

## Die Bedeutung von Offenlegungspflichten im Bereich Green Finance

Gesetzliche Offenlegungspflichten können dazu beitragen, Investoren mehr und bessere Informationen zur Verfügung zu stellen, die sie für eine Kapitalallokation im Sinn „grüner“ Anlagestrategien benötigen



**D**er menschengemachte Klimawandel wird sich schrittweise auf alle Bereiche des menschlichen Lebens auswirken, einschließlich der Wirtschaftstätigkeit in verschiedenen Sektoren. Weltweit wurde und wird auf politischer Ebene versucht, den Bedrohungen zu begegnen, die der Klimawandel für den sozialen Wohlstand und schlussendlich die menschliche Existenz mit sich bringt. Dabei setzen die Entscheidungsträger:innen zunehmend auf rechtsförmige Maßnahmen, die die Allokationsfunktion der Finanzmärkte mit Nachhaltigkeitszielen in Einklang bringen sollen. Das primäre Regelungsinstrument dieser Green Finance-Initiativen ist eine Fülle von Offenlegungspflichten.

Das übergeordnete Ziel dieser Transparenzvorschriften ist es, dem Publikum umfassendere und besser vergleichbare Informationen über die Klimafolgen von Investitionen zur Verfügung zu stellen. Dadurch sollen Investoren in die Lage versetzt werden, informierte Entscheidungen zu treffen, die mehr Kapital in „grüne“ Wirtschaftstätigkeiten lenken und „schmutzigen“ Anlageobjekten die Finanzierung entziehen. Schlussendlich soll dadurch eine Transformation der Wirtschaft durch Marktdisziplin herbeigeführt werden: Angestrebt ist eine Veränderung der Finanzierungsbedingungen, die das Kapitalangebot hin zu einem neuen, „grüneren“ Gleichgewicht verlagert.

In unserem aktuellen [SAFE Working Paper No. 320](#) untersuchen wir die wesentlichen Merkmale von Informationsvorschriften im Bereich Green Finance und hinterfragen, ob derartige Eingriffe ausreichend Marktkräfte aktivieren können, um aus gesellschaftlicher Sicht optimale Klimaziele zu erreichen.

### Zwei Kategorien von Transparenzpflichten

Im ersten Teil der Untersuchung umreißen wir das Regulierungsmodell. Dazu betrachten wir verschiedene Initiativen, die Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden derzeit rund um den Globus verfolgen. „Grüne“ Transparenzvorschriften lassen sich dabei nach der Kategorie der Information unterscheiden, auf die sich die Verpflichtung bezieht: Manche Transparenzpflichten verlangen die standardisierte Offenlegung von Rohdaten, andere zielen im Sinn eines „Labels“ auf die Auszeichnung von Anlageobjekten mit einem Qualitätssiegel ab, das – nach Maßgabe einer durch die jeweiligen Vorschriften definierten Methodik – wünschenswerte „grüne“ Merkmale der Produkte signalisiert. Transparenzvorschriften beider Kategorien lassen sich weiter danach unterscheiden, ob sie sich auf die Tätigkeits-, Emittenten- oder Portfolioebene beziehen. Die zweidimensionale Unterscheidung zwischen Kategorien und Ebenen bietet ein hilfreiches Raster, um einzelne gesetzgeberische oder aufsichtsbehördliche Maßnahmen zu charakterisieren und zu vergleichen. Sie erlaubt zudem eine feingliedrigere Analyse der ökonomischen Funktionen verschiedener Ausprägungen von Offenlegungspflichten.

Im zweiten Teil der Untersuchung untersuchen wir die theoretische Konsistenz des vorherrschenden, transparenz-zentrierten Regulierungsansatzes. Zu diesem Zweck beleuchten wir verschiedene Faktoren, aufgrund derer Investoren „grüne“ oder „schmutzige“ Anlageprodukte erwerben oder veräußern, sowie die Gleichgewichtseffekte, die von den jeweiligen Präferenzen der Investoren ausgehen könnten. Einsichten der Finanzmarkttheorie und empirische Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass Anleger:innen sowohl aus finanziellen als auch aus nicht-finanziellen Gründen „grüne“ Anlagen gegenüber „schmutzigen“ bevorzugen, und daher eine höhere Vergütung für die Bereitstellung von Kapital für umweltschädliche Wirtschaftsaktivitäten verlangen könnten. Ein CO<sub>2</sub>-Aufschlag, der zu günstigeren Finanzierungsbedingungen für „grüne“ Unternehmen im Vergleich zu „schmutzigen“ Unternehmen führen könnte, ist nicht nur theoretisch plausibel, sondern auch empirisch nachweisbar. Allerdings wird die Marktdisziplin, die dieser negative Kapitalkosteneffekt auf „schmutzige“ Emittenten ausübt, möglicherweise durch gegenläufige Anlegerinteressen an breiter Diversifizierung abgeschwächt und führt nicht automatisch zu gesellschaftlich optimalen Resultaten – nicht zuletzt auch deshalb, weil makroökonomische Modelle zur Beurteilung der wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels mit enormen Unsicherheiten behaftet sind.

## Eine auf Offenlegung ausgerichtete Gesetzgebung ist nur die zweitbeste Lösung

Im dritten Teil der Untersuchung gehen wir der Frage nach, warum und inwieweit ein Bedürfnis für staatliche Eingriffe in den Marktmechanismus besteht, um die Informationen bereitzustellen, die für eine Umlenkung von Kapitalströmen sorgen können. Dabei beziehen wir uns auf die umfangreiche Literatur, die die Vor- und Nachteile verpflichtender Offenlegungspflichten im Kapitalmarktrecht im Allgemeinen analysiert. Wir zeigen auf, dass verbindliche Offenlegungspflichten und ihre (hoheitliche) Durchsetzung in der Tat eine wichtige Rolle im Bereich Green Finance spielen können: Sie verhindern eine Unterproduktion von standardisierten, qualitativ hochwertigen Informationen, die Investoren benötigen, um ihr Kapital in Übereinstimmung mit ihren Präferenzen anzulegen. Die Entwicklung gleichwertiger Lösungen durch die Privatwirtschaft ist mit großen Schwierigkeiten verbunden, da Standardisierung typische Eigenschaften eines öffentlichen Gutes aufweist. Den Argumenten für und wider verpflichtende Transparenz kann allerdings mit Blick auf die von uns herausgearbeiteten, unterschiedlichen Kategorien und Ebenen „grüner“ Offenlegungspflichten unterschiedliches Gewicht zukommen.

Wir gehen zudem knapp auf Probleme der Corporate Governance und andere Prinzipal-Agenten-Konflikte ein, die im Kontext der Kapitalanlage über Investmentintermediäre bestehen, sehen in diesem Kontext aber keine kategorischen Hindernisse für die Ziele der Green Finance-Agenda.

Aufgrund der zahlreichen Kräfte, die Märkte daran hindern können, gesellschaftlich optimale Gleichgewichte zu erreichen, sind auf Offenlegung ausgerichtete Green Finance-Maßnahmen aber stets nur als zweitbeste Alternative gegenüber direkteren Formen der Regulierung wie der globalen CO2-Besteuerung und Emissionshandelssystemen anzusehen. Gleichwohl können inhärent transnationale, marktbasierende Green Finance-Maßnahmen eine unterstützende Rolle bei der Bewältigung des Klimawandels spielen. Dies ist besonders wichtig, solange die erstbesten Lösungen auf der politischen Ebene scheitern. Transparenzregeln im Bereich Green Finance dürften zwar häufig mit nicht unerheblichen privaten und gesellschaftlichen Kosten verbunden sein. Trotzdem vertreten wir die Auffassung, dass es das Vorsorgeprinzip rechtfertigt, derartige Regulierungsansätze auch dann zu verfolgen, wenn quantitative Kosten-Nutzen-Analysen kaum möglich sind.

---

*Sebastian Steuer ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Forschungscluster „Law & Finance“ am Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE.*

*Tobias Tröger leitet das Forschungscluster „Law & Finance“ am Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE und ist Professor für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, und Rechtstheorie an der Goethe-Universität Frankfurt.*

*Dieser Beitrag wurde zuerst im [Oxford Business Law Blog](#) in englischer Sprache veröffentlicht.*

*Blogbeiträge repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autor:innen und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter:innen.*



Sebastian Steuer



Prof. Dr. Tobias Tröger  
Direktor Forschungscluster "Law and Finance"



**BACK**

## **AKTUELLES**

[Alle News](#)

---

[Newsletter](#)

---

[SAFE Finance Blog](#)

---

[SAFE in den Medien](#)

---

[Veranstaltungen](#)

---

[Videos](#)

---

[Verteiler](#)

In this Section:

## **FOLLOW US**



## **KONTAKT**

Leibniz-Institut für  
Finanzmarktforschung SAFE

Theodor-W.-Adorno-Platz 3  
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 798 30080

Fax: +49 69 798 30077

E-Mail: [info@safe-frankfurt.de](mailto:info@safe-frankfurt.de)

### **SAFE**

[Über SAFE](#)

[Offene Stellen](#)

[So finden Sie uns](#)

### **RESEARCH**

[Forschungsabteilungen](#)

[Forschungsteam](#)

[Data Center](#)

## **POLICY CENTER**

[SAFE Senior Policy Fellows](#)

[Policy Publikationen](#)

[SAFE Finance Blog](#)

[Policy Center Team](#)

## **NEWS & EVENTS**

[Alle News](#)

[Presse](#)

[Expertendatenbank](#)