

BAND 13

# Geld für den Wandel

Wie die grüne Transformation der Wirtschaft und des Energiesektors finanziert werden kann

Herausgegeben von der **Heinrich-Böll-Stiftung** in Zusammenarbeit mit der **Green European Foundation**





# GELD FÜR DEN WANDEL



**HEINRICH BÖLL STIFTUNG  
SCHRIFTEN ZU WIRTSCHAFT UND SOZIALES  
BAND 13**

# **Geld für den Wandel**

Wie die grüne Transformation der Wirtschaft und des Energiesektors finanziert werden kann

**Herausgegeben von der Heinrich-Böll-Stiftung in Zusammenarbeit mit  
der Green European Foundation**



Diese Publikation wird unter den Bedingungen einer Creative-Commons-Lizenz veröffentlicht: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/de/> Eine elektronische Fassung kann heruntergeladen werden. Sie dürfen das Werk vervielfältigen, verbreiten und öffentlich zugänglich machen. Es gelten folgende Bedingungen: Namensnennung: Sie müssen den Namen des Autors/Rechteinhabers in der von ihm festgelegten Weise nennen (wodurch aber nicht der Eindruck entstehen darf, Sie oder die Nutzung des Werkes durch Sie würden entlohnt). Keine kommerzielle Nutzung: Dieses Werk darf nicht für kommerzielle Zwecke verwendet werden. Keine Bearbeitung: Dieses Werk darf nicht bearbeitet oder in anderer Weise verändert werden.

## Geld für den Wandel

Wie die grüne Transformation der Wirtschaft und des Energiesektors finanziert werden kann

Band 13 der Schriftenreihe Wirtschaft und Soziales

Herausgegeben von der Heinrich-Böll-Stiftung 2014

Konzeption und Redaktion: Simon Wolf

Gestaltung: feinkost Designnetzwerk, C. Mawrodiew (basierend auf Entwürfen von blotto Design)

Cover-Photo: feinkost Designnetzwerk, Constantin Mawrodiew (basierend auf Einzelbildern von denphumi, violetkaipa und Kletr - Fotolia.com)

Druck: Druckerei Arnold, Großbeeren

ISBN 978-3-86928-132-2

Diese Publikation erscheint in Kooperation zwischen Heinrich-Böll-Stiftung und Green European Foundation mit finanzieller Unterstützung des Europäischen Parlaments.

Die Beiträge geben nicht notwendigerweise die Ansicht aller beteiligten Partnerorganisationen wieder.

Bestelladresse: Heinrich-Böll-Stiftung, Schumannstr. 8, 10117 Berlin

**T** +49 30 28534-0 **F** +49 30 28534-109 **E** [buchversand@boell.de](mailto:buchversand@boell.de) **W** [www.boell.de](http://www.boell.de)

# INHALT

Vorwort	7
Gerhard Schick <b>Die grüne Transformation finanzieren: Herausforderungen und Chancen</b>	9
Simon Wolf <b>Finanzierung der grünen Transformation: Brauchen wir eine Politik für den Finanzsektor?</b>	19
Thierry Philipponnat <b>Nachhaltiges Wachstum durch Langfristfinanzierung</b>	24
Andreas Botsch <b>Finanzielle Bedingungen der grünen Transformation in der Krise – eine makroökonomische Betrachtung</b>	27
Benôit Lallemand <b>Die Reform der Megabanken, oder: Was nach dem Tsunami geschah</b>	35
Reinhard Bütikofer <b>Die grüne Transformation finanzieren – jenseits des Bankensektors</b>	41
Interview mit Karsten Löffler, Managing Director von Allianz Climate Solutions <b>«Greening the Mainstream»</b>	45
Stanislas Dupré und Jakob Thomä <b>Privates Kapital für Klimaziele nutzen: Die Rolle von Anlagepraktiken, Kennzahlen und Finanzmarktregulierung</b>	48
Interview mit Mehrdad Payandeh, DGB <b>«Der Marshall-Plan ist kein planwirtschaftliches Monstrum»</b>	52
Ana Belén Sánchez <b>Die grüne Wirtschaft in Spanien und ihre Finanzierung</b>	56

Silvia Kreibiehl und Ulf Moslener	
<b>Die Energiewende finanzieren: Welches Kapital brauchen wir?</b>	60
Claudia Kemfert und Dorothea Schäfer	
<b>Die Finanzierung der Energiewende durch private Investoren</b>	67
Philippe Lamberts	
<b>Das Europaparlament – ein Wackelkandidat bei der Finanzierung des Green New Deal</b>	73
Die Autorinnen und Autoren	79

# VORWORT

Im sechsten Jahr nach der weltweiten Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise laboriert Europa noch immer an deren Auswirkungen und den Bemühungen, die wirtschaftliche Situation zu verbessern. Die relativ gute ökonomische Position Deutschlands ist eher die Ausnahme in einer insgesamt krisenhaften Lage; die verheerenden Wirkungen der Finanzkrise von 2008/2009 und der folgenden Rezession sind in den meisten Ländern immer noch nicht überwunden. Die offensive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat zwar zu einer Entspannung der Finanzkrise, nicht aber zu einer Ankurbelung der Realwirtschaft geführt. Inzwischen wird angesichts der Niedrigzinspolitik über die Gefahren einer Deflation diskutiert.

Parallel stehen wir vor der Herausforderung, die Annäherung von Ökonomie und Ökologie voranzutreiben. Klimawandel und die Krise der globalen Ökosysteme erfordern die Abkehr von einer Wirtschaftsweise, die auf Raubbau an den natürlichen Lebensgrundlagen basiert. Ohne Wachstum kann die EU ihre finanzielle und soziale Krise nicht überwinden. Gleichzeitig ist das alte Wachstumsmodell nicht zukunftsfähig. Der Ausweg aus diesem Dilemma besteht in einem neuen, nachhaltigen Wachstumsmodell, das auf Erneuerbaren Energien, einem hohen Maß an Ressourceneffizienz und auf der Wiederverwertung kostbarer Rohstoffe aufbaut. Es geht um nichts weniger als um eine grüne industrielle Revolution, die den Umweltverbrauch drastisch senkt und zugleich zu einem neuen Boom umweltfreundlicher Technologien, Produkte und Jobs führt. Dazu sind Innovationen und Investitionen im großen Stil erforderlich.

Konzepte für eine ökologisch ausgerichtete europäische Wirtschafts- und Finanzpolitik standen im Zentrum einer Tagung der Heinrich-Böll-Stiftung, der Green European Foundation und des Deutschen Gewerkschaftsbundes im Mai 2014 in Berlin. Dabei ging es um die Frage, wie eine groß angelegte ökologische Modernisierung der europäischen Ökonomie finanziert werden kann. Dazu braucht es auch eine Re-Regulierung des Finanzsektors, die zu einer stärkeren Ausrichtung auf die Realwirtschaft führt und nachhaltige Anlagemöglichkeiten für private Investoren bietet. Europa hat die Chance, den ökologischen Umbau zum Ausgangspunkt einer neuen Wertschöpfung zu machen. Dafür müssen die nach Anlagemöglichkeiten suchenden Kapitalströme in investive Bereiche gelenkt werden. Lösungen, die diese Kriterien erfüllen, sind im doppelten Sinne nachhaltig: aus ökologischer Perspektive und aus Sicht eines stabilen Finanz- und Wirtschaftssystems.

Dieser Band versammelt einige Beiträge dieser Tagung und weitere Texte von Expertinnen und Experten. Die Beiträge suchen Antworten auf zwei zentrale Fragen: In welchen Bereichen gibt es Bedarf für Investitionen, die den ökologischen Umbau vorantreiben und nachhaltiges Wachstum generieren? Und wie sollte das

Finanzsystem ausgestaltet werden, um genügend Kapital für ökologische Innovationen und Investitionen zu Verfügung zu stellen? In seinem einleitenden Beitrag stellt *Gerhard Schick* den Zusammenhang zwischen einer stärkeren Ausrichtung der Finanzwirtschaft an der Realwirtschaft und der Finanzierung der grünen Transformation her. *Simon Wolf* wirft dann die Frage auf, ob wir für die grüne Transformation stärker als bisher eine Politik für den Finanzsektor brauchen oder ob grüne Investitionen automatisch fließen, wenn wir die Rahmenbedingungen verbessern.

Die nächsten vier Beiträge setzen sich mit den Finanzierungsschwierigkeiten der Realwirtschaft in Europa auseinander. *Thierry Philipponat* warnt davor, als Reaktion auf ausbleibende Bankkredite vorschnell auf mehr Kapitalmarktfinanzierung zurückzugreifen; stattdessen sollte der Bankensektor wieder stärker an den Bedürfnissen der Realwirtschaft ausgerichtet werden. *Andreas Botsch* sieht im Sparparadox und dem Rückgang der Investitionsquoten das Hauptproblem und schlägt einen Private-Equity-Fonds vor, der auch zur Finanzierung der ökologischen Transformation genutzt werden könnte. *Benoît Lallemand* erklärt, warum die Aufteilung von Großbanken positive Auswirkungen auf die Finanzierung kleiner und großer Unternehmen hätte und warum das resultierende Finanzsystem auch ökologische Vorhaben begünstigen würde. *Reinhard Bütikofer* sieht in einer Renaissance und Ökologisierung der Industrie den entscheidenden Schlüssel für die wirtschaftliche Erholung in Europa.

Die weiteren Texte befassen sich mit der Förderung grüner Investitionen. *Karsten Löffler* spricht sich im Interview für ein grünes Mainstreaming im Finanzsektor statt der Förderung einzelner Projekte aus. *Stanislas Dupré* und *Jakob Thomä* identifizieren drei Erfolg versprechende Initiativen, um Hürden im Finanzsektor für eine Dekarbonisierung der Wirtschaft abzubauen. *Mehrdad Payandeh* erläutert den Vorschlag eines europäischen Marshallplans, der öffentliche Investitionen und private Investitionen für die ökologische Modernisierung kombiniert. *Ana Belén Sánchez* analysiert den Stand der ökologischen Transformation in Spanien und Herausforderungen für ihre Finanzierung. Die Beiträge von *Silvia Kreibiehl* und *Ulf Moslener* sowie *Claudia Kemfert* und *Dorothea Schäfer* beschäftigen sich mit der Frage, wie mehr Kapital, insbesondere von großen institutionellen Investoren, die Energiewende vorantreiben kann. Zum Abschluss blickt *Philipp Lamberts* auf die bisherige und zukünftige Rolle des Europaparlaments bei der Förderung der grünen Transformation.

Danken möchten wir dem DGB für die Kooperation bei der Tagung sowie Finance Watch und der 2° Investing Initiative für die inhaltliche Beratung bei der Vorbereitung – und natürlich allen Autorinnen und Autoren für ihre Beiträge.

Berlin und Brüssel, im August 2014

Ralf Fücks  
*Vorstand der Heinrich-Böll-Stiftung*

Heidi Hautala  
*Vorstand der GEF*

Ute Brümmer  
*Referentin für Wirtschaft und Finanzen  
der Heinrich-Böll-Stiftung*

# Die grüne Transformation finanzieren: Herausforderungen und Chancen

## Die Wege zur grünen Transformation der Wirtschaft

Die ökologische Bewegung hat viel erreicht: Der Atomausstieg in Deutschland ist mittlerweile gesellschaftlicher Konsens, und die Energiewende ist auf den Weg gebracht, auch wenn sie derzeit unter Schwarz-Rot stockt. Die große Aufgabe liegt aber noch vor uns: die grüne Transformation unserer Wirtschaft. Der Klimawandel und der Verlust an Biodiversität, z.B. durch die Monopolisierung von Saatgut in den Händen weniger, zwingen uns zu dieser Kurskorrektur.

Wenn man von grüner Transformation der Wirtschaft spricht, suggeriert das oft einen riesigen Investitionsbedarf, der mit enormen Kosten verbunden ist. Das kann zwar durchaus der Fall sein, doch mindestens genauso üblich ist es, dass sich Transformationen des Wirtschaftsmodells aus dem Markt heraus ergeben. Marktwirtschaften unterliegen kontinuierlich Veränderungen, die von der Innovationskraft der Unternehmen selbst ausgelöst und getragen werden. Die IT-Revolution ist dafür vielleicht das prominenteste Beispiel in jüngerer Zeit. Unternehmen der IT-Branche investierten in neue Produkte und waren damit am Markt erfolgreich. Das Resultat dieser Revolution war eine tiefgreifende Veränderung der Zusammensetzung der Wertschöpfung, die auch andere Branchen erfasste. Unternehmen aller Branchen kauften und nutzten IT-Produkte. Das änderte ihre Art zu wirtschaften, in Einkauf, Produktion und Vertrieb. Ganze Wertschöpfungsketten und Strukturen sind dadurch neu entstanden. Es gibt nun neue Unternehmen, die Dienstleistungen webbasiert anbieten, die es vorher nicht gab. Statt einer Bestellung über Telefon können Taxis über Apps gebucht werden. Das Cloud-Computing erlaubt uns faktisch überall Zugriff auf unsere Daten. Dies sind nur einzelne Beispiele für den tiefgreifenden Wandel, der unser Wirtschaftssystem erfasste.

War diese Transformation eine bewusste gesellschaftliche Entscheidung, die politisch forciert wurde? Nein. War und ist sie eine gigantische Umwandlung? Ja.

Wie alle Transformationen benötigen solche Veränderungen vor allem immense Investitionen. Niemand hat allerdings vor der IT-Revolution ausgerechnet, wie viele Investitionen für diese Transformation nötig gewesen wären. Niemand hat dann entschieden, dass es gesellschaftlich sinnvoll wäre, diese Investitionen zu tätigen.

Es war – bei aller Unterstützung durch militärische Forschung und andere staatliche Aktivitäten – letztlich eine marktgetriebene Entwicklung.

Die grüne Transformation der globalen Wirtschaft hat mit diesem Prozess Gemeinsamkeiten und Unterschiede. Die Gemeinsamkeiten liegen in den gigantischen Investitionssummen, um diesen Umbau zu finanzieren, und in den enormen Veränderungen, die dadurch für wirtschaftliche Strukturen und Wertschöpfungsketten entstehen. Der zentrale Unterschied liegt in der bewussten politischen Gestaltung dieses Prozesses, in der Ratio, lieber jetzt in eine solche Veränderung zu investieren, als die Kosten der Zerstörung unserer Ökosysteme zu schultern.

Ein Beispiel: Das Bundesumweltministerium schätzt das notwendige Investitionsvolumen in den nächsten zehn Jahren auf rund 200 Milliarden Euro, um den Anteil erneuerbarer Energien in Deutschland zu verdoppeln. In Bezug auf die globale Ebene geht das jüngste Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats der Bundesregierung für globale Umweltfragen sogar davon aus, dass jedes Jahr rund eine Billion US-Dollar investiert werden müsste, um die Energieerzeugung klimafreundlich umzubauen.

Nun verleiten solche Zahlen manchmal zu der Vorstellung, dass diese Mittel zusätzlich zu bereits ständig getätigten Investitionen mobilisiert werden müssten und dass das ein Problem wäre. Dann wird gerne auf den Mangel an langfristigem Kapital in Deutschland verwiesen. Gerade in der Finanzindustrie wird die Notwendigkeit der ökologischen Transformation gerne als Argument für kapitalfreundliche Politik missbraucht.

Hier muss allerdings klar gesagt werden, dass es zunächst einmal um eine Umlenkung des Kapitals, also eine Verschiebung von *bereits bestehendem* Investitionskapital gehen muss, weg von fossilen Energien und ressourcenintensiven Technologien und hin zu einer Kreislaufwirtschaft. Vor allem aber ist die Mobilisierung *zusätzlicher* privater und öffentlicher Investitionen nicht ein Problem der ökologischen Transformation, sondern eine wirtschaftspolitische Notwendigkeit, der wir uns stellen müssen. Die ökologische Frage der Transformation verlangt daher eine Antwort auf die Frage, wie wir aus der Investitionsschwäche herauskommen können.

Bevor es deshalb um die konkrete Frage gehen soll, wie man den Finanzsektor reformieren kann, um Anreize für eine Kapitalverschiebung hin zur grünen Transformation zu setzen, möchte ich kurz auf die niedrige deutsche Investitionsquote und somit das Potenzial zusätzlicher Investitionen eingehen.

## Die Notwendigkeit einer Steigerung der Investitionsquoten

Die deutsche Investitionsquote ist im internationalen Vergleich sehr gering, und sie sinkt weiter. Im Jahr 1999 lag sie bei rund 21,9% des Bruttoinlandsprodukts, heute sind es nur noch 17,7%. Damit wird in Deutschland weniger investiert als im Durchschnitt der Eurozone. Selbst in Ländern mit gegenwärtig schwierigem wirtschaftlichem Umfeld wie Spanien, Frankreich und Italien liegt im Moment die Investitionsquote höher als in Deutschland.

Vergleicht man die Investitionen in Deutschland seit 2000 mit dem hypothetischen Pfad, der sich ergeben hätte, wenn Deutschland in den Jahren nach 2000 dieselben Investitionsquoten erreicht hätte wie das übrige Europa, dann ergibt sich eine kumulierte «Investitionslücke» für Deutschland von etwa 831 Milliarden Euro.<sup>1</sup> In Deutschland hat sich gar die Situation ergeben, dass die öffentlichen Investitionen niedriger liegen als die Abschreibungen auf öffentliche Anlagegüter. Kurz: Deutschland lebt von der eigenen Substanz, während die Infrastruktur verrottet.

Gleichzeitig zeigte sich über die letzten Jahre, dass in Deutschland durchaus viel Sparkapital für zusätzliche Investitionen vorhanden wäre. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss – oft als Zeichen enormer deutscher Wettbewerbsfähigkeit angepriesen – hat auch eine Kehrseite: Er zeigt an, dass inzwischen rund 6% des Bruttoinlandsprodukts im Ausland investiert werden, da in Deutschland die Anlagemöglichkeiten zu unattraktiv sind. Diese Investitionen im Ausland erwiesen sich für deutsche Sparer als sehr unrentabel. Seit dem Jahre 2000 wurden auch aufgrund der Eurokrise 269 Mrd. Euro an Sparkapital, das ins Ausland floss, vernichtet.<sup>2</sup> Das entspricht ca. 10% der jährlichen Wirtschaftsleistung Deutschlands. Das Kernproblem ist also nicht ein Mangel an Kapital, sondern vielmehr ein Mangel an realen Investitionsmöglichkeiten. Auf europäischer Ebene spiegelt sich dieser Umstand in den niedrigen langfristigen Zinsen wider, die – entgegen einer weitverbreiteten Ansicht – von der Europäischen Zentralbank kaum kontrolliert werden können. Sie sind letztlich Ausdruck eines Überhangs an Sparkapital relativ zur Investitionsnachfrage.

Der Grundgedanke des Green New Deal, diesen Überhang für ein gezieltes Investitionsprogramm zu nutzen, um die Wertschöpfungsstrukturen in Europa zu transformieren und den drastischen sozialen Konsequenzen der einseitigen Sparpolitik entgegenzusteuern, bleibt damit richtig.

Angesichts dieses Befundes sind die rund 200 Milliarden Euro, die laut Bundesumweltministerium in den kommenden zehn Jahren notwendig wären, eine Summe, die mobilisiert werden kann und uns geradezu bescheiden erscheint, wenn man bedenkt, dass laut Schätzungen alleine der deutsche Staat aufgrund übermäßig vergünstigter Refinanzierungen in den Jahren 2009 bis 2013 88 Mrd. Euro durch die Euro-Krise sparen konnte.<sup>3</sup> Allerdings macht die derzeitige Bundesregierung den gleichen Fehler wie die Regierungen mancher südeuropäischer Staaten vor 2008, dass nämlich die Vorteile niedriger Zinsen nicht für die Bewältigung von Zukunftsaufgaben genutzt, sondern für kurzfristig populäre Politik verschenkt werden.

Ich will beispielhaft zwei Vorschläge nennen, die effektiv dazu beitragen könnten, inländische Investitionen zu steigern:

*Höchste Energieeffizienz zum Standard machen:* Die Setzung von Branchenstandards muss sich deutlich stärker an ehrgeizigen ökologischen Zielen orientieren.

- 
- 1 Vgl. Monatsbericht des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, Dezember 2013.
  - 2 Vgl. Heribert Dieter (2013): Deutschlands zweischneidiges Geschäftsmodell – Leistungsbilanzüberschüsse finanzieren Investitionen und Konsum – jedoch im Ausland, hrsg. von Stiftung Wissenschaft und Politik, S. 4.
  - 3 Vgl. Bertelsmann Stiftung (2013): Vorteile Deutschlands durch die Währungsunion – Szenarienrechnungen bis zum Jahr 2025.

Durch den sogenannten «Top Runner»-Ansatz würden in wenigen Jahren große Summen in die Energieeffizienz fließen. Der Ansatz sieht vor, zu einem Stichtag eine Marktübersicht z.B. von Elektrogeräten zu erstellen. Der Verbrauch des effizientesten Geräts würde dann zum Standard für die ganze Branche erhoben, der zu einem Zeitpunkt in der Zukunft erreicht werden müsste, ob nun binnen drei, fünf oder sieben Jahren.

*Öffentlich-rechtliches Basisprodukt zur Altersvorsorge, um privates Kapital zu mobilisieren:* In Schweden bietet die öffentliche Hand ein Standardprodukt zur Altersvorsorge an, das in direkter Konkurrenz zu privaten Angeboten steht. Ein solcher Pensionsfonds ist nicht nur aus Verbraucherschutzgesichtspunkten sinnvoll: In Schweden zeigt sich, dass privates Sparkapital so nicht in intransparenten Vertriebsstrukturen versickert, sondern tatsächlich für inländische unternehmerische Investitionen genutzt wird. In Deutschland wird das Gros des Altersvorsorgekapitals von Lebensversicherungen in Staatspapiere angelegt. Ein solcher Pensionsfonds würde in Deutschland also nicht nur für mehr Konkurrenz für private Altersvorsorgeprodukte sorgen, sondern auch mehr Kapital aus Vertriebsstrukturen in realwirtschaftliche Unternehmungen lenken.

## **Neue Rahmenbedingungen zur Umlenkung privaten Kapitals**

Im Gegensatz zur IT-Revolution ist die grüne Transformation politisch zu organisieren, wenn auch die nötigen Investitionen und Innovationen nicht im Einzelnen staatlich geleistet werden können oder sollen. Schließlich geht es darum, öffentliche Güter wie das Klima und die Artenvielfalt zu schützen. Bei dieser Aufgabe versagen Märkte. Es ist deshalb nötig, dass die Politik die richtigen Rahmenbedingungen setzt, um eine Neuausrichtung der Wirtschaft auf nachhaltige Wertschöpfungsstrukturen zu forcieren. Wenn politisch deutlich gemacht wird, dass soziale und ökologische Kosten auch tatsächlich als Kosten behandelt werden, dann besteht auch Klarheit über die Notwendigkeit neuer Wertschöpfungsstrukturen, die eine Umlenkung des Kapitals zur Folge haben wird.

Es muss an dieser Stelle deutlich gemacht werden, dass das Setzen von Rahmenbedingungen nicht heißen darf, eine Umlenkung des Kapital dadurch zu forcieren, dass der Staat den Privaten die Risiken von grünen Investitionen abnimmt. Solch ein Vorgehen wäre letztlich nichts anderes als eine staatliche Finanzierung der grünen Transformation, die nicht im Staatshaushalt auftaucht. In Einzelfällen mag solch ein Vorgehen angebracht sein, doch sicherlich nicht, um den hohen Investitionsbedarf zu decken. Zu oft hat sich gezeigt, dass solche Geschäfte letztlich die Steuerzahler belasten.

Bei einer Neuausrichtung ist vielmehr der erste und logische Weg, die Preisrelationen in der Realwirtschaft zu verändern und somit Anreize für private Investitionen in die grüne Transformation zu setzen. Dieser Weg ist mit dem EEG, das trotz aller bestehenden Probleme im Grundsatz richtig ist, beschritten worden. Dieser Gedanke stand Pate beim Grünen Punkt und der Bepreisung von Müll. In beiden Fällen wurden – mit unterschiedlichem Erfolg – durch die Einpreisung der

ökologischen Kosten tatsächlich Anreize für ressourcenschonendes Wirtschaften gesetzt. Mit solchen Maßnahmen können lohnende Anreize gegeben werden, um auf nachhaltige Technologien zu setzen.

Unternehmen, die an Green Economy interessiert sind, beklagen häufig hohe Markteintrittsbarrieren und feindselige Wirtschaftspolitik. Zum Beispiel durch die Besserstellung umweltschädlicher Technologien großer Konzerne. Das jüngste Beispiel hierfür ist die Automobilbranche: Kanzlerin Merkel hat sich in Europa gegen CO<sub>2</sub>-Grenzwerte für große Spritfresser eingesetzt. Die Summe, die dadurch nicht in nachhaltige Technologie fließt, dürfte – wenn auch kaum abschätzbar – beträchtlich sein.

Die Konsequenz: Umweltschädliche Subventionen müssen abgebaut werden, eine ökologische Steuerreform und ökologische Regulierung müssen als Anreize für «grünes Verhalten» geschaffen werden.

## **Ein Finanzsektor im Dienste der grünen Transformation**

Neben diesen wirtschaftspolitischen Rahmenseetzungen ist für die Frage nach der Finanzierung der grünen Transformation letztlich entscheidend, ob es gelingt, die Finanzwirtschaft wieder in den Dienst der Realwirtschaft zu stellen. Das Ziel muss sein, dass es sich wieder mehr lohnt, in gesellschaftlich produktive Innovationen zu investieren, anstatt Geld mit Geld zu verdienen. Momentan werden eher gegenteilige Tendenzen sichtbar, nämlich dass die Realwirtschaft in den Dienst der Finanzwirtschaft gestellt wird: Wenn die Rendite- und Gehaltsunterschiede so sind, dass es sich eher lohnt, in ein neues Transatlantikkabel für den Hochfrequenzhandel zu investieren als in energiesparende IT, dann werden realwirtschaftliche Kapazitäten für einen Zweck genutzt, der keinen gesellschaftlichen Mehrwert bringt. Die gesamte Programmatik der Finanzmarktregulierung muss daher Teil einer ökologischen Reformagenda sein. Ein aufgeblähter Finanzsektor, der hohe Renditen für volkswirtschaftlich nutzlose Finanzmarktaktivitäten auslobt, hat in einer ökologischen Transformationsperspektive keinen Platz.

Für finanzwirtschaftliche Reformen bieten sich die Bereiche der Veröffentlichungspflichten und des Unternehmensrechts an. Solch ein Ansatz ist nicht sektorspezifisch, er zielt nicht auf ganz spezielle Veränderungsziele, sondern versucht in der Breite für die gesamte Volkswirtschaft zu wirken.

Zunächst muss es einfach darum gehen, Verbraucherinnen und Verbrauchern die Entscheidungsgrundlagen zur Verfügung zu stellen, die sie brauchen, um ökologische, soziale und ethische Kriterien mit in ihre Investitionsentscheidungen einfließen zu lassen, so sie dies wollen. Das heißt, dass man eben gerade nicht in die Entscheidung von Verbraucherinnen und Verbrauchern eingreifen sollte. Das wäre paternalistisch. Vielmehr muss es Augenhöhe zwischen allen Akteuren geben, damit marktwirtschaftliche Prinzipien greifen können. Zum anderen muss dafür gesorgt werden, dass Unternehmen, die sich durch unethische und ressourcenintensive Produktionsprozesse Kostenvorteile verschaffen, auch genau offenlegen müssen, welche externen Effekte dabei entstehen.

Hier einige konkrete Maßnahmen, die vielversprechend wären:

#### *Unternehmen: Bilanzierungsregeln*

Wir brauchen eine Standardisierung von nichtfinanziellen Schlüsselindikatoren bezüglich Umwelt, Klima und Nachhaltigkeit für Unternehmen. Zwar gibt es bereits verschiedene Projekte zur Selbstverpflichtung, mit denen Unternehmen ihre Berichterstattung um soziale, ökologische und ethische Kriterien erweitern. Beispielsweise die Richtlinien der Global Reporting Initiative (GRI), die über 120 Indikatoren und Kennzahlen zu wirtschaftlichen, ökologischen und gesellschaftlichen Aspekten der Unternehmen vorschlägt. Die Qualität und Vergleichbarkeit der veröffentlichten Daten ist aber nicht sichergestellt. Schließlich handelt es sich hierbei ausschließlich um freiwillige Initiativen. Solche Berichterstattungspflichten zielen darauf ab, den nicht-finanziellen und darunter den ökologischen Indikatoren einen gleichwertigen Stellenwert mit finanziellen Indikatoren einzuräumen. Das heißt, Emissionszahlen und Stoffdurchsätze sollen so wie die Abschreibungen in der Bilanz auftauchen, testiert und gleichberechtigter Bewertungsmaßstab für Unternehmensleistung werden.

Mittelfristig müssen solche Standards auf europäischer Ebene festgesetzt werden. Die EU-Kommission hat im April 2013 einen Vorschlag zur *Harmonisierung der nicht-finanziellen Berichterstattung auf EU-Ebene* vorgelegt. Dieser kann jedoch nur als erster Schritt bezeichnet werden: Statt verbindlicher und einheitlicher Auskünfte soll es den Anbietern überlassen bleiben, wie sie die nicht-finanziellen Kennziffern offenlegen – und sie können es sogar ganz unterlassen, wenn sie dies begründen («comply or explain»). Selbst dieser weiche Vorschlag wurde von der schwarz-gelben Bundesregierung im Rat abgelehnt. Die SPD war in der letzten Legislaturperiode stärkeren Transparenzpflichten aufgeschlossen. Seit sie in dieser Legislaturperiode Regierungsverantwortung übernimmt, ist davon allerdings nichts mehr zu merken.

#### *Privathaushalte: Definition für «nachhaltige Geldanlagen»*

Heute nennt jeder Anbieter Geldanlagen dann nachhaltig, wenn er es für richtig hält. Kriterien gibt es nicht. Für die Verbraucherin und den Verbraucher herrscht daher völlige Intransparenz. Eine Studie im Auftrag der Bundestagsfraktion von Bündnis 90/Die Grünen zu Investmentfonds, die sich nachhaltig nennen, bestätigte dieses Bild: In den Portfolios der Fonds befanden sich Hersteller von Hubschraubern und Maschinenpistolen wie auch Betreiber von Uranminen, Atomkraftwerken, Ölbohrungen und viele weitere Wirtschaftszweige, die mit dem Label «nachhaltig» herzlich wenig zu tun haben.<sup>4</sup> Entsprechend ist es nicht verwunderlich, dass sich laut einer Umfrage nur 14% der Anleger sehr gut zu nachhaltigen Investmentfonds

4 Jochen Bettzieche (2012): Von ethischen Maschinenpistolen und ökologischem Uranabbau – Kurzstudie über den Inhalt von Nachhaltigkeitsfonds, Studie i.A. der Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen, abrufbar unter: [www.gruene-bundes-tag.de/fileadmin/media/gruene\\_bundestag\\_de/themen\\_az/finanzen/mit\\_gutem\\_gewissen\\_anlegen/studie\\_nachhaltige\\_geldanlagen.pdf](http://www.gruene-bundes-tag.de/fileadmin/media/gruene_bundestag_de/themen_az/finanzen/mit_gutem_gewissen_anlegen/studie_nachhaltige_geldanlagen.pdf).

informiert fühlen, 40% der Teilnehmer aber angeben, ihnen sei es wichtig, dass die Fonds in klimafreundliche Unternehmen investieren.<sup>5</sup> Laut einer emnid-Umfrage sind 86% der Befragten die Berücksichtigung von Umwelt- und Menschenrechtsaspekten bei der Anlage von Pensionsgeldern wichtig oder sehr wichtig.<sup>6</sup> Der Anteil nachhaltiger Investmentfonds und Mandate lag dagegen in Deutschland 2013 bei mageren 1,3%.<sup>7</sup> Diese Diskrepanz zwischen Nachfrage und Anlageentscheidung macht deutlich, dass eine transparente, standardisierte Informationsbasis geschaffen werden muss.

Darum brauchen wir, ähnlich dem Biosiegel bei Lebensmitteln, eine gemeinsame Definition und ein Label für nachhaltige Geldanlagen. Als Vorbild hierfür kann das österreichische «Umweltzeichen» für nachhaltige Finanzprodukte herangezogen werden. Solch ein Siegel für nachhaltige Geldanlagen muss insbesondere Investitionen in Atomkraft und Rüstung ausschließen, die Einhaltung von Normen wie die ILO-Kernarbeitsnormen und Umweltstandards sicherstellen und ausbeuterische Kinderarbeit untersagen. Zudem müssen Investitionen in Personenminen und Streumunition ausdrücklich verboten werden.

Bei der Vereinheitlichung des Bio-Siegels hat sich gezeigt, dass entgegen der Erwartungen vieler, noch Raum für andere private – oftmals mit strengeren Kriterien verbundene – Siegel geblieben ist. Alternative Nachhaltigkeitslabels für Finanzanlagen könnten und sollten also bestehen bleiben.

*Staat: Förderung der privaten Altersvorsorge an Nachhaltigkeitskriterien binden*  
Insbesondere in Fällen, in denen Anlageprodukte staatlich gefördert werden, muss von staatlicher Seite verlangt werden, dass Berichtspflichten über ökologische, soziale und ethische Kriterien umfassend wahrgenommen werden. Momentan können Versicherer, die staatlich geförderte Altersvorsorgeprodukte (Riester-Rente) anbieten, sich mit der einmaligen Angabe, dass ihre Produkte keine ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien berücksichtigen, von dieser Berichtspflicht befreien. Dieses Schlupfloch muss geschlossen werden und solche Berichtspflichten zudem für alle Versicherungsgeber, die einen Kapitalstock aufbauen, gelten.

All diese Maßnahmen setzen an der Überlegung an, dass Verbraucherinnen und Verbraucher nur das in ihre Entscheidungen einbeziehen können, was sie wissen, also was gemessen und veröffentlicht wird. Dieser Ansatz ist also von einem großen Optimismus geprägt, dass eigentlich schon heute, bei Heranziehen der richtigen Informationen, öfter die ökologisch vorteilhafte Variante gewählt würde. Diese Ansätze

- 
- 5 Paschen von Flotow (2010): Herausforderung Klimakompetenz: Kundenerwartungen an Finanzdienstleister, Ergebnisse einer Befragung von Privat- und Geschäftskunden, hrsg. von Sustainable Business Institute (SBI) e.V., S. 14.
  - 6 Axel Hesse (2008): Betriebliche Altersvorsorge und nachhaltige Investments in Deutschland. Eine empirische Studie mit Vollerhebung zum Para. 115 Abs. 4 VAG und Experten-Interviews, hrsg. von Fortis Investments, Dezember 2008, S. 28.
  - 7 Forum Nachhaltige Geldanlagen (2013): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2013, Deutschland, Österreich und die Schweiz, S. 12.

sind also nicht paternalistisch oder staatsorientiert, sondern sehr marktwirtschaftlich, da sie darauf abzielen, Informationsgleichheit aller Beteiligten herzustellen.

Neben diesen auf transparente Informationsbereitstellung abzielenden Maßnahmen sind eine Reihe weitere Finanzmarktreformen notwendig:

### *Öffentliche Banken: Legitimation durch Marktführerschaft bei der grünen Transformation*

Öffentliche Banken haben sich in den vergangenen Jahren nicht gerade mit Ruhm bekleckert, wenn es darum ging, ein Gegengewicht zu Privatbanken darzustellen. Die Skepsis der Bevölkerung, dass öffentliche Banken eine Vorreiterrolle für nachhaltige Investitionen einnehmen können, ist daher nachvollziehbar. Die ökologische Transformation birgt allerdings enormes Potenzial, hier gegenzusteuern und öffentliche Banken wieder in den Dienst des Gemeinwohls zu stellen. Dafür muss allerdings ihre gesamte Geschäftspolitik konsequent an ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien ausgerichtet werden. Die Sparkassen und Landesbanken können so zu den Financiers der ökologischen Transformation gemacht und damit zum Maßstab für den privaten Finanzsektor werden.

Auch staatliche Kreditförderungsbanken wie die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), die Europäische Investitionsbank (EIB) und die European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) müssen sich bei ihren Investitions- und Förderungsentscheidungen an den Klimazielen der EU orientieren. Im Energiesektor der EIB entfielen in den Jahren 2007–2010 rund 33% auf Projekte, die mit fossilen Brennstoffen in Verbindung stehen und damit an Projekte, die im völligen Widerspruch zu den Klimazielen der EU stehen.

### *Staat: Regulierung anpassen an grüne Transformation*

An manchen Stellen wird zu Recht beklagt, dass ökologisch sinnvolle Investitionen regulatorisch benachteiligt sind, weil sie nicht in den bisherigen Regulierungsrahmen passen. Erst kürzlich wurde ein solcher Fall wieder bekannt, als die Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) in Deutschland umgesetzt werden sollte. Die dort geregelten Anforderungen hätten zur Folge gehabt, dass bürgerschaftliche Beteiligungen an der Energiewende, etwa durch Bürgergenossenschaften, quasi unmöglich geworden wären. Hier wurde nachgebessert, doch es gibt eine Reihe anderer Bereiche, in denen dieser Anpassungsbedarf noch besteht.

Auch bei der Banken- und Versicherungsregulierung werden grüne Investitionen zu Teilen strukturell benachteiligt. Dass darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine Vielzahl an grünen Investitionen tatsächlich mit finanziellen Risiken behaftet ist und in der Regulierung auch so behandelt werden muss. Sonderregelungen, die die finanziellen Gefahren von grünen Investitionen nicht adäquat abbilden, wären hier gefährlich. So wird teilweise die Forderung nach einer geringeren Risikogewichtung (und einer damit verbundenen geringen Eigenkapitalunterlegungspflicht) von Krediten erhoben, die im Zusammenhang mit der Energiewende stehen. Derlei Ausnahmen sind abzulehnen. Die Notwendigkeit grüner Investitionen darf nicht zu Lasten einer adäquaten Risikobewertung ausfallen.

Das gleiche gilt für den Anlegerschutz: Anlegerinnen und Anleger müssen auch im Bereich der Erneuerbaren Energien vor «schwarzen Schafen» geschützt werden. Effektive Regelungen für ein hohes Anlegerschutzniveau dürfen nicht deshalb zurückstehen, nur um Investitionen in Erneuerbare Energien zu ermöglichen.

Dies stellt allerdings immer einen Balanceakt dar. Bei der bereits erwähnten Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht wurde genau dieser Zielkonflikt deutlich: Hier gelang es, einerseits regionale und bürgerschaftliche Beteiligungen in Erneuerbare Energien von der Investmentfondsregulierung weitgehend auszunehmen. Gleichzeitig konnte aber verhindert werden, dass dadurch Schlupflöcher für «schwarze Schafe» entstehen.

### *Die Unternehmen neu ausrichten*

Unternehmen sind heute fast immer als Kapitalgesellschaften auf die Mehrung des Vermögens der Eigentümer ausgerichtet. Das ist eigentlich eine pathologische, die Bedürfnisse von Stakeholdern und Umwelt ignorierende Zielvorgabe. Entsprechend muss das Unternehmensrecht so weiterentwickelt werden, dass Unternehmen andere Zielgrößen in den Blick nehmen. Das Buch *Corporation 2020* des Autors Pavan Sukhdev gibt wichtige Hinweise, wie eine solche Transformation aussehen könnte. In seinen Forderungen ist der ehemalige Manager der Deutschen Bank sehr nahe an dem, was auch die Grünen für nötig erachten. Er erkennt klar die Notwendigkeit, externe Effekte in den Bilanzen offenzulegen, verstärkt den Ressourcenverbrauch zu besteuern und die Fremdkapitalaufnahme zu begrenzen, um Kapitalgesellschaften wieder dem Gemeinwohl zu verpflichten. Diese Maßnahmen reichen allerdings nicht aus. Die Zielsetzung der Gemeinwohlorientierung muss sich auch im Unternehmensrecht widerspiegeln.

Dazu gehört auch ein aktives Aktionärstum. Alle institutionellen Investoren, Fondsmanager etc. müssen verpflichtet werden, die Stimmrechte ihrer Anteilseigner bei den Hauptversammlungen der Unternehmen wahrzunehmen und darüber zu berichten. Darüber hinaus können Aktionäre, Forderungen an das Unternehmen stellen und so Veränderungen im Sinne eines nachhaltigeren Wirtschaftens bewirken («Engagement»).

## **Die grüne Transformation: Business as usual in Grün?**

Die Debatte, wie Investitionen für eine ökologische Transformation der Wirtschaft mobilisiert werden können, greift allerdings zu kurz. Man darf auch aus ökologischer Perspektive die Notwendigkeit eines Strukturwandels der Wirtschaft nicht auf die «Vergrünung» von Wertschöpfungsprozessen und deren Finanzierung reduzieren.

30 Jahre Neoliberalismus haben eine Konzentration von wirtschaftlicher Macht hervorgebracht, die marktwirtschaftliche Strukturen außer Kraft setzt; Strukturen, in der die bessere Leistung für den Kunden nicht mehr unbedingt zum Erfolg auf dem Markt führt. Die ökologische Transformation braucht aber funktionierende Märkte. Deswegen ist es unerlässlich, wettbewerbspolitische Reformen anzustoßen.

30 Jahre Neoliberalismus und Finanzkapitalismus haben darüber hinaus eine Konzentration von Vermögen hervorgebracht, eine Schieflage in den Verteilungsrelationen, die eine Hürde für den ökologischen Wandel darstellt. Wie sollen Preissignale wirken, wenn manche auf den Preis überhaupt nicht mehr reagieren, weil sie so reich sind, dass sie sich alles leisten können, und andere gar nicht mehr langfristig richtige ökonomische Entscheidungen treffen können, weil sie kurzfristig darum kämpfen müssen, über die Runden zu kommen? Wie soll in einer Gesellschaft, in der die Erträge wirtschaftlicher Entwicklung nur wenigen zugutekommen, eine Mehrheit für eine neue Entwicklungsrichtung zustande kommen? Das Versprechen, dass es uns dann allen besser geht, glaubt nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte niemand mehr.

Wirtschaftliche Macht erzeugt politische Macht. Vermögen erzeugt politische Macht. Mit diesen Aussagen stehe ich in Übereinstimmung mit Walter Eucken beziehungsweise mit jüngeren Veröffentlichungen der OECD zum Zusammenhang von Vermögenskonzentration und politischer Einflussnahme.<sup>8</sup> Und diese Tatsachen haben eine Bedeutung für die ökologische Transformation, denn wie soll es stabile ökologische Leitplanken geben, wenn sich Politik an den Interessen finanzstarker Gruppen orientiert? Es wäre fahrlässig, die Erkenntnisse der ökonomischen Forschung zum «rent-seeking» zu ignorieren. Wenn ein Investor für eine Eishockeyhalle die Stadt Mannheim dazu bringt, eine seit Jahren verteidigte Frischluftschneise zubauen zu lassen, oder wenn Angela Merkel in zeitlicher Nähe zu großen Spenden einer Aktionärsfamilie die Interessen bestimmter deutscher Autokonzerne über die Klimaschutzziele stellt, dann ist das jeweils mehr als nur ein einmaliger politischer Unfall. Das sind Beispiele, die für eine problematische Konstellation stehen. In der Summe zeigen sie deutlich, dass ökologische Transformation eine Machtfrage ist, die in einem Umfeld starker ökonomischer Machtkonzentration, in einem Umfeld der Schwäche des Staates gegenüber den wirtschaftlichen Mächtigen, nicht zu gewinnen ist.

---

<sup>8</sup> Vgl. OECD (2011): *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, OECD Publishing; abrufbar unter: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264119536-en>.

# Finanzierung der grünen Transformation: Brauchen wir eine Politik für den Finanzsektor?

Die Finanzierung des ökologischen Umbaus der Industriegesellschaft ist in den vergangenen Jahren in den Mittelpunkt (wirtschafts-)politischer Debatten gerückt. Eine große Anzahl von Studien hat den Finanzbedarf für den globalen Klimaschutz oder den Umbau einzelner Sektoren wie des Energiesystems berechnet. In Deutschland und Europa werden zunehmend die Kosten der Energiewende diskutiert.

## Kein Mangel an Kapital, aber an Investitionen

Aus diesen Diskussionen haben sich in den vergangenen Jahren drei wichtig Einsichten herauskristallisiert.

- *Erstens: Private Investitionen müssen im Zentrum der grünen Transformation stehen.* Nicht nur, weil der Investitionsbedarf die Mittel der öffentlichen Haushalte weit übersteigt, sondern vor allem, weil der ökologische Umbau eine Transformation unserer gesamten Wirtschaft sein muss – und damit auch eine Verschiebung der bestehenden Kapitalströme von grau nach grün.
- *Damit ist, zweitens, auch klar, dass Diskussionen um die genaue Höhe des Investitionsbedarfs nachrangig sind.* Wichtig ist das grundsätzliche Signal, dass es einen sehr hohen Kapitalbedarf gibt – und damit auch große Investitionsmöglichkeiten. Wie hoch diese genau ausfallen, das ist nicht nur aufgrund zahlreicher Einflussfaktoren höchst unsicher, sondern auch irrelevant, weil es nicht darum geht, einen großen Finanztopf einzusammeln, sondern an vielen kleinen Stellschrauben zu drehen, um möglichst viele grüne Investitionsentscheidungen zu ermöglichen.
- *Und es ist, drittens, offensichtlich, dass es keinen grundsätzlichen Mangel an privatem Kapital gibt, in vielen Fällen aber Schwierigkeiten, dieses in die richtigen Investitionsprojekte zu leiten.*<sup>1</sup> Dieses Problem besteht weit über die Finanzierung der ökologischen Transformation hinaus für wichtige Teile der Realwirtschaft in

1 Das zeigen viele Studien, die den Kapitalbedarf für Klimaschutz oder die ökologische Transformation mit dem auf den Finanzmärkten vorhandenen Kapital vergleichen und dabei häufig insbesondere die sogenannten institutionellen Investoren in den Blick nehmen, deren langfristiger Finanzierungshorizont grundsätzlich gut zu der Langfristigkeit von Klimaschutzprojekten passt (s. auch das Interview mit Karsten Löffler in diesem Band)

Europa und führt zu der auf den ersten Blick paradoxen Situation, dass in einigen Ländern Unternehmen genauso händierend nach Kapital suchen wie Investoren nach langfristig rentablen Anlagemöglichkeiten.<sup>2</sup> Eine politisch angeleitete ökologische Transformation könnte also auch neue Brücken zwischen Finanz- und Realwirtschaft schlagen.

Während viele Jahre lang die Emittenten von CO<sub>2</sub> die Hauptadressaten bei den meisten Maßnahmen zum Klimaschutz oder zum Umbau des Energiesystems waren, rückt die Frage nach der Finanzierung der ökologischen Transformation verstärkt die Investoren in den Mittelpunkt des politischen Interesses: Diskussionen um Green Bonds oder die von Großbritannien ins Leben gerufene Green Investment Bank sind ein Beleg dafür. Brauchen wir nun eine dezidierte Politik für den Finanzsektor, um die ökologische Transformation Wirklichkeit werden zu lassen? Oder kommen die grünen Investitionen von alleine, wenn die Rahmenbedingungen für grünes Wirtschaften stimmen?

## Push- und Pull-Faktoren in der Förderung grüner Investitionen

Wir konzentrieren uns an dieser Stelle auf die Instrumente, die Investitionen in bereits marktfähigen Produkte fördern. Für die Entscheidung darüber, welche Instrumente in der Förderung grüner Investitionen Priorität genießen sollten, kann die Unterscheidung zwischen *Pull-* und *Push-Faktoren* hilfreich sein.

Sogenannte *Demand-pull-Instrumente* erzeugen einen *Sogeffekt auf die Nachfrage* nach grünen Produkten oder Dienstleistungen und geben somit auch einen Anreiz für Investitionen in die entsprechenden Bereiche.<sup>3</sup> Im engeren Sinn geht es dabei um Formen von Regulierung, mit denen die Entwicklung bestimmter Sektoren, Technologien oder Dienstleistungen gezielt gefördert wird. Dazu gehören zum einen Instrumente, die Kosten für bestimmte Technologien nach unten drücken oder die Preise marktfähig machen.<sup>4</sup> Bekanntestes Beispiel ist das Erneuerbare-Energien-Gesetz in Deutschland. Die darin enthaltene Einspeisevergütung hatte weniger potenzielle Investoren als die Produzenten Erneuerbarer Energien im Blick.

Die andere Seite der Nachfrage-Förderung besetzen all jene Formen der Regulation, die ökologische Produkte vorschreiben oder den Preis der weniger ökologischen Alternativen erhöhen: von Öko- oder CO<sub>2</sub>-Steuern über Abgasnormen für PKW und das Dosenpfand bis hin zu Energiestandards von Kühlschränken. Auch der Emissionshandel gehört in diese Kategorie: Indem er CO<sub>2</sub>-Emissionen einen Preis gibt,

- 
- 2 Das hat unter anderem die Europäische Kommission zu einem Grünbuch zur besseren Langfristfinanzierung der europäischen Wirtschaft animiert (siehe auch die Beiträge von Philipponat und Lallemand in diesem Band).
  - 3 Eine wichtige Rolle spielt natürlich auch die direkte Nachfrage durch das öffentliche Vergabewesen, die wiederum vielfältige Effekte auf das Kauf- und Investitionsverhalten privater Akteure hat.
  - 4 Neben der finanziellen Förderung gehören dazu auch Marktregeln, die den Markteintritt von Erneuerbaren Energien erleichtern.

setzt er Anreize für die Entwicklung von Alternativen zu energie- und materialintensiven Produktionsverfahren.

Der Emissionshandel verdeutlicht zugleich, dass sich die Nachfrageförderung nicht immer unmittelbar auf Investitionsentscheidungen auswirkt. Um einen Einfluss auf Investitionsentscheidungen zu haben, muss Regulation aus Investorensicht ein Mindestmaß an Glaubwürdigkeit besitzen. Nicholas Stern hat dafür den Begriff «long, loud and legal» populär gemacht: Regulierung muss *langfristig* genug sein, um den Finanzierungshorizont abzudecken; *laut* genug, um einen Unterschied in den Investitionsentscheidungen zu machen; und *legal* im Sinne von verankert in regulativen Rahmenbedingungen, auf deren Bestand Investoren vertrauen.

Übersetzt heißt das: Für Investoren ist es ein Problem, wenn die Förderbedingungen für Erneuerbare Energien angepasst werden, wie es in Spanien oder Deutschland passiert ist, oder wenn die Preise im Emissionshandel stark schwanken und vor allem viel niedriger sind, als angedacht. Diese politischen Risiken kommen zu ohnehin vorhandenen Investitionsrisiken wie schwankende Rohstoffpreise und die schwer vorhersehbaren Innovationsdynamiken (sauberer) Technologien hinzu und erschweren die Investition in die grüne Transformation zusätzlich.

Diese Risiken sind ein wichtiger Ausgangspunkt für die Diskussion um sogenannte *Finance-push-Instrumente*, die in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen hat. Die Grundidee: Wenn Klimaschutz und die grüne Transformation politisch gewollt sind, aber die grundsätzlich hervorragenden Investitionsmöglichkeiten bei Erneuerbaren Energien und effizienten Technologien auf absehbare Zeit noch von hohen Risiken beeinträchtigt sind, dann muss die Politik diese Risiken minimieren oder absichern.

Finance-push-Instrumente berühren also unmittelbar das Handeln von Investoren. Viele dieser Instrumente sind nicht grundsätzlich neu, sie werden aber verstärkt für den Klimaschutz oder zur Förderung grünen Wirtschaftens genutzt. Eine zentrale Rolle spielen dabei öffentliche Förderbanken. Die deutsche KfW oder die Europäische Investitionsbank bieten Finanzierungshilfen verstärkt auch für grüne Vorhaben an, insbesondere im Rahmen der Energiewende. Ko-Finanzierungsinstrumente wenden sich direkt an die Projektfinanzierer und übernehmen mit einem Teil der Finanzierung auch einen Teil der Investitionsrisiken. Das kann implizit passieren: Wenn ein öffentliches Institut wie die KfW oder die EIB mit ihren hervorragenden Ratings als Teil eines Konsortiums auftritt, dann verbessern sich damit automatisch die Finanzierungsbedingungen. Die Risikoübernahme kann aber auch ganz direkt sein, indem die Förderbank bestimmte Ausfallrisiken versichert oder in der Finanzierungs-kette als erste potenzielle Verluste trägt und somit das Verlustrisiko der anderen Partner minimiert. Die KfW etwa fördert in diesem Sinne den Ausbau von Offshore-Windparks, mit denen ein besonders hohes Investitionsrisiko verbunden ist.

Ein in der Praxis bisher noch weniger wichtiges, aber dennoch heiß diskutiertes Instrument sind «Green Bonds». Hier finanzieren die privaten Investoren nicht spezifische Projekte, sondern investieren in ein «Fixed-Income-Produkt»: Wie das Geld dann tatsächlich investiert wird, darüber entscheidet der Herausgeber der Bonds durch seine Kreditvergabepraxis. In vielen Fällen sind das öffentliche Banken,

aber auch einzelne Privatbanken wie die schwedische SEB bieten grüne Bonds an.<sup>5</sup> Die Hauptzielgruppe von Green Bonds sind – wie in diesem Markt üblich – institutionelle Investoren wie Pensionsfonds oder Versicherungen, für die das Risiko von direkter Projektfinanzierung zu hoch ist. Die Hoffnung ist bei vielen Akteuren groß, dass mit diesen Bonds die Kluft zwischen dem Kapitalbedarf von Unternehmen bzw. Projektfinanzierern und den nach Anlagemöglichkeiten suchenden Investoren geschlossen werden kann und zugleich Investitionen in gesellschaftlich als wichtig erachtete Bereiche geleitet werden können.

Wie die beiden Ansätze in der Praxis kombiniert werden können, das zeigen die Europäische Kommission und die EIB mit ihrer Projektanleiheninitiative,<sup>6</sup> die dem Investitionsstau in Bereichen wie der Verkehrs- und Energieinfrastruktur begegnen soll. Zielgruppe sind auch hier institutionelle Geldgeber. Die Bonds werden aber nicht von den öffentlichen Institutionen ausgegeben, sondern von den privaten Projektträgern. Der Clou bei der Initiative ist, dass die Projektträger ihre Verbindlichkeiten in eine vorrangige und eine nachrangige Tranche aufteilen können und die nachrangige Tranche als Darlehen oder als vorbeugende Kreditlinie von EIB und Kommission gestellt bekommen: Haben die Projektträger Probleme mit der Rückzahlung ihrer Kredite, werden die privaten Geldgeber vorrangig bedient. Weil das die Sicherheit für diese Kreditgeber erhöht, erzielt das Projekt auf den privaten Kapitalmärkten einfachere (und günstigere) Finanzierung.

## **Auf die langfristigen Weichenstellungen kommt es an**

Die Frage nach den richtigen politischen Weichenstellungen für die Finanzierung der ökologischen Transformation ist zunehmend also auch die Frage danach, ob wir dafür – mehr als bisher – eine Politik für den Finanzsektor brauchen.

Ein wesentlicher Grund für die gestiegene Bedeutung dieser Frage ist sicherlich die deutlich aktivere Rolle von Banken und Investoren in Debatten um Klimaschutz oder die Energiewende. Investoren haben ihre ganz eigene Perspektive auf Herausforderungen wie den Klimawandel. Zum einen betonen sie die oben beschriebenen Investitionsrisiken und begrüßen dementsprechend Instrumente, mit denen Regierungen diese Risiken absichern. (Warum sollten sie auch nicht, schließlich bietet sich hierdurch zum Teil eine nahezu risikofreie Kapitalverzinsung an?) Ein anderes Segment des Finanzmarktes interessiert sich dementsprechend für grüne oder Klimaschutzbonds, die in der Regel mit einem hervorragenden Rating daherkommen.

Investoren betonen aber – wie schon erwähnt – noch einen anderen wichtigen Punkt: dass es vor allem verlässliche Rahmenbedingungen sind, die Investitionen in Klimaschutz und die grüne Transformation wahrscheinlicher machen. Investorenvereinigungen wie die International Investors Group on Climate Change fordern dementsprechend Regierungen dazu auf, mit klarer und langfristiger Regulierung

5 Die KfW verzichtete bisher auf die Ausgabe grüner Bonds – das soll sich aber diesen Sommer ändern: Ihr Ansatz ist eher ein Mainstreaming von Nachhaltigkeitskriterien in der Kreditvergabepraxis.

6 [www.eib.org/products/project-bonds/?lang=de](http://www.eib.org/products/project-bonds/?lang=de)

die Zeichen auf einen rapiden Ausbau von Erneuerbaren Energien und sauberen Technologien zu stellen.

Denn so nützlich und notwendig spezifische Förderinstrumente für einzelne Projekte sein mögen: Die breite Transformationsbewegung kann nicht am Rockzipfel von Förderbanken und anderen öffentlichen Institutionen passieren. Vielmehr ist entscheidend, dass die Weichenstellung für die gesamtwirtschaftliche Transformation langfristig und glaubwürdig passiert.

Klare und verlässliche regulatorische Rahmenbedingungen haben noch einen weiteren Vorteil. Sie sind, wie Nick Robins und Mark Fulton von den beiden Großbanken HSBC und Deutsche Bank betonen, die «lowest-cost option» für Klimaschutz und die ökologische Transformation.<sup>7</sup>

Grundsätzlich ist die Antwort also relativ eindeutig: Es wäre wünschenswert, wenn die Finanzierung der grünen Transformation weitgehend durch ein starkes regulatorisches Umfeld im Sinne eines Pull-Faktors angetrieben würde. Das kann eine Einspeisevergütung für Erneuerbare Energien oder ein starker Emissionshandel sein. Wenn diese ein langfristiges und verlässliches Preissignal senden – das betonen Investoren immer wieder –, dann folgen entsprechende Investitionen auf dem Fuß.

Das zentrale Instrument, um dieses Preissignal zu senden, sollte in der EU eigentlich der Emissionshandel sein. Der Vorteil des Emissionshandels liegt darin, einen Investitionsanreiz zu schaffen, der ohne Subventionen auskommt – gleiches gilt auch für eine CO<sub>2</sub>-Steuer.<sup>8</sup> Einem Erfolg des Emissionshandels standen bisher starke politische Widerstände entgegen. Was in der Investoren-Perspektive als politisches Risiko erscheint, nämlich die hohe Unsicherheit hinsichtlich des tatsächlichen Preissignals durch den Emissionshandel, ist politisch gesehen eine Machtfrage: Es waren die Interessen bestehender Industrien, die mit einer deutlicheren Begrenzung der Verschmutzungsrechte auch einen starken Investitionsanreiz verhindert haben. Die Investoren-Perspektive alleine kann diese Widerstände nicht brechen; sie verdeutlicht aber noch einmal, dass mit dem ökologischen Umbau auch massive wirtschaftliche Chancen verbunden sind.

7 Nick Robins/Mark Fulton (2009): Investment Opportunities and Catalysts. Analysis and proposals from the Climate Finance Industry on Funding Climate Mitigation, in: Richard Stewart et al.: Climate Finance. New York University Press, S. 143–151.

8 Die Wirkung von Emissionshandel und CO<sub>2</sub>-Steuer entscheidet sich gar nicht so stark, wie die erbitterten Diskussionen zwischen den jeweiligen Befürwortern vermuten lassen. Bei ersterem wird der Aspekt der Markteffizienz etwas stärker betont, weil Akteuren die Möglichkeit bleibt, durch besonders starke CO<sub>2</sub>-Reduktionen Gewinne zu machen; bei letzterem ist das Preissignal klarer, weil nicht von Marktentwicklungen abhängig und daher für Investoren leichter einzukalkulieren. In der jetzigen politischen Situation ist letztlich das Argument ausschlaggebend, dass der Emissionshandel bereits eingeführt ist und auf grundsätzliche Zustimmung der entscheidenden Akteure trifft.

# Nachhaltiges Wachstum durch Langfristfinanzierung

Aufgrund des derzeitig schwachen Wachstums hat die Europäische Kommission die Förderung von nachhaltigem Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu einer ihrer obersten Prioritäten erklärt. Eine Reihe von Initiativen sind dahingehend bereits angestoßen worden, einschließlich der Initiativen «Europa 2020», «Europa verbinden» und dem «Klima- und Energiepaket 2030». Während der Schwerpunkt dieser Programme auf Investitionen liegt, die notwendig sind, um Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit wieder anzukurbeln, hat die LTF-Initiative ergänzenden Charakter und konzentriert sich darauf, wie derartige Initiativen finanziert werden können – insbesondere was den Zugang zur Finanzierung von Infrastrukturen sowie kleineren und mittleren Unternehmen, KMU, angeht. Wir schließen daraus, dass das übergreifende Ziel der Langfristfinanzierungsinitiative nicht so sehr darin besteht, Langfristiges über Kurzfristiges zu stellen; wir sehen die Initiative vielmehr als Motor für Wachstum durch die Stärkung alternativer, bankfremder Finanzierungskanäle. Im Übrigen wirft die Bündelung von Vermögenswerten mit derart unterschiedlichen Laufzeiten – wie Kredite für Infrastrukturen und KMUs – in einer Initiative außerdem die Frage auf, was langfristig ist.

## Was für die Langfristfinanzierung spricht

Wenn man sich die Datenlage anschaut, lässt sich erkennen, dass das sich herausbildende Narrativ zu kurz greift, welches besagt, dass die Verfügbarkeit von Bankkrediten als Folge des Schuldenabbaus sinken und daher die Kapitalmarktfinanzierung gefördert werden muss, um die Lücke zu schließen. Zunächst einmal haben fehlendes Wachstum und fehlende Arbeitsplätze strukturelle, krisenunabhängige Ursachen und hängen mit demographischen Faktoren (der alternden Bevölkerung) und zunehmender Ungerechtigkeit zusammen, wobei letzteres eine Auswirkung der Globalisierung und Finanzialisierung ist. Mehrere Studien haben außerdem gezeigt, dass, wenn der Finanzsektor über ein bestimmtes Maß hinaus wächst, mehr Kredite letztlich zu weniger Wachstum führen, da diese die Wahrscheinlichkeit eines Crashes erhöhen und der Realwirtschaft Ressourcen entziehen. Daher kann man sich – auch wenn ein ausreichendes Kreditangebot nach einer Krise wichtig ist – fragen, ob politische Maßnahmen ausschließlich auf die Verfügbarkeit von Krediten abzielen sollten anstatt grundsätzlichere und strukturelle Probleme anzugehen,

die hinter einer geringen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage liegen, wie z.B. das Problem der Ungerechtigkeit. Zweitens muss die Vergabe von Bankkrediten nicht notwendigerweise sinken: Kredite an Nichtfinanzunternehmen und Haushalte machen lediglich 28% der europäischen Bankbilanzen aus, wobei Schuldenabbauverpflichtungen auf 7,5% geschätzt werden. Außerdem haben Banken neben der Reduzierung der Kreditvergabe auch noch andere Möglichkeiten des Schuldenabbaus: Reduzierung anderer Vermögenswerte, Ausgabe von neuem Eigenkapital oder Einbehaltung von Gewinnen etc. Das führt uns zu der Frage, warum das Modell verändert werden muss. Wir glauben, dass die Förderung der Kapitalmarktfinanzierung eine Option von mehreren ist, so wie auch die Förderung des Investitionsbankenmodells eine Entscheidung gegen das traditionelle Bankenmodell ist.

## Sorgen und neue Risiken

Eine Möglichkeit der Zentralbanken, Liquidität in das System zu pumpen, um Wachstum anzukurbeln und Deflation zu bekämpfen, ist der Erwerb von Sicherheiten. Verbriefung ist der Prozess der Umwandlung von Krediten und Sachvermögen in Sicherheiten. Hierbei werden zusätzliche Wertpapiere emittiert, die bei der Kreditvergabe von Finanzinstitutionen untereinander als Sicherheiten eingesetzt werden können.

Dies birgt allerdings Risiken: Zum Zwecke der Wachstumssteigerung kann man, *erstens*, günstige Kredite fördern, riskiert damit aber die Bildung neuer Blasen. Wir sollten nachhaltigere Alternativen nicht aus den Augen verlieren, wie z.B. Versuche, Einkommensungleichheiten abzubauen und die Kaufkraft der Unter- und Mittelschicht zu erhöhen. Sogar das Gipfeltreffen in Davos hat erkannt, dass in der momentanen schwachen Wachstumsphase Ungleichheiten eine Schlüsselrolle spielen und dass flankierende politische Maßnahmen nachhaltiger sein könnten als eine Wiederkehr von Kreditauf- und -abschwüngen.

Wertpapierleihgeschäfte sind, *zweitens*, eine Hauptquelle der Bankenfinanzierung. Hierbei handelt es sich jedoch um eine überaus kurzfristige, prozyklische Art der Finanzierung, die zu weiterer wirtschaftlicher Verflechtung beiträgt, einem entscheidenden systemischen Risikofaktor. Zudem führt diese Art der Finanzierung letztlich nicht zu dem langfristigen, ausdauernden, konjunkturunabhängigen Kapital, das wir brauchen.

Schlussendlich und *drittens* wirft die Förderung von Public Private Partnerships bei den Investoren eine Reihe von Fragen auf: Während Infrastrukturinvestitionen als Heiliger Gral der wirtschaftlichen Anreize gelten, weisen Public Private Partnerships eine fragwürdige Bilanz auf, was das Preis-Leistungs-Verhältnis für die Nutzer, die Kosten für die Steuerzahler und die fehlende Transparenz angeht. Außerdem besteht das Risiko, dass eine Teilprivatisierung europäischer Infrastrukturen kostenpflichtige Projekte begünstigt und die Ausschließbarkeit von halböffentlichen Gütern erhöht, wenn nicht alle Infrastrukturen nutzerentgeltfähig sind. Ferner sollen Anreize für Kleinanleger geschaffen werden, damit diese in privatisierte Infrastrukturen investieren, entweder über Kleinanlegerfonds oder indirekt über ihre Pensionsfonds.

Hier besteht die Gefahr, dass sich das politische Argument, nach dem wir Pensionären und Kleinanlegern eine Rendite bieten müssen, nachteilig auf das Preis-Leistungs-Verhältnis für die Nutzer von Dienstleistungen auswirkt und zu einer Schwächung der Verbraucherschutzlobby führen könnte. Da im Übrigen genug Kapital verfügbar ist und das Problem vielmehr darin besteht, das vorhandene Kapital in notwendige Investitionen zu lenken, würde jede Initiative, die Privatkunden-Spareinlagen befördert, ein Paradox darstellen, da wir mehr Konsum und nicht höhere Ersparnisse brauchen. Derartige Initiativen kommen wohl eher aus der Ecke der Pensionsfonds. Zumindest ist es unserer Meinung nach überaus wichtig, sich für mehr Transparenz in den Public Private Partnerships stark zu machen, um die demokratische Rechenschaftspflicht von Projekten zu erhöhen, die in den kommenden Jahrzehnten öffentliche Gelder ausgeben werden.

## **Resümee**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir das Ziel der Förderung von nachhaltigem Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen unterstützen, allerdings unter der Voraussetzung, dass die eingesetzten Instrumente nicht zu neuen systemischen Risiken führen oder soziale Errungenschaften untergraben. Daher rufen wir die Politik dazu auf, sich nicht zu schnell Maßnahmen zu eigen zu machen, ohne andere Optionen, die eventuell nachhaltiger sind, geprüft zu haben.

# Finanzielle Bedingungen der grünen Transformation in der Krise – eine makroökonomische Betrachtung

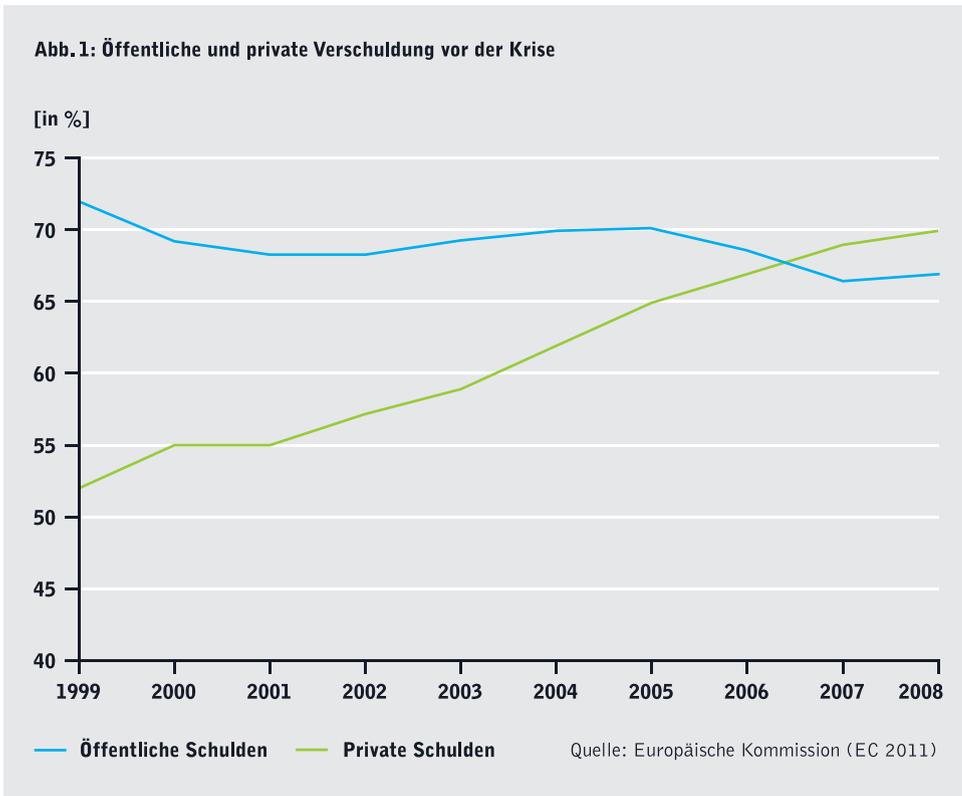
Die seit dem Jahr 2008 andauernde Krise ist vielschichtig: eine Bankenkrise im engeren Sinne, eine Krise der Vermögensverteilung sowie die einer Fehlallokation von Kapital zwischen längerfristigen Realinvestitionen und virtuellen Finanzinvestitionen, letztere ohne erkennbaren gesellschaftlichen Nutzen. Überdies ist sie aber eine tiefe Vertrauenskrise, die eine klare Analyse und Antwort der Regierungen Europas erforderte.<sup>1</sup>

Spätestens ab dem Krisenjahr 2010 wurde klar, dass Europas Regierungen sich weder mit den Ursachen und tieferliegenden Gründen der Finanzkrise noch den schwerwiegenden Folgen einer unvollendet gebliebenen Währungsunion auseinandersetzen wollten. Ihre Antwort auf die Krise lässt sich in einem Satz zusammenfassen: Die größten strukturellen Probleme, die sich aus einem völlig überdehnten Banken- und Finanzsektor ergeben, wurden und werden mit einer verfehlten makroökonomischen Politik bekämpft.<sup>2</sup> Gleichzeitig reagiert Europa mit falschen Struktur-reformen bei den Arbeitsmärkten und allgemeiner Sparpolitik bei den Sozialausgaben auf essentiell makroökonomische Probleme der mangelnden Kapazitätsauslastung, Unterbeschäftigung und Arbeitslosigkeit. Diese Wirtschaftspolitik kann nur als hypokritisch bezeichnet werden.<sup>3</sup>

Europas Regierungen hätten es – und könnten es noch heute – besser wissen und anders machen können. Entgegen weitverbreiteter Vorurteile haben die Länder an der Peripherie der Eurozone nicht «über ihre Verhältnisse» gelebt. Einzig der griechischen Regierung kann man eine unsolide Haushaltspolitik vorwerfen, die mit Hilfe von Finanzinstrumenten der Investment Bank Goldman Sachs die tatsächliche Höhe ihres Defizits über Jahre hat verschleiern können. Insgesamt waren zwischen 1999 und 2007 Defizite und Verschuldung der öffentlichen Haushalte real gesunken, trotz

- 1 Robert Skidelsky (2010): Die Rückkehr des Meisters. Keynes für das 21. Jahrhundert. München 2010.
- 2 Andreas Botsch (2014): Die mangelnde Finanzmarkt- und Bankenregulierung als weitere Gefahr für Europa, WISO 37. Jg., Nr. 1, S. 44–57.
- 3 Zu den sieben fatalsten Hypokrisen der europäischen Wirtschaftspolitik vgl. A. Botsch (2013): Hypocritical versus Hippocratic economics, in: Thomas Palley/Gustav Horn (eds.): Restoring Shared Prosperity. A Policy Agenda from leading Keynesian Economists. Washington 2013 (December), S. 15–22.

Platzen der Dotcom-Blase und der weltweiten Rezession nach 9/11, während die private Verschuldung um 50% anstieg:<sup>4</sup>



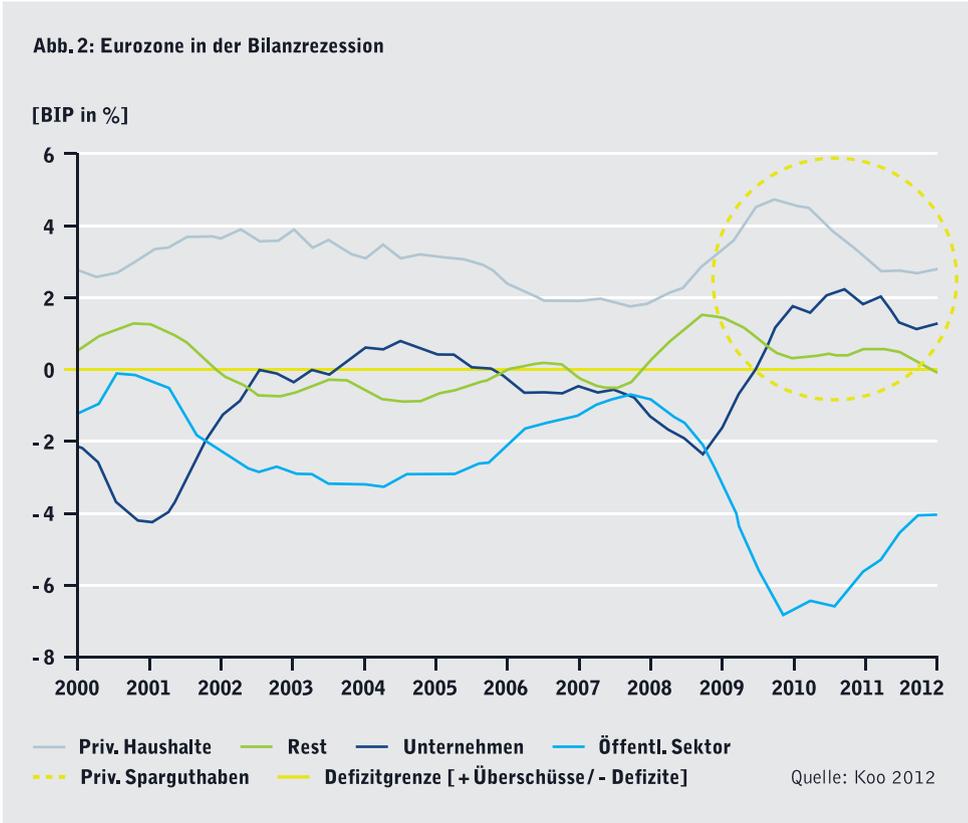
Bankenrettungen, d.h. die öffentliche Übernahme privater Schulden in Höhe von mehr als 1300 Mrd. Euro oder 13% des BIP der EU sowie die Große Rezession haben die Bruttoverschuldung der Staaten im Euroraum auf 93% BIP (Stand: Ende 2013) ansteigen lassen. Der rasche Anstieg der Staatsverschuldung war Folge der Bankenrettungen und der Rezession in Europa, nicht deren Ursache.

Einem kurzen und durchaus erfolgreichen Frühling keynesianischer Wirtschaftspolitik<sup>5</sup> folgte jedoch ein Rückgriff auf dysfunktionale und kontraproduktive Rezepte des neoklassischen ökonomischen Mainstreams, dessen neoliberale Verirrungen die schwerste globale Krise seit 1929 überhaupt erst hervorgerufen hatte. Die erneute Hegemonie dieses Mainstreams bestimmt die Politik zur Bewältigung der Krise im Euroraum – und verursacht nicht nur große soziale Härten, sondern auch den tiefen wirtschaftlichen Einbruch in Südeuropa. Die Krise wurde umgedeutet: Aus einer Finanzkrise wurde eine fiskalische. Simple Algebra wurde ignoriert, als unter

<sup>4</sup> EC(European Commission)(2011): European economic forecast – autumn 2011, European Economy 6(2011), Brussels.

<sup>5</sup> Vgl. Skidelsky a.a.O.

Zuhilfenahme einer einflussreichen Studie<sup>6</sup> der Begriff von der «expansiven Kontraktion» in Europa verbreitet wurde, um zu zeigen, dass Sparpolitik am Ende wachstumsförderlich sei. Dabei wurde «übersehen», dass der Schuldenstand ein Quotient mit dem BIP im Nenner ist. Wenn dieser geringer wird, d.h. das BIP kontrahiert, steigt der Wert des Quotienten, d.h. der öffentliche Schuldenstand.



Die Gleichsetzung von öffentlicher und privater Schuldentragfähigkeit ist ein klassischer Fehlschluss vom Teil aufs Ganze («fallacy of composition»): Was richtig für die Einzelnen ist, kann schädlich auf das Ganze wirken. Während Privathaushalte und Unternehmen auf ihre Schuldentragfähigkeit achten und ihre Zinsbelastungen auf ein erträgliches Niveau reduzieren müssen, sind die Staatshaushalte geradezu verpflichtet, für gesamtwirtschaftliche Stabilität zu sorgen. In einer Bilanzrezession, in der private Akteure ihre Vermögenswerte abschreiben müssen, muss der Staat – bzw. auf europäischer Ebene die EU als Ganzes, etwa durch Eurobonds oder einen Europäischen Währungsfonds – dafür sorgen, dass die gesamtwirtschaftliche

6 Alberto Alesina/Silvia Ardagna (2010): Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending, Tax Policy and the Economy, Volume 24, Chicago.

Nachfrage nicht einbricht. Hätte die japanische Politik nach dem Platzen der Immobilienblase 1990 so gehandelt wie die EU, läge das Wohlstandsniveau der japanischen Volkswirtschaft heute ein Drittel niedriger, als es aktuell der Fall ist.<sup>7</sup>

**Abb. 3: Kredite an Unternehmen in der Eurozone, 2003–2014**

von Banken, ohne Zentralbanken



Quelle: Europäische Zentralbank

Die Politik der Europäischen Union testet seit 2010 das von Keynes 1936 beschriebene Sparparadox («paradox of thrift»): Sobald sämtliche private Haushalte und Unternehmen einer Ökonomie Konsum und Investitionen einschränken, um durch das Sparen ihr Vermögen zu erhöhen, sinken Einkommen und Ersparnisse durch das vermeintliche Sparen für alle. Gleichzeitig bringt es immer weniger, dass die EZB die Märkte mit Geld überschwemmt. Die Liquidität für Banken erhöht die Geldmenge nicht, denn die klassischen Transmissionskanäle sind unterbrochen. Die Investitionen in der Eurozone sind auf einem historischen Tiefstand, die Unternehmen fragen immer weniger Kredit nach. Die Bilanzrezession der Eurozone hat sich zu einer klassischen Nachfragekrise entfaltet. Die keynesianisch orientierte Ökonomenzunft nennt eine solche Situation «Liquiditätsfalle».

<sup>7</sup> Richard Koo (2012): Balance Sheet Recession as the Other-Half of Macroeconomics, [www.boeckler.de/pdf/v\\_2012\\_10\\_25\\_koo.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2012_10_25_koo.pdf)

Die Schuldenbremse im deutschen Grundgesetz sowie die Instrumente der europäischen Economic Governance wie das Sixpack, Twopack und der Fiskalvertrag hindern die Regierungen Europas daran, die Fiskalpolitik als nennenswerten Stabilisator einzusetzen. Das von kritischen Ökonomen viel beschworene «japanische Szenario» einer über Jahrzehnte andauernden Depression wird daher immer greifbarer. Allerdings hat die Fiskalpolitik in Japan zumindest streckenweise immer wieder makroökonomisch stabilisierend eingegriffen,<sup>8</sup> auch um den Preis, dass sich die gesamtstaatliche Verschuldung des Landes binnen 20 Jahren auf ca. 250% des BIP verzehnfachte.

Ein weiterer Grundfehler der europäischen Politik besteht darin, den übermäßig aufgeblähten Bankensektor – wie schon in Japan – im Wesentlichen unangetastet zu lassen und sogenannte Zombiebanken weiter über Wasser zu halten, anstatt sie abzuwickeln. Die Finanzmarktregulierung der EU von 2009–2014 ist alles andere als ein Erfolg. Trotz zehntausender bedruckter Seiten europäischer Finanzmarktgesetze ist am Grundprinzip der Selbstregulierung von Banken und Finanzinstitutionen nicht gerüttelt worden. Der Finanzsektor in Europa ist mit 350% des BIP heute konzentrierter und größer als je zuvor und erweist sich als eines der größten Wachstumshemmnisse.<sup>9</sup> Es reicht nicht aus, den Banken dieses oder jenes Geschäft zu verbieten oder sie ihr Eigenkapital selbst gewichten zu lassen. Das Basel-Mandat erstreckt sich nicht auf das Business-Modell der Banken. Ihnen muss eine absolute Eigenkapitalquote auferlegt werden, um sie daran zu hindern, ihre Bilanzaufblähung und Verschuldungspolitik mittels des Interbankenmarktes und der Verbriefungen weiter fortzusetzen.<sup>10</sup> Banken, die der Realwirtschaft dienen, statt Spekulationsblasen zu erzeugen, müssen kleiner, einfacher strukturiert, weniger an der kurzen Frist orientiert und besser demokratisch kontrolliert sein.<sup>11</sup>

Im Finanzkapitalismus heutiger Prägung werden Geldvermögen nicht mehr unter der Matratze gehortet, sondern in den virtuellen Welten der Finanzmärkte «investiert». Die Banken haben ihre Funktion als Intermediäre weitgehend aufgegeben und sich auf unproduktive Investitionen spezialisiert. Der Anteil des Eigenhandels und der Derivatprodukte auf der Aktiva-Seite aller Bankbilanzen der Eurozone liegt mit 40% höher als der der Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen (31%). In keinem Land der Eurozone übersteigt Letztgenannte das Risikogeschäft der Banken. Die Zusammensetzung der Bilanzaktiva verdeutlicht das Ausmaß des Risikos:

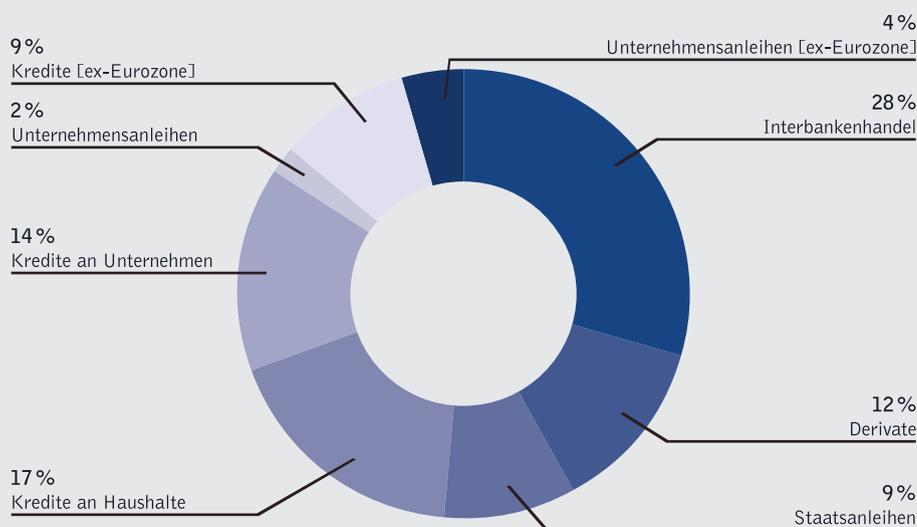
8 Ebd.

9 OECD (2014): The role of the financial sector for economic growth in OECD and G 20 countries, 6 February 2014, Paris (ECO/CPE/WP1(2014)6)

10 Anat Admati und Martin Hellwig (2013): Des Bankers neue Kleider: Was bei Banken wirklich schief läuft und was sich ändern muss, München

11 Vgl. Botsch, a.a.O.

Abb. 4: Zusammensetzung der Bankbilanzen in der Eurozone 2013



Quelle: EZB; eigene Berechnungen

Die seit 2008 andauernde Krise hat eine Grundtendenz des entfesselten Finanzkapitalismus weiter verstärkt: Das Austrocknen der Realinvestitionen und die aktuelle Liquiditätsfalle der Realwirtschaft Europas geht auf der anderen Seite der Medaille mit einem massiven Liquiditätsüberhang («excess liquidity») einher. Dies lässt sich an der Entwicklung der Nettoanlagevermögen illustrieren. Betrug die Netto-Anlagevermögen in der Eurozone im Jahr 2000 noch knapp 12 Billionen Euro, so hatten sie sich bis Mitte des Jahres 2013 auf über 22 Billionen Euro fast verdoppelt. Für die Europäische Union als Ganzes betrug das Volumen der Nettoanlagevermögen mehr als 31 Billionen Euro oder nahezu das Zweieinhalbfache des EU-BIP.

Welche Politikoptionen ergeben sich bei einem Liquiditätsüberhang? Die historisch traditionelle Methode der physischen Zerstörung des Kapitalstocks durch Krieg und dem darauf folgenden Wiederaufbau ist mit der Friedensordnung und der europäischen Einigung nach dem zweiten Weltkrieg – salopp gesagt – außer Mode. Gegen die zweite, sehr effektive Methode der Deregulierung und Privatisierung öffentlicher Gemeingüter regt sich zunehmend Widerstand in der Zivilgesellschaft. Zudem ist nicht mehr ausreichend vom öffentlichen Tafelsilber da, was den Liquiditätsüberhang absorbieren könnte. Solange das private «Deleveraging» anhält und die jüngsten Erfahrungen noch frisch im Gedächtnis sind, scheint eine dritte Möglichkeit derzeit zumindest ebenfalls noch ausgeschlossen, nämlich die Fortsetzung der Politik schuldenfinanzierter Blasenbildung.

Wie können die privaten Nettoanlagevermögen nun für die Finanzierung eines Green New Deal mobilisiert werden?

**Abb. 5: Private Anlagevermögen in der Eurozone (Stand: Mitte 2013)**

	Brutto-Finanzvermögen (Mio €)	Verschuldung (Mio €)	Netto-Anlagevermögen (Mio €)
Österreich	918.539,99	-298.701,66	619.838,34
Belgien	1.807.617,82	-383.276,25	1.424.341,57
Zypern	84,18	-54,33	29,85
Deutschland	8.811.256,35	-2.790.407,73	6.020.848,62
Estland	33.230,60	-15.542,84	17.687,76
Griechenland	504.096,96	-236.026,18	268.070,78
Spanien	3.147.694,57	-1.583.591,54	1.564.103,03
Finnland	390.843,54	-238.201,96	152.641,58
Frankreich	7.633.279,70	-2.507.936,54	5.125.343,15
Irland	581.673,36	-336.674,49	244.998,86
Italien	6.293.154,92	-1.680.773,92	4.612.381,00
Luxemburg	100,82	-44,44	56,38
Lettland	32.268,93	-14.349,25	17.919,68
Malta	29,92	-9,87	20,05
Niederlande	3.331.635,72	-1.551.651,97	1.779.983,76
Portugal	674.871,58	-290.652,73	384.218,86
Slowenien	65.633,33	-22.230,79	43.402,54
Slowakei	88.477,64	-41.401,10	47.076,54
<b>Euro-Zone</b>	<b>34.314.489,93</b>	<b>-11.991.527,60</b>	<b>22.322.962,34</b>
<b>EU</b>	<b>48.047.443,71</b>	<b>-17.025.140,53</b>	<b>31.022.303,18</b>

Quelle: Eurostat, Credit Suisse; eigene Berechnungen

In jüngster Zeit erinnern ausgerechnet prominente konservative Ökonomen in den USA daran, wie die westliche Welt in der Nachkriegszeit mittels finanzieller Repression Wohlstand und Wachstum wiedererlangt hat. Der Erwerb von negativ realverzinsten Staatsanleihen konnte steuerlich geltend gemacht werden, um so die damals hohen Einkommenssteuern mit Spitzensteuersätzen von bis zu 90% abzumildern.

Heute befürworten die US-Ökonomen eine einmalige Vermögensabgabe von bis zu 4,5% als Substanzsteuer.<sup>12</sup>

Eine bislang noch weniger diskutierte Alternative der Kanalisierung privater Anlagevermögen in nachhaltige Realinvestitionen bestünde in der Auflage eines Public-Equity-Fonds auf europäischer Ebene, der ein Investitions- und Wiederaufbauprogramm der ökologischen Modernisierung finanziert. Dieser Konzeption folgt weitgehend das Konzept eines Marshall-Plans für Europa, wie ihn der DGB und andere Gewerkschaften Europas vorgeschlagen haben.<sup>13</sup>

---

**12** Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff (2013): Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, CEPR Discussion Paper DP9750, November 2013

**13** Vgl. das Interview mit Mehrdad Payandeh in diesem Band sowie DGB (2012): Ein Marshallplan für Europa. Vorschlag des Deutschen Gewerkschaftsbundes für ein Konjunktur-, Investitions- und Aufbauprogramm für Europa, Berlin; [www.dgb.de/repository/public\\_storage/64e1dc32-4081-11e2-9bfe-00188b4dc422/file/ein-Marshallplan-fuer-europa.pdf](http://www.dgb.de/repository/public_storage/64e1dc32-4081-11e2-9bfe-00188b4dc422/file/ein-Marshallplan-fuer-europa.pdf)

# Die Reform der Megabanken, oder: Was nach dem Tsunami geschah

## Wo der Tsunami hergekommen ist

Fragt man die Finanzlobby, dann hat der Bankensektor einen Tsunami an Reformen über sich ergehen lassen. Er sieht sich mit neuen Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität sowie Regeln für die Abwicklung von Pleitebanken konfrontiert und musste sogar eine Deckelung der Boni hinnehmen. Wenn die Regulierung noch weiterginge, so hörte man, dann könnte das den Untergang des Sektors bedeuten. Nehmen wir an, das stimmt: Dann gibt es wohl gute Gründe, die jüngsten Vorschläge der Europäischen Kommission zur Reform der Bankenstrukturen abzulehnen oder zumindest abzumildern.<sup>1</sup>

Wir sollten das allerdings nicht tun. Um zu erklären, warum der Vorschlag der Kommission für die Reform der Bankenstrukturen wichtig ist, kehren wir noch einmal zum Bild des Tsunamis zurück. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008 rollte ein besonderer Tsunami über das Finanzsystem hinweg, nämlich in Form gigantischer Verluste einiger Megabanken, die sich zum größten Schock des Finanzsystems seit fast einem Jahrhundert summierten. Doch der Tsunami traf nicht nur die Banken, sondern in erster Linie die Bürgerinnen und Bürger: Er kostete die Steuerzahler 1,6 Billionen Euro; die Folgen lassen manchen Ökonomen von einer «Großen Rezession» sprechen, mit dramatisch ansteigenden öffentlichen Schulden und Arbeitslosenzahlen in ganz Europa. Seit Ausbruch der Krise hat die Anzahl der Arbeitslosen alleine in Spanien um zwei Millionen zugenommen; hier wie in vielen anderen europäischen Staaten sind vor allem junge Menschen betroffen.

Die erste Antwort der G20 bestand darin sicherzustellen, dass der nächste Tsunami nicht noch einmal mit voller Wucht die Bürgerinnen und Bürger trifft. Neue und stärkere Dämme sollen in Zukunft die Verluste auffangen und die schlimmsten Wellen abhalten. In den Plänen der Regulierungsbehörden kommen drei Arten von Dämmen vor:

---

1 European Commission (2014): Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on structural measures improving the resilience of EU credit institutions, COM/2014/043 final - 2014/0020 (COD); <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52014PC0043>

Der *erste Damm* ist das Eigenkapital der Banken. Dieses wird von den Basel-III-Regeln abgedeckt (und in der EU durch CRD IV eingeführt). Diejenigen, die Anteile an den Banken halten, sollen als erstes von den Wellen hinweg gespült werden, indem der Wert ihrer Anteile abgeschrieben wird, um Verluste aufzufangen. Die Eigenkapitalanforderungen haben sich seit Ausbruch der Krise verdoppelt, aber sind nach wie vor weit entfernt von dem Wert, den viele Kommentatoren, Experten und Verantwortliche aus den Regulierungsbehörden für angemessen halten. Dieser Deich hat ein paar zentrale Schwachstellen, die das Basel-Komitee selbst anerkennt. Dazu gehört, dass die Banken ihren Kapitalbedarf anhand ihrer Risikomodelle selber berechnen, was zu wesentlichen Abweichungen in den Kalkulationen führen kann.

Den *zweiten Damm* stellen die Kreditgeber der Banken dar, die Verluste absorbieren müssen, nachdem die Anteilseigner weggespült worden sind. Die Banken-Union der EU sieht dafür in Form der Direktive zur Sanierung und Abwicklung von Banken (Bank Recovery and Resolution Directive) sogenannte «Bail-in-Klauseln» vor, mit denen ein Teil der Kredite in Anteile umgewandelt wird, wodurch die Kreditgeber an den Verlusten beteiligt werden. Die entscheidende Schwäche an diesem Damm: Diejenigen Banken, die zu groß sind, um sie pleitegehen zu lassen («too big to fail»), sind auch finanziell sehr stark miteinander vernetzt. Wenn die Kreditgeber einer Bank also einen großen Verlust hinnehmen müssen, dann könnte sehr schnell das ganze System der Megabanken betroffen sein. Solange sich an diesem Zustand nicht grundsätzlich etwas ändert und die Gefahr eines Domino-Effektes nicht gebannt ist, solange ist es aus unserer Sicht auch unwahrscheinlich, dass in einer systemischen Krise ein ernsthafter «bail-in» durchgesetzt wird.

Der *dritte Damm* ist der Einheitliche Bankenabwicklungsfonds, der Teil der Banken-Union ist und auf Beiträgen der Banken aufbaut. Innerhalb von zehn Jahren soll er einen Umfang von 55 Milliarden Euro bekommen. Vergleicht man diese Summe mit den 1,6 Billionen Euro, die von den Steuerzahlern nach der Krise 2008 aufgebracht werden mussten, dann ist klar, dass dieser Fonds wenig helfen wird, wenn eine Megabank oder gar mehrere davon pleitegehen.

All diese Schutzwälle sind also zu klein, um uns vor einem weiteren Tsunami zu schützen. Etwas anderes muss hinzukommen.

Um bei unserer Metapher zu bleiben, stellen wir uns als Ursache der Tsunamis eine Reihe von Unterwasser-Vulkanen vor, deren regelmäßige Ausbrüche noch weit entfernt Schaden anrichten: das sind die Megabanken.

Experten (zum Beispiel des IWF, der EZB, der OECD, des FSB oder viele Wissenschaftler) sind sich einig, dass die größten Vulkane nach wie vor aktiv und auch nach wie vor zu groß sind und zu nah an der Küste liegen. Das gilt beispielsweise auch für Deutschland, trotz seines diversifizierten Bankensystems. Die Frage, die sich nun stellt, ist also nicht, ob es einen weiteren Ausbruch geben wird, sondern nur wann. Denn dass Unternehmen pleitegehen und Banken Verluste machen, das ist ein fester Bestandteil des Wirtschaftslebens.

Der entscheidende Schritt im Küstenschutz würde also darin bestehen, die großen Vulkane kleiner und sicherer zu machen. Die bereits angesprochenen Experten sind sich ebenfalls einig, dass eine strukturelle Reform der «Too big

to fail»-Banken auch die Fehlanreize deutlich reduzieren könnte, die überhaupt erst wesentlich zur Bildung dieser gigantischen Unterwasser-Vulkane beigetragen haben – die Rede ist von den impliziten Subventionen, die den Bankhäusern günstiges Kapital zur Verfügung stellen. Doch während es jenseits unserer Möglichkeiten liegen dürfte, die Struktur echter Vulkane zu verändern, sollte es mit der Struktur der Banken anders aussehen – oder etwa nicht?

## **Szenario 1: Die Finanzlobby kassiert den Vorschlag**

Lassen Sie uns das folgende Szenario betrachten: Es gibt keine strukturelle Reform der Megabanken, sie bleiben zu groß und zu stark vernetzt, um sie scheitern zu lassen, und auch zu komplex, um sie angemessen managen, überwachen und Notfalls abwickeln zu können. Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Bankenstruktur wird verworfen oder massiv verwässert.

Der Hauptgrund dafür ist, dass die Reform der Finanzmärkte nicht eine rein intellektuelle und technische Aufgabe ist, sondern ein Machtkampf. Sechs Jahre nach der Finanzkrise ist die Finanzlobby stärker denn je. Allein in Brüssel beschäftigt sie mehr als 1600 Lobbyisten. Das ist einer für jede Milliarde Euro öffentlichen Geldes, die nach der Krise für die Rettung der Banken gebraucht wurde! Und es ist das Dreißigfache dessen, was die Zivilgesellschaft an Lobbyisten ins Rennen schicken kann – in anderen wichtigen Hauptstädten wie Washington oder London ist das Verhältnis ähnlich.

In diesem Szenario argumentieren die Lobbyisten der Megabanken, dass eine strukturelle Reform die europäische Wirtschaft dabei behindern würde, sich von der Rezession zu erholen – und übersehen dabei geflissentlich, dass es genau diese Banken waren, die uns erst in die Rezession gebracht haben. Sie werden erzählen, dass strukturelle Reformen zu Einbrüchen bei der Unternehmensfinanzierung und zu Jobverlusten führen und dass sie außerdem die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken gegenüber ihren Konkurrenten in den USA verschlechtern würden.

Dieselben Banken werden darauf beharren, dass ihre zentrale Aufgabe darin besteht, zum Wohl von Wirtschaft und Gesellschaft beizutragen, obwohl weniger als die Hälfte ihrer Aktiva auf Kredite an die Realwirtschaft entfallen.<sup>2</sup>

Kleine und mittelgroße Banken – das schließt auch die öffentlichen Banken in Deutschland und diejenigen mit einem alternativen Geschäftsmodell mit ein – werden mit ihren großen Schwestern gemeinsame Sache machen, von diesen und von den gemeinsamen Verbänden überzeugt, dass strukturelle Reformen schlecht für den ganzen Sektor sind.

Viele Fachpolitiker wiederum werden dem erliegen, was Simon Johnson, ehemals Chefökonom des IWF und jetzt Professor am Massachusetts Institute of Technology,

---

2 Rund 12% der Bilanzen europäischer Banken repräsentieren Kredite an Nicht-Finanzunternehmen und rund 16% Kredite an Haushalte; vgl. HLEG (2012): Final Report of the High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector Chaired by Erkki Liikanen, table A1.3; [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf)

den «fear factor» nennt: Sie wünschen sich nichts sehnlicher als Wirtschaftswachstum, haben aber aufgrund der Macht der Finanzlobby nicht die Courage, sich mit dieser anzulegen – vielleicht haben sie auch heimlich Angst, dass die Lobbyisten trotz aller anders lautender Evidenz doch Recht haben könnten.

Hinzu kommt ein sehr menschlicher Faktor: Wir empfinden Wandel in der Regel als unangenehm und sind bereit, einiges an Unwägbarkeiten hinzunehmen, auch weil wir wissen, dass politische Probleme irgendwann in der Zukunft immer von jemand anderem gelöst werden müssen.

In diesem Szenario wird es auch deshalb nicht zu Reformen kommen, weil einige der größten Mitgliedsstaaten ihre nationalen Champions mit Vehemenz verteidigen und als Sprachrohr des Bankensektors reformfeindlich agieren werden. Das Treffen des EU-Finanzministerrats im April 2014 hat in dieser Hinsicht ein paar sehr deutliche Hinweise gegeben: Selbst für Experten war es an mancher Stelle unmöglich, zwischen den Argumenten der Bankenlobby und denen einiger europäischer Finanzminister zu unterscheiden.

Es wird auch deshalb keine Reform geben, weil Unternehmen, Gewerkschaften und Konsumenten unter dem Eindruck des bereits erwähnten «fear factors» den Vorschlag der Kommission nicht aktiv unterstützen werden, obwohl der gegenwärtige Zustand des Bankensystems ihren Interessen klar zuwider läuft. Es wird keine Reform geben, weil die Zivilgesellschaft sich in einem technisch hochkomplexen Thema verheddert und nicht in der Lage sein wird, die breite Unterstützung zu mobilisieren, die Voraussetzung für demokratische Einflussnahme und Veränderungen wäre.

Ehrlich gesagt befürchte ich, dass dieses Szenario sich schon jetzt unter unser aller Augen entwickelt. Am Ende werden dann einmal mehr unvermeidlich gigantische Verluste stehen, als Echo der Tsunamis, die wir erst vor wenigen Jahren erlebt haben.

## **Szenario 2: Das öffentliche Interesse setzt sich durch – ein Trennbankensystem wird eingeführt**

Es gibt aber noch ein anderes mögliches Szenario. In diesem wird der Vorschlag der Kommission für eine Reform der Bankenstruktur in gestärkter Form angenommen. Megabanken werden durch eine Trennung zwischen Investmentbanking – inklusive der Geschäfte, die der Herstellung von Liquidität in den Märkten dienen, des sogenannten «Market Making» – und dem Einlagegeschäft strukturell reformiert. Die Gesellschaft profitiert davon, weil das Risiko einer erneuten Finanzkrise sinkt und die Volkswirtschaften produktiver werden.

Der zentrale Grund für die Opposition der Megabanken gegen diese Reformen ist ihr (durchaus verständlicher) Wunsch, weiterhin von den impliziten Subventionen in Form von günstigeren Finanzierungsbedingungen zu profitieren, die sie deshalb bekommen, weil sie für eine Abwicklung zu groß und zu stark verquickt sind. Am höchsten ist diese Art der Subvention dementsprechend für die größten Banken und in den Staaten, die für ihre Anleihen die besten Ratings bekommen, so wie beispielsweise Deutschland.

Die Europäische Kommission hat die Höhe dieser Subventionen für eine Reihe von Banken in der EU auf 59–95 Milliarden Euro jährlich in den Jahren 2011–2013 geschätzt, das entspricht zwischen einem Drittel und der Hälfte der Gewinne dieser Banken. Der IFW geht davon aus, dass diese Subventionen sogar 90–300 Milliarden Euro jährlich wert waren.

Die Motivation dieser Banken, sich Veränderungen zu widersetzen, ist dementsprechend stark; nichtsdestotrotz gibt es in diesem Szenario strukturelle Reformen, weil sich das öffentliche Interesse gegen die Interessen des Finanzsektors durchsetzt.

Dazu müsste die Politik den in den letzten 25 Jahren der Deregulierung so einflussreichen Glauben aufgeben, das all das, was gut für den Finanzsektor ist, automatisch auch gut für die Volkswirtschaft und die Gesellschaft ist. Dabei helfen kann die Einsicht, dass mit der Abschaffung einer großen Subvention auch eine große Verzerrung der Marktwirtschaft beseitigt und es dadurch einfacher wird, Kredite in die Realwirtschaft zu lenken. Dieses Wissen kann der Politik helfen, ihre Angst vor dem Wandel abzulegen und sich den Spezialinteressen der Bankenlobby entgegen zu stellen.

Hinzu kommt, dass auch einzelne Segmente des Bankensektors den Reformvorschlag der Kommission unterstützen könnten, weil sie davon kaum betroffen sind oder davon sogar profitieren, indem sie wettbewerbsfähiger gegenüber den Großbanken werden; das gilt beispielsweise für Deutschlands Genossenschaftsbanken und Sparkassen. Ganz grundsätzlich werden sich kleinere und mittelgroße Banken vermehrt gegen die Gesetzmäßigkeiten des «Too big to fail» aussprechen, um mehr Chancengleichheit, fairen Wettbewerb, eine Diversifizierung bei den Geschäftsmodellen und geringere Zugangsbeschränkungen für neue Wettbewerber zu erhalten.

Große Unternehmen werden das Ende des Interessenkonflikts bei ihren Bankenpartnern begrüßen, und kleine und mittelgroße Unternehmen profitieren von verbesserten Finanzierungsbedingungen, weil nicht länger Teile des Einlagengeschäfts zum Investmentbanking umgelenkt werden. Die Unternehmenslobby jenseits des Finanzsektors wird den kleineren Banken zur Seite stehen, im Bewusstsein, dass ein überdimensionierter Finanzsektor ihnen lange Zeit höhere Kosten für Finanzdienstleistungen beschert hat als notwendig, anstatt diese zu reduzieren.<sup>3</sup>

Und die Gewerkschaften stehen hinter dem Vorschlag, weil er ihrem Interesse dient, nachhaltige und hochwertige Beschäftigung für ihre Mitglieder zu schaffen. Sie wissen, dass Wachstum und Beschäftigung von einem zu großen Finanzsystem negativ beeinflusst werden – dies ist in den Industriestaaten bereits durchgängig zu erkennen.<sup>4</sup>

Investoren werden die zunehmende Diversität des Bankensektors begrüßen, weil sie dadurch ihre Risiken besser diversifizieren können, indem sie die Möglichkeit haben, in mehr oder weniger risikoträchtige Banken zu investieren. Das ist ihnen

3 T. Philippon (2013): «Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation»

4 S. Cecchetti/E. Kharroubi (2012): «Reassessing the impact of finance on growth», BIS Working Papers No 381; [www.bis.org/publ/work381.pdf](http://www.bis.org/publ/work381.pdf)

lieber, als wenn auf exorbitante Gewinne auf ihre Banken-Anteile notwendig große Verluste beim nächsten Crash folgen. Aus diesem Grund werden sie Druck auf die «Too big to fail»-Banken ausüben, in die sie investiert haben, sich in kleinere und besser beherrschbare Einheiten aufzuteilen.

Die Zivilgesellschaft wird lautstark und vernehmlich auf den Zusammenhang zwischen Finanzmarktreformen und vielen drängenden Menschheitsanliegen hinweisen, wie die Bekämpfung des Klimawandels, die Reduktion von Ungleichheiten, oder die Transformation hin zu einer nachhaltigen und inklusiven Wirtschaftsweise.

Nicht zuletzt werden auch die Banken-Aufseher den Übergang zu klareren, einfacheren und leichter zu überwachenden Bankenstrukturen, die wieder verstärkt Marktgesetzen gehorchen, begrüßen.

In diesem Szenario gibt es also eine Trennung der Bankgeschäfte, weil Banken, Unternehmen, Investoren, Gewerkschaften, Verbraucherverbände und die Zivilgesellschaft an einem Bankensystem interessiert sind, das der Gesellschaft besser dient als das jetzige.

*Dieser Artikel ist die angepasste Version eines Beitrages für die fünfte Ausgabe von QFINANCE, August 2014.*

# Die grüne Transformation finanzieren – jenseits des Bankensektors

Die europäische Wirtschaft befindet sich nach wie vor in einem alarmierenden Zustand. Die geringe Inflation malt das Schreckgespenst einer deflationären Abwärts-spirale nach japanischem Vorbild an die Wand. Während die Arbeitslosigkeit Rekordhöhen erreicht und soziale Härten unvermindert zunehmen, werden gleichzeitig Umweltprobleme und die Risiken des Klimawandels immer offensichtlicher. Der Fokus auf Austerität geht zu Lasten von Nachhaltigkeit und Investitionen in neue Jobs. Bisher hat die Europäische Union noch kein Rezept für den Umgang mit dieser ökonomischen, sozialen und ökologischen Dreifachkrise gefunden. Eine Antwort auf diese Herausforderungen könnte eine grüne industrielle Transformation liefern, gepaart mit einer Modernisierungs-Offensive für weniger Emissionen. Sie würden eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung vorantreiben, neue Arbeitsplätze schaffen, die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und sicherstellen, dass Europa an der Spitze der nächsten industriellen Revolution steht.

Aber diese Transformation zu einer nachhaltigen und effizienten Hochtechnologie-Wirtschaft ist nicht umsonst zu haben. Wir brauchen Investitionen in unsere Energiesysteme, in Mobilität, den Gebäudesektor sowie in viele andere Bereiche. Die Finanzierung dieses industriellen Umschwungs ist ein entscheidender Knackpunkt, bisher fehlen dafür die ausreichenden finanziellen Mittel. Die EU hat einen starken Rückgang bei den Investitionen erlebt, in der Eurozone sind die Bruttoanlageinvestitionen zwischen 2007 und 2013 um fast 20% gefallen. Dafür gibt es eine ganze Reihe von Gründen:

- *Erstens* sind die öffentlichen Ausgaben deutlich zurückgegangen, weil die Regierungen versuchen, ihre Defizite in den Griff zu bekommen.
- *Zweitens* sparen auch etliche Firmen aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheit, anstatt das Geld zu investieren. Der Wirtschaftsdienst Bloomberg schätzt, dass europäische Firmen rund 2 Billionen Euro an Vermögen aufgebaut haben.
- *Drittens* sind die Kreditmärkte eingefroren, in einigen Teilen Europas ist die Kreditvergabe an die Realwirtschaft stark geschrumpft. Nach Angaben der Europäischen Kommission haben die Bankenkredite an die europäische Wirtschaft im Jahr 2013 einen Tiefpunkt erlebt, und es gibt keine Anzeichen für

eine Trendumkehr. Schmerzlich betroffen sind vor allem kleine und mittelgroße Firmen an Europas Peripherie.

Bedauernswerterweise sind die bisherigen makroökonomischen Strategien der Mitgliedsstaaten nicht geeignet, diese Probleme zu lösen. Die Zwangsjacke der Austerität lässt die öffentlichen Investitionen versiegen, eine ökonomische Vision fehlt genauso wie ein kohärenter Plan, um die Attraktivität des europäischen Marktes wiederherzustellen. Zudem halten es viele Experten auch für unwahrscheinlich, dass die jüngste Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – mit ihrer Kombination aus negativen Zinsen und zielgerichteten, langfristigeren Refinanzierungsoperationen – ein ausreichendes Maß an Finanzierung für die Wirtschaft sicherstellen kann. Wenn wir in Europa einen neuen Investitionsschub auslösen wollen, mit dem sich auch eine grüne industrielle Transformation finanzieren ließe, dann heißen die drei zentralen Baustellen: öffentliche Investitionen, ein attraktives Marktumfeld und funktionierende Kreditmärkte.

## **Baustellen für die Finanzierung der grünen industriellen Transformation**

Zu allererst erfordert dies, *erstens*, eine Abkehr vom Austeritäts-Dogma. Reformen müssen Hand in Hand gehen mit Investitionen, um Wettbewerbsfähigkeit und nachhaltiges Wachstum gleichermaßen voranzutreiben. Öffentliche Investitionen in Energieeffizienz, um ein Beispiel zu nennen, würden nicht nur neue Jobs schaffen, sondern auch die öffentlichen Ausgaben für die Energieversorgung senken und neben der Umwelt auch den Bürgerinnen und Bürgern zugutekommen, die von Energiearmut bedroht sind; grüne Infrastruktur-Entwicklungsbanken könnten hier einen wesentlichen Beitrag leisten. Ein anderes Beispiel: Subventionen für fossile Brennstoffe zu beschneiden würde die öffentliche Hand entlasten und gleichzeitig die Dynamik auf den Energiemärkten in einer Weise verändern, dass mehr Investitionen in Erneuerbare Energien fließen könnten.

*Zweitens* kann eine Ordnungspolitik, die Umweltprobleme durch Regulation und Anreize bearbeitet, auch positive wirtschaftliche Rahmenbedingungen und neue Märkte schaffen und damit Unternehmen und Menschen dazu ermuntern, ihr Geld zu investieren, anstatt es unter das Kopfkissen zu legen. Die Einspeisevergütung für Erneuerbare Energien in Deutschland ist ein Paradebeispiel dafür. Durch den garantierten Festpreis für Strom aus Erneuerbaren hat sie eine ganz neue Gruppe von Entrepreneuren entstehen lassen und gleichzeitig den Ausbau der Erneuerbaren Energien und die Entwicklung des Sektors entlang der gesamten Wertschöpfungskette massiv vorangetrieben.

Eine Studie von Citi Investment Research belegt in ähnlicher Weise, dass Autohersteller von strengeren Standards für den Benzinverbrauch profitieren, weil die Nachfrage nach effizienten Fahrzeugen steigt. Auf diese Weise lässt sich die Umweltkrise in eine Chance für die Wirtschaft übersetzen. Wenn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Umweltkosten «einpreisen», dann profitiert nicht

nur die Umwelt; es entstehen auch neue Märkte, und diese tragen zur einer nachhaltigen Renaissance der Industrie bei. Ein effektives Emissionshandelssystem wäre in diesem Sinne eine optimale Rahmenbedingung für die Entstehung neuer Märkte; auch aus wirtschaftlichen Interessen sollte die EU das derzeitige System daher einer ernsthaften Reform unterziehen.

*Drittens* müssen die Kreditmärkte wiederhergestellt werden. Ein wichtiger Beitrag dazu könnte von außerhalb des traditionellen Bankensektors kommen. Im Vergleich zu den USA bauen europäische Firmen sehr stark auf Bankkredite, diese machen rund 80% an der Unternehmensfinanzierung aus. In den USA hingegen liegt der Wert bei vergleichsweise mageren 20%, der größte Teil der Finanzierung kommt hier aus den privaten Kreditmärkten.

## **Alternative Finanzierungsmöglichkeiten**

Grundsätzlich gibt es eine ganze Reihe von alternativen Finanzierungsmöglichkeiten, mit denen die Abhängigkeit der europäischen Industrie von Bankkrediten gelockert werden könnte. Ein viel versprechender Pfad ist die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) über lokale Bond-Märkte. In Deutschland haben fünf Börsen bereits über 50 Anleihen für Mittelständler ausgegeben, die Börse Stuttgart geht vorneweg. Lokale Bondmärkte entstehen derzeit auch in Frankreich und Schweden. Andere Städte und Regionen sollten von diesen Beispielen lernen. Es könnte daher sinnvoll sein, dass sich erfolgreiche Vorbilder wie Stuttgart mit Partnern in Südeuropa zusammentun, um Städte wie Madrid oder Lissabon bei der Gründung ähnlicher Börsen zu unterstützen.

Ein weiteres viel versprechendes Beispiel ist Crowdfunding, auch wenn es hier um kleinere Summen geht. Wie groß das Potential dieses Instruments ist, lässt sich auch daran ermessen, dass die USA es zu einem Teil ihrer Strategie zur Förderung von Start-ups (dem sogenannten «JOBS Act-Programm») gemacht haben und kleinen Firmen den Zugang zu dieser Art von Finanzierung erlauben. Auch für die Finanzierung der Energiewende stellt Crowdfunding eine große Chance dar. Die Plattform Mosaic hat beispielsweise den Bau zahlreicher Solarkraftwerke finanziert. Auch in Deutschland werden ersten Schritte in diese Richtung gemacht: Die Plattform bettvest ermöglicht Einzelnen, sich finanziell an Projekten zur Verbesserung der Energieeffizienz zu beteiligen; dafür bekommen sie eine Rendite, die vor allem im derzeitigen Niedrigzinsumfeld interessant ist.

Es gibt weitere Finanzierungskanäle, die es wert sind, genauer erkundet zu werden. Beispielsweise die in den USA bereits gut etablierten Märkte für Privatplatzierungen («private placement system»), die es Pensionsfonds oder Versicherungen erlauben, auf direktem Wege Kredite an Unternehmen zu vergeben. Auch ein vorsichtiges Revival des Verbriefungsmarktes könnte die vermehrte Vergabe von Bankkrediten fördern: Besicherte Anleihen von KMUs würden an staatliche Investitionsbanken verkauft, die den Erwerb dieser Bonds an die Auflage koppeln würden, dass die entsprechenden Banken vermehrt Kredite an KMUs vergeben.

Kalkulationen der Europäische Kommission zufolge könnten Investitionen von 10 Milliarden Euro, gepaart mit einem begrenzten finanziellen Beitrag der Kommission und Instrumenten zur Verbriefungs- und Risiko-Bündelung, Investitionen in KMUs von 100 Milliarden Euro stimulieren, von denen bis zu 1 Millionen Betriebe profitieren würden. Natürlich müssten diese Instrumente genau auf den Prüfstand kommen, bevor dafür grünes Licht erteilt wird.

Nicht zuletzt ist es natürlich wichtig zu betonen, dass es nicht nur Aufgabe der Grünen oder von Umweltministerien sein kann, die Investitionswelle in die grüne industrielle Transformation anzuschieben. Im Gegenteil, das ist eine Querschnittsaufgabe, und deshalb sollten sich Finanzministerien und Finanzmarktakteure gleichermaßen stärker engagieren. Vom Umgang mit der «carbon bubble» bis zum Design eines nachhaltigen Finanzsystems (für das sich das Umweltprogramm der Vereinten Nationen ins Zeug legt) gibt es genug Aufgaben, die mehr politische Aufmerksamkeit verdienen. Damit Europa mithilfe einer grünen industriellen Transformation wieder auf die Beine kommt, brauchen wir eine breite Allianz von Akteuren, die gemeinsam den Investitionsschub in die grüne Ökonomie entfesseln helfen.

# «Greening the Mainstream»

## Interview mit Karsten Löffler, Managing Director von Allianz Climate Solutions, über die Rolle institutioneller Investoren bei der Finanzierung von Klimaschutz und Energiewende

*In der Diskussion um die grüne Transformation der Wirtschaft oder das Erreichen der europäischen Klimaziele steht häufig die Frage im Mittelpunkt, wie hoch der Investitionsbedarf für Erneuerbare Energien oder saubere Technologien ist. Der Investitionsbedarf wird meist als Herausforderung diskutiert, seltener als Chance. Ist diese Diskussion angesichts der gewaltigen Mengen an vorhandenem Investitionskapital zielführend, oder geht es vielmehr um die Frage, wie ein möglichst großer Teil des vorhandenen Kapitals in Zukunft nachhaltiger angelegt werden kann?*

**Löffler:** In den nächsten Jahren sind hohe Investitionen in die Modernisierung von Infrastruktur nötig. Im Energiesektor beispielsweise sind das laut Internationaler Energieagentur bis 2035 Investitionen in Höhe von insgesamt 19,2 Billionen US-Dollar, um das Klimaziel von 2° zu erreichen. Wenn die regulatorischen Weichen rechtzeitig gestellt werden, kann die Infrastruktur danach sehr viel nachhaltiger aussehen.

Es wird gerne übersehen, dass auch bei einem «weiter wie bisher» Investitionen und laufende Kosten anfallen. Ein Kraftwerkspark hat eine durchschnittliche Laufzeit von 30 bis 40 Jahren. Den Investitionen in Erneuerbare Energien stehen zudem Einsparungen gegenüber, etwa für die vermiedenen Kosten an fossilen Brennstoffen, von den vermiedenen Umwelt- und Gesundheitsschäden ganz abgesehen. Insbesondere bei steigenden Preisen für Brennstoffe und CO<sub>2</sub> würde es teuer, den Ausbau Erneuerbarer Energien zu bremsen und auf konventionelle Kraftwerke zu setzen. Ein neues Energiesystem wäre günstiger. Deshalb ist es so wichtig, frühzeitig klare Investitionssignale zu senden. In den nächsten drei bis vier Jahren werden nach Angaben der Internationalen Energieagentur weltweit Investitionsentscheidungen fallen, die das gesamte zur Verfügung stehende CO<sub>2</sub>-Budget aufbrauchen würden. Danach müssten weit kostspieligere Maßnahmen getroffen werden, um diesen Anstieg der Emissionen zu bremsen. Es geht also eindeutig um die Frage, wie Investitionen ermöglicht werden, die zukunftsfähig sind und nicht in Sackgassen enden.

*Deutschland hat mit der Einspeisevergütung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes weniger die großen Investoren, sondern die Produzenten von erneuerbarem Strom in den Blick genommen: Welche Rolle spielen große institutionelle Investoren bei der Finanzierung der Energiewende, bisher und in der Zukunft? Und was müsste sich an den Rahmenbedingungen und Anreizen ändern, um die Bedeutung der Energiewende stärker in den Fokus zu rücken?*

**Löffler:** Institutionelle Investoren haben großes Interesse, sich an der Finanzierung Erneuerbarer Energien und anderer Infrastrukturprojekte zu beteiligen. Sie brauchen dafür langfristige und verlässliche Rahmenbedingungen. Gleichzeitig sehen wir eine erhöhte Nachfrage nach rentablen Altersvorsorgeprodukten durch den demografischen Wandel.

Langfristige Investitionen wie die in Erneuerbare Energien passen deshalb gut zu den langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber unseren Kunden. Das gilt umso mehr im aktuellen Niedrigzinsumfeld. Wenn wir die Herausforderungen des Klimaschutzes und des demografischen Wandels miteinander verbinden, kann also ein doppelter Nutzen entstehen: Zum einen steigt der Bedarf nach langfristigen Anlagemöglichkeiten für die Altersvorsorge angesichts des zunehmenden Anteils älterer Menschen; zugleich haben wir einen hohen und ebenfalls langfristigen Kapitalbedarf für die Umstellung auf eine Green Economy. Ließe sich beides verbinden, würden Klima und Bürger davon gleichermaßen profitieren.

*In der Klimapolitik gab es in den vergangenen Jahren zahlreiche Initiativen, um großen Investoren die Investitionen in Klimaschutz oder grüne Technologien zu ermöglichen, z.B. durch Co-Investments oder Garantieinstrumente. Auf welcher Ebene müsste man denn aus Sicht des Investors primär ansetzen, um Ziele wie Klimaschutz für die Investitionspraxis zu operationalisieren?*

**Löffler:** Um Klimaschutz in der Anlagepraxis zu verankern, reicht es aus unserer Sicht nicht, auf Einzelprojektebene zu agieren. Es braucht eine Weiterentwicklung des Investitionsumfelds, um größere Volumina zu bekommen und die Märkte zu skalieren. Grundsätzlich agieren institutionelle Investoren wie die Allianz vorsichtig; sie bevorzugen etablierte Anlagen. Ihre Anlagekriterien sind konventionell und einfach: Erstens, der Ertrag muss das Risiko widerspiegeln. Zweitens, der Markt sollte möglichst liquide sein. Drittens, es braucht eine gute gefüllte Projektpipeline, die nicht zu kleinteilig und von ausreichender Qualität ist.

Institutionelle Investoren bevorzugen bekannte Anlageklassen. Investitionen in neue Anlageklassen und insbesondere direkte Projektinvestitionen setzen den Aufbau von internem Wissen voraus – das kostet Zeit und Geld. Die Devise sollte daher «greening the mainstream» lauten. Institutionelle Investoren wie wir sind größtenteils im Anleihebereich tätig. Ein gangbarer Weg wäre, mittels Anleihen «grüne Assets» zu finanzieren, also beispielsweise Klimaanleihen zu etablieren. Zentral wäre hier, dass der Einfluss der Anleihe auf Umwelt und Klima transparent und messbar ist; auch muss der Ertrag das Risiko widerspiegeln – und dieses muss nicht zwangsläufig höher sein als bei klassischen Anleihen.

*Welches Potenzial sehen Sie für grüne bzw. Klimaschutz-Bonds?*

**Löffler:** Wir beobachten das rasante Wachstum des Marktes für Klimaanleihen mit großem Interesse. Er verknüpft Nachhaltigkeit mit standardisierten Finanzvehikeln

von teils sehr guter Bonität und zunehmender Liquidität; so wird 2014 im Vergleich zu 2013 eine Vervielfachung des Volumens auf über 40 Milliarden US-Dollar erwartet. Das macht den Markt zunehmend interessant und kann als ein Beispiel dafür dienen, wie klassische Finanzinstrumente Investitionen in grüne Anlagen unterstützen können. Voraussetzung ist natürlich immer, dass die durch die Anleihen finanzierten Projekte rentabel sind. Eine weitere Idee ist, für Anleihen bspw. Erneuerbare-Energien-Anlagen als Deckungsmasse zu ermöglichen, ähnlich den Pfandbriefen, die in den 50er Jahren in Deutschland im Immobilienmarkt zum Einsatz kamen.

*Welche Rolle sehen Sie mit Blick auf die Anlagestrategien großer institutioneller Investoren wie die Allianz für öffentliche Förderbanken wie die KfW und die Europäische Investitionsbank, die auf diese und andere Weise grüne bzw. Klimaschutz-Investitionen fördern?*

**Löffler:** Öffentliche Förderbanken können gerade in jungen Marktsegmenten eine unterstützende Rolle einnehmen. Sie leisten im Segment der Klima-anleihen Pionierarbeit und tragen maßgeblich zum Marktwachstum bei. Dadurch entwickelt sich breites Investoreninteresse, nicht nur bei Spezialinvestoren. Die Ausgabe großvolumiger Anleihen mit Investmentgrade-Rating trägt hierzu entscheidend bei. Auch das Pooling von Projekten und die Strukturierung von Anleihen helfen, den Markt zu skalieren, ohne dabei Fremdkapitalinvestoren aus dem Markt zu drängen.

*Von Finanzinstitutionen selber werden ja häufig Kapitalmarktindizes als eine Möglichkeit ins Spiel gebracht, den Anteil grüner Investitionen zu erhöhen, bzw. um bei Investitionsentscheidungen der ökologischen Performance von Unternehmungen ein höheres Gewicht zu geben. Welches Potenzial sehen Sie in diesem Bereich, und würde es eher darum gehen, bestehende Indizes anzupassen oder alternative Indizes zu entwickeln?*

**Löffler:** Vermögensverwalter nutzen standardmäßig sogenannte Benchmark-Indizes. Diese stellen in der Regel auf die Marktkapitalisierung von Unternehmen ab, also den Wert, zu dem Unternehmen an der Börse gehandelt werden. An der Marktkapitalisierung haben Öl- und Gasunternehmen einen großen Anteil, und damit auch an den Indizes. Entsprechend ist man als institutioneller Investor in der Regel in diesem emissionsintensiven Sektor involviert.

Die Diskussion zur Rolle dieser Indizes hat gerade erst begonnen. Es gibt zwar bereits Indizes, die Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen, deren Marktdurchdringung ist aber gering. Ideal wäre es, die Mainstream-Indizes nachhaltiger aufzubauen. Dies würde die Hebelwirkung deutlich erhöhen.

*Das Interview führte Simon Wolf.*

# Privates Kapital für Klimaziele nutzen: Die Rolle von Anlagepraktiken, Kennzahlen und Finanzmarktregulierung

Eine zunehmende Anzahl von Studien legt nahe, dass Investitionspraktiken und die dazugehörigen Instrumente, genauso wie Grundsätze der Rechnungslegung und die Finanzmarktregulierung, eine «carbon bias» haben, also CO<sub>2</sub>-intensive Produkte und Dienstleistungen bevorzugen und deshalb Hürden für eine stärkere Ausrichtung des Finanzsektors am Ziel einer (globalen) Energiewende sind.<sup>1</sup> Auch die makroprudentielle Regulierung nach der Finanzkrise, insbesondere Basel III auf globaler Ebene und Solvency II innerhalb der EU, scheint kurzfristige Investitionen gegenüber langfristigen (und klimafreundlichen) Investitionen zu bevorzugen. Diese Kurzfristorientierung wird durch die gängigen Investitionspraktiken verstärkt, insbesondere durch die Nutzung von Kennzahlen und Benchmark-Indizes, die bevorzugt die kurze Frist abbilden.<sup>2</sup> Das geht auch zu Lasten von institutionellen Investoren mit ihrer Präferenz für langfristige Engagements. Zudem spielen die innerhalb des Finanzsektors vorhandenen Kennzahlen für Umwelt-Performance so gut wie keine Rolle für die tatsächliche Kapitalallokation.<sup>3</sup>

Daraus folgt, dass für das Erreichen der globalen Klimaziele nicht nur eine starke Industriepolitik als Treiber der Energiewende notwendig sein wird, sondern auch eine gemeinsame Antwort von Politik und Investoren auf die dem Finanzsektor innewohnenden Hürden für eine Dekarbonisierung der Wirtschaft.

## Die drei aussichtsreichsten Initiativen für eine Dekarbonisierung der Wirtschaft

*Indikatoren reformieren.* Benchmark-Indizes für Aktienkapital und festverzinsliche Anlagen werden immer wichtiger für die Investitionsentscheidungen und die

- 1 2° Investing Initiative (2012): «Connecting the Dots between Financial Regulatory Regimes, Portfolio Allocation, and Climate Change»
- 2 2° Investing Initiative (2014): «The Carbon Bias: Implications of Benchmark Equity Indices for Climate Finance»
- 3 2° Investing Initiative (2013): «From Financed Emissions To Long-Term Investing Metrics: State-of-the-art Review of GHG-Emissions Accounting for the Financial Sector»

Kapitalallokation von aktiven wie privaten Investoren.<sup>4</sup> Am populärsten sind dabei kapitalgewichtete Indizes, die sich an der Marktkapitalisierung bzw. dem Börsenwert der in dem Index repräsentierten Unternehmen orientieren. Laut einer Untersuchung des US-Finanzdienstleisters Fidelity nutzen 87% aller asiatischen und 75% aller europäischen Investoren diese kapitalgewichteten Indizes. Daraus ergibt sich eine Herausforderung für die Finanzierung der Energiewende, weil diese Indizes aufgrund ihrer Zusammensetzung keine optimale Diversifizierungs-Strategie nahelegen. Sie haben eine intrinsische Präferenz für CO<sub>2</sub>-intensive Produkte oder Dienstleistungen. Diese Präferenz stellt nicht nur in ökologischer Hinsicht ein Problem dar, sondern ist auch ein klarer Verstoß gegen die moderne Portfolio-Theorie und das Kapitalpreismodell, die eine möglichst gute Abbildung des gesamten Marktes empfehlen. Reformen müssen in dieser Hinsicht von mehreren Seiten kommen: Institutionelle Investoren müssen ihre standardisierten Anlageinstrumente stärker an die selbst formulierten Investitionsstrategien anpassen; die Regulierungsbehörden müssen sich den potenziell systemischen Risiken durch marktverzerrende Investitionspraktiken annehmen; und die Anbieter der wichtigsten Indizes müssen stärker diversifizierte und vorausschauende Alternativen entwickeln.

*Klimaperformance bilanzieren.* Derzeit ist die Bilanzierung der Klimaauswirkungen von Finanzmarktaktivitäten weitgehend beschränkt auf sogenannte «financed emissions methodologies», die messen, welche Menge an Treibhausgasen einzelne Finanzmarktakteure finanzieren, oder auf Kennzahlen, die das «Grün zu Braun»-Verhältnis von Portfolios berechnen, also die Anteile von klimafreundlichen und klimaschädlichen Investitionen. Das Problem ist, dass diese Ausgestaltung die Ansätze für Mainstream-Investoren weitgehend irrelevant macht, auch wenn diese ein Interesse daran haben, die Bedeutung der Energiewende für den Wert ihrer Portfolios zu messen (und die Zusammenstellung der Portfolios entsprechend zu korrigieren). Dementsprechend wird diese Art der Klimabilanzierung fast ausschließlich im Bereich von Corporate Social Responsibility verwendet – obwohl diese Kennzahlen durchaus auch für Langfristinvestoren relevant sein könnten, um längerfristige Risiken zu berechnen und neue Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren. Aber auch ethische oder ökologisch orientierte Investoren und öffentliche Banken mit einem Klimaschutz-Mandat können aus diesen Kennzahlen keine Rückschlüsse darauf ziehen, inwiefern ihre Portfolios mit dem 2°C-Ziel übereinstimmen. Selbst öffentliche Banken wie die KfW, die sich in der Klimaschutz-Finanzierung einen Namen gemacht haben, können keine Auskunft darüber geben, ob ihr Portfolio eine 2°C, 3°C oder 6°C-Welt finanziert. Wir brauchen deshalb eine neue Generation von Kennzahlen, die diesen Anforderungen gerecht wird. Diese Kennzahlen könnten dann auch helfen, neue Anlageinstrumente zu entwickeln, und Politik und Regulierungsbehörden dabei unterstützen, Anreizsysteme passgenau zuzuschneiden.

*Grüne Anreize für den Finanzsektor auf den Weg bringen.* Ein konsequentes Handeln der öffentlichen Banken im Sinne der Energiewende ist ein ganz entscheidender

4 2° Investing Initiative (2014): «The Carbon Bias: Implications of Benchmark Equity Indices for Climate Finance»

Baustein, um die gesetzten Ziele zu erreichen. Darüber hinaus bedarf es aber auch weitergehender politischer Anreize, um die Finanzierung der Energiewende stemmen zu können. Eine Reihe von Anreizsystemen kommen dafür in Frage, viele davon könnten aller Voraussicht nach für die öffentliche Hand sogar kostenneutral sein. Beispielsweise könnten Haushalte motiviert werden, in klimafreundliche Finanzprodukte zu investieren, indem die Steuerbelastung für verschiedene Spar- und Anlageprodukte (wie Lebensversicherungen, Konten oder Fonds) dem Beitrag der zugrundeliegenden Portfolios zur Finanzierung der Energiewende angepasst wird. Die französische Regierung erwägt derzeit Schritte in diese Richtung.

## **COP21 in Paris und die Chancen für einen öffentlich-privaten New Deal**

Die Mobilisierung privaten Kapitals für die Finanzierung eines Übergangs zu Niedrigemissions-Ökonomien wird voraussichtlich ein zentraler Baustein der Klimaverhandlungen in Paris im Jahr 2015 werden. Die oben beschriebenen Pfade könnten in einer Vereinbarung zusammengefasst werden, auf die sich Regierung und institutionelle Investoren als Teil der Verhandlungen verpflichten. Diese Vereinbarung würde drei zentrale Aktivitäten umfassen, die beim Klimagipfel 2014 entwickelt und vorgestellt und ein Jahr später in Paris von Regierungen und Investoren angenommen würden.

*Aktivität 1 – Investment-Monitoring.* Die Parteien der Vereinbarung richten ein Monitoring-System ein, das die Übereinstimmung von Investitionsaktivitäten auf der globalen, Staaten- oder Unternehmens-Ebene mit einem Fahrplan für Klima- und Energie-Investitionen überprüft. Die Regierungen würden dabei die Finanzflüsse innerhalb ihrer jeweiligen Volkswirtschaften überwachen. Die Investoren, die Partner der Vereinbarung sind, würden die Übereinstimmung der von ihnen verwalteten und beeinflussten Gelder mit den Klima- und Energiezielen begutachten. Basis für diesen Monitoring-Prozess wäre eine neue Generation von Kennzahlen, die derzeit von einem internationalen bzw. europäischen Konsortium unter Führung der «2° investing»-Initiative entwickelt werden.

*Aktivität 2 – Kapitalanlagen umlenken.* Um Einfluss auf die Kapitalallokation zu nehmen, würden die Regierungen sich verpflichten, die Entwicklung und Durchsetzung eines Referenzrahmens zu unterstützen, zu dem eine verpflichtende Berichterstattung durch die Unternehmen, ein «Labeling»-System für Anlageprodukte und die dazugehörigen Berichts- und Veröffentlichungs-Pflichten gehören. Investoren würden sich im Gegenzug dazu verpflichten, einen festgelegten und ansteigenden Teil ihres Kapitals in Anlageprodukte zu investieren, die mit Klimaschutzziele in Einklang stehen, und die Weiterentwicklung und Aktualisierung des Referenzrahmens zu unterstützen, der die bestmöglichen Methodologien zur Verfügung stellt.

*Aktivität 3 – Anreize für den Finanzsektor.* Die Regierungen verpflichten sich, relevante staatliche Institutionen wie Finanzministerien, Zentralbanken und Marktaufsichtsbehörden ihre bestehenden Leitlinien in systematischer Weise überprüfen zu lassen, um Klimaziele in ihre finanzmarktrelevanten Reformpläne zu integrieren, etwa mit Blick auf die oben beschriebenen steuerlichen Anreize.

Investoren verpflichten sich umgekehrt, zentrale Abteilungen wie das Asset-Management, das Risikomanagement oder Forschungsabteilungen damit zu beauftragen, diese Politiken und Anreizsysteme zu begutachten.

Ein solcher Aktionsplan, der in systematischer Weise die zentralen Barrieren für die Mobilisierung von privatem Kapital zur Finanzierung der Energiewende benennt, die relevanten Stakeholder mobilisiert und einklagbare Verpflichtungen vorsieht, wäre ein viel versprechender Schritt, um die Aktivitäten des Finanzsektors mit Klimaschutzziele in Einklang zu bringen.

# «Der Marshall-Plan ist kein planwirtschaftliches Monstrum»

**Interview mit Mehrdad Payandeh, Abteilungsleiter Wirtschafts-, Finanz- und Steuerpolitik beim Deutschen Gewerkschaftsbund (DGB)**

*Herr Payandeh, der DGB hat 2012 einen Marshall-Plan als Reaktion auf die Wirtschafts- und Finanzkrise vorgeschlagen. Ist dieser Vorschlag angesichts der Stabilisierung und Erholung der europäischen Wirtschaft in den vergangenen zwei Jahren und Maßnahmen wie der Aufstockung der Mittel der EIB noch zeitgemäß?*

**Payandeh:** Absolut. Die erreichte Stabilisierung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass wir nicht nachhaltig wirtschaften. Unser Vorschlag ist kein klassisches Konjunkturprogramm. Er ist eine Investitionsoffensive mit dem Ziel, das ökonomische Fundament für die Wettbewerbsfähigkeit und den Wohlstand von morgen zu legen. Ein Programm für eine ökologische, soziale, knowhow-intensive, altersgerechte und mobile Modernisierung unserer Wirtschaft und Gesellschaft des 21. Jahrhunderts. Im Übrigen war diese Stabilisierung der Krisenländer zu erwarten. Früher oder später wird die Talsohle erreicht, aber das heißt nicht, dass die Krise vorbei ist, weder die ökonomische noch die soziale und ökologische Krise. Das ist die Troika, die sich feiern will. Die relative Ruhe ist deshalb entstanden, weil der Druck kurz vor den Europawahlen nachgelassen hat, da nicht mehr so heftig gespart und gekürzt wird, und weil die expansive Geldpolitik und die Ankündigung der EZB, Staatsanleihen notfalls unbegrenzt aufzukaufen, den Ländern und den Staaten Luft zum Atmen gegeben hat. Die Länder haben keine Zukunft, wenn keine langfristig angelegten Investitionen erfolgen. Und hier setzt unser Vorschlag an. Zukunftsinvestitionen in energetische und altersgerechte Sanierung, in Infrastruktur, in Bildung etc. geben auch diesen Ländern eine bessere Perspektive als die Politik der Troika.

*Der Marshall-Plan müsste ja vor allem jenseits von Deutschland wirksam werden, in den Krisenländern der Eurozone: Wie wird der Vorschlag des DGB hier aufgenommen? Gibt es von den Gewerkschaften dort ähnliche Vorschläge, sucht der DGB hier auch die Kooperation über Landesgrenzen hinweg?*

**Payandeh:** Ja, es gibt von skandinavischen und italienischen Gewerkschaften ähnliche Vorschläge, allerdings vorwiegend für den jeweiligen nationalen Kontext. Unser Programm ist nicht die Summe nationaler Programme, sondern bewusst europäisch konzipiert. Das ist auch der Grund, warum unser Vorschlag inzwischen in fast allen Punkten von allen Gewerkschaften in Europa getragen wird und als Vorschlag des Europäischen Gewerkschaftsbundes einstimmig beschlossen wurde. Der *Guardian* hat in einem Artikel den «Marshallplan für Europa» als die einzige detaillierte und durchgerechnete Alternative zur Austeritätspolitik gewürdigt, der

italienische Sender RAI und Arte haben ausführlich darüber berichtet. Das Programm vereint die grünen und sozialdemokratischen Visionen einer zukünftigen Wirtschaft und Gesellschaft und liefert dafür eine solide Finanzierungsgrundlage: Wenn Europa sich ökologisch und sozial neu aufstellt, können bis zu 11 Millionen neue Vollzeit-Jobs entstehen und die Steuereinnahmen um 104 Milliarden Euro steigen, und zugleich kann Europa grünere, CO<sub>2</sub>-arme Städte und Gemeinden entwickeln und jährlich rund 300 Mrd. Euro für Brennstoff-Importe einsparen. Dieses Programm könnte zu einer Plattform auch für ein rot-grünes Programm für Europa werden. Das eigentliche Potenzial dieses Vorschlages wird erst entdeckt. Europaweit. Selbst Schwellenländer wie Brasilien oder China haben danach gefragt.

*Investitionen in nachhaltige Energieerzeugung, in die Reduktion des Energieverbrauchs, in nachhaltige Industrien und Dienstleistungen, in moderne Verkehrsinfrastruktur: Ist der Marshall-Plan eine Art Green New Deal?*

**Payandeh:** Es gibt große Schnittmengen mit dem «Green New Deal», unser Programm geht aber über den grünen Vorschlag hinaus: Er beinhaltet auch Aspekte wie einen altersgerechten und behindertengerechten Umbau unseres Gemeinwesens sowie eine Bildungs- und Dienstleistungsoffensive. Ein Beispiel: Würden wir unsere Wohnräume und öffentliche Infrastruktur altersgerecht umbauen, so dass die Menschen mit Hilfe mobiler Pflege in ihren eigenen vier Wänden bleiben könnten, dann würde das unseren Eltern und Großeltern ein Altern in Würde ermöglichen. Das senkt zugleich die Kosten für stationäre Pflege, allein in Deutschland um fast 60 Milliarden Euro. Außerdem bleiben einmal umgebaute Wohnräume auch für zukünftige Generationen erhalten, so dass diese Generationen zusätzlich finanziell entlastet würden.

*Der Marshall-Plan enthält aber auch Elemente, bei denen im grünen Lager die Alarmglocken schrillen dürften, wie die vorgeschlagenen Konsumanreize zur Stabilisierung der Konjunktur oder das klare Ziel quantitativen Wachstums: Sind wirtschaftliche Erholung und Arbeitsplätze im Zweifelsfall wichtiger als die ökologische Ausrichtung der Wirtschaft?*

**Payandeh:** Nein, das ist absolut kein Widerspruch. Wir haben als Konsumanreiz vorgeschlagen, mit einer Umweltprämie auf energiesparsame Haushaltsgeräte alte Geräte zu ersetzen und so den Stromverbrauch massiv zu reduzieren. Solche Maßnahmen fördern das Wachstum sowohl quantitativ als auch qualitativ. Allerdings plädiere ich bei Vorhaben wie der ökologischen Transformation unbedingt dafür, die Interessen der Bevölkerung nicht zu vergessen: Noch die beste Vision ist zum Scheitern verurteilt, wenn man die Menschen nicht mitnimmt, wenn sie für sich selber keine Verbesserungen erkennen können.

*Kernstück des Marshall-Plans ist ein Zukunftsfonds, mit dem öffentliche Investitionen, Investitionsbeihilfen und zinsgünstige Kredite finanziert werden sollen. Lässt sich*

*bezziffern, wie hoch jeweils ihr Anteil ist? Geht es also stärker um direkte öffentliche Investitionen oder darum, die Investitionstätigkeit des Privatsektors zu fördern?*

**Payandeh:** Wir haben in unseren Berechnungen drei Förderungsarten berücksichtigt: direkte öffentliche Investitionen, Investitionszulagen in Abhängigkeit des energetischen Effizienzgrades und zinsgünstige Kredite. Von insgesamt 260 Milliarden Euro sind 100 Mrd. Euro für zinsgünstige Kredite vorgesehen, die über die Europäische Investitionsbank oder nationale Förderbanken wie die KfW an Unternehmen und private Haushalte, aber auch an die öffentliche Hand vergeben werden. Auch von Investitionszulagen könnten der private und der öffentliche Sektor profitieren, wenn beispielsweise Gebäude energetisch saniert werden oder ein Unternehmen seine energie- und rohstoffintensiven Maschinen durch effizientere Anlagen ersetzt. Sie sollten sich den Marshallplan nicht als planwirtschaftliches Monstrum vorstellen: Er soll nicht von der europäischen Ebene «top-down» umgesetzt werden, sondern durch Anreizsysteme wie billige Kredite oder Rabatte auf grüne Investitionen im Markt intervenieren. Unternehmen und private Haushalte sind in diesem Markt genauso wichtige Akteure wie die öffentliche Hand. Es geht also nicht um ein «Entweder-oder».

*Sind Instrumente wie Co-Investment und Investitionsbeihilfen, die ja letztlich eine Form der Subvention privater Investitionen darstellen, nur als Reaktion auf die Krise gerechtfertigt? Oder können diese Instrumente auch dauerhaft Sinn ergeben, etwa um die Entwicklung dringend benötigter Infrastruktur oder gesellschaftlich wünschenswerter Sektoren und Aktivitäten, wie den Ausbau der Erneuerbaren Energien, zu fördern?*

**Payandeh:** Ich habe eingangs geschildert, dass wir eine grüne und soziale Transformation unserer Wirtschaft und Gesellschaft anstreben und kein Strohfeuer. Deshalb ist ein solches Programm sinnvoll, solange wir Handlungsbedarf haben und der ökologische und soziale Umbau unserer Gesellschaft nicht abgeschlossen ist. Aber wir haben unser Programm erst einmal für zehn Jahre konzipiert, um anschließend seine Effekte berechnen zu können, und um die Vorteile sichtbar zu machen. Ich bin überzeugt: Wenn Politik, Unternehmen und auch die Bevölkerung erst einmal die Vorteile gesehen haben, dann werden sie bereit sein, ein solches Programm auch länger als zehn Jahre zu unterstützen.

*Eine der größten Herausforderungen jedes öffentlichen Investitionsprogramms ist die Verwendung der Mittel; das gilt insbesondere für dynamische und innovationsintensive Bereiche wie die Erneuerbaren Energien. Die jüngsten Erfahrungen mit dem EEG zeigen, dass öffentliche Finanzierungsinstrumente sehr schnell an Legitimation einbüßen können, wenn sie Mitnahmeeffekte zulassen. Wie soll bewerkstelligt werden, dass die Mittel aus dem Marshall-Plan an die richtige Stelle fließen und effizient eingesetzt werden?*

**Payandeh:** Diese Diskussionen gibt es nicht ganz zu unrecht: Wir müssen bei der Umsetzung darauf achten, dass die Maßnahmen ihre Sinnhaftigkeit nicht verlieren und nicht beispielsweise eine riesige Kläranlage für ein kleines Dorf gebaut wird, weil gerade Kläranlagen staatlich gefördert werden. Wir haben deshalb in unserem Vorschlag eine demokratische Kontrolle der Maßnahmen durch das Europaparlament, die Kommission und den Rat vorgeschlagen. Aber trotz aller berechtigter Bedenken muss ich unterstreichen, dass bei allen großen Projekten Fehler passieren können und dass die Fehlerquote des Staates nicht automatisch höher sein muss als in der Privatwirtschaft. Gucken Sie sich mal die Fehlinvestition von Thyssen-Krupp in Brasilien an oder die misslungene und kostspielige Fusion von Mercedes und Chrysler. Man sieht oft lediglich die Problemfälle wie den Flughafen Berlin-Brandenburg oder die Elb-Philharmonie. Leider vergisst man fast immer die erfolgreichen und gelungenen Investitionen. Erlauben Sie mir eine etwas polemische Kritik an einer in Deutschland sehr oft zu beobachtenden Grundhaltung, die man als Kultur des Nörgelns und Misstrauens bezeichnen könnte: Wir sehen immer Risiken und kaum Chancen. Das beste Beispiel ist das EEG: Dieses Gesetz hat aus Deutschland einen Vorreiter bei Umwelttechnologien gemacht, da sind wir weltweit Spitzenreiter. Vor diesem Hintergrund fallen die von Ihnen erwähnten Mitnahmeeffekte kaum ins Gewicht.

*Besteht eine entscheidende Hürde für den Erfolg eines europäischen Investitionsprogramms nicht darin, dass in vielen Ländern die Strukturen und Institutionen fehlen, um mit den Investitionen eine zukunftsfähige Wirtschaft aufzubauen?*

**Payandeh:** Das stimmt nur für einige wenige Länder wie Griechenland – die meisten Länder haben durchaus die nötigen Strukturen und Institutionen. Und dort, wo diese Strukturen und Institutionen fehlen, können Nachbarländer mit ihrer Erfahrung helfen. Das haben wir erfolgreich in Ostdeutschland gezeigt. Nach der Wiedervereinigung haben westdeutsche Bundesländer geholfen, in einem ihnen zugeordneten Bundesland Institutionen, Behörden und Strukturen aufzubauen. Das könnte ein Vorbild für Europa sein.

*Das Interview führte Simon Wolf.*

# Die grüne Wirtschaft in Spanien und ihre Finanzierung

Spanien hat großes Potenzial für die grüne Transformation. In zentralen Bereichen für grünes Wirtschaften wie Erneuerbare Energien, Energieeffizienz und ökologisches Bauen hat das Land die notwendigen institutionellen, wirtschaftlichen und industriellen Voraussetzungen, ebenso gut ausgebildete Fachkräfte. Spanien war in der Vergangenheit eines der progressiveren Länder in Sachen Erneuerbare Energien; spanische Unternehmen haben weltweit Anlagen für Erneuerbare Energien gebaut. Dazu ist Spanien auch in Bereichen wie der organischen Landwirtschaft gut aufgestellt.

In den vergangenen Jahren sind die Voraussetzungen für eine grüne Transformation in Spanien jedoch schlechter geworden, vor allem durch die Deregulierung in wichtigen umweltrelevanten Bereichen wie bei der Kontrolle industrieller Verschmutzung oder der Begutachtung von Infrastrukturvorhaben hinsichtlich ihrer Umweltfolgen. Hinzu kommen tiefe Einschnitte bei der Förderung Erneuerbarer Energien. Zudem ist das Budget des Umwelt-Ministeriums in der gleichen Zeit um 65% zurückgegangen. Zusammen genommen hat das seit 2007 zu einem Rückgang in den umweltrelevanten Investitionen spanischer Unternehmen von rund 40% geführt.

## Die richtigen Rahmenbedingungen: Regulierung, Steuern, öffentliche Unternehmen

Die Politik hat großen Einfluss auf die Entwicklung und Struktur ökonomischer Sektoren. *Sektorale Politiken* sind daher ein zentraler erster Schritt für eine bessere Finanzierung grüner ökonomischer Aktivitäten. EU-Vereinbarungen, insbesondere wenn diese bindend sind, haben sich in der Vergangenheit als entscheidender Hebel erwiesen, um umweltrelevante Regulierungen in Spanien voranzutreiben. Der Fortschritt bei der Förderung Erneuerbarer Energien und Energieeffizienz oder der Kontrolle von Treibhausgasen und Industrieemissionen wäre ohne den Einfluss der EU deutlich geringer gewesen.

Der Gebäudesektor ist ein gutes Beispiel dafür, wie mit den richtigen Anreizen ökonomische und ökologische Ziele gleichermaßen erreicht werden können. Die Immobilienblase hat eine zentrale Rolle in der aktuellen spanischen Wirtschaftskrise gespielt. Diese hat die Arbeitslosigkeit genauso wie die private Verschuldung nach oben getrieben (mehr als 70% der privaten Schulden sind nach Schätzungen

Hypotheken)<sup>1</sup>, das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist um 11,5% zurückgegangen. Der Anteil des Bausektors am BIP ist von 22% im Jahr 2007 auf 10,5% gefallen.<sup>2</sup>

Der Bausektor könnte aber auch einen großen Beitrag zur Ökologisierung der spanischen Wirtschaft leisten. Im Mittelpunkt müsste dabei ein Programm zur energetischen Sanierung des Gebäudebestandes stehen. Schätzungen gehen davon aus, dass bei der Nachrüstung von rund 10 Millionen Häusern bis 2050 etwa 150.000 neue Jobs entstehen würden. Ein Großteil der Kosten des Programms würde durch die sinkenden Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung nach der Krise ausgeglichen.

Entscheidend ist, dass Spanien in diesem Bereich nicht bei null beginnen müsste. Die industriellen Kapazitäten für dieses Programm existieren weitgehend, die Arbeitskräfte im Bausektor könnten mit Umschulungen für die neue Aufgabe fit gemacht werden; außerdem sollte das Programm eng mit Arbeitsmarktpolitiken verlinkt werden, um eine optimale Qualifizierung von Arbeitslosen zu garantieren. Wichtige erste Schritte in diese Richtung sind die Entwicklung einer Roadmap für die Gebäudesanierung (inklusive des Bedarfs an Arbeitskräften und Ausbildung), sowie die Gründung einer federführenden Agentur und eines entsprechenden Finanzierungsfonds.

*Grüne Steuern.* Spanien hat im Vergleich zu anderen europäischen Ländern nicht nur ein sehr geringes Niveau an ökologischen Steuern (gemessen am BIP), sondern auch eine Vielzahl von Steuerausnahmen und -erleichterungen, die nicht-nachhaltige Aktivitäten begünstigen. Zudem beruht das spanische Steuersystem stark auf der Besteuerung von Arbeit, während Steuern auf Energie, natürliche Ressourcen und Konsum niedrig ausfallen. Die EU-Kommission hat Spanien empfohlen, diesen Trend umzukehren, um einen nachhaltigen Weg aus der Krise zu ermöglichen. Zu den Vorschlägen gehörten grüne Steuern in den Bereichen Abfallmanagement, Wasserver- und -entsorgung sowie der Energiesektor.

Auch eine Koalition von zivilgesellschaftlichen Organisationen hat im Jahr 2009 einen Gesetzesvorschlag für eine grüne Steuer-Reform gemacht. Das Gesetz sah vor, grüne Kriterien in bereits bestehende Steuern zu integrieren, neue Steuern in Bereichen wie Nuklearenergie, Abfallverbrennung und Veränderungen der Landnutzung einzuführen und fiskalische Begünstigungen von emissionsintensiven Bereichen wie dem Flugverkehr und der Autoindustrie zu streichen. Genauso wie andere Vorschläge wurde dieser Entwurf vom Parlament aber nicht angenommen.

*Öffentliche Unternehmen grüner machen.* In Spanien gibt es mehr als 20.600 nationale, regionale oder lokale öffentliche Körperschaften. Öffentliche Unternehmen und Stiftungen oder Firmen mit öffentlicher Beteiligung sind in zahlreichen wirtschaftlichen Sektoren aktiv, von der Abfallwirtschaft über die Wasserversorgung bis hin zum Wohnungsbau. Würden diese Unternehmen systematisch

1 [www.elmundo.es/elmundo/2013/05/03/suivienda/1367573505.html](http://www.elmundo.es/elmundo/2013/05/03/suivienda/1367573505.html)

2 Zahlen der Confederación Nacional de la Construcción; [www.europapress.es/economia/construccion-y-vivienda-00342/noticia-economia-macro-construccion-mermo-diez-puntos-peso-pib-crisis-suponer-105-20140316121237.html](http://www.europapress.es/economia/construccion-y-vivienda-00342/noticia-economia-macro-construccion-mermo-diez-puntos-peso-pib-crisis-suponer-105-20140316121237.html)

ökologische Kriterien in ihre Leitlinien aufnehmen, könnte das einen großen Schub für die grüne Wirtschaft in Spanien auslösen.

Der Einfluss wäre am größten bei öffentlichen Körperschaften mit sehr direktem Einfluss auf die spanische Wirtschaft. Ein gutes Beispiel dafür ist das öffentliche Kreditinstitut ICO (Instituto de Crédito Oficial). Die Hauptaufgabe dieses Institutes ist es, wirtschaftliche Aktivitäten zu unterstützen, die das Wachstum und die wirtschaftliche Entwicklung in Spanien sowie die angemessene Verteilung des nationalen Wohlstands fördern. Besondere Aufmerksamkeit soll Aktivitäten mit sozialer, kultureller und ökologischer Bedeutung gegeben werden.<sup>3</sup> Ein wichtiges Förderinstrument des ICO in diesem Sinne war die Unterstützung der Gründung von Unternehmen der Erneuerbaren Energien durch die Vergabe von Garantien – eine Aktivität, die wie viele andere in diesem Bereich mittlerweile eingestellt worden ist.

Eine ähnliche Geschichte erzählt das Instituto para la Diversificación y Ahorro de la Energía (IDEA), das dem Energieministerium zugeordnet ist und Diversifizierung und Effizienz in der Energienutzung fördern soll. IDEA hat insbesondere die verschiedenen EU-Direktiven zur Förderung von Erneuerbaren Energien und Energieeffizienz umgesetzt. Das Institut hatte großen Einfluss auf die Verbreitung Erneuerbarer Energien in Unternehmen und Privathaushalten, durch finanzielle Förderung wie technische Unterstützung und Information gleichermaßen. Diese Aktivitäten wurden in den vergangenen Jahren drastisch reduziert.

## **Grüne Investitionen in Spanien: Die Rolle von Renten- und Pensionsfonds**

Von den verschiedenen Optionen, grüne Investitionen unmittelbarer zu fördern, gehören die Renten- und Pensionsfonds in Spanien zu den aussichtsreichsten. Der größte Teil der Renten in Spanien kommt aus dem umlagefinanzierten öffentlichen Rentensystem. Im Jahr 1997 wurde ein Rückstellungsfonds der Sozialversicherung ins Leben gerufen, der Überschüsse ansparen soll, um später anfallenden Bedarf – etwas durch eine alternde Bevölkerung – ausgleichen zu können. Im Jahr 2013 hatten sich in diesem Fonds 53,7 Milliarden Euro angesammelt, das entspricht 5,3 Prozent des spanischen BIPs.

Die Entscheidungen über die Investition dieser Mittel treffen wesentlich das Arbeits- und Sozialministerium sowie das Wirtschaftsministerium; Vertreter der Gewerkschaften und der Arbeitnehmerschaft sind Teil eines Monitoring-Komitees, das mit Blick auf Investitionsentscheidungen aber kein Mitspracherecht hat. Die formalen Kriterien für die Investition des Fonds beschränken sich auf Sicherheit, Profitabilität und Diversifizierung. Umweltkriterien spielen bisher keine Rolle.

De facto werden bisher 97% des Geldes aus dem Rückstellungsfonds in spanische Staatsanleihen investiert. Wenn nur ein kleiner Teil dieses Investitionsaufkommens für die Finanzierung nachhaltiger Aktivitäten angelegt würde, könnte das einen massiven Schub für die grüne Wirtschaft in Spanien bedeuten. Ein Vorbild dafür könnten die öffentlichen Rentenfonds anderer europäischer Länder

<sup>3</sup> [www.ico.es/en\\_GB/web/ico\\_en/mission-and-functions](http://www.ico.es/en_GB/web/ico_en/mission-and-functions)

sein, speziell in Nordeuropa, die aktive Strategien zur Ökologisierung ihrer Portfolios verfolgen.

Zusätzlich zum staatlichen Rentensystem sind in Spanien unterschiedliche private Rentenfonds im Angebot. Der Gesamtumfang dieser Fonds ist seit 1998 angestiegen, mit einem kleinen Rückgang 2008 und 2009. Insgesamt verwalteten diese Fonds im Jahr 2009 Mittel in einem Umfang von 8% des spanischen BIPs – also das Vierfache dessen, was das Umweltprogramm der Vereinten Nationen als Finanzbedarf für den Übergang zu einer grünen Wirtschaft beziffert.

Die größten Fonds dieser Systeme sind private, sogenannte «Individuelle Pensions-Fonds» mit fast 9 Millionen Mitgliedern. Diese werden von Banken oder anderen Finanzinstitutionen im Auftrag ihrer Kunden gemanagt und berücksichtigen bisher kaum Nachhaltigkeitskriterien in ihren Investitionsleitlinien. Das zweite und kleinere System sind Fonds, die direkt von Unternehmen für ihre Mitarbeiter angeboten werden. Diese entsprechen zwar nur rund einem Fünftel des gesamten Finanzaufkommens auf dem privaten Rentenmarkt und haben auch deutlich weniger Mitglieder als andere Fonds; aus Sicht der Finanzierung der grünen Transformation sind sie aber deshalb besonders interessant, weil in ihrem Fall der Einfluss der Tarifpartner wesentlich stärker ist. Gewerkschaften und Arbeitnehmervertreter sind Teil der Aufsichtskomitees, die über Leitlinien und Kriterien für die Investition dieser Fonds entscheiden. Die tatsächlichen Investitionsentscheidungen fällt eine unabhängige Institution, die sich aber nach diesen Leitlinien und Kriterien richten muss.

Diese unternehmenseigenen Rentenfonds sind bereits heute am progressivsten, was die Aufnahme von sozialen und ökologischen Kriterien in ihre Investitionspolitik betrifft. 70% dieser Fonds haben zumindest die grundsätzliche Bereitschaft signalisiert, Nachhaltigkeitskriterien in das Management ihrer Portfolios aufzunehmen. Um den Anteil nachhaltiger oder grüner Investitionen tatsächlich zu erhöhen, wäre eine Schulung der Mitglieder der Aufsichtskomitees zu existierenden Nachhaltigkeitsstandards und deren Anwendung im Portfolio-Management ein wichtiger erster Schritt.

Eine solche Entwicklung bei den unternehmenseigenen Rentenfonds könnte sich auch positiv auf den Markt für ethische bzw. ökologische Geldanlagen (Socially Responsible Investments, SRI) auswirken, der in Spanien noch vergleichsweise klein ist. Nach wie vor ist die Ansicht in Spanien weit verbreitet, dass nachhaltige Investments weniger sicher sind als traditionelle Anlagen, was wiederum mit der geringen Verbreitung zusammenhängt. Ein Anstieg nachhaltiger Investitionen durch die Nachfrage von Rentenfonds könnte dem gesamten Markt zu mehr Sichtbarkeit und Glaubwürdigkeit und damit zu mehr Wachstum verhelfen.

# Die Energiewende finanzieren: Welches Kapital brauchen wir?

Die Energiewende in Deutschland ist in vollem Gange. Nach wie vor sind viele wichtige Aspekte zu klären, da ein grüner Energiesektor auf ganz verschiedenen Wegen erreicht werden kann. Dazu gehören das Maß an Zentralität oder Dezentralität des neuen Energiesystems oder Fragen in Bezug auf den einheitlichen europäischen Strommarkt wie die Netzintegration oder Speicherkapazitäten.

Antworten auf diese Fragen würden auch dabei helfen, den tatsächlichen Finanzbedarf zu beziffern und das Marktdesign zu entwickeln, um den angepeilten Energiemix in der Stromerzeugung zu managen. Ein stärker dezentralisierter Energiesektor bietet grundsätzlich bessere Investitionschancen für Privathaushalte, während Finanzintermediäre und institutionelle Investoren in einem stärker zentralisierten Szenario besser zum Zuge kommen.

Darüber hinaus wird der regulative Rahmen für Investitionen aus Privathaushalten genauso eine wichtige Rolle spielen wie die Finanzmarktregulierung im Allgemeinen: Wird die Regierung das Instrument der Bürgeranleihen weiterhin unterstützen, etwa für die Finanzierung von Leitungsnetzen? Werden die Berichts- und Aufsichtsregeln für das Management kleinerer Fonds weiterhin ein unkompliziertes Anlageprodukt für Privatkunden ermöglichen? Werden neue Auflagen für Langfristkredite die Attraktivität von Investitionen in die Erneuerbaren aus Sicht institutioneller Investoren schmälern? Regulative Entscheidungen werden also die Nachfrage nach Investitionen genauso wie den Anteil unterschiedlicher Investorengruppen an der Energiewende entscheidend beeinflussen.

## Die Besonderheiten von Investitionen in die Energiewende

Eine Eigenschaft von grünen Investitionen ist die höhere Kapitalintensität und die geringere Möglichkeit, das Geschäftsmodell und die Verwendung für einzelne Projekte anzupassen. Das erhöht die Anforderungen an ein stabiles sektorales Umfeld und erfordert mehr Langfristigkeit in der Kapitalallokation, aber auch strategische Entscheidungen im Energiesektor, die ein verlässliches Investitionsumfeld hervorbringen.

Im Folgenden unterscheiden wir drei Arten von Investitionen, die für die Energiewende besonders relevant sind: Investitionen in Infrastruktur für Erneuerbare Energien, in Netze und in Energieeffizienz.

- *Infrastrukturprojekte im Bereich der Erneuerbaren* tragen direkt zu strukturellen Veränderungen bei, weil sie auf Technologien mit wenigen oder gar keinen Emissionen abzielen. Sie sind in der Regel kapitalintensiv (und haben hohen Kapitalbedarf) und können sich nicht so gut an veränderte Rahmenbedingungen anpassen. Sie benötigen daher ein stabiles Umfeld oder Instrumente, um sich gegen mögliche Veränderungen absichern zu können.
- *Finanzierung* wird auch *in der Entwicklungsphase* und für die vorgelagerten Teile der Wertschöpfungskette (wie die Produktion der notwendigen Technologien, z.B. Photovoltaik-Module) benötigt; dieser Finanzierungsbedarf unterscheidet sich aber weniger von dem anderer Industrieprojekte.
- *Investitionen in Übertragungsnetze* tragen zum strukturellen Wandel in Richtung einer kohlenstoffarmen Wirtschaft bei, indem sie eine flexible und letztlich höhere Aufnahme von Strom aus Erneuerbaren ermöglichen. Diese Investitionen haben einen sehr langfristigen Horizont. Genauso wie bei Investitionen in die Infrastruktur der Erneuerbaren Energien ist der Finanzierungshorizont auch hier länger, als es bei klassischer Unternehmensfinanzierung der Fall ist. Besonders relevant für Investoren ist zudem, dass Leitungsnetze als natürliches Monopol stark reguliert sind: Die konkrete Regulierung gibt den Ausschlag für ein entweder teures, qualitativ hochwertiges Netz mit attraktiven Renditen oder ein günstigeres und weniger hochwertiges Netz mit niedrigeren Renditen.
- *Bei Investitionen in Energieeffizienz* unterscheiden sich die Charakteristika sehr stark je nach Sektor. Hohes Potenzial gibt es vor allem bei industriellen Prozessen, Wohngebäuden und im Transportsektor. Energieeffizienz macht einzelne Vorhaben oder Aktivitäten teurer, liefert aber auch Kosteneinsparungen über die gesamte Lebensdauer der effizienteren Technologien. Unterschiedliche Zielsetzungen und ein sehr heterogenes Portfolio an Technologien machen es schwierig, generelle Charakteristika für diese Investitionen zu benennen. Wichtigster Treiber für die finanzielle Attraktivität dieser Projekte ist aber der Energiepreis.

## Kapital für die Energiewende

Es ist essentiell, zu verstehen, warum und mit welchem Ziel Investoren grüne Projekte finanzieren. Da Kapital grundsätzlich ein knappes Gut ist, konkurrieren grüne Projekte mit nicht-grünen Vorhaben um Investitionen. Faktoren wie der Beitrag zu öffentlichen Gütern spielen in der Regel keine Rolle bei Investitionsentscheidungen.

Investoren und Finanzintermediäre unterscheiden sich deutlich hinsichtlich Anlagestrategie, Risikoneigung, Renditeerwartung und Investitionshorizont. Die Präferenzen setzen sich aber immer aus drei Hauptfaktoren zusammen: Risiko, Rendite, Laufzeit.

Das Verhältnis aus Risiko und Rendite ist das Hauptentscheidungskriterium: Je höher das Risiko, desto höher die Renditeerwartung. Die Übernahme von Risiken ist der Kern privater Wirtschaftstätigkeit. Unternehmen und Investoren sind dazu

bereit, solange sie die Risiken beeinflussen und ab- oder versichern können und sie angemessen dafür entlohnt werden.

Der dritte entscheidende Faktor ist der Investitionshorizont. Grüne Investitionen bringen in der Regel eine stabile Rendite ein, haben allerdings oft auch eine lange Amortisationsdauer. Aus Investorensicht ist es aber attraktiver, wenn der Investitionshorizont mit dem Zeithorizont ihrer Verpflichtungen übereinstimmt: Für Finanzinstitutionen, die kurzfristige Anlagen einsammeln, ist es eine Herausforderung, in langfristige Anlagen zu investieren.

Der Einfachheit halber unterscheiden wir im Folgenden vier Arten von Investoren: Institutionelle Investoren, Banken, strategische Investoren und Privathaushalte.

■ *Institutionelle Investoren* sind mit Abstand die größten (privaten) Finanziere von Klimaschutz- bzw. grünen Aktivitäten. Zu dieser Gruppe gehören Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds und Vermögensverwalter. Insgesamt managen sie ein Kapitalvolumen von 71 Billionen US-Dollar, verteilt über verschiedene Anlageklassen mit unterschiedlichem Rendite-Risiko-Profil und unterschiedlichen Investitionshorizonten sowie mit Schwerpunkten in bestimmten Sektoren oder Regionen.

Die Kapitalallokation von Investoren erfolgt entlang ihrer Risikoneigung in verschiedene Anlageklassen wie Bonds, Aktien und Barvermögen. Die Renditen dieser verschiedenen Klassen korrelieren nicht unmittelbar miteinander, so dass Diversifizierung das Risiko für die Rendite des gesamten Portfolios reduziert – das kann sogar für die Aufnahme einiger riskanterer Anlagen der Fall sein. Ein gewisses Maß an Risiko kann aber notwendig sein, um die erwartete Rendite für eine Investition zu erzielen.

Innerhalb eines Gesamtportfolios können Investoren auch in illiquide und besonders langfristige Anlagen investieren. Dabei müssen sie einen beträchtlichen Teil des Portfolios Tag für Tag reinvestieren. Deshalb sind sie an Investitionsmöglichkeiten mit einer angemessenen Größe und einem gewissen Maß an Standardisierung interessiert. Alternativ dazu tätigen sie (Ko-)Investments in spezialisierte Fonds wie Private-Equity-Fonds. Mit Blick auf grüne Investitionen sind institutionelle Investoren vor allem im Bereich von börsennotiertem Aktienkapital oder von Unternehmensanleihen aktiv. Direktinvestitionen in Erneuerbare Energien-Projekte sind seltener (nehmen aber zu), aufgrund der Investitionsvolumen und der benötigten Expertise genauso wie aufgrund der Kosten für Sorgfaltspflicht und Monitoring. Gemeinsame Fonds von privaten Investoren und der öffentlichen Hand könnten helfen, diese Barrieren zu überwinden.

Grundsätzlich könnten institutionelle Investoren eine wichtige Finanzierungsquelle für grüne Aktivitäten sein. Vor allem die Finanzierungsanforderungen von Infrastrukturprojekten stimmen grundsätzlich stark mit den Interessen von institutionellen Investoren überein, wodurch in der Theorie auch die Finanzierungskosten insgesamt sinken müssten.

Studien schätzen das tatsächliche Potenzial institutioneller Investoren für grüne Aktivitäten aber deutlich niedriger ein, als die verwalteten 71 Billionen US-Dollar.<sup>1</sup> Dafür verantwortlich sind Faktoren wie die Anforderungen der Finanzmarktregulierung, die langfristige Kreditvergabe weniger attraktiv machen; die Regulierung der Energiemärkte; Regeln und Anreizsysteme in der Klima- und Energiepolitik. Es ist daher wichtig, darüber nachzudenken, welche Möglichkeiten es gibt, grüne Finanzierung von institutionellen Investoren zu erleichtern, etwa durch die Veränderung von Anreizsystemen, die Regulierung von Investmentpraktiken, Anpassungen bei der Verwaltung von Pensionsfonds (bzw. den Anforderungen daran), die Regulierung der Finanzmärkte mit dem Ziel einer angemessenen Risikoneigung oder die Entwicklung von Instrumenten für die Bündelung einzelner Investitionsvorhaben.

- *Geschäftsbanken* wirken vor allem als Finanzintermediäre. Sie bringen Angebot und Nachfrage zusammen und bieten bestimmte Serviceleistungen an. Indem sie simultan Geld leihen und verleihen, knüpfen sie eine Kreditkette: Viele Investoren wollen ihr Geld nur kurzfristig anlegen, viele Unternehmen oder Projekte brauchen hingegen langfristige Finanzierung. Banken verwandeln daher kurzfristige Schulden in langfristige Kredite. Diese Fristentransformation ist essentiell für die Finanzierung und die Finanzierungskosten der Realwirtschaft und ganz besonders relevant für grüne Projekte, die in der Regel kapitalintensiv sind. Eine im Sinne der grünen Transformation besonders wichtige Untergruppe sind öffentliche (Förder-)Banken. In Deutschland spielt die KfW durch ihr Mandat für die Finanzierung der Energiewende eine besondere Rolle.
- *Strategische Investoren* sind bislang eine der wichtigsten Finanzierungsquellen für grüne Aktivitäten. Allein im Bereich der Erneuerbaren Energien werden ihre Investitionen für das Jahr 2012 auf 102 Milliarden Euro geschätzt, mehr als 28% des Gesamtvolumens.<sup>2</sup>

Zu den relevanten strategischen Investoren gehören Unternehmen und Akteure im Energiesektor, die Emissionsreduktions-Projekte oder Klimaaktivitäten in Auftrag geben, entwickeln, umsetzen oder verwalten, insbesondere Strom- und Gasversorger, Stromproduzenten, Dienstleistungsfirmen und Projektentwickler. In diese Gruppe gehören aber auch Akteure jenseits des Energiesektors, wie Produzenten in unterschiedlichen Branchen, Technologiefirmen, Industriebetriebe oder Immobilienunternehmen.

Investitionen in Niedrig-Emissions-Projekte stellen eine wichtige Renditemöglichkeit für diese Investoren dar. Bei den Energieversorgern, als Besitzer und Betreiber von Produktionsanlagen, erfordert der Wandel hin zu einem grünen Stromsektor aber zugleich einen Wandel ihrer Geschäftsmodelle. Ein höherer Anteil Erneuerbarer Energien im Energiemix, gepaart mit der Kapitalintensität der Erneuerbaren, führt entweder zu einem deutlich ansteigenden Kapitalbedarf –

---

1 Vergleiche die Studie von Climate Policy Initiative (2013): The Global Landscape of Climate Finance 2013: <http://climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2013/10/The-Global-Landscape-of-Climate-Finance-2013.pdf>

2 Vergleiche ebd.

und, bei gleichbleibendem Profit, zu sinkenden Kapitalrenditen – oder zu Veränderungen bei den angestrebten Anteilseignerstrukturen. Weltweit passen daher große Betreiberfirmen ihre Geschäftsmodelle an. In der Folge könnten sie ihre Investitionen in Infrastrukturprojekte zurückfahren und damit Marktanteile bei den Produktionsanlagen verlieren. Dieses Aufbrechen von Oligopolstrukturen in der Stromerzeugung könnte den Wettbewerb im Energiesektor erhöhen, insbesondere, wenn die Energiewende stark dezentral organisiert wird. Ein solches Szenario müsste aber sorgfältig gemanagt werden, um einen Rückgang der Effizienz – auch hinsichtlich der Kapitalkosten – zu vermeiden.

- *Haushalte* investieren zum Teil direkt, etwa in dezentrale Anlagen für Erneuerbare Energien; oder sie stellen Finanzierung für grüne Aktivitäten über Sparprodukte zur Verfügung, die Investition wird dann in der Regel durch kommerzielle oder institutionelle Investoren vermittelt.

Der Erfolg der deutschen Windenergiefirma Prokon, Kapital von Privatanlegern einzusammeln («Erfolg» bezieht sich hier nur auf das Einsammeln des Kapitals, nicht auf seine Bewirtschaftung!), demonstriert das Potenzial von Privathaushalten, zur Finanzierung von grünen Infrastrukturprojekten beizutragen. Prokon hat über Crowdfunding 54 Windparks in Deutschland, Polen und Finnland finanziert. Anstatt Bankkredite aufzunehmen, hat Prokon seit 1995 rund 1,4 Milliarden Genussscheine verkauft und seinen 75.000 Investoren dafür jährliche Zinsen von 6–8% angeboten. Für die Aussicht auf hohe Renditen setzten sich die Investoren dem Risiko hoher Verluste aus; außerdem hatten sie, anders als im Fall von Aktienbesitz, keine Möglichkeit, sich am Management der Firma zu beteiligen.

## Präferenzen von Investoren und grünen Finanzierungsbedarf zusammenführen

Wie gesehen, sind direkte Investitionen in grüne Infrastruktur für einen beträchtlichen Anteil bestehender Portfolios nicht möglich. Die Entwicklung und angemessene Ausgestaltung von Finanzierungsinstrumenten oder Finanzierungsvehikeln – unter anderem mithilfe von öffentlichen Banken oder Finanzinstitutionen – kann einen entscheidenden Beitrag leisten, diese Barrieren zu überwinden.

- *Risikoallokation*: Die intelligente Strukturierung von Investitionsprojekten kann dafür sorgen, dass der Risikohunger verschiedener Investoren befriedigt wird und dass die Risiken jeweils von den Investoren übernommen werden, die dafür die geringste Risikoprämie fordern.
- *Transformation von Investitionsvolumina*: Institutionelle Investoren können ein Interesse an der Bündelung einer Anzahl kleinerer Projekte haben, um Management- und Kontrollprozesse zu vereinfachen, aber auch, um die vorteilhaften Effekte eines Portfolio-Investments zu erreichen; Privatanleger wiederum brauchen Strukturen, bei denen das Anlageminimum nicht zu hoch angesetzt ist.
- *Standardisierung*: Komplexe und neuartige Geschäftsmodelle erhöhen die Anforderungen an die Einhaltung von Sorgfaltspflichten und damit auch die

Transaktionskosten für Investoren. Es ist daher entscheidend, Geschäftsmodelle zu entwickeln, die auf eine Vielzahl von Projekten angewandt werden können und die dann auch bei Investoren Akzeptanz finden.

- **Handelbarkeit:** Grüne Infrastrukturprojekte haben häufig eine lange Amortisationsdauer, während Investoren ein hohes Maß an Liquidität bevorzugen (gleiches gilt für die Finanzmarktregulierung). Die Entwicklung eines Sekundärmarktes mit ausreichender Liquidität würde die Attraktivität für Investoren erhöhen. Die oben beschriebene Standardisierung ist eine wichtige Voraussetzung für einen liquiden Markt. Das Beispiel Prokon unterstreicht die Notwendigkeit eines angemessenen Managements von Aktiva und Passiva (das sogenannte Asset-Liability-Management), um Inkongruenzen in den Bilanzen von grünen Unternehmen zu vermeiden: Nach Medienberichten im Jahr 2013, die in Frage stellten, ob Prokon seinen Zinszahlungen nachkommen kann, weil diese über mehrere Monate die doppelte Höhe des laufenden operativen Gewinns betrogen, haben viele Investoren ihr Kapital abgezogen. Trotz der Beteuerungen des Unternehmens, dass seine Geschäfte profitabel seien, und trotz des Appells an die Investoren, ihr Geld nicht abzuziehen, mangelte es Prokon an Liquidität, um die Forderungen zu erfüllen. Als Konsequenz hat Unternehmen Insolvenz angemeldet und wird im weiteren Verlauf des Jahres 2014 restrukturiert.
- **Außerbilanzielle Finanzierungsstrukturen:** Insbesondere für Investitionen in Energieeffizienz wird die Entwicklung und das Mainstreaming von Finanzierungsstrukturen fundamental sein, die es möglich machen, die Finanzierung der Energieeffizienz-Komponente gesondert zu behandeln, um für die Anteilseigner eine massive Erhöhung des einzusetzenden Kapitals zu vermeiden.

## Die Transformation gestalten

Die Transformation zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft erfordert eine massive Re-Allokation von Kapital. Diese muss mit den Risiko- und Renditeerwartungen von Investoren kompatibel sein, also innerhalb des bestehenden Finanzsystems ausgestaltet werden.

Die Transformation hat bereits begonnen: Global gesehen sind die Investitionsvolumen von 40 Milliarden US-Dollar im Jahr 2004 auf fast 280 Milliarden US-Dollar im Jahr 2011 gestiegen.<sup>3</sup> Allerdings gab es in den Jahren 2012 und 2013 einen deutlichen Rückgang, trotz weiterhin sinkender Kosten. Dennoch: Noch vor wenigen Jahren war Stromerzeugung aus Erneuerbaren eine Nische. Mittlerweile besteht eine zentrale Herausforderung darin, einen immer höheren Anteil von Strom aus Erneuerbaren in das Energiesystem zu integrieren.

Die Herausforderung für die Finanzmärkte besteht darin, Investitionsströme zu neuen, grünen Anlageklassen umzuleiten, die schon jetzt ein attraktives

<sup>3</sup> Vergleiche die Studie von FS-UNEP (2014): Global Trends in Renewable Energy Investment: <http://fs-unep-centre.org/publications/gtr-2014>.

Risiko-Rendite-Verhältnis bieten. Wo die Kosten noch entlang der Lernkurve sinken müssen, oder wo die Risiko-Wahrnehmung hoch bleibt, müssen einzelne Investoren eine Führungsrolle einnehmen: um die anfänglich hohen Transaktionskosten neuer Technologien und Märkte zu überwinden und um die Funktionsfähigkeit grüner Geschäftsmodelle und grüner Bankaktivitäten zu demonstrieren und diese zum Mainstream zu machen. Die finanzielle Tragfähigkeit dieser Aktivitäten ist dafür eine unabdingbare Voraussetzung.

Um diese finanzielle Tragfähigkeit zu erreichen, ist die Regulierung der Realwirtschaft fundamental, insbesondere die Einpreisung von klimarelevanten Externalitäten. Regulierung im Finanzsektor kann darüber hinaus weitere potenzielle Anreize für grüne Investitionen geben; darüber sollten aber die primären Ziele der Finanzmarktregulierung nicht aus den Augen verloren gehen.

Eine Reihe von Nichtregierungsorganisationen hält den Finanzinstitutionen regelmäßig vor, auf ihren etablierten Pfaden zu bleiben, anstatt Investitionen für grüne Geschäftsmodelle und Vorhaben bereitzustellen. Sie werfen den Finanzinstitutionen vor, dass diese ihre Macht nicht nutzen, um die Transformation voranzutreiben. Die Vertreter großer Finanzinstitutionen sind hingegen skeptisch, was ihre Möglichkeiten angeht, problemlos ihr Kapital umzulenken und zum Treiber der Transformation zu werden. Die Anzahl grüner Investitionsmöglichkeiten mit angemessenem Risiko-Rendite-Verhältnis ist weiterhin beschränkt (selbst bei «normalen» Finanzierungskosten). Aus Sicht großer Finanzintermediäre und institutioneller Investoren lässt es sich dementsprechend gar nicht vermeiden, einen Teil ihres Kapitals weiterhin «braun» zu investieren.

Die Rolle von Investoren als Vorreiter und Katalysatoren der grünen Transformation ist also notwendig darauf beschränkt, bestehende Investitionsmöglichkeiten innerhalb des existierenden Finanzsystems zu identifizieren und zu realisieren. Eine Führungsrolle der Politik wird hingegen notwendig sein, um, *erstens*, CO<sub>2</sub>-Emissionen einen (globalen) Preis zu geben, und um, *zweitens*, ausreichend öffentliches Geld zu mobilisieren, um damit Privatinvestitionen in die ökologische Transformation zu mobilisieren.

Ein gutes Beispiel dafür, wie die öffentliche Hand Investoren unterstützen kann, die noch nicht mit grünen Vorhaben vertraut sind, um so Barrieren für neue Märkte und Anlageklassen abzubauen, ist die Investition von Pension Denmark in den Onshore Windpark Jädraas. Für den dänischen Pensionsfonds war es die erste Direktinvestition in eine grüne Erzeuger-Anlage. Pension Denmark stellte 50% des benötigten Kapitals als langfristigen Kredit zur Verfügung. Die dänische Exportkredit-Agentur EKF unterstützte Pension Denmark mit einer staatlich abgesicherten Garantie. Im Ergebnis bot sich für Pension Denmark eine Investitionsmöglichkeit mit einer Rendite, die höher liegt, als bei Staatsanleihen mit vergleichbarem Risiko-profil. Die Skalierbarkeit solcher Transaktionen ist sicherlich begrenzt und würde mittelfristig auch aus ökonomischer Sicht keinen Sinn ergeben; sie sind aber eine gute Möglichkeit, um erste Erfolgsgeschichten mit neuen Anlageklassen zu schreiben und um Investoren den Zugang zu diesen Anlageklassen zu erleichtern.

# Die Finanzierung der Energiewende durch private Investoren

Die Energiewende gehört momentan zu den dringlichsten öffentlichen Aufgaben. Um die Pläne der Bundesregierung für den Ausbau der Erneuerbaren Energien zu erreichen, müssen in den kommenden Jahren und Jahrzehnten enorme Summen investiert werden. Eine Schätzung des Bundesumweltministeriums kommt beispielsweise auf Investitionen von bis zu rund 200 Milliarden Euro in den kommenden zehn Jahren. Wegen der Ausgaben für die Stabilisierung des Finanzsektors und durch den Fiskalpakt bzw. die Schuldenbremse ist der Staat allerdings tendenziell finanzierungsbeschränkt. Deshalb rückt die Rolle privater Investoren noch stärker in den Vordergrund. (Die Rolle des EEG für die Planungssicherheit privatwirtschaftlicher Investitionsvorhaben diskutieren wir an anderer Stelle ausführlicher.<sup>1</sup>)

## Die Banken in die Pflicht nehmen

Damit der Zugang der Investoren zu Krediten gewährleistet ist und Engpässe bei der Fremdfinanzierung von Projekten zur Energiewende weniger wahrscheinlich werden, ist es dringend erforderlich, den Bankensektor zu stabilisieren. Kern der Stabilisierungsbemühungen sollte die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken sein.<sup>2</sup> Erst jüngst wurde in einer Untersuchung zur Kreditvergabe deutscher Banken in

- 1 Vgl. C. Kemfert/D. Schäfer (2012): Finanzierung der Energiewende in Zeiten großer Finanzmarktinstabilität. DIW-Wochenbericht Nr. 31/2012. Grundsätzlich schafft das EEG hinsichtlich der zu erwartenden Einnahmen eine vergleichsweise hohe Planungssicherheit für Investoren, auch wenn die Diskussionen um die EEG-Novelle und die Anpassung der Fördersätze zu Verunsicherungen geführt haben. Eine andere wichtige Wirkung des EEG war, dass ein Großteil der bisherigen Investitionen von Privatpersonen getätigt wurde. Insgesamt werden ihnen 40% der installierten Leistung zugeschrieben. Weit dahinter liegen Projektierer mit 14% sowie Banken/Fonds (11%) und Landwirte (11%). Ein vergleichsweise geringer Anteil von 6,5% wird durch die vier großen Energieversorger beigesteuert.
- 2 Vgl. Dorothea Schäfer (2011): Banken: Leverage-Ratio ist das bessere Risikomaß. DIW-Wochenbericht Nr. 46/2011; S. Binder/D. Schäfer (2011): Banken werden immer größer. DIW-Wochenbericht Nr. 32/2011.

den letzten Jahrzehnten festgestellt, dass hohe Eigenkapitalquoten auch mit hoher Kreditvergabe einhergehen.<sup>3</sup>

Immer wieder tragen Finanzinstitute Forderungen an die Politik heran, für Kredite im Rahmen der Energiewende möglichst geringe Risikogewichte (und damit eine möglichst kleine Eigenkapitalunterlegungspflicht) festzulegen. Das ist ein weiterer Hinweis darauf, dass vor allem Banken die Risikogewichtung im Rahmen von Basel III tendenziell als Vehikel nutzen, um die Politik zu weitreichenden Zugeständnissen bei der Eigenkapitalausstattung zu bewegen. Solchen Forderungen könnte durch den grundsätzlichen Verzicht auf die Risikogewichtung und der Einführung einer ungewichteten Mindest-Eigenkapitalquote von zum Beispiel 5% die Grundlage entzogen werden. Ein Verhältnis von Eigenkapital zu ungewichteter Bilanzsumme von 5% strebt beispielsweise die Schweizerische Bankenaufsicht für ihre Großbanken an. Um rasch eine bessere Eigenkapitalausstattung der Banken zu erreichen, sollten zeitlich begrenzte Dividenden- und Boni-Verbote ebenso wenig tabu sein wie die direkte Beteiligung der öffentlichen Hand an den Banken.

Dafür und zur grundsätzlichen Absicherung des nach wie vor im Krisenmodus laufenden Finanzsystems müssen öffentliche Mittel vorgehalten werden, welche derzeit besonders knapp sind. Der finanzielle Spielraum zur Mitfinanzierung der Energiewende durch den Staat über das jetzige Niveau hinaus ist folglich gering. Hinzu kommt, dass der vom Bundestag beschlossene Fiskalpakt mit der Neuverschuldungsgrenze von 0,5% des Bruttoinlandsprodukts der Beschaffung von zusätzlichen Mitteln auf den Finanzmärkten enge Grenzen setzt. Plötzlich auftauchende Lücken bei den eingeplanten privaten Beiträgen zur Finanzierung der Energiewende können daher kaum durch den Staat gefüllt werden.

In dieser Situation könnte eine Kopplung der Finanzmarktstabilisierung mit der Finanzierung der Energiewende helfen. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise stellen die Staaten einen impliziten Garantierahmen für Großbanken zur Verfügung, ohne dass es bislang zu substantiellen Gegenleistungen seitens der Banken gekommen ist. Ein Vorbild für die Kopplung gesamtwirtschaftlicher Notwendigkeiten mit dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems liefern die Hilfsauflagen des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) bei seiner ersten Einrichtung im Jahr 2008. Kapitalhilfen an Banken wurden damals unter anderem auch an eine ausreichende Vergabe von Mittelstandskrediten gekoppelt. Diesem Beispiel folgend könnte der Staat den Bankensektor verpflichten, sich im Gegenzug zu den staatlichen Anstrengungen bei der Finanzmarktstabilisierung angemessen an der Finanzierung der Energiewende zu beteiligen. Die Energiewende könnte so vollzogen werden, ohne Abstriche bei der Eigenkapitalunterlegung und der ebenfalls teuren Stabilisierung des Bankensektors zu machen.

3 Vgl. C. M. Buch/Esteban Prieto (2012): Do Better Capitalized Banks Lend Less? Long-Run Panel Evidence from Germany. University of Tübingen Working Papers in Economics and Finance No. 37.

## Risiken auf viele Schultern verteilen – Eigenkapital und strukturierte Fremdkapitalfinanzierung bündeln

Neben der Einforderung einer angemessenen Bankenbeteiligung sollte die Politik auch potenzielle Eigenkapitalgeber stärker in den Blick nehmen. Neuartige Infrastrukturprojekte brauchen in der Regel einen wesentlichen Anteil an Eigenkapitalfinanzierung. Bei Investitionsobjekten wie Off-Shore-Windkraftanlagen oder neuen Stromtrassen bietet es sich zum Beispiel an, Private Equity verstärkt mit einzu beziehen. Es ist davon auszugehen, dass die Private-Equity-Branche ein erhebliches Expertenwissen angesammelt hat, das für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten im Bereich der Erneuerbaren Energien genutzt werden könnte. Das Finanzierungsmodell könnte sich an die Technik der strukturierten Buy-out-Finanzierung anlehnen. Kern dieser Technik ist die Gründung einer Projektgesellschaft durch ein Private-Equity-Haus, die sämtliche Eigenmittel und das von vielen Finanzinstituten kommende Fremdkapital aufnimmt. Die Projektgesellschaft ist der eigentliche Financier und Betreiber der Infrastruktureinrichtung. Ziel dieser Technik ist es, hohe Finanzierungsvolumina zu stemmen und gleichzeitig die Risiken zu begrenzen und sie auf viele Schultern zu verteilen. Viele Projekte der Energiewende sind dadurch gekennzeichnet, dass die Haftung nicht nur auf das Projekt beschränkt ist, sondern bis auf die Muttergesellschaft durchgreift. Durch das vorgeschlagene Finanzierungsmodell kann die Haftung auf das eingebrachte Eigenkapital beschränkt werden.<sup>4</sup>

Private-Equity-Gesellschaften haben üblicherweise einen Investitionshorizont von fünf bis höchstens zehn Jahren. Um ihre eigenen Investoren auszahlen zu können, müssen sie ihre Anteile an der Projektgesellschaft und damit an der Infrastruktureinrichtung vermutlich noch während der Laufzeit der lang laufenden Kredite verkaufen. Bei einem Weiterverkauf durch die Beteiligungsgeber vor dem Laufzeitende werden die Halter der Darlehen zu Altgläubigern. Deren Forderungen können in das strukturierte Finanzierungs-konzept des Neueigentümers einbezogen werden. Sie können aber auch durch den Neueigentümer im Rahmen einer Neustrukturierung der Finanzierung des Kaufobjektes frühzeitig zurückgezahlt werden. Banken sichern sich hier üblicherweise durch spezielle Vereinbarungen im Kreditvertrag ab. Solche sogenannten «Kreditnebenabreden» («covenants») könnten zum Beispiel festlegen, dass eine Ablösung des Kredits für den Fall eines Eigentümerwechsels erfolgen muss.<sup>5</sup>

- 4 Die Finanzierungsbereitschaft potenzieller Eigenkapitalgeber hängt wesentlich davon ab, ob die Haftung auf das in das Projekt eingebrachte Eigenkapital beschränkt bleibt und im Falle von darüber hinausgehenden Verlusten kein Durchgriff auf das übrige Vermögen des Eigenkapitalgebers möglich ist. Vgl. dazu die Netzanbindung des Offshore-Windprojekts in der Nordsee durch den Netzbetreiber Tennet: [www.tennetso.de/site/news/2012/februar/offshore-strukturlosung.html](http://www.tennetso.de/site/news/2012/februar/offshore-strukturlosung.html).
- 5 D. Schäfer/A. Fisher (2008): Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance. Report im Auftrag des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Politikberatung kompakt Nr. 38, DIW Berlin.

Wenn aus der Sicht der einzelnen Bank ein zu hohes Volumen von Infrastrukturdarlehnen in den eigenen Büchern verbleibt, könnten die Kredite auch zu einem Teil verbrieft werden und in Tranchen von unterschiedlichem Risikogehalt interessierten Anlegern, wie zum Beispiel institutionellen Investoren oder auch Hedgefonds, zum Kauf angeboten werden.<sup>6</sup>

Mit der Verbriefung würde eine weitere Streuung der Investitionsrisiken einhergehen. Das sogenannte «Wasserfallprinzip» sorgt zudem dafür, dass im Falle von Zahlungsschwierigkeiten bei den Krediten zuerst die als hoch riskant eingestuft und deshalb hoch verzinslichen Tranchen für die Verluste haften. Hingegen nehmen die als weniger riskant eingestuft Tranchen bei kleineren Zahlungsausfällen nicht an den Verlusten teil. Sie sind daher besonders für sicherheitsbewusste Investoren mit einem langfristigen Horizont wie Versicherungen attraktiv.

## Finanzierungsmodell für die Energiewende

Um eine adäquate Streuung der Risiken der Infrastruktur-Investitionen zu erreichen, könnte (unter Einbeziehung von Energieunternehmen und Kommunen) zunächst ein Konsortium aus mehreren Beteiligungsgebern gebildet werden. Die verschiedenen Beteiligungsgeber würden ihre Mittel in eine gemeinsame Muttergesellschaft einbringen. Die Muttergesellschaft würde dann ihrerseits eigens zum Zwecke der Investition eine Projektgesellschaft gründen, deren Anteile zu 100% von der Muttergesellschaft gehalten werden. Die Finanzierung der eigentlichen Investition erfolgt über die Einlage der Muttergesellschaft (Eigenkapital, EK-Einlage) und über syndiziertes Fremdkapital in Form von Darlehen unterschiedlichen Ranges und mezzaniner Finanzierung, das die «Projektgesellschaft» aufnimmt. Das Fremdkapital wird syndiziert, d.h. es kommt von einem Konsortium von Finanzinstituten, das von einer Konsortialbank zusammengestellt wird. Üblicherweise übernimmt die von den Beteiligungsgebern ausgewählte Konsortialbank auch die Garantie für die Bereitstellung der gesamten Fremdfinanzierung. Die Syndizierung des Fremdkapitals bewirkt eine Erweiterung der finanziellen Möglichkeiten und eine zusätzliche Streuung der Risiken (siehe Abbildung S.71).

Investorin und Eigentümerin der Infrastruktureinrichtung wäre die Projektgesellschaft. Die Kredite werden durch das Vermögen der Projektgesellschaft sowie eventuell durch Gesellschaftergarantien besichert. Die Bedienung des Fremdkapitals erfolgt über die Einnahmen der Projektgesellschaft.

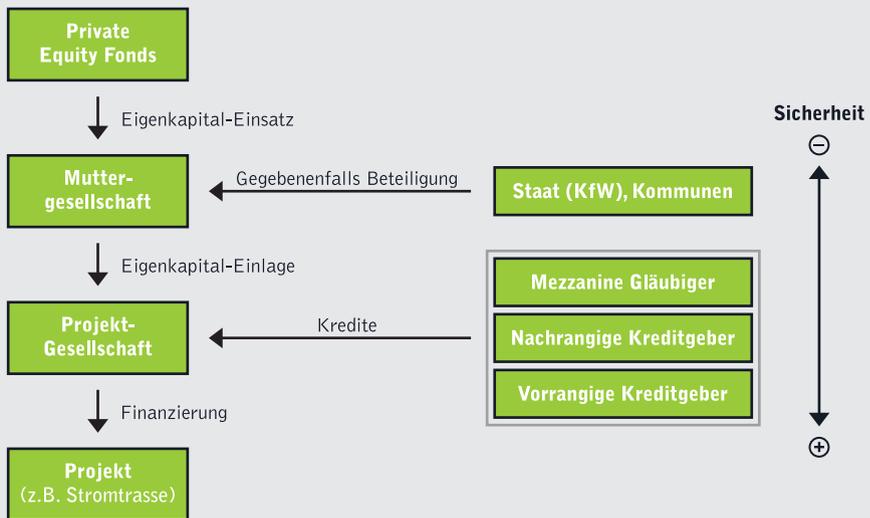
Strukturierte Finanzierungsmodelle der oben beschriebenen Art haben den Vorteil, dass die Risiken der lang laufenden neuartigen Infrastrukturinvestitionen auf viele Schultern verteilt sind. Damit kann verhindert werden, dass die von den privaten Investoren geforderten Risikoprämien prohibitiv hoch ausfallen.

<sup>6</sup> Ein Teil des Kredits muss nach dem im Jahr 2010 beschlossenen Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie in den Büchern der Banken verbleiben.

Die Fremdkapitalgeber sind zudem durch das Eigenkapitalpolster der Projektgesellschaft davor geschützt, an jedem Verlust unmittelbar beteiligt zu sein.

Vermutlich ist im Anfangsstadium solcher Projektfinanzierungen dennoch staatliches Engagement notwendig, um diesen Finanzierungsmodellen auf breiter Front zum Durchbruch zu verhelfen. In der Etablierungsphase würde es sich daher anbieten, dass die KfW oder die Europäische Investitionsbank als möglicher Eigenkapitalgeber oder als Konsortialbank engagiert sind.

Abb. 1: Finanzierungsmodell für die Energiewende



Quelle: DIW Berlin 2012, eigene Darstellung

## Einbeziehung von Projektbonds

Im Rahmen des vorgeschlagenen Finanzierungsmodells könnte ein Teil der Fremdfinanzierung auch mit Hilfe von garantierten Projektbonds aufgebracht werden. Diese Art von Anleihen wurde von den EU-Mitgliedsstaaten und dem Europäischen Parlament bereits genehmigt.<sup>7</sup> Sie werden von privaten Schuldern begeben und über die Europäische Investitionsbank (EIB) garantiert. Die Forderungen der EIB sind dann über den EU-Haushalt teilweise abgesichert. Die Garantie der EIB schirmt private Fremdkapitalinvestoren gegenüber Verlusten ab, so dass die von privaten

<sup>7</sup> Siehe Pressemitteilung des EU-Parlaments: [www.europarl.europa.eu/news/de/pressroom/content/20120705IPR48349/html/Testphase-f%C3%BCr-neue-Projektanleihen-Parlament-stimmt-EU-Garantien-zu](http://www.europarl.europa.eu/news/de/pressroom/content/20120705IPR48349/html/Testphase-f%C3%BCr-neue-Projektanleihen-Parlament-stimmt-EU-Garantien-zu).

Investoren geforderte Risikoprämie sinken kann. In der Pilotphase waren rund 230 Millionen Euro für Projektbonds aus dem EU-Budget abrufbar. Davon waren allerdings nur bescheidene zehn Millionen für Energieprojekte vorgesehen. Diese Summe sollte in Zukunft sehr deutlich erhöht werden.<sup>8</sup>

Die mit den EU-Mitteln zu erzielende Hebelwirkung lässt sich schwer einschätzen. Sie hängt entscheidend vom Sicherheitsbedürfnis der Investoren ab. Zwar ist die EIB Garantiegeber für die Projektbonds. Aber die Werthaltigkeit des Garantieverprechens wird entscheidend davon geprägt sein, ob die Rückversicherung der EIB über den EU-Haushalt von den Investoren als ausreichend eingeschätzt wird. Um Finanzierungsmöglichkeiten und Finanzierungsmodelle umfassend auszuloten, könnte ein Runder Tisch mit allen politischen Entscheidungsträgern sowie potenziellen Financiers helfen, angefangen von Private Equity und Hedgefonds über private Banken und Versicherungen bis hin zu den staatlichen Banken mit Förderauftrag.

---

8 Der Rat der EIB kann noch bis Dezember 2014 Projekte genehmigen, die bis Ende 2016 zum finanziellen Abschluss gebracht werden. Die Projektbonds werden im Rahmen der Fazilität «Connecting Europe (CE)» endgültig eingeführt. CE ist Bestandteil des EU-Finanzrahmens 2014–2020; <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0929:FIN:DE:PDF>

# Das Europaparlament – ein Wackelkandidat bei der Finanzierung des Green New Deal

Im April 2014 hat der Weltklimarat IPCC seinen umfangreichen Fünften Sachstandsbericht zum Klimawandel veröffentlicht. Die Aussichten sind demnach noch düsterer, als sie der vorangegangene Report gezeichnet hat: nach den jüngsten Schätzungen wird der Schwellenwert von +2°C, der zugleich das international vereinbarte Ziel für die maximale durchschnittliche Erderwärmung ist, bereits 2030 übertroffen! Ein paar Wochen nach dem IPCC legte die Internationale Energieagentur einen Bericht vor, der die Kosten einer globalen Energiewende beziffert. «Der Bericht zeigt, dass zusätzliche Investitionen in Höhe von 44 Billionen US-Dollar notwendig sind, um bis 2050 die Energie-Systeme auf seine saubere Zukunft umzustellen; er zeigt aber auch, dass dies nur einem kleinen Anteil des globalen BSP entspricht und außerdem mehr als aufgewogen wird durch Einsparungen bei Brennstoff-Kosten von 115 Billionen US-Dollar. Diese Zahlen liegen noch einmal höher als der zuvor von uns veranschlagte Investitionsbedarf von 36 Billionen US-Dollar. Der Anstieg verdeutlicht, dass die Kosten für die Transformation unseres Energiesystems ansteigen, je länger wir mit dem Umbau warten. Privates Kapital zu mobilisieren ist der Schlüssel, um die Transformation zu einem saubereren Energiesystem zu finanzieren, aber aufgrund höherer Kapitalkosten (trotz geringerer Betriebskosten) für Niedrig-Emissions-Technologien brauchen Investoren Unterstützung, um die Risiken einer Umwidmung ihres Kapitals abzumildern.»<sup>1</sup>

Studien kommen zunehmend darin überein, dass 1,5–2% des globalen BSP investiert werden müssen, um einen Green New Deal einzuleiten und umzusetzen.<sup>2</sup> Die öffentliche Hand würde ein Viertel dieser Anstrengungen tragen, den weitaus größeren Anteil müsste der Privatsektor beitragen. In den OECD-Ländern sind die Investitionen in Forschung und Entwicklung mit Bezug zu Energie und Umwelt – einem Kernstück der Transformation – von 0,06% des BSP im Jahr 1990 auf weniger als 0,05% im Jahr 2009 gefallen. Es muss wohl kaum betont werden, dass ein sprunghafter Anstieg dieser Ausgaben notwendig ist, um dem zunehmenden Bewusstsein für die Folgen des Klimawandels und den notwendigen Summen, die für seine Bekämpfung ausgegeben werden müssen, gerecht zu werden.

1 Übersetzung aus dem englischen Original-Dokument.

2 <http://re-define.org/sites/default/files/GEF-Funding%20the%20GND%20web.pdf>

## Einige ermunternde Gesten des EU-Parlaments

Angesichts der Austeritäts-Politik, die in der EU die öffentlichen Investitionen einschränkt, ist die einzige Möglichkeit, Investitionen in Projekte aufrechtzuerhalten, deren positive Folgen nicht in der gleichen Wahlperiode zu spüren sind und daher von den jetzigen Regierungen nur äußerst zögerlich unterstützt werden, die Budget-Regeln im so genannten Six-Pack zu korrigieren. Als dieses Paket von Budget-Regeln, die den Stabilitäts- und Wachstumspakt von 1997 deutlich verschärfen, im Jahr 2011 verabschiedet wurde, war ein solches Übereinkommen am Widerstand der konservativen Parteien gescheitert. Zwei Jahre später, bei der Verhandlung des ergänzenden Two-Packs, haben wir hingegen einen Fuß in die Tür bekommen. Die Verordnung, die ein vorgeschaltetes Monitoring der Budget-Entwürfe durch die Kommission vorsieht, legt fest, dass die «Finanzplanung [...] Angaben darüber enthalten [sollte], wie die festgelegten Reformen und Maßnahmen voraussichtlich dazu beitragen werden, die im Rahmen der Strategie der Union für Wachstum und Beschäftigung gesetzten Ziele und nationalen Verpflichtungen zu erreichen».<sup>3</sup>

Entscheidend ist, dass diese Strategie verschiedene quantitative Ziele enthält, zu denen auch Energieeffizienz, die Reduktion von Treibhausgasen und die Förderung Erneuerbarer Energien gehören. Außerdem sollen in der Haushaltsplanung Angaben dazu enthalten sein, «in welcher Weise die in der Übersicht über die Haushaltsplanung aufgeführten Reformen und Maßnahmen, insbesondere öffentliche Investitionen, [...] zur Verwirklichung der Ziele der Strategie der Union für Wachstum und Beschäftigung beitragen.» Auch wenn die Einhaltung der Budget-Zusagen das primäre Ziel ist, müssen die Regierungen in jedem Fall auch die Ziele für Energie und Klima mit in den Blick nehmen.

In einer nichtlegislativen Entschließung zum Thema innovativer Finanzierung auf globaler und europäischer Ebene hat das Europäische Parlament zudem die Kommission aufgerufen, eine Untersuchung zur Durchführbarkeit einer europäischen CO<sub>2</sub>-Abgabe nach dem Vorbild der Mehrwertsteuer durchzuführen, «die auf jedes Produkt im Binnenmarkt aufgeschlagen wird und somit zu weniger Verzerrungen führen würde und ein faireres Instrument wäre»; das Parlament «fordert zudem, dass die EU die Frage einer weltweiten CO<sub>2</sub>-Abgabe zur Verhinderung von Wettbewerbsnachteilen für den Binnenmarkt und zur Intensivierung des Kampfes für eine kohlenstofffreie und nachhaltige Energieerzeugung auf der Basis erneuerbarer Energieträger zur Sprache bringt».<sup>4</sup> Und mit Blick auf die Richtlinie zum Europäischen Emissionshandel, nach der mindestens 50% der Erlöse aus der Auktion der Verschmutzungsrechte für Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels reserviert sein sollen (Teile davon auch in Entwicklungsländern), fordert das EP die Mitgliedsstaaten auf zu erwägen, «Einnahmen aus der Besteuerung zur Bekämpfung des Klimawandels für die Finanzierung von Forschung und Entwicklung

<sup>3</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0473&from=EN>

<sup>4</sup> [www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2011-0036+0+DOC+XML+V0//DE](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2011-0036+0+DOC+XML+V0//DE)

und von Maßnahmen zur Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen und zur Bekämpfung der Erderwärmung, zur Schaffung von Anreizen für eine Erhöhung der Energieeffizienz, zur Bewältigung des Problems der Energiearmut und zur Verbesserung der Energieinfrastruktur in der EU und in den Entwicklungsländern zu verwenden».

Das Europäische Parlament begrüßt zudem die Einrichtung einer spezifischen Finanzierungsfazilität, die auch für private Investoren (im Rahmen öffentlich-privater Partnerschaften) attraktiv sein könnte, mittels der nicht gebundene Mittel im Rahmen der EEPR-Verordnung (Programme zur wirtschaftlichen Erholung in Europa) für Initiativen im Bereich der Energieeffizienzsteigerung und der erneuerbaren Energien verwendet werden können. Das EP «fordert die Kommission auf, die Wirksamkeit dieses Instruments sowie die Möglichkeit eingehend zu prüfen, künftig mit nicht ausgegebenen EU-Haushaltsmitteln in ähnlicher Weise zu verfahren, auch im Rahmen von Initiativen im Energiebereich». Und schließlich erinnert das EP die Mitgliedsstaaten an die «Möglichkeit, bei allen Renovierungsarbeiten in Wohnungen, die zu einer Erhöhung der Energieeffizienz beitragen, niedrigere Mehrwertsteuersätze anzuwenden».

Die neue Regulierung der Strukturfonds betont ebenfalls die Unterstützung der EU-Regionen bei der ökologischen Transformation.<sup>5</sup> Artikel 8 fordert die Mitgliedsstaaten und die Kommission auf sicherzustellen, «dass Anforderungen an Umweltschutz, Ressourceneffizienz, Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, biologische Vielfalt, Katastrophenresistenz und Risikoprävention und -management bei der Vorbereitung und Umsetzung der Partnerschaftsvereinbarungen und Programme gefördert werden. Die Mitgliedsstaaten stellen für jeden der ESI-Fonds Informationen zur Unterstützung der Klimaschutzziele [...] zur Verfügung.» Zugleich gab es einige weitere wichtige Zugeständnisse, etwa dahingehend, 20% der Ausgaben im Rahmen des mehrjährigen Finanzrahmens der EU für Klimaschutzaktivitäten zu nutzen.

Ebenfalls in 2014 wurde die Regulierung zu Longterm Investment Funds (ELTIF) in Europa angenommen.<sup>6</sup> Ein vom EP eingebrachter Zusatz sieht vor, dass bei jedem ELTIF die sozialen Auswirkungen zulässiger Investitionen berücksichtigt werden sollten, «wobei den Besonderheiten in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung Rechnung getragen wird. Insbesondere sollte der ELTIF-Verwalter den Beitrag des ausgewählten Vermögenswerts zu den Zielsetzungen des europäischen Wachstumsmodells berücksichtigen, d.h. zur Verbesserung sozialer Infrastrukturen, zu nachhaltiger Mobilität, zur Erzeugung und Verteilung von Energie aus erneuerbaren Quellen, zu Energieeffizienzmaßnahmen sowie zu Gunsten von Unternehmen in Wirtschaftszweigen, die an umwelt- oder sozialverträglichen Lösungen arbeiten oder ein hohes Innovationspotenzial aufweisen». Es ist natürlich noch zu früh, die Wirksamkeit dieses Zusatzes zu bewerten; das hat sich das EP aber für die Periode 2017–2018 vorgenommen.

<sup>5</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R1303&from=EN>

<sup>6</sup> [www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0448+0+DOC+XML+V0//DE](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0448+0+DOC+XML+V0//DE)

## Ein Kampf mit offenem Ausgang

Es gibt aber auch beunruhigende Signale, dass die Unterstützung des EP für den Green New Deal von einem sehr engen Verständnis von Wettbewerbsfähigkeit beschnitten wird. Das zeigen die folgenden beiden Fälle. Der erste betrifft staatliche Beihilfen zur Erleichterung der Stilllegung nicht mehr wettbewerbsfähiger Kohlenbergwerke. Die Allianz der Liberalen und Demokraten für Europa (ALDE), die Europäische Volkspartei (EVP) und die Allianz der Sozialisten und Demokraten haben gemeinsam erreicht, dass der Abschied von der Unterstützung für diesen umweltschädlichen Sektor noch einmal vertagt wird; damit stellen sie auch die Dringlichkeit der ökologischen Transformation unserer Energiesystems und der Wirtschaft als Ganzes in Frage.<sup>7</sup>

Der zweite Fall, eine Abstimmung zur Nutzung von Schiefergas und Öl, zeigt, wo das Parlament im Zweifelsfall bei der Abwägung zwischen einer sauberen und einer günstigen Energieversorgung steht. Alle politischen Gruppen außer den Grünen und den Vereinigten Europäischen Linken (GUE) meinen, «dass Schiefergas kurz- bis mittelfristig in der EU eine Rolle spielen und dazu beitragen wird, das Ziel der EU, im Rahmen der Emissionsreduktionsverpflichtung der Gruppe der Industriestaaten bis 2050 eine Emissionsverringerung von 80–95% gemessen an den Werten von 1990 zu erreichen und dabei die Energieversorgungssicherheit und Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten»; dementsprechend sollte «die Energie- und Klimapolitik der EU den potenziellen Investitionsbarrieren in Bezug auf die Schiefergasförderung in der EU Rechnung tragen und diese angehen».<sup>8</sup>

## Fortsetzung folgt

Auch wenn die EU also erste Schritte zur Transformation unserer Volkswirtschaften unternommen hat, waren die bisherigen Maßnahmen in der Regel nicht weitreichend und ambitioniert genug, um die angestrebte absolute Entkopplung von Ressourcenverbrauch und Wirtschaftswachstum zu erreichen, und um langfristig innerhalb der biophysikalischen Grenzen des Planeten zu verbleiben. Einige wichtige Vorschläge sind nur in Form von Kommunikationen der Kommission erschienen, anstatt in Gesetzestexte überführt zu werden, beispielsweise die jüngsten Vorstöße zur Information über die Umweltbilanz von Produkten und Unternehmen oder der Grüne Aktionsplan für kleine und mittlere Unternehmen (KMU).<sup>9</sup> Durch ihre nicht-bindende Form geben diese Texte den Mitgliedsstaaten keinerlei effektiven Impuls, ihre bisherigen Produktionsprozesse und Verhaltensweisen auf den Prüfstand zu stellen.

7 <http://term7.votewatch.eu/en/state-aid-to-facilitate-the-closure-of-uncompetitive-coal-mines-draft-legislative-resolution-vote-le.html>

8 [www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2012-0284+0+DOC+XML+V0//DE](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2012-0284+0+DOC+XML+V0//DE)

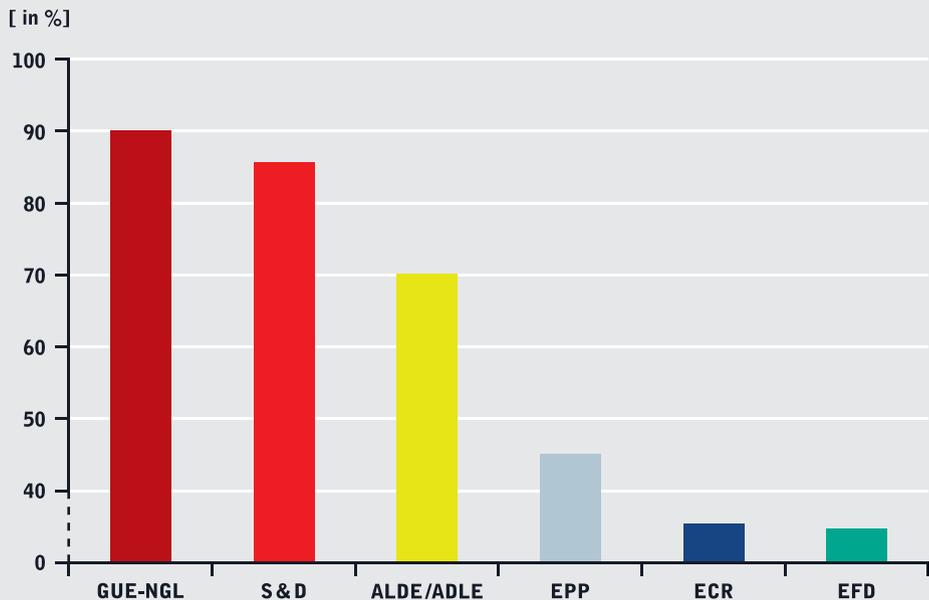
9 [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-14-766\\_de.pdf](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-766_de.pdf)

Darüber hinaus ist es natürlich fragwürdig, dass beim Maßnahmenpaket zur grünen Wirtschaft bis zum Ende der zweiten Barroso-Kommission de facto kein Fortschritt erzielt werden konnte. Dieses Paket, das fünf Initiativen enthält – grüne KMUs, grüne Jobs und Qualifikationen, Kreislaufwirtschaft, Revision der Abfallrichtlinie, nachhaltiger Gebäudesektor – wurde erst im Juni 2014 verabschiedet, also fünf Jahre nach dem ersten Aufruf der Umweltminister! Es bleibt abzuwarten, wie sehr sich die neue Kommission und die Mitgliedsstaaten der Implementierung dieses Pakets verpflichtet fühlen.

Denn mit der zunehmenden Bedeutung von Euroskeptikern im Europaparlament sind anscheinend auch die Klimaskeptiker auf dem Vormarsch. Würde das Energie- und Klimapakete von 2009 im neuen Parlament zur Abstimmung gestellt, ist es sehr unwahrscheinlich, dass es angenommen würde. Mit Blick auf das Wahlverhalten bei Umwelt- und Gesundheitsthemen zeigt sich, dass die Grünen (in der Regel die Gruppe mit den höchsten Ansprüchen bei Umwelt- und Klimafragen) am stärksten mit den Vereinigten Europäischen Linken (GUE), den Sozialdemokraten und den Liberalen übereinstimmen, zu einem geringeren Grad auch mit der EVP. Die mit Abstand geringste Schnittmenge gibt es hier aber mit den Euroskeptikern (EDF und ECR), deren Einfluss zumindest in quantitativer Hinsicht seit dem 25. Mai 2014 deutlich angestiegen ist (vgl. folgende Grafik).

**Abb. 1: Übereinstimmung der Grünen/EFA mit anderen EP-Fraktionen bei Umwelt und Gesundheit**

Datenerhebung im Zeitraum vom 14.07.2009 bis 17.04.2014



Quelle: VoteWatch Europe, Highcharts.com

Wenn das Wachstum, das nach wie vor für alle Fraktionen außer den Grünen so etwas wie ein Heiliger Gral ist, schwach bleibt, dann könnte die Allianz der Klimaschützer im Europaparlament durchaus bröckeln; denn wie die Abstimmungen über staatliche Beihilfen für die Kohleindustrie oder über die Energieversorgung für die industrielle Renaissance gezeigt haben: Umweltbelange zählen wenig, wenn das Wohlergehen der Wirtschaft auf dem Spiel steht.

## DIE AUTORINNEN UND AUTOREN

**Andreas Botsch** war von 2009–2014 als Senior Researcher beim Europäischen Gewerkschaftsinstitut (ETUI) und Sonderberater des Europäischen Gewerkschaftsbundes (EGB) zuständig für Finanzmarktregulierung und europäische Wirtschaftspolitik. Seit 1. Juni 2014 arbeitet er im Büro des Vorsitzenden des Deutschen Gewerkschaftsbundes.

**Reinhard Bütikofer (MdEP)** ist Ko-Vorsitzender der Europäischen Grünen und Sprecher für Industriepolitik der Fraktion Die Grünen/Europäische Freie Allianz im Europaparlament.

**Stanislas Dupré** hat die 2° Investing Initiative ins Leben gerufen und arbeitet als ihr Direktor, vorher war er Exekutiv-Direktor von Utopies (einer CSR-Beratungsfirma). Er ist zudem Aufsichtsratsmitglied eines grünen Private-Equity-Fonds (NEF-CEM).

**Prof. Dr. Claudia Kemfert** leitet die Abteilung Energie, Verkehr, Umwelt am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, und ist seit April 2009 Professorin für Energieökonomie und Nachhaltigkeit an der Hertie School of Governance (HSoG).

**Silvia Kreibiehl** ist Leiterin des UNEP Collaborating Centre for Climate & Sustainable Energy Finance an der Frankfurt School of Finance & Management gGmbH.

**Benoît Lallemand** ist Co-Head of Policy Analysis und seit Mai 2014 kommissarisch auch Generalsekretär von Finance Watch, einer unabhängigen und gemeinnützigen Mitgliederorganisation mit Sitz in Brüssel.

**Philippe Lamberts (MdEP)** ist Ko-Vorsitzender der Fraktion Die Grünen/Freie Europäische Allianz und Mitglied des Ausschusses für Wirtschaft und Währung im Europaparlament.

**Prof. Dr. Ulf Moslener** ist Professor für Sustainable Energy Finance und wissenschaftlicher Leiter des UNEP Collaborating Centre for Climate and Sustainable Energy Finance an der Frankfurt School of Finance und Management.

**Thierry Philipponnat** war von der Gründung bis Mai 2014 Generalsekretär von Finance Watch, einer finanziell unabhängigen und gemeinnützigen Mitgliederorganisation mit Sitz in Brüssel.

**Ana B. Sanchez** ist Beraterin für Klimaschutz und Erneuerbare Energien und hat unter anderem für das spanische Gewerkschaftsinstitut ISTAS, die Internationale Arbeitsorganisation (ILO) und die Europäischen Grünen gearbeitet und Studien verfasst.

**Prof. Dr. Dorothea Schäfer** ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte und Koordinatorin der Forschungsgruppe Finanzmärkte (Unternehmensfinanzierung/Banken/Private Equity, Finanzkontrakte und Finanzsysteme) am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.

**Dr. Gerhard Schick (MdB)** ist Finanzpolitischer Sprecher der Bundestagsfraktion von Bündnis 90/Die Grünen und Autor von «Machtwirtschaft – nein danke! Für eine Wirtschaft, die uns allen dient» (Campus 2014).

**Jakob Thomä** ist Programm-Manager International Research bei der 2° Investing Initiative. Er ist Autor des Working Paper «Shifting Private Capital to Financing the Transition to a Low-Carbon Economy. The Role of Financial Regulatory Regimes».

**Dr. Simon Wolf** ist politischer Berater und hat zuletzt als Referent für Wirtschaft- und Finanzpolitik für die Heinrich-Böll-Stiftung in Berlin gearbeitet. Seine Doktorarbeit «Climate politics as investment: From reducing emissions to building low-carbon economies» ist im VS-Verlag erschienen.





Die europäische Wirtschaft befindet sich noch immer in einem schlechten Zustand, die Eurokrise ist längst noch nicht ausgestanden, der Klimawandel nicht gebremst. Eine Antwort auf diese Herausforderungen wäre eine nachhaltige Ökonomie, die auf Erneuerbare Energien, ein hohes Maß an Ressourceneffizienz und auf die Wiederverwertung kostbarer Rohstoffe setzt. Dies könnte eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung vorantreiben, neue Arbeitsplätze schaffen, die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen und Europa an die Spitze der nächsten industriellen Revolution setzen.

Doch dazu sind Innovationen und Investitionen im großen Stil erforderlich. Die Finanzierung ist der entscheidende Punkt, denn bisher fehlt das Geld für diese grüne Transformation.

Die Beiträge der Expertinnen und Experten in diesem Band beschreiben und analysieren die Wege und Chancen zur Finanzierung des notwendigen Wandels. Mit einem Mix aus öffentlichen Investitionen, attraktiven Rahmenbedingungen und funktionierenden Kreditmärkten könnte er gelingen.

**Heinrich-Böll-Stiftung e.V.**  
Die grüne politische Stiftung

Schumannstraße 8, 10117 Berlin  
**T** 030 285340 **F** 030 28534109

**E** [info@boell.de](mailto:info@boell.de)

**W** [www.boell.de](http://www.boell.de)

ISBN 978-3-86928-132-2