

# EU-Taxonomie – kein Gewinn für Deutschland?

## Folgen der Änderungen im Regelwerk für nachhaltige Investments

Jan Christoph Wönicker unter Mitwirkung von Thomas Maul

### Regulierung

## Überraschung zum Jahresende

Die EU-Taxonomie ist Teil des Aktionsplans für nachhaltige Wachstumsfinanzierung, der im März 2018 vorgestellt wurde und über den sich der Europäische Rat und das Parlament im Dezember 2019 verständigen konnten. Im Anschluss daran erarbeitete eine Expertengruppe die konkrete Ausgestaltung. Die Anwendung im Hinblick auf Klimaschutz und Klimawandel ist seit Jahresbeginn 2022 verpflichtend, hinsichtlich der weiteren Umweltziele ab Januar 2023. Insgesamt soll das Papier Klarheit schaffen, welche Wirtschaftsaktivitäten formal nachhaltig sind. Die EU-Taxonomie ist ein wichtiger Bestandteil des European Green Deal, der die Klimaneutralität in der EU bis 2050 anstrebt.

Die Liste der nützlichen und nachhaltigen Wirtschaftsaktivitäten soll vor allem Finanzmarktinvestoren, wie großen Investmentfonds, (Zentral-)Banken, staatlichen Fonds und privaten Investoren, als Wegweiser dienen. Denn diese sollen mit ihren Anlageentscheidungen im Sinne von Klimaschutz und Nachhaltigkeit zur Transformation der Gemeinschaft beitragen. Die EU will auf diese Weise sicherstellen, dass ein als nachhaltig deklariertes Unternehmen oder Projekt schnellere und einfachere Finanzierungsmöglichkeiten erhält.

Von der Taxonomie betroffen sind Unternehmen der Realwirtschaft, die im Rahmen der weitläufig bekannten Non-Financial Reporting Directive (NFRD) und der unter § 8 EU-Taxonomie weiterentwickelten Corporate

Sustainability Reporting Directive (CSRD) zur Abgabe nichtfinanzieller Erklärungen verpflichtet sind. Künftig müssen sie unter Beachtung der festgelegten Parameter offenlegen, inwieweit ihre wirtschaftliche Tätigkeit die EU-Klassifizierungskriterien erfüllt.<sup>1</sup>

Ende 2021 stufte die Europäische Kommission allerdings – ohne Rücksprache mit dem Parlament – die umstrittenen Bereiche Erdgas und Kernenergie als nachhaltig ein und nahm sie entsprechend in die Taxonomie auf. Folglich liegt es nah, dass zukünftig auch in diesen beiden Bereichen vermehrt investiert wird.<sup>2</sup>

## Vielfältige Auswirkungen

Am 21. Januar 2022 veröffentlichte die neue Bundesregierung ihre Stellungnahme zu den Änderungen der Europäischen Kommission: „Unser Ziel ist auch die Förderung von Transformationspfaden für mehr Energieeffizienz und zu mehr Stromgewinnung aus erneuerbaren Energien. Jegliche Übergangstechnologie muss sich an diesen Zielen ausrichten und darf insbesondere dem Ausbau oder dem Marktzugang der erneuerbaren Energien nicht entgegenstehen. Zudem muss auch bei Übergangstechnologien sichergestellt sein, dass diese mit den sechs Nachhaltigkeitszielen der EU und den Inhalten der Non-Financial Reporting Directive NFRD, welche die ESG-Kriterien in der Taxonomie fokussieren, in Einklang stehen, um Fehlinvestitionen zu vermeiden. Eine geringe CO<sub>2</sub>-Intensität genügt nicht zur Einordnung als nachhaltig.“<sup>3</sup> Die deutsche Regierung lehnt in ihrer Stellungnahme die Einstufung der Atomenergie als nachhaltig klar ab. Gas als grüner Energieträger soll nach ihrer Auffassung aber eine wichtige Brückentechnologie darstellen.

Aufgrund dieser Positionierung der deutschen Regierung zum Energiemix ist anzunehmen, dass zukünftig die Energiepreise in Deutschland höher liegen werden als in anderen europäischen Ländern. Klar wird dies spätestens beim Blick auf die französische Energiepolitik. Die Regierung in Paris hat den verstaatlichten Energiekonzern EDF angewiesen, seine Atomenergiewirtschaft um 20 Prozent auszubauen und diesen Strom pro Megawattstunde für 42,30 Euro an die Konkurrenzunternehmen zu verkaufen – zwei Drittel unter den aktuellen Marktpreisen in Frankreich.<sup>4</sup> Die Strompreise in Deutschland lagen bereits im Dezember 2021 beim Fünffachen dieses Wertes.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Fabian Gräf & Dr. Jan Weidner: Sustainable Finance – Taxonomie, Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Berlin, 21.08.2020

<sup>2</sup> Deutschlandfunk: Nachhaltige Klassifizierung / Worum es bei der EU-Taxonomie geht, 02.02.2022

<sup>3</sup> Stellungnahme der Bundesregierung zur Taxonomie der Europäischen Union, 21.01.2022

<sup>4</sup> Tagesschau: EDF wendet sich gegen die Regierung, 18.01.2022

<sup>5</sup> Statista: Börsenstrompreis am EPEX-Spotmarkt für Deutschland/Luxemburg von Januar 2021 bis Januar 2022, 04.02.2022

## Gravierende Folgen für Kreditinstitute denkbar

Sowohl die Bundesbank als auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sind gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank (EZB) Mitglieder im Network for Greening the Financial System (NGFS). Im Single Supervisory Mechanism (SSM) nehmen sie nationale Bankenaufsichtsfunktionen wahr und verantworten dadurch die regulatorischen Rahmenbedingungen für das Bankengeschäft und speziell für die Kreditvergabe sowie für Anlageprodukte.

In diesem Zusammenhang sind aktuell vor allem größere Institute durch die EZB gehalten, angemessene Szenarioanalysen und Stresstests durchzuführen. Zudem ist ein aufsichtlich initiiertes Klimastresstest für diese Banken vorgesehen. Für kleinere Häuser hingegen gibt es solche Prüfungen noch nicht explizit, obwohl diese den größeren Anteil der Finanzierungen im Mittelstands- und Retailmarkt übernehmen.<sup>6</sup>

Mittelfristig müssen alle Banken Eigeninitiative in der internen Steuerung hinsichtlich Szenarioanalysen und Stresstests entwickeln. Dies nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Merkblatts zu den Nachhaltigkeitsrisiken in Kombination mit den Mindestanforderungen für das Risikomanagement (MaRisk) und deren Überprüfung im Rahmen des Supervisory Review and Evaluation Process (SREP).

Für die ökonomische Risikoeinstufung reicht aber die reine Einwertung von laut EU-Taxonomie „grünen“ Assets, so wie sie auch in der Green Asset Ratio als neuer Key Risk Indicator (KRI) zu berichten sein wird, keinesfalls aus. Analog, wie es bis 2007/2008 zum Beispiel für AAA-ABS-Papiere möglich war, wonach ökonomische und regulatorische Risikoprofile deutlich auseinanderfielen.

Im Bereich der Kernenergie wären hier Störfälle, die Rohstofflieferkette sowie die Effekte einer fehlenden Lösung für die Endlagerung zu berücksichtigen. Auch Auswirkungen hinsichtlich der Kriterien Soziales und Governance wären zu prüfen. Bei Erdgas sieht dies ähnlich aus, schon allein bei einer Betrachtung des fast unvermeidlichen Ausstoßes aufgrund von Lecks in Pipelines oder der Umweltfolgen von Fracking.

Mit diesem Spagat zwischen der regulatorischen Sicht der EU-Taxonomie und den wirtschaftlichen Folgen für die tatsächlichen Risikoprofile müssen die Banken nun zurechtkommen. Die Aufsicht wird dies vermutlich berücksichtigen, schon angesichts der Lehren aus der jüngsten Finanzkrise.

<sup>6</sup>Siehe hierzu auch das Discussion Paper „Geraten BaFin und Bundesbank unter Zugzwang?“, Januar 2022

### **Private und institutionelle Anlagegeschäfte**

Ob die Bundesregierung ihren Lenkungsaufrag hinsichtlich des Investitionsverhaltens der privaten Anleger durch das jetzige Sustainable Reporting und die Disclosure-Verordnung erreichen kann, scheint fraglich. Auf Grundlage der bisherigen Verordnungen ist es kaum verwunderlich, dass lediglich 0,5 Prozent von weltweit 27 Billionen US-Dollar Fondsvermögen das Klimaziel 1,5 Grad Celsius unterstützen würden. Zu diesem Ergebnis kommt eine Untersuchung der Non-Profit-Organisation CDP.<sup>7</sup>

Ein großer Anteil der Finanzmittel in der Europäischen Union wird durch die einzelnen Staaten in Form von Entwicklungs- und Rentenfonds verwaltet. Selbst wenn Deutschland weiterhin die Kernenergie im Energiemix untersagt, können andere Staaten, Gremien der EU und die EZB die indirekte Unternehmensfinanzierung von Kernreaktoren, beispielsweise durch Anleihekaufprogramme, intensivieren. Grundlage dafür ist die aus der EU-Taxonomie abgeleitete Sicherheitsakzeptanz dieser Technologie. Mit der Folge, dass die Bundesrepublik indirekt über die Bundesbank und die EZB große Wertpapierbestände (ausländischer) Atomstromproduzenten erwerben könnte. Und dies, obwohl die Reaktoren im eigenen Land per Gesetz vom Netz genommen wurden.

Inzwischen darf durchaus die Frage gestellt werden, ob die vorherige Bundesregierung ihre Ziele überhaupt mit der aktuellen Finanzpolitik der EZB und etwaigen regulatorischen Verfahren zur Umlenkung finanzieller Mittel synchronisiert hat. Der Blick auf die aktuelle Ausgestaltung regulatorischer Testverfahren der EZB zum Generieren institutsnaher Datensätzen lässt befürchten, dass die Antwort „Nein“ lautet. Dieser Schluss liegt auch angesichts der im vergangenen Jahr verschärften klimapolitischen Meilensteine Deutschlands bis 2030 respektive 2045 nahe. In der Folge erscheinen zeitnah strenger werdende Verordnungen für Finanzinstitute kaum vermeidbar.

### **Die Einflüsse der Energiepolitik auf den Finanzstandort Deutschland**

Deutschland lehnt die Atomenergie als Mittel zur Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes in der Energiepolitik ab. Auf die Diskussion um die Tragfähigkeit der Entscheidung und auf mögliche technologische Alternativen wird in diesem Papier nicht weiter eingegangen. Aber welche Konsequenzen ergeben sich für Investitionstätigkeiten am Finanzstandort Deutschland und auf der sozialpolitischen Ebene?

Energie stellt eine Basiskomponente bei der Produktion von Wirtschaftsgütern dar. Die Preisallokation der Produkte bezieht weitere Transformationskosten sowie die subordinierten Energiekosten ein. Wenn nun Frankreich als direktes Nachbarland den Strom zu einem Fünftel des in Deutschland fälligen Preises verkauft, dürfte die Investitionsbereitschaft internationaler und nationaler Unternehmen in der Bundesrepublik, etwa wenn es um neue Produktionsanlagen geht, absehbar sinken. Verlagern sich daraufhin unter rationalen marktpolitischen Rahmenbedingungen die Investitionsströme ins Nachbarland, kann

<sup>7</sup> Hannah Ritzmann: Kaum einer von 16.500 untersuchten Fonds erreicht Klimaziele, Private Banking Magazin, 02.11.2021

dies zu einer signifikanten Reduzierung von Kreditvergaben im Inland führen. Von diesem Wettbewerbsnachteil wären dann auch die deutschen Finanzinstitute betroffen, die das Privat- und Firmenkundengeschäft auf regionaler und nationaler Ebene bestreiten. Mit Blick auf die Kreditvergabe an die für die Energiewende hierzulande wichtigen Wirtschaftsakteure gibt der Vorstandsvorsitzende der BayWa AG, Prof. Klaus Josef Lutz, eine klare Prognose ab: Durch die Einstufung der deutlich günstigeren Atomenergie als „grün“ würden Unternehmen, die auf aktuell noch teurere nachhaltige Energieformen setzen, Probleme bekommen, zu vergleichbar günstigen Konditionen Fremdkapital aufzunehmen.<sup>8</sup> Im Resultat würde die Transformation hin zu erneuerbaren Energieformen unterlaufen. In der Betrachtung dieser Kausalkette auf europäischer Ebene dürfte in der Konsequenz der Einfluss der Bundesrepublik aufgrund eines geschwächten Finanzstandorts sinken. Dann könnten auch in klimapolitischen Entscheidungsprozessen die Nachbarstaaten dominieren.

### Erheblicher Investitionsbedarf

Für einen Vollzug der Energiewende in Deutschland, beispielsweise über Energieträger wie Wasserstoff, Wind- und Solaranlagen, sind nach Berechnungen des Instituts für Wettbewerbsökonomie an der Universität Düsseldorf in den nächsten zehn Jahren – von 2015 an betrachtet – weitere 370 Milliarden Euro notwendig.<sup>9</sup> Aktuellere Untersuchungen des Bundesverbands der deutschen Industrie (BDI) ergaben, dass ausschließlich zum Erreichen der Klimaziele bis 2030 zusätzliche 860 Milliarden Euro Investitionsvolumen erforderlich sind.<sup>10</sup> Hier drängt sich die Frage nach den Finanzierungsmöglichkeiten auf.

Eine geläufige Argumentationsweise für staatliche Förderprogramme ist, dass diese gleichermaßen Anreize für Unternehmen zu Investitionen im Inland setzen und über diese indirekten, arbeitsbeschaffenden Maßnahmen den Wohlstand steigern. Zudem senken zeitnahe, höhere Investitionen von Staat und Unternehmen in nachhaltige Strukturen und Energiequellen die Betriebskosten langfristig deutlich. Reputationsgewinne und Exporterträge sind positive Folgeeffekte.

Vor dem Hintergrund der bereits ausgeführten, drastisch unterschiedlichen Energiekosten bleibt dies dennoch kritisch zu sehen. Hier stellt sich erneut die Frage der zentralen Entscheidungskriterien für die Investitionsbereitschaft von Unternehmen. Auch gibt es weitere finanzielle Unwägbarkeiten für den Staat, etwa potenzielle Beteiligungen an Transferzahlungen bei atomaren Katastrophenfällen im EU-Ausland, insbesondere wenn direkte Nachbarstaaten betroffen sind. Schließlich stützt sich die Versicherungssystematik von Nuklearreaktoren im Krisenfall auf den Staatshaushalt. Normale Marktteilnehmer können die Kernkraftwerke aufgrund der möglichen exorbitanten Schadenssummen nicht versichern.

<sup>8</sup> Wolfgang Pomrehn: Die organisierte Verantwortungslosigkeit, Telepolis, 26.01.2022

<sup>9</sup> Daniel Wetzel, Energiewende kostet die Bürger 520.000.000.000 – erstmal, Welt Online, 10.10.2016

<sup>10</sup> Wirtschaftswoche: Mehrinvestitionen in Höhe von 860 Milliarden Euro für Klimaziele 2030 nötig, 21.10.2021

## Risiko Strompreis

Im vergangenen Jahr warnte der stellvertretende Hauptgeschäftsführer des BDI, Holger Lösch: „Der Anstieg der Großhandelspreise für Strom ist für die Industrie eine riesige Belastung.“<sup>11</sup> Bereits 2015 untersuchte das Fraunhofer-Institut den Einfluss der Strompreise auf die Wettbewerbsfähigkeit der energieintensiven Industrie. Dabei wurde festgestellt, dass ohne die damaligen Ausgleichsregelungen zur EEG-Umlage in Teilen der Papier-, Aluminium-, Stahl- und Chemieindustrie die Produktkosten bereits allein aufgrund der hohen Stromkosten über dem Produktpreis lagen.<sup>12</sup>

Die Energiepreise stiegen in den vergangenen Jahren sukzessive weiter an. Mit §§ 63 ff. EEG 2021 wurde eine effektive Ausnahmegesetzgebung geschaffen, die für stromkostenintensive Unternehmen und weitere Berechtigte eine Begrenzung der EEG-Umlage normiert. § 64 EEG (2) statuiert die Rahmenbedingungen für den reduzierten Beitrag zur EEG-Umlage. Im besten Fall macht dies den Wirtschaftsstandort Deutschland für die internationale Konkurrenzsituation fit und stärkt den Finanzstandort durch die zu Beginn erläuterten Kreditgeschäfte und Investitionsströme. Eine Ausweitung dieser Ausgleichsregelungen in der Umlagesystematik scheint aufgrund der zukünftigen Atomstrompreise aus wirtschaftlichen und sozialpolitischen Gründen allerdings unrealistisch. In der Zwischenzeit hat die Bundesregierung die Abschaffung der EEG-Umlage statuiert.<sup>13</sup>

### Inflationsgefahr im Auge behalten

Ein weiterer kritisch zu erweiterender Aspekt ist die steigende Inflationsrate in Deutschland. Diese wird maßgeblich durch fiskalpolitische Förderprogramme und die damit einhergehende Schuldenquote beeinflusst. So soll der kürzlich verabschiedete Nachtragshaushalt die Klimafonds der Bundesregierung mit über 60 Milliarden Euro füllen. Auswirkungen auf die vorerst gestoppten KfW-Bauförderungen inklusive einer Nachjustierung sind zu erwarten. Neben den im europäischen Vergleich erhöhten Energiepreisen ist auch die Inflation eine steigende Gefahr für mehr Armut, politische Spannungsfelder und langfristige Stagnation der Real- und Finanzwirtschaft. Zinsanpassungen werden folglich zunehmend realistischer und müssen in die Stresstests und Szenarioanalysen der Institute Eingang finden.

<sup>11</sup> FAZ.net: Steigender Strompreis an der Börse alarmiert die Industrie, 06.07.2021

<sup>12</sup> Fraunhofer ISI, Ecofys Germany GmbH: Einfluss der Strompreise auf die Wettbewerbsfähigkeit der energieintensiven Industrie, Berlin 2015

<sup>13</sup> Spiegel Online: Kabinett beschließt Abschaffung der EEG-Umlage auf Stromrechnung, 09.03.2022

## Finanzinstitute müssen handeln

Einer der ersten Schritte ist die Implementierung und Ausweitung der Analyseverfahren zur Bestimmung von Geschäfts- und Risikostrategien. Grund dafür sind die sich anbahnenden und absehbaren regulatorischen Maßnahmen sowie transitorische und physische Risiken für das eigene Portfolio. Umfasst die Nachhaltigkeitsstrategie des Instituts nur eine Dekarbonisierung der Wirtschaft, ist die EU-Taxonomie als Guideline möglicherweise nicht zielführend. Vor allem, wenn sie absehbar Unmengen an zusätzlichem CO<sub>2</sub> duldet, die später wieder eingefangen werden müssen. Verfolgt die Strategie jedoch weitere UN-Nachhaltigkeitsziele, so sind möglicherweise explizite Ausschlusskriterien erforderlich. Zumindest bei der Kernkraft dürfte dies entlang der gesamten Nutzungskette bis hin zur ungelösten Endlagerung oder sogar Kernschmelzen ein Thema sein. Bei der Gasgewinnung sind entweichendes Methan in Pipelines sowie die Umweltschäden durch Fracking in die Abwägung mit einzubeziehen.

### Tatsächliche Wirkungen berücksichtigen

Zudem sollten trotz der Änderungen in der EU-Taxonomie die tatsächlichen Auswirkungen Eingang in die Risikoinventur finden. Hierzu können Szenarioanalysen ein sinnvolles Werkzeug darstellen, wenn sie die wirklich existierenden Risiken hinsichtlich des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes und eventueller Katastrophenszenarien sachgerecht abbilden. Schließlich gelten zumindest Kernkraftwerke als unversicherbar. So dürfte schnell klar werden, dass auch eine regulatorisch zulässige Anlage wirtschaftlich große Risiken bedeuten kann. Im Ergebnis gleicht die EU-Taxonomie im Hinblick auf Erdgas und Kernkraft der regulatorischen Zulässigkeit von AAA-ABS-Strukturen vor der jüngsten großen Finanzkrise der Jahre 2007/2008.

Auch die Beleihbarkeit des Wertpapier- und Kreditportfolios bei der Zentralbank muss einberechnet werden. Dies kann bei Unternehmensanleihen in beiden erwähnten Branchen tatsächlich zu einer Entlastung der Liquiditätssituation führen.

Ein weiterer Aspekt sollte die Anpassung der Produkt- und Beratungsangebote sein. Darüber hinaus darf nicht vergessen werden, dass auch der Kunde zukünftig kreditfähig gemacht werden muss. Die PPI AG begleitet Finanzinstitute zu diesen Themen sowohl fachlich als auch in der IT-gestützten Umsetzung.

## Fazit

Mit der Änderung der EU-Taxonomie hat eine energiepolitische Entscheidung aus Brüssel ein weites und wechselseitiges Spannungsgefüge erzeugt. Dieses kann den Finanzstandort Deutschland nachhaltig schwächen. Finanzinstitute sollten diesen Prozess aktiv begleiten und mit der Politik weitere Lösungsansätze für nachhaltig rentable Zukunftsinvestitionen ausarbeiten.

Zwar lässt die Regulatorik derzeit Spielräume zur Eruiierung von Best-Practice-Ansätzen zu. Dennoch sollten Finanzinstitute jetzt mit der Intensivierung ihrer Nachhaltigkeitsstrategien anfangen und diese nicht in der reinen Risikobetrachtungsweise verorten. Es lassen sich vielschichtige und wechselseitige neue Chancen im individuellen Businessmodell finden. Ein Herauszögern der eigenen Entwicklungsbestrebungen für eine ESG-konforme Geschäftspolitik kann sich angesichts der potenziell schnell verschärfenden regulatorischen Rahmenbedingungen als Sackgasse herausstellen – bis hin zu einer substanziellen Gefährdung des eigenen Instituts. Eines steht fest – abwarten wird teuer!

## Ansprechpartner

Jan Wönicker  
Dualer Student  
M +49 151 14058444  
jan.woenicker@ppi.de

Thomas Maul  
Manager  
M +49 174 2180202  
thomas.maul@ppi.de

Stand: März 2022  
www.ppi.de