



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

Danyal Bayaz, Arnim Emrich, Philipp Fehrenbacher

Abstract

Das Land Baden-Württemberg legt direkt oder mittelbar einen zweistelligen Milliardenbetrag auf internationalen Kapitalmärkten an. Diese Finanzanlagen folgen seit 2023 dem Gesetz für nachhaltige Finanzanlagen. Das Gesetz hat den Anspruch, die Anlageentscheidungen in Einklang mit den Werten des Landes zu bringen, die sich in Gesetzen und internationalen Abkommen spiegeln. Das Finanzministerium hat dazu im Gesetz das »magische Dreieck« der Finanzanlage um die Dimension Nachhaltigkeit erweitert. Nachhaltigkeit bedeutet im Sinne des Gesetzes die Orientierung am 1,5-Grad-Ziel aus dem Pariser Klimaabkommen sowie die Einhaltung weiterer ökologischer, sozialer und menschenrechtlicher Kriterien. Die Regelungen des Gesetzes werden im vorliegenden Beitrag im Detail erläutert. Es soll Vorbildcharakter für andere öffentliche Finanzanlagen entwickeln. Der Verweis auf das Gesetz im aktuellen Empfehlungspapier des Sustainable-Finance-Beirats des Bundes aus 2024 zeigt die Wichtigkeit solcher Beispiele.

»[...] Die Finanzanlagestrategie des Landes entwickeln wir auch mit Blick auf die Pariser Klimaschutzziele sowie Umwelt-, Sozial- und Menschenrechtsstandards weiter. Konkret bedeutet das: Bis zum Jahr 2022 werden wir in der Finanzanlagestrategie des Landes die Ausrichtung auf das 1,5-Grad-Ziel und die Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen per Gesetz verankern. Gelder des Landes, die diesen Kriterien nicht entsprechen, werden werterhaltend umgeschichtet. Für landeseigene Unternehmen und Unternehmen, bei denen das Land größter Anteilseigner ist, treiben wir dies ebenfalls voran. Dabei orientieren wir uns an der EU-Taxonomie für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten.« (*Koalitionsvertrag 2021, S. 17*)

Im Koalitionsvertrag der Landesregierung Baden-Württembergs – bestehend aus Bündnis 90/Die Grünen und der CDU – aus dem Jahr 2021 wurde dieser klare Auftrag formuliert. Welche Bedeutung dem Thema zugemessen wird, zeigt sich auch darin, dass der oben zitierte Absatz prominent im 1. Kapitel des Koalitionsvertrags niedergeschrieben wurde.

Motivation, Weg, Umsetzung und weiteres Vorgehen werden in den folgenden fünf Kapiteln dargestellt: (1) Finanzanlagen des Landes Baden-Württemberg, (2) Motive für Nachhaltigkeit in der Finanzanlage, (3) Inhalt des Gesetzes für nachhaltige Finanzanlagen in Baden-Württemberg (NaFiBWG), (4) Stand der Umsetzung sowie (5) die Evaluation nach vier Jahren.

1. Finanzanlagen des Landes Baden-Württemberg

Baden-Württemberg legt sowohl kurzfristig als auch langfristig Gelder am Kapitalmarkt an.

Kurzfristig ist es die Aufgabe der Landesregierung, dafür zu sorgen, dass das Land jederzeit liquide und damit zahlungsfähig ist und seinen finanziellen Verpflichtungen pünktlich nachkommen kann: Dazu zählen zum Beispiel die Zahlung der Gehälter von Polizistinnen und Polizisten, Richterinnen und Richtern, Lehrerinnen und Lehrern und Erzieherinnen und Erziehern, aber auch die Ausgaben für Straßenunterhalt oder die Zuschüsse an die Kommunen. In der Zeit zwischen dem Geldeingang und der Verwendung werden die Gelder besichert oder im Bereich der institutsgesicherten Banken, Landes- und Förderbanken angelegt. Der Anlagezeitraum liegt aktuell zwischen einem Tag und rund drei Monaten.

Langfristig investiert das Land Baden-Württemberg, um in der Zukunft anstehende Pensionszahlungen abzufedern. Dafür hat das Land zwei Sondervermögen geschaffen: die Versorgungsrücklage und den Versorgungsfonds. Die Versorgungsrücklage umfasst derzeit ca. 4,82 Milliarden Euro (Stand 31. 8. 2024) und wird aktiv von zwei privaten Kapitalverwaltungsgesellschaften gemanagt. Beim Versorgungsfonds – er umfasste am 31. 8. 2024 rund 7,72 Milliarden Euro – greift Baden-Württemberg auf das passive Management der Bundesbank zurück. Daneben legen diverse andere Akteure im Land langfristig Geld an. Dazu gehören Universitäten, Beteiligungen oder Stiftungen. Die größte Einheit ist die Baden-Württemberg Stiftung gGmbH mit einem Stiftungskapital von 2,25 Milliarden Euro (Stand 31. 12. 2023). Die am Kapitalmarkt langfristig investierten Finanzanlagen umfassen derzeit 1,59 Milliarden Euro (Stand 31. 8. 2024).

Im März 2023 wurde im Rahmen des Gesetzes für nachhaltige Finanzanlagen in Baden-Württemberg (NaFiBWG) Nachhaltigkeit als Grundprinzip der Anlageentscheidung für Finanzanlagen im Einflussbereich des Landes Baden-Württemberg eingeführt. Das Gesamtvolumen aller betroffenen Finanzanlagen wurde im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses auf 17 Milliarden Euro beziffert. Neben den wirtschaftlichen Grundsätzen Rentabilität, Sicherheit und Liquidität wurde inklusive der Nachhaltigkeit ein neues magisches Viereck für die Anlagen im Einflussbereich des Landes etabliert.

2. Motive für Nachhaltigkeit in der Finanzanlage

Der überwiegende Teil der Gelder, die im Rahmen des NaFiBWG angelegt werden, sind öffentliche Mittel, die sich aus Steuereinnahmen des Landes generieren. Die Verantwortung, die mit dieser Finanzanlage einhergeht, wurde über lange Jahre rein wirtschaftlich definiert. Welche Aktivitäten über die internationalen Kapitalmärkte finanziert werden, stand nicht im Fokus der handelnden Akteure und Entscheidungsgremien. Auf eine Lenkungswirkung der Anlagen wurde verzichtet. Damit war Baden-Württemberg nicht allein. Lange nutzten weder der Bund noch die anderen Länder die Möglichkeiten der eigenen Geldanlage und wurden ihrer Vorbildrolle nicht gerecht.

Und auch Privatanleger wissen bis heute selten, in welche Firmen ihre Lebensversicherungsbeiträge investiert werden. Institutionelle Anleger kennen zwar meist die Firmen, interessieren sich aber primär für deren Gewinnerwartungen, Dividenden- oder Zinszahlungen und Kursentwicklung, weniger für die Einhaltung von Arbeitnehmerrechten oder die Treibhausgasemissionsbilanz. Ganz im Gegensatz zur seit Jahrzehnten steigenden Aufmerksamkeit für Konsumentscheidungen und deren mögliche negative Effekte (Kinderarbeit, ökologische Zerstörung) schaute man am Finanzmarkt lange nur auf abstrakte Zahlen (Rendite, Zins), ohne mögliche realwirtschaftliche Auswirkungen zu berücksichtigen.

Ein wichtiges Motiv für die nachhaltige Anlagestrategie von Baden-Württemberg ist es, seiner Vorbildfunktion auch am Kapitalmarkt gerecht zu werden. Damit werden Anlagen in renditeträchtige Geschäftsmodelle unmöglich, wenn sie den Werten des Anlegers Baden-Württemberg widersprechen. Wenn Deutschland beispielsweise ein internationales Abkommen gegen Streubomben unterzeichnet, darf somit nicht in Hersteller von solchen Waffen investiert werden. Das Land hat den politischen Anspruch formuliert, »seinem Kapi-

tal eine Richtung zu geben«. Durch das NaFiBWG wurde der konkrete Rahmen dafür gesetzt.

Erstmals wurde so ein Anspruch im Pariser Klimaschutzabkommen formuliert: Eines der drei Hauptziele des Übereinkommens von Paris ist die Lenkung von Finanzmitteln im Einklang mit den Klimaschutzzielen (vgl. Paris Agreement 2015, Artikel 2, S. 22).

Der Gedanke dahinter: Der Staat wird die notwendige Transformation des Energie- und Wirtschaftssystems nicht allein finanzieren. Ein wichtiges Puzzlestück zur Erreichung unserer Klimaziele sind private Unternehmen und private Investitionen: in erneuerbare Energien, in neue Technologien wie Batteriespeicher oder Wasserstoff, in ressourceneffiziente Produkte oder in den Schutz der Biodiversität. Ohne diese privaten Investitionen werden weder Baden-Württemberg noch die Bundesrepublik Deutschland ihre Klimaziele erreichen.

Für die privatwirtschaftlichen Investitionen braucht es zusätzlich marktwirtschaftliche Anreize, wie z. B. einen ordnungspolitisch angemessenen CO₂-Preis. Aber auch die gebündelte Kraft vieler Finanzmarktakteure kann Lenkungswirkung entfalten. Dabei spielt die indirekte Wirkung von Transparenzanforderungen und Nachfragen der Investoren wahrscheinlich eine größere Rolle als Preiseffekte über eine Veränderung der Nachfrage nach nachhaltigen bzw. nicht nachhaltigen Anlagen.

Das Übereinkommen von Paris wurde 2015 beschlossen, und die dort vereinbarten Klimaziele wurden vom Bundesverfassungsgericht 2021 als bindend eingestuft (vgl. BVerfG 2021). Der Klimaschutz darf nach dem Urteil nicht zulasten späterer Generationen aufgeschoben werden. Das Land Baden-Württemberg hat sich zu den Klimazielen von Paris bekannt und geht das Thema Klimaschutz daher in der Breite an, auch im Bereich der Finanzanlagen.

Dabei hat Baden-Württemberg als großes und wirtschaftlich starkes Land im Herzen von Europa eine Vorbildfunktion. Und dieser will die Landesregierung nachkommen. Ihr ist dabei bewusst, dass Baden-Württemberg allein mit seinen Investitionsentscheidungen nicht die Märkte bewegt. Was aber schon nach Verabschiedung des Gesetzes deutlich wurde, ist, dass andere institutionelle Investoren sich die Regelungen des Landes genau anschauen.

3. Inhalt des Gesetzes für nachhaltige Finanzanlagen in Baden-Württemberg (NaFiBWG)

Das Finanzministerium hat im Gesetzentwurf des NaFiBWG das »magische Dreieck« der Finanzanlage um die Dimension Nachhaltigkeit erweitert. Nachhaltigkeit bedeutet im Sinne des Gesetzes die konsequente Orientierung am 1,5-Grad-Ziel sowie die Einhaltung weiterer ökologischer, sozialer und menschenrechtlicher Kriterien. Die vierte Dimension – Nachhaltigkeit – steht dabei auf einer Stufe mit Rentabilität, Sicherheit und Liquidität, damit Zielkonflikte in einer Abwägung der verschiedenen Ziele adressiert werden können. Dieses »magische Viereck« bildet nach Verabschiedung des Gesetzes im Parlament im Frühjahr 2023 die Richtschnur bei allen Anlageentscheidungen des Landes und seinen Beteiligungen, Anstalten und Stiftungen.

Das Gesetz für nachhaltige Finanzanlagen in Baden-Württemberg trat am 1. März 2023 in Kraft.

Die gesetzliche Verankerung ist enorm wichtig. Durch sie wird sichergestellt, dass Vertreterinnen und Vertreter des Eigentümers explizit die Ziele der Finanzanlage festlegen. Für die Finanzanlagen im Einflussbereich des Landes Baden-Württemberg ist dies das Parlament. Beauftragte Vermögensverwalter können sich im Rahmen der treuhänderischen Verantwortung auf die formulierten Ziele beziehen. Eine Abwägung zwischen Anlagegrundsätzen wird so erst ermöglicht. Zuletzt hat der Sustainable Finance Beirat des Bundes genau aus diesem Grund eine gesetzliche Regelung von Nachhaltigkeit als Anlagegrundsatz auch für die diversen öffentlichen Finanzanlagen des Bundes empfohlen (vgl. Sustainable Finance Beirat des Bundes 2024).

Ein weiterer Grund für die gesetzliche Regelung waren die Vereinheitlichung der Prinzipien der Finanzanlagen innerhalb Baden-Württembergs und damit eine Professionalisierung. Deshalb regelt das Gesetz die Finanzanlage umfassend, nimmt also alle vier Anlagegrundsätze in den Blick und nicht allein das Thema Nachhaltigkeit.

Schließlich soll das Gesetz Vorbildcharakter für andere öffentliche Finanzanleger haben. Der Verweis auf das Gesetz im Empfehlungspapier des Sustainable Finance Beirats des Bundes zeigt die Wichtigkeit solcher Beispiele.

Das NaFiBWG gilt für alle Finanzanlagen des Landes Baden-Württemberg, die das Land selbst verwaltet oder durch Dritte im Auftrag verwalten lässt. Es gilt zusätzlich für die Finanzanlagen der landesunmittelbaren Anstalten des öffentlichen Rechts, deren alleiniger Träger das Land Baden-Württemberg ist.

Auch die Anstalten, für die das Land unbeschränkt haftet, die landesunmittelbaren Körperschaften des öffentlichen Rechts, die laufende Mittel aus dem Landeshaushalt erhalten, und die vom Land errichteten Stiftungen des öffentlichen Rechts, bei denen das Land alleiniger Stifter ist, unterliegen dem NaFiBWG.

Darüber hinaus gibt es ein sogenanntes Hinwirkungsgebot. Dieses besagt, dass das Land Baden-Württemberg bei Unternehmen, an denen das Land mehrheitlich beteiligt ist, im Rahmen der rechtlichen Möglichkeiten darauf hinwirkt, dass die Anlagegrundsätze des NaFiBWG eingehalten werden. Das gilt auch für Stiftungen des öffentlichen Rechts und Stiftungen des bürgerlichen Rechts, bei denen das Land Baden-Württemberg Mitstifter ist. Bei Neugründungen von privaten Stiftungen, bei denen das Land alleiniger Stifter ist, ist die Anwendung der Anlagegrundsätze des NaFiBWG für das Land Baden-Württemberg von Anfang an obligatorisch.

Die vier Anlagegrundsätze Sicherheit, Rentabilität, Liquidität und Nachhaltigkeit, das »magische Viereck« der Finanzanlage, werden im Gesetz wie folgt detailliert:

Sicherheit

Zur Steuerung des Anlagegrundsatzes Sicherheit, also der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls oder starker Wertschwankungen, empfiehlt das Gesetz, das Anlageuniversum auf große gängige Indizes zu begrenzen. Daneben soll das Geschäftspartnerrisiko durch Definition von adäquaten Ratinguntergrenzen und eine angemessene Streuung der Anlagen minimiert werden.

Rentabilität

Um den zweiten Anlagegrundsatz Rentabilität professionell zu verfolgen, sollen Anlagerichtlinien geeignete Vergleichsindizes definieren. Damit diese Vergleichsindizes nicht nur für die Messung des finanziellen Erfolgs herangezogen werden können, sondern auch für zentrale Nachhaltigkeitskennzahlen als Maßstab dienen, kann auf nachhaltige Indizes gesetzt werden. Beim Thema Rentabilität sollten die Finanzanleger im Land Baden-Württemberg zudem die Gebühren für Finanzprodukte im Blick behalten. Je nach Größe des verwalteten Vermögens können diese u. a. über den stärkeren Einsatz von ETFs statt Publikumsfonds oder aber die regelmäßige Überprüfung und Verhandlung der Konditionen von Vermögensverwaltern reduziert werden.

Liquidität

Mit der Liquidität von Finanzanlagen beschreibt man die Verfügbarkeit der Mittel. Ist es aufwendig, die Anlagen zu veräußern? Gibt es einen Markt für die Anlagen? Je schneller eine Anlage aufgelöst oder veräußert werden kann, desto liquider ist sie. Im Bereich Versorgungsfonds und Versorgungsrücklage stellt das Land Baden-Württemberg die Möglichkeit einer kurzfristigen Entnahme sicher, da ausschließlich in Anleihen und Aktien investiert wird. Andere Finanzanlagen, z. B. von Stiftungen, umfassen auch eigene Immobilienfonds, deren Veräußerung nicht immer kurzfristig möglich ist. Noch weniger liquide sind private Beteiligungen an Unternehmen oder Infrastrukturfonds mit fester Mittelbindung über mehrere Jahre.

Nachhaltigkeit

Der Anlagegrundsatz Nachhaltigkeit setzt sich aus mehreren Elementen zusammen: der Orientierung am 1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaschutzabkommens, der Orientierung an der EU-Taxonomie für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten, der Berücksichtigung der Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen, dem Ausschluss kontroverser Geschäftsfelder und -praktiken und den Kriterien für den Ausschluss staatlicher Emittenten.

Baden-Württemberg richtet seine Anlagen auf die Erreichung des 1,5-Grad-Ziels aus. Aber was heißt das genau? Grundannahme ist, dass ein Finanzanlageportfolio aus Wertpapieren in Unternehmen, das sich am 1,5-Grad-Ziel orientiert, mindestens den gleichen Treibhausgasabbaupfad nachweisen soll, der auf gesamtgesellschaftlicher Ebene notwendig ist, um das Ziel zu erreichen (vgl. Verordnung [EU] 2020/1818). Das jährliche Reduktionsziel der Treibhausgasintensität beträgt dabei durchschnittlich sieben Prozent. Darüber hinaus verpflichtet sich das Land Baden-Württemberg, ein Portfolio zu halten, das eine um 50 Prozent niedrigere Treibhausgasintensität als das gesamte Anlageuniversum aufweist. Diese Methodik ermöglicht es, auch solche Unternehmen im Portfolio zu behalten, die sehr treibhausgasintensiv sind. Dies ist eine bewusste Entscheidung, da die alleinige Investition in treibhausgasarme Geschäftsmodelle ignorieren würde, dass gerade auch dort die Transformation begleitet werden muss, wo es schwierig ist, also beispielsweise in der Zement- oder Grundstoffindustrie.

Im Bereich der fossilen Energien sehen die Energieszenarien für die 1,5-Grad-Zukunft einen deutlichen Rückgang bis 2050 im Energiemix. Dementsprechend

werden Unternehmen, die hohe Umsatzanteile mit den jeweiligen fossilen Energiequellen erzielen, als dauerhaft nicht nachhaltig klassifiziert und ausgeschlossen: Bei Kohle liegt die Schwelle bei einem Prozent, bei Öl bei zehn Prozent, bei fossilem Gas bei 50 Prozent. Außerdem werden Stromerzeuger ausgeschlossen, die 50 Prozent oder mehr ihrer Einnahmen mit der Stromerzeugung mit einer Treibhausgas-Emissionsintensität von mehr als 100 g Kohlenstoffdioxid-Äquivalente je Kilowattstunde erzielen.

Die EU-Taxonomie ist ein System der EU-Kommission zur Klassifizierung ökologisch nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten. Mit ihrer Hilfe sollen Investoren bewusster und zielgerichteter nachhaltig investieren und diese Art von Geldanlagen anderen Investitionen vorziehen können. Folgende Ziele sind in der EU-Taxonomie geregelt (vgl. Verordnung [EU] 2020/852): Klimaschutz, Anpassung an den Klimawandel, nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und der Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme. Sollte eines oder mehrere dieser sechs Ziele signifikant beeinträchtigt sein (»Do no significant harm«-Prinzip), sind Investitionen in diese Unternehmen nicht möglich bzw. müssen umgeschichtet werden. Zudem sind Unternehmen zu bevorzugen, die nachweislich einen wesentlichen Beitrag zu einem oder mehreren der Ziele leisten. Informationen über die Beiträge zu Verstößen gegen Umweltziele der EU-Verordnung werden aufgrund ergänzender EU-Gesetzgebung zu Offenlegungs- und Berichtspflichten zunehmend Teil von Geschäftsberichten von Unternehmen. Soweit dies (noch) nicht der Fall ist, greift das Land Baden-Württemberg auf Informationen von spezialisierten Nachhaltigkeitsagenturen zurück.

Im Jahr 2015 verabschiedeten die Vereinten Nationen die Agenda 2030. Darin haben sich alle Nationen auf 17 globale Ziele für eine bessere Zukunft verpflichtet. Leitbild der Agenda 2030 ist es, weltweit ein menschenwürdiges Leben zu ermöglichen und gleichzeitig die natürlichen Lebensgrundlagen dauerhaft zu bewahren. Dies umfasst ökonomische, ökologische und soziale Aspekte. Dabei unterstreicht die Agenda 2030 die gemeinsame Verantwortung aller Akteure: Politik, Wirtschaft, Wissenschaft, Zivilgesellschaft und jedes einzelnen Menschen (vgl. Vereinte Nationen 2015). Ein Unternehmen wird aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen, wenn es eines oder mehrere der 17 Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen erheblich beeinträchtigt oder behindert. Dies können sowohl Auswirkungen der Produkte als auch der Geschäftstätigkeit sein. Externe Nachhaltigkeitsagenturen stellen diesbezüglich Beitragsanalysen

zur Verfügung, die als Grundlage für den Ausschluss aus dem Anlageuniversum genutzt werden können.

Mit dem NaFiBWG schließt Baden-Württemberg darüber hinaus gezielt Unternehmen aus, die in kontroversen Geschäftsfeldern aktiv sind bzw. kontroverse Geschäftspraktiken an den Tag legen. Ausschlüsse aus ethischen bzw. ökologischen Erwägungen werden für Geschäftsaktivitäten im Bereich kontroverser Waffen, also Antipersonenminen, Streubomben sowie ABC-Waffen, im Bereich der Atomenergie, für Tabakanbau und für grüne Gentechnologie geregelt. Die Einhaltung der Standards der UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte und der Leitsätze der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung für multinationale Unternehmen (OECD-Leitsätze) werden als ergänzende Mindestanforderung definiert, um unter anderem die Einhaltung der Menschenrechte, die Vermeidung von Korruption und die Einhaltung von Arbeitsstandards sicherzustellen. Für den Ausschluss ist es ausreichend, wenn lediglich ein Kriterium nicht erfüllt ist.

Für Staaten werden die Unterzeichnung und Ratifizierung der maßgeblichen internationalen Abkommen im Bereich Klimaschutz, Biodiversität, Menschenrechte und ABC-Waffen sowie Streubomben und Antipersonenminen zur Voraussetzung für den Kauf von Wertpapieren gemacht. Selbstverständlich werden auch Staaten ausgeschlossen, die Angriffskriege führen. Die Idee hinter dieser Regelung lautet: Baden-Württemberg finanziert nur Staaten, die auf globaler Ebene mittels Abkommen die gleichen Wertvorstellungen geäußert haben wie Deutschland.

Die Nachhaltigkeitskriterien werden flankiert von einer Regelung zum Engagement. Im Rahmen der Möglichkeiten als Anleger soll durch Interaktion und Abstimmung Einfluss auf den Übergang der Unternehmen zu nachhaltigeren Tätigkeiten im Sinne des NaFiBWG geltend gemacht werden. Konkret heißt das: aktive Nutzung von Aktionärsrechten statt passives Beobachten.

Die Umsetzung der Vorgaben erfolgt in den Anlagerichtlinien der jeweiligen Finanzanlage. Das Gesetz schafft die Flexibilität, die Umsetzung für bestehende Anlagen so auszugestalten, dass Wertverluste aufgrund von Umschichtungen vermieden werden.

Die Regelung als Sollvorgabe berücksichtigt, dass einzelne Finanzanlagen auf indexgebundene oder vereinheitlichte Finanzprodukte setzen, zum Beispiel aufgrund des geringen Umfangs des einzelnen Vermögens oder als flexibles Instrument der Portfoliosteuerung. In diesen Fällen ist dasjenige Produkt zu wählen, das die Vorgaben des Gesetzes in möglichst hohem Maße berücksichtigt.

4. Stand der Umsetzung in Baden-Württemberg

Baden-Württemberg hat mit der Umsetzung des NaFiBWG zunächst im Pensionsvermögen begonnen. Im Versorgungsfonds wurde die Umstellung der zwei nachhaltigen Aktienindizes auf Paris-Aligned-Benchmark-Standard bereits zum 17. März 2023 vollzogen. In der Versorgungsrücklage gestaltete sich die Umsetzung als anspruchsvoller, da im Bereich des aktiven Managements Neuland betreten wurde. Das Land Baden-Württemberg greift dabei auf Nachhaltigkeitsdaten von ISS ESG zurück, die eine Negativliste mit ausgeschlossenen Staaten und Unternehmen sowie Informationen zu Treibhausgasemissionen von Unternehmen und zu den Beiträgen zu den sechs Umweltzielen der EU-Taxonomie umfassen. Die endgültige und gesetzeskonforme Umsetzung in der Versorgungsrücklage konnte so bis Ende 2023 erfolgen.

Noch offen ist die Umsetzung des Themas Engagement im Versorgungsfonds, da die Bundesbank im Gegensatz zu den Vermögensverwaltungsgesellschaften in der Versorgungsrücklage diesbezüglich keine Dienstleistungen anbieten kann.

Für die weiteren Finanzanlagen wird Ende 2024 der Stand der Umsetzung erstmalig erhoben, um dem Landtag dann in 2025 – zwei Jahre nach Verabschiedung des Gesetzes – einen ersten Bericht zur Verfügung zu stellen.

5. Evaluation nach vier Jahren

Im NaFiBWG hat sich die Landesregierung verpflichtet, das Gesetz vier Jahre nach Inkrafttreten zu evaluieren und gegebenenfalls geeignete Anpassungen vorzunehmen. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass der Finanzmarkt und die im NaFiBWG aufgegriffenen Nachhaltigkeitsthemen einem sehr dynamischen Wandel unterliegen. Dabei soll die Evaluation insbesondere die veränderten Rahmenbedingungen für die Nachhaltigkeitsziele am Finanzmarkt und die Auswirkungen der Anwendung des Gesetzes sowie die Rendite und das Risiko im Vergleich zum Anlageuniversum in den Blick nehmen.

Rahmenbedingungen für die Nachhaltigkeitsziele

Das 1,5-Grad-Ziel ist sehr ambitioniert. Schon in 2024 liegt die globale Erwärmung etwa auf diesem Niveau im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter. Zwar sieht das 1,5-Grad-Ziel eine gewisse Überschreitung der Marke auf dem Weg bis 2050 vor (»limited overshoot«). Es bleibt jedoch zu konstatieren, dass die

Zielerreichung von Jahr zu Jahr zu einer größeren Herausforderung wird. Das heißt jedoch nicht, dass nun alle Anstrengungen eingestellt werden sollten – im Gegenteil. Es ging bei den Szenarien des Weltklimarats immer um Wahrscheinlichkeiten. Je wärmer, desto wahrscheinlicher werden Extremwetterereignisse. Je wärmer, desto eher könnten Permafrostböden auftauen oder Eiskappen abschmelzen. Je wärmer, desto unklarer und riskanter die Auswirkungen dieser Ereignisse.

Vier Jahre nach Einführung des Gesetzes wird deshalb nicht das 1,5-Grad-Ziel infrage gestellt werden. Es sollte aber geprüft werden, ob die zugrunde gelegten Annahmen weiter stimmen: Reichen sieben Prozent durchschnittliche Reduktion der Treibhausgasintensität aus? Oder ist das Ziel angesichts der weltweiten Entwicklung gar zu ambitioniert? Ist es Unternehmen im Portfolio gelungen, die Treibhausgasintensität zu reduzieren? Oder mussten regelmäßig Unternehmen mit höherer Treibhausgasintensität gegen Unternehmen mit geringerer Treibhausgasintensität ausgetauscht werden?

Je nach den Antworten auf diese Fragen könnte die Evaluation die bestehenden Regeln infrage stellen oder sie bestätigen.

In diesem Zusammenhang kann auch ein Blick darauf geworfen werden, welche Zusammenhänge zwischen Anlegerverhalten und Klimawandel in der Forschung bis dahin identifiziert werden können – und welche nicht. Zuletzt haben sich manche Fachartikel eher skeptisch gezeigt, inwieweit Anlageentscheidungen Unternehmen direkt zur Transformation motivieren können (vgl. Gosling 2024). Sollte sich dies erhärten, könnten Fragen hinsichtlich der Systematik aufkommen. Das Parlament könnte die Regeln aber auch trotz schwer nachweisbarer direkter Wirkung bestätigen, wenn weiter die Wertekongruenz im Vordergrund steht – also Anlegen dort, wo Unternehmen nach den Werten des Anlegers handeln – oder die indirekten Wirkungskanäle (vgl. Marti et al. 2024).

Rahmenbedingungen am Finanzmarkt

Das regulatorische Umfeld am Finanzmarkt hat sich in den letzten Jahren ebenfalls rapide entwickelt. Nach vier Jahren wird zu prüfen sein, welche Relevanz die Regelwerke haben, auf die das NaFiBWG direkt oder indirekt Bezug nimmt. Bisher ist festzuhalten, dass die Bedeutung der »Paris-aligned Benchmarks« weiter steigt. Direkte Verweise finden sich in den Vorgaben zur Gestaltung von Fonds mit Nachhaltigkeitszielen (Artikel-9-Fonds) gemäß der Offenlegungsverordnung sowie in der Namensrichtlinie der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsicht (ESMA).

Im Bereich der EU-Taxonomie werden zum Evaluationszeitpunkt erstmals mehrere Jahre Daten aus dem Berichtswesen der Unternehmen vorliegen. Schließlich werden sich die Vorgaben für Nachhaltigkeitsdaten und deren Anbieter weiterentwickeln. All diese Aspekte könnten Anlass geben, das NaFiBWG an bestimmten Punkten zu hinterfragen oder die bestehende Ausgestaltung zu bestätigen.

Rendite und Risiko im Vergleich zum Anlageuniversum

Die Evaluation des Gesetzes für nachhaltige Finanzanlagen muss schließlich auch einen Blick darauf werfen, inwieweit die weiteren Anlagegrundsätze von der stärkeren Berücksichtigung der Nachhaltigkeit berührt worden sind. Der Maßstab ist dabei der jeweilige Vergleichsindex, der das Anlageuniversum definiert. Rein deskriptiv kann zum Evaluationszeitpunkt festgehalten werden, ob die Rendite höher oder niedriger lag, als wenn in den breiten Index ohne Einschränkungen investiert worden wäre. Gleiches wird für die Schwankungsbreite im Betrachtungszeitraum möglich sein. Um daraus aber differenzierte Aussagen abzuleiten, müssen andere Effekte herausgerechnet werden. Wenn die bessere Rendite am durchschnittlich höheren Risiko der Titel läge, dann darf sie beispielsweise nicht der Nachhaltigkeit zugeschrieben werden. Außerdem wird es interessant sein, welche Regelungen sich besonders positiv oder negativ auf Rendite oder Risiko ausgewirkt haben.

Fachartikel legen nahe, dass es einen gewissen Zielkonflikt zwischen nachhaltiger Anlage und risikoadjustierter Rendite gibt (vgl. Zerbib 2022). Dieser theoretische Zielkonflikt ist in der Gesetzesbegründung bereits adressiert. Je nachdem, wie das tatsächliche Ergebnis aussieht, muss das Parlament nach der Evaluation prüfen, ob das Erreichen der gesetzten Nachhaltigkeitsziele für die Finanzanlage etwaige Renditenachteile aufwiegt – für einzelne Regelungen und im Ganzen.

Einschränkungen aus Renditeerwägungen müssen politisch aber Fragen wie diesen standhalten: Will und sollte das Land Baden-Württemberg mit Menschenrechtsverletzungen Geld verdienen? Mit Umweltverschmutzung? Mit der Ausbeutung von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern? Die Landesregierung Baden-Württembergs beantwortet diese Fragen mit einem klaren »Nein«.

Nach der Evaluation liegt es dann am Gesetzgeber, ob er Anpassungen am Gesetz vornehmen will.

Durch das NaFiBWG hat das Land Baden-Württemberg gezeigt, wie öffentliche Anleger am Kapitalmarkt ihrer Vorbildfunktion gerecht werden können. Mit diesem Beitrag möchten wir dafür werben, dass sich weitere Akteure unserer Anlagestrategie anschließen. Damit würden die Mechanismen des Kapitalmarkts stärker genutzt und die öffentlichen Mittel wirksam angelegt.

Literaturverzeichnis

- BaFin (2019). Wie sicher ist nachhaltig? www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1906_nachhaltige_Geldanlage.html (abgerufen am 20. 08. 2024).
- BVerfG, Beschluss des Ersten Senats vom 24. März 2021 – 1 BvR 2656/18 –, Rn. 1–270. https://www.bverfg.de/e/rs20210324_1bvr265618.html (abgerufen am 15. 08. 2024).
- Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte.
- Marti et al. (2024). The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review; *Journal of Management Science*; S. 2181–2211. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/joms.12957> (abgerufen am 09. 09. 2024).
- Gosling, T. (2024). Universal Owners and Climate Change. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4713536> (abgerufen am 09. 09. 2024).
- Koalitionsvertrag (2021). Jetzt für Morgen. Der Erneuerungsvertrag für Baden-Württemberg.
- Paris Agreement (2015). <https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/l09r01.pdf> (abgerufen am 15. 08. 2024).
- Sustainable Finance Beirat des Bundes (2024). Empfehlungen des SFB für nachhaltige Kapitalanlagen der öffentlichen Hand. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2024/09/SFB_Stellungnahme_zu_nachhaltiger_Kapitalanlage_der_oeffentlichen_Hand.pdf (abgerufen am 09. 09. 2024).
- Vereinte Nationen (2015). Agenda 2030. <https://unric.org/de/17ziele/> (abgerufen am 16. 08. 2024).
- Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088
- Zerbib, O. D. (2022). A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from Environmental Integration and Sin Stock Exclusion; *Review of Finance*, Volume 26, Issue 6, S. 1345–1388.

cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: www.cric-ethik.finance