eine solche Wirkung haben also nur Fonds, die frisches Kapital zur Verfügung stellen. Hierzu gehören Venture Capital Fonds oder spezialisierte Impact Fonds, die bereit sind, im Zweifel auf Rendite zu verzichten. So führt zum Beispiel der Kauf von Anteilen eines Mikrofinanzfonds in Höhe von 1000 Euro zur Kreditvergabe in Höhe von zusammen rund 1000 Euro und damit zu einer direkten Verbesserung der Lebensbedingungen vieler Menschen in Entwicklungsländern. Echte „Impact Fonds“ sind somit eine sehr kleine Nische des Anlagemarktes und nicht das Gros der von der Regulierung betroffenen Wertpapierfonds.

### ... droht keinerlei Wirkung

Der überwiegende Anteil nachhaltiger Finanzprodukte hat überhaupt keinen Impact. Denn sie agieren auf den Sekundärmärkten, das heißt Kauf und Verkauf von

Aktien und Anleihen über die Börse. Hier steht jedem Verkauf ein Kauf – und vice versa – gegenüber. Entsprechend führt der Verkauf von Aktien „schlechter“ Unternehmen, wie einem Betreiber von Kohlekraftwerken, lediglich dazu, dass das Kohlekraftwerk jetzt halt von einem etwas weniger umweltbewussten Eigentümer finanziert wird. Sogar wenn gleichzeitig viele Anleger ihre Kohleaktien verkaufen, sinken bestenfalls deren Aktienkurse. Dies führt aber nicht direkt zu einer Reduktion der Kohleförderung und -nutzung.

Auch der Kauf von Wertpapieren von Produzenten erneuerbarer Energien hat keine Wirkung, da diese ja von jemand anderen verkauft werden. Insofern ist auch die Idee, Investitionen in Unternehmen, die mit ihren Geschäftsaktivitäten gutes tun, als „Impact aligned“ sprich „im Einklang mit Impact“ zu nennen, nichts anderes als ein Marketingtrick, um das Wort Impact zu verwenden. Da diese Themenfonds üblicherweise aus börsennotierten Anlagen bestehen, generieren sie keinerlei Wirkung.

### Ökologische und soziale Wirkung durch Engagement?

Da die Anlage in börsennotierten Wertpapieren also keine direkte Wirkung generiert, besteht die Idee der indirekten Wirkung durch das sogenannte Engagement. Bei diesem aktiven Aktionärstum erfolgt der Impact durch Dialoge mit den Unternehmen und/oder durch Reden und Abstimmungen bei Hauptversammlungen, um Unternehmen in Richtung Nachhaltigkeit zu drängen. Die Manager nachhaltiger Fonds bedienen sich hierbei vielfach spezialisierter Dienstleister, die die Stimmabgabe und Unternehmensdialoge letztlich durchführen.

Sicherlich gibt es Beispiele von Verhaltensänderungen bei Unternehmen. Fondsmanager berichten zum Beispiel darüber, dass mit Energiefirmen Vereinbarungen zur Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen erreicht werden konnten. Ob Unternehmensdialoge jedoch eine systematische Breitenwirkung haben, die über einzelne positive Anekdoten hinausgehen, ist



Foto: privat



Eckhard Plinke

Experte für Nachhaltiges Investment und Nachhaltige Entwicklung, Muttenz



Foto: Wettlaufer Wirtschaftsberatung



Frank Wettlaufer

Wettlaufer Wirtschaftsberatung, Basel

Im Zusammenhang mit nachhaltigen Finanzanlagen wird immer mehr von Wirkung gesprochen. Die Wirkung (Impact) soll dazu beitragen, einen positiven Wandel für Umwelt und Gesellschaft herbeizuführen. Laut den Autoren wird entsprechend der Attraktivität des Heilversprechens die Werbetrommel gerührt. Doch keine Wirkung ohne Nebenwirkungen, so Wettlaufer und Plinke. Sie stellen die Frage in den Raum, ob es sein könne, dass die negativen Nebenwirkungen schädlicher sind als die angepriesenen Wirkungen? Im ersten Teil dieses Artikels beantworten sie die Frage, ob nachhaltige Kapitalanlagen positive Wirkung haben, im zweiten Teil versuchen die Autoren die negativen Nebenwirkungen zu beleuchten. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass das positive Versprechen nicht gehalten werden kann, während die negativen Auswirkungen gleichzeitig große Schäden anrichten können. Ein Umsteuern von Politikern und Banken ist ihrer Meinung nach daher dringend geboten. (Red.)

höchst fraglich. Hinzu kommt, dass auch beim Engagement das Kriterium der Additionalität nicht erfüllt ist: Unternehmen werden durch diverse sogenannte Anspruchsgruppen beeinflusst – NGOs, Politik, Behörden, Kunden, Lieferanten und Mitarbeiter. Ob die Klimaschutzziele des Energieunternehmens jetzt aus eigenen Stücken, durch Engagement der Politik oder anderer Anspruchsgruppen oder durch das Engagement von Investoren zustande kamen, kann nicht beantwortet werden. Der Erfolg hat viele Väter. Sicherlich kann man dem Kauf eines Investmentfonds keine Wirkung zusprechen.

Es kann zusammengefasst werden: Weder Investment noch Engagement haben eine Wirkung im Sinne eines Einflusses des einzelnen Anlegers auf die ökologischen und sozialen Auswirkungen einzelner Unternehmen oder Institutionen beziehungsweise der Wirtschaft als Ganzes. Durch den Kauf von Investmentfonds

nomie“ der EU als „nachhaltig“ klassifiziert wurden.

Leider sind die Kriterien der Taxonomie nicht nur umstritten – so soll etwa Atomkraft und die Verwendung von Gas als Energiequelle als nachhaltig gelten. Die als nachhaltig klassifizierten Aktivitäten

ger stark gewichtet. Damit sinkt für die „braunen“ Unternehmensteile der Druck der Stakeholder, etwas gegen den Klimawandel in der Realwirtschaft zu tun – statt mehr Umweltschutz resultiert am Ende weniger. Damit ist das Ziel der Politik konterkariert – von den neuen geopolitischen Abhängigkeiten ganz zu schweigen.

---

### „Es können also nicht alle nachhaltig anlegen, ohne negative Konsequenzen auszulösen.“

---

können Anleger daher keine direkte und unmittelbare Wirkung im Sinne einer nachhaltigen Wirkung erzielen.

#### Sogar negative Nebenwirkungen möglich

Im ersten Teil dieses Beitrags wurde gezeigt, dass durch den Kauf von klassischen, das heißt börsennotierten, nachhaltigen Kapitalanlagen keine positive Wirkung auf eine nachhaltige Entwicklung ausgeht. Keine positive Wirkung bedeutet natürlich nicht, dass der von Politik und Banken geförderte Zufluss in nachhaltige Anlagen keine sonstigen Auswirkungen hat. Leider sind diese sowohl für Anleger als auch für die Ziele der Politiker negativ.

Wie schon angedeutet, zäumt die Vorstellung des EU-Aktionsplans für ein nachhaltiges Finanzsystem, durch Umlenkung der Kapitalströme könne eine Transformation Richtung „grüne Wirtschaft“ erreicht werden, das Pferd von hinten auf: Wenn nur genug Geld in eine gute Sache fließt, wird schon etwas Gutes in der Realwirtschaft getan. Leider mangelt es nicht an Geld, sondern an attraktiven Rahmenbedingungen.

Daher besteht die Gefahr einer „grünen Finanzblase“, bei der viele Anleger viel Geld verlieren. Entsprechend der Doktrin der „Umlenkung der Finanzströme“ wird mit den neuen EU-Richtlinien letztlich beabsichtigt, dass ein möglichst hoher Anteil der Fonds in Aktivitäten investiert werden, die in der sogenannten „Taxo-

sind auch sehr spezifisch und machen nur einen sehr geringen Teil der gesamten wirtschaftlichen Aktivitäten aus. So ist zum Beispiel die Produktion erneuerbarer Energie uneingeschränkt nachhaltig. Wenn allerdings die Rahmenbedingungen in der Realwirtschaft nicht ausreichend attraktiv für ein starkes Wachstum erneuerbarer Energien sind, zum Beispiel weil – wie kürzlich geschehen – eine Ausweitung des CO<sub>2</sub>-Emissionshandels nicht durchgesetzt werden kann, steht den wachsenden Finanzströmen aus den Nachhaltigkeitsfonds eine begrenzte Menge an „grünen“ Anlagemöglichkeiten gegenüber – das Risiko einer Blasenbildung an den Finanzmärkten steigt.

#### Ungewünschte Eigentümer durch Verkauf brauner Anlagen

Der Kauf von Wertpapieren grüner Unternehmen ist also finanziell riskant und führt zu keiner Verbesserung der nachhaltigen Entwicklung. Wie sieht es bei dem Verkauf von Wertpapieren „brauner“ umweltschädlicher Unternehmen aus? Wenn im Zuge einer breiteren Devestitionsbewegung die Aktienkurse sinken, besteht für die betroffenen Unternehmen ein Anreiz, ihre „braunen“ Aktivitäten abzustoßen. Damit verschwinden diese Aktivitäten aber nicht, sondern gehen nur in andere Hände über. Die neuen Eigentümer sind allerdings naturgemäß weniger an nachhaltiger Entwicklung interessiert, zum Beispiel Konkurrenzunternehmen, die geringere Umweltschutzstandards haben oder die in Ländern tätig sind, die das Thema Umwelt weni-

Solange nachhaltige Kapitalanlagen eine Nische für ethisch motivierte Anleger sind, die eine adäquate Rendite mit „guten“ Anlagen erzielen und es genügend andere – seriöse – Anleger gibt, die die „unethischen“, aber notwendigen Aktivitäten finanzieren, ist die Welt in Ordnung. Schwierig wird es, wenn zu viel Geld die wenigen guten Aktivitäten jagt und zu viel „schlechtes“ Geld in braunen Aktivitäten eine Anlage findet. Es können also nicht alle nachhaltig anlegen, ohne negative Konsequenzen auszulösen. Daher ist ein starker Zustrom in nachhaltige Kapitalanlagen nicht wünschenswert, solange die realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht Anreize für ein ausreichendes Wachstum „grüner Geschäftsaktivitäten“ geben.

#### Konsequenzen für Kunden, Fondsanbieter und Politik

Die Vorstellung beziehungsweise das Marketingversprechen, dass nachhaltige Finanzanlagen eine bessere Welt bewirken, hält einer rationalen Überprüfung nicht stand. Fondskunden mit Interesse an Nachhaltigkeit sollten sich dessen bewusst sein. Dies vor allem, weil Studien zeigen, dass der vermeintliche Ablasshandel durch ein Investment in Impact-Anlagen zu weniger Bemühungen beim täglichen Klimaschutz führen kann: Wer 10000 Euro in einen Impact-Fonds investiert, rechtfertigt damit den Shopping-Trip nach London oder den Verzehr des argentinischen Steaks. Insbesondere sollten Anleger die besonders grünen Anlagen wegen der Gefahr einer Finanzblase meiden.

Aus der Verantwortung für eine nachhaltige Entwicklung, aber auch, um Haftungsrisiken zu reduzieren, sollte die Finanzindustrie nachhaltige Kapitalanlagen weniger stark „pushen“. Insbesondere soll-



ten die Anbieter von nachhaltigen Finanzprodukten auf Marketingversprechen auf ökologische und soziale Wirkungen verzichten. Besonders sind hier die Fonds gemäß EU-Verordnung angesprochen, die eine explizite Nachhaltigkeitswirkung anstreben. Dies schon aus dem eigenen Interesse, um Anklagen wegen Impact-Washing zu vermeiden. Auch sollte auf den Ausweis von Impact-Indikatoren (zum Beispiel eingesparte CO<sub>2</sub>-Emissionen bei Investitionen in erneuerbare Energieunternehmen) verzichtet werden, wie sie teilweise auch von den EU-Regulierungen gefordert werden. Sie messen den Einfluss des Unternehmens, während der Impact des Investors nicht vorhanden ist.

Da sich kein Finanzinstitut die Bonanza der nachhaltigen Kapitalanlagen entgegen lassen möchte, es aber im Interesse aller ist, auf zu viel Geld in nachhaltigen Anlagen zu verzichten, sollte auf eine Regulierung beziehungsweise ein Wohlverhaltenskodex hingewirkt werden. Darauf sollten auch Asset-Management-Verbände wie der BVI bei ihren Mitgliedern hinwirken. Auch die BaFin in ihrer Funktion

als Verbraucherschützerin und Schützerin der Integrität der Finanzindustrie könnte aktiv werden.

Statt den Fokus mehr und mehr auf den Impact zu legen, sollten bei der Konzeption und Vermarktung nachhaltiger Finanzprodukte wieder ihre ursprünglichen Ziele in den Vordergrund gerückt werden: Das ethische Ziel, das die Kapitalanlage subjektiven Werten entsprechen soll (will ich als Anleger mit kritischen Aktivitäten wie Braunkohle oder Kernenergie Geld verdienen?) und das finanzielle Ziel (Nachhaltiges Investment als Konzept zur Verbesserung des finanziellen Risiko-Rendite-Profiles durch systematische Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Risiken und Chancen).

Für die Politik ergibt sich demnach die Notwendigkeit eines grundsätzlichen Umdenkens, sowohl was die Grundphilosophie als auch die daraus abgeleiteten bestehenden und geplanten Regulierungen des EU-Aktionsplans für ein nachhaltiges Finanzsystem betrifft. An erster Stelle muss die Vorstellung, dass die

Transformation Richtung „grüne Wirtschaft“ durch eine Lenkung der Finanzströme zu erreichen ist, aufgegeben werden. Eine effektive Klimapolitik muss die richtigen Rahmenbedingungen in der Realwirtschaft setzen, wie einen ausreichend hohen Preis für CO<sub>2</sub>-Emissionen, dann werden die Finanzströme automatisch in eine klimafreundliche Richtung gelenkt.

Daraus folgt unter anderem, dass die daraus abgeleiteten Klassifizierungen für nachhaltige Fonds, die auf dem Impact-Konzept basieren, aufgegeben werden sollten. Die Daseinsberechtigung einer EU-Regulierung nachhaltiger Finanzprodukte ist nur dann gegeben, wenn sie sich auf die Vermeidung von „Greenwashing“ konzentriert. Dabei geht es primär um bestimmte Mindeststandards für eine sorgfältige ESG-Analyse und die Sicherstellung, dass Marketingversprechen tatsächlich auch erfüllt werden. Allerdings stellt sich die Frage, ob der mit den schon verabschiedeten Regulierungen verbundene bürokratische Aufwand dies rechtfertigt.