

Silke Ötsch / Paula Haufe / Daniel Mertens /
Simon Schairer / Janina Urban / Maike Wilhelm

Das nachhaltige Finanzsystem?

**Sustainable Finance
zwischen Anspruch
und Wirklichkeit**

VSA:



Silke Ötsch/Paula Haufe/Daniel Mertens/
Simon Schairer/Janina Urban/Maike Wilhelm
Das nachhaltige Finanzsystem?

Paula Haufe, Simon Schairer und Janina Urban sind wissenschaftliche Mitarbeiter*innen an der Universität Witten/Herdecke.

Prof. Dr. Daniel Mertens ist Professor für Internationale Politische Ökonomie an der Universität Osnabrück.

PD Dr. Silke Ötsch ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Soziologischen Forschungsinstitut Göttingen (SOFI).

Maike Wilhelm ist Masterstudentin an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main und Werkstudentin am Fraunhofer-Institut für System- und Innovationsforschung (ISI) in Karlsruhe.

**Silke Ötsch/Paula Haufe/
Daniel Mertens/Simon Schairer/
Janina Urban/Maike Wilhelm**
Das nachhaltige Finanzsystem?
Sustainable Finance
zwischen Anspruch und Wirklichkeit

www.attac.de

www.vsa-verlag.de

© VSA: Verlag Hamburg GmbH 2025

St. Georgs Kirchhof 6, 20099 Hamburg

Alle Rechte vorbehalten

Druck- und Buchbindearbeiten: CPI books GmbH, Leck

ISBN 978-3-96488-255-4

Inhalt

Sustainable Finance: von wirkungsloser Symbolpolitik zum nachhaltigen Finanzsystem?	7
---	---

1. Sustainable Finance:

Begriff, Ideen und Programme	10
1.1 Was bedeutet Sustainable Finance?	10
1.2 Implementierung und konzeptionelle Hintergründe von Sustainable Finance	12
1.3 Der Status Quo: Standards, Zertifikate und Labels	17
1.4 Sustainable Finance im Kontext des europäischen Green Deals	19
1.5 Sustainable Finance als Rohrkrepierer?	23

2. Privatwirtschaftliche Akteure im Bereich

Sustainable Finance – zwischen Rendite und Transformation	28
2.1 Wie finanzieren Unternehmen nachhaltige oder klimaschädliche Investitionen in der Realwirtschaft?	28
2.2 Welchen Einfluss haben private Finanzakteure auf nachhaltige bzw. klimaschädliche Investitionen in der Realwirtschaft?	32
2.3 Mit Geld Gutes tun? Möglichkeiten und Grenzen des privaten Portfolios	38
2.4 Wie nachhaltig sind Banken in Deutschland?	40

3. Sustainable Finance und der Staat

3.1 Vom De-Risking zum öffentlichen Eigentum – Varianten staatlicher Interventionen in der Transformationsfinanzierung	49
3.2 Zentralbanken und grüne Geld- und Finanzstabilitätspolitik	56
3.3 Staatliche Investitionsbanken und grüne Industriepolitik	62

4. Wie kann das Finanzsystem zur Nachhaltigkeit beitragen?	66
4.1 Ein neuer Gesellschaftsvertrag über das Geldschöpfungsprivileg zwischen Banken und Staat für die Nachhaltigkeitswende	67
4.2 Fossile Investitionen verhindern, Nachhaltigkeit einfordern – von der Pensionskasse bis zum Crowdfunding	71
4.3 Nachhaltige Finanzen als Verteilungsfrage: Das Polluter-Pays-Prinzip	74
4.4 Finanzierung und Finanzmärkte demokratisch kontrollieren	77
4.5 Eröffnung einer notwendigen Diskussion zu vielen kleinen Schritten	81
Literatur	83

Sustainable Finance: von wirkungsloser Symbolpolitik zum nachhaltigen Finanzsystem?

Die ökosoziale Transformation erfordert erhebliche finanzielle Mittel. Hohe Investitionen sind beispielsweise notwendig für die Umstellung der Energieerzeugung, des Mobilitätssektors, der Wärmeerzeugung, der Industrie sowie des Agrarsektors. Soziale Ausgleichszahlungen sind erforderlich, um steigende Energiekosten abzufedern. Begleitende politische Maßnahmen zur Förderung von Weiterbildung, guten grünen Arbeitsplätzen sowie Initiativen der Regional- und Strukturpolitik müssen ebenfalls finanziert werden, um allen Menschen einen würdevollen Übergang zu ermöglichen. An den Finanzmärkten steht ausreichend Kapital zur Verfügung, um die umfassende Transformation zu finanzieren. Doch wie kann das Finanzsystem so umgestaltet werden, dass diese Mittel auch nachhaltig eingesetzt werden? Nachhaltige Finanzierung, auch bekannt als *Sustainable Finance*, soll der Gamechanger werden, der Billionensummen mobilisiert. Durch »intelligente Rahmensetzung« soll privates Kapital in nachhaltige Bereiche der Wirtschaft gelenkt werden. Dies sei notwendig, so die gängige Auffassung, weil öffentliche Mittel zu knapp seien. Die Rahmensetzung bezieht sich insbesondere auf Transparenz und Standardisierung hinsichtlich der Umweltwirkungen wirtschaftlicher Aktivitäten sowie auf die Berücksichtigung von Klimarisiken als entscheidende Weichenstellungen an den Finanzmärkten.

Das Versprechen, eine Finanzierungsform gefunden zu haben, die wenig konfliktreich ist, auf Freiwilligkeit setzt und eine ökologische sowie ökonomische Win-win-Situation darstellt, wurde bislang nicht eingelöst. Der Bedarf an Finanzierung, um das 1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaabkommens nicht vollständig aus dem Auge zu verlieren (die sogenannte *Klimafinanzierungslücke*), ist enorm – ganz zu schweigen von den Mitteln zur Erreichung weiterer Umweltziele wie dem Schutz der Biodiversität. In Deutsch-

land wird der Bedarf an öffentlichen Zukunftsinvestitionen bis Mitte der 2030er-Jahre auf rund 600 Milliarden Euro geschätzt, wovon etwa die Hälfte auf Klimaschutzbezogene Investitionen entfällt (Dullien et al. 2024). Die Klimafinanzierungslücke der EU wird bis 2030 auf 400 Milliarden Euro pro Jahr geschätzt (Nielsen/Leguet 2024), während die globale grüne Finanzierungslücke auf 7,5 bis 8,8 Billionen US-Dollar beziffert wird (Strinaty/Baudry 2025).

Nach Projektionen von Befürworter*innen von Sustainable Finance sollten grüne Finanzflüsse nach und nach jene in fossile Bereiche der Wirtschaft übersteigen. Diese Position übersieht jedoch *erstens*, dass viele als grün etikettierte Produkte sich bei näherer Betrachtung als *Greenwashing* erweisen. *Zweitens* ignoriert sie Ausweichbewegungen, u.a. über sogenannte *Schattenfinanzmärkte*, über die fossile Projekte im großen Stil finanziert werden. *Drittens* wurden Maßnahmen zur Finanzierung des Klimaschutzes und zur Einführung von Sustainable Finance weit weniger harmonisch aufgenommen als erhofft und haben in verschiedenen Teilen der Gesellschaft Widerstände hervorgerufen. Diese reichen von Auseinandersetzungen über die Wärmesanierung bis hin zu Subventionsstreichungen bei Agrardiesel und neuen Berichtspflichten für Unternehmen. Zudem haben kurzfristige Rücknahmen von Förderprogrammen, wie etwa beim Umweltbonus für E-Autos, das Vertrauen in die Planungssicherheit untergraben. Wie wir im Folgenden erläutern werden, ist Sustainable Finance von Marktgläubigkeit und realitätsfernen Annahmen durchdrungen. Warum beschäftigen wir uns dennoch mit Sustainable Finance?

Die Umstrukturierung der Finanzmärkte ist angesichts von wiederkehrenden Krisen und eingebauter Umverteilungsmechanismen von unten nach oben eine zentrale gesellschaftliche Aufgabe und kann zudem ein enorm wichtiger Hebel für die ökosoziale Wende sein. Dabei müssen jedoch gut gemeinte und hoffnungsvolle, aber irreführende Annahmen beiseitegelegt werden. Im ersten Kapitel erläutern wir, was üblicherweise unter Sustainable Finance verstanden wird, in welchem Entstehungskontext die damit verbundenen Praktiken und Politiken stehen und welche Annahmen damit verknüpft sind. Das zweite Kapitel beschreibt die Rolle privatwirtschaftlicher Akteure im Bereich nachhaltiger Finanzen:

Wie entstehen nachhaltige Investitionen in Unternehmen? Welche Finanzunternehmen und Anleger*innen sind beteiligt, und welche Motivationen und Möglichkeiten haben sie, Investitionen nachhaltig zu gestalten? Das dritte Kapitel widmet sich der Rolle des Staates, dem in Bezug auf Sustainable-Finance-Strategien häufig eine untergeordnete Rolle zugeschrieben wird. Welche Auswirkungen haben Förderbanken und Industriepolitik, welche Rolle spielen Zentralbanken und Geldpolitik und welche unausgeschöpften Potenziale bestehen? Im vierten Kapitel schließlich skizzieren wir ein Programm, wie Sustainable Finance tatsächlich nachhaltig werden kann. Wie können grüne und fossile Finanzflüsse anders reguliert werden? Wie kann das Potenzial des Staates genutzt und der demokratische Einfluss auf die Finanzmärkte ausgeweitet werden?

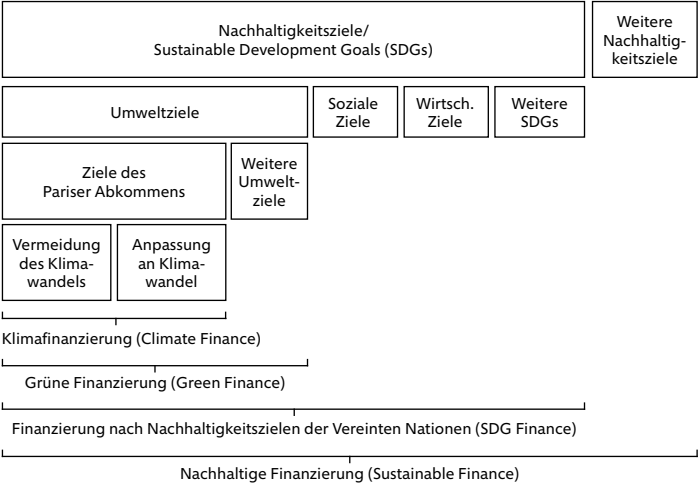
Wir möchten ein Bewusstsein dafür schaffen, dass eine Ausweitung der *Finanzialisierung von Natur und Nachhaltigkeit* (Bracking 2020; Hiß 2013) eher ein Problem als eine Lösung darstellt. Die Klimafinanzierungslücke und die öffentliche Finanznot sind das Ergebnis dysfunktionaler Marktstrukturen und letztlich politisch-gesellschaftlicher Entscheidungen. Wenn die ökosoziale Transformation gelingen soll, müssen die Finanzmärkte stärker reguliert oder auf andere Weise Ressourcen für Projekte mobilisiert werden. Das bestehende Finanz- und Wirtschaftssystem verstärkt mit zunehmender Geschwindigkeit die materiellen Ungleichheiten, die gleichzeitig auch Ungleichheiten im CO₂-Verbrauch bedeuten. Die Aufgabe einer aufklärerischen Bewegung besteht darin, die Funktionsweisen und Logiken der Finanzmärkte sowie der Finanzpolitiken im Hinblick auf Nachhaltigkeit zu verstehen. Wir haben noch nicht auf alle Fragen konkrete Antworten und Programme, möchten jedoch einen Prozess anstoßen, um emanzipatorische Lösungen zu entwickeln und zu diskutieren, die dazu beitragen, ein wirklich nachhaltiges Finanzsystem zu gestalten.

1. Sustainable Finance: Begriff, Ideen und Programme

1.1 Was bedeutet Sustainable Finance?

Es gibt verschiedene Definitionen von Sustainable Finance. Definitionen sind nicht nur von rein akademischem Interesse, da Begriffe und die damit verbundenen Konzepte maßgeblich bestimmen, welche Handlungsoptionen in der Regel zur Verfügung stehen. Auf der Webseite des Umweltbundesamts wird Sustainable Finance beispielsweise als »nachhaltige Finanzwirtschaft« beschrieben, die »Nachhaltigkeitskriterien (oft differenziert in Umwelt-, Gesellschafts- und Unternehmensführungs-bezogene Kriterien [sic!]; engl. Environmental, Social, Governance, kurz: ESG) in allen finanzwirtschaftlichen Entscheidungen und Aktivitäten umfassend und systematisch berücksichtigt« (Umweltbundesamt, o.J.). Weiterhin ist zu lesen, dass Sustainable Finance für »die Finanzinstitute selbst vorteilhaft« sei, da diese »die sich aus der Transformation ergebenden Chancen« gezielter nutzen könnten und »Nachhaltigkeitsrisiken besser im Blick« hätten (ebd.). Gesamtgesellschaftlich sei dieser Ansatz erstrebenswert, »weil dadurch das dringend erforderliche zusätzliche private Kapital für die Transformation mobilisiert« werden könne und die Finanzmarktstabilität durch Schutz vor Risiken besser gewährleistet sei (ebd.). Diese Definition grenzt das Phänomen Sustainable Finance primär auf die private Finanzwirtschaft ein. Sie argumentiert, dass nachhaltige Finanzwirtschaft und die damit verbundenen Wirtschaftsaktivitäten privatwirtschaftlich profitabel und weniger riskant seien, dass die Methode von gesamtgesellschaftlichem Interesse sei und verspricht eine Win-win-Situation. Die Finanzierung der Transformation wird so zu einer freiwilligen, scheinbar marktrationalen Investitionsentscheidung der Anleger*innen. Die EU und die deutsche Bundesregierung verbinden Sustainable Finance zudem mit dem Konzept des grünen Wachstums (Deutsche Bundesregierung 2021; European Commission 2018).

Abbildung 1: Klassifizierung von Sustainable Finance und ihrer Hauptkomponenten



Quelle: Migliorelli (2021): 5. Übersetzung d.A.

Neben der heute stark ausgeprägten Marktorientierung zeichnet sich Sustainable Finance durch das Bestreben aus, ökologische und soziale Ziele miteinander zu verbinden. Dies zeigt sich beispielsweise in den 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen, den *Sustainable Development Goals (SDGs)*. Zu den SDGs zählen unter anderem die weltweite Abschaffung von Armut und Hunger, die Förderung von Gesundheit und Wohlergehen, hochwertige Bildung, Geschlechtergleichheit, der Zugang zu sauberem Wasser und sanitären Einrichtungen, bezahlbare und saubere Energie, menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum sowie der Aufbau von Industrie, Innovation und Infrastruktur und die Verringerung von Ungleichheiten. Eine spezielle Form von Sustainable Finance sind *Climate Finance* und *Green Finance* sowie ähnliche Unterkategorien, die hauptsächlich der Finanzierung von Maßnahmen zur Eindämmung der ökologischen Krise dienen.

Neben der engen Definition von Sustainable Finance im politischen Mainstream gibt es in der wissenschaftlichen Literatur

(Clapp/Helleiner 2025; Knoll 2024; Saidane/Ben Abdullah 2021; Sharma/Babic 2025; Shishlov/Censkowsky 2022) sowie in Dokumenten der Vereinten Nationen weiter gefasste Konzepte von Sustainable Finance, Climate Finance oder Green Finance. Der UNAusschuss für die Finanzierung nachhaltiger Entwicklung definiert Sustainable Finance beispielsweise als die Bereitstellung von Mitteln für Grundbedürfnisse, globale öffentliche Güter, Infrastruktur, die Entwicklung ländlicher Gebiete sowie die Anpassung an den Klimawandel, ohne sich ausschließlich auf private Finanzierungsquellen zu stützen (UNEP 2016). Das Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP 2016: 10) beschreibt Klimafinanzierung als »lokale, nationale oder grenzüberschreitende Finanzierung, die aus öffentlichen, privaten und alternativen Quellen stammen kann«. Die UNEP betont ausdrücklich die Notwendigkeit, Schutzmaßnahmen für besonders gefährdete Gruppen zu finanzieren, stellt keinen direkten Zusammenhang zwischen Klimafinanzierung und Wirtschaftswachstum her und weist sogar auf mögliche negative Umweltauswirkungen privater Investitionen hin (UNEP 2023). Diese umfassenden Konzepte orientieren sich zunächst am tatsächlichen Bedarf und nicht an einem profitablen Finanzprodukt.

1.2 Implementierung und konzeptionelle Hintergründe von Sustainable Finance

Sustainable Finance hat verschiedene Ursprünge. Das Konzept hat je nach politischem und ideellem Kontext variierende Bedeutungen. Appelle an unternehmerische Verantwortung (*Corporate Social Responsibility, CSR*) beziehungsweise an sozial verantwortliches Investieren (*Socially Responsible Investment, SRI*) lassen sich weit zurück in der Geschichte nachweisen. In den 1980er-Jahren verlagerte sich der Fokus auf die Leitidee der nachhaltigen Entwicklung, in den 1990er-Jahren auf den eingeführten Emissionshandel und in den 2000er-Jahren auf ESG-Initiativen, die wirtschaftliche Nachhaltigkeitsrisiken adressieren (Clapp/Helleiner 2025; Sharma/Babic 2025). In der aktuellen Situation rückt die Notwendigkeit staatlicher Steuerung wieder stärker in den Vordergrund (siehe Kapitel 3), ebenso wie zivilgesellschaftliche Interventionen, die darüber hinaus auf eine Demokratisierung

des Finanzsystems abzielen (siehe Kapitel 4). Im Folgenden skizzieren wir die Entwicklung von Initiativen und Konzepten, die den derzeit dominierenden Sustainable-Finance-Strategien zugrunde liegen.

Eine bedeutende Grundlage bildet das Konzept der *nachhaltigen Entwicklung*, das im Brundtland-Bericht *Our Common Future* dargestellt wird. Wesentlich für das Konzept der nachhaltigen Finanzwirtschaft sind die im Bericht enthaltene Aussage, dass wirtschaftliche und ökologische Interessen miteinander vereinbar sind, sowie das Bekenntnis zu qualitativem Wachstum. Nachhaltige Entwicklung sollte – über reine Regulierung hinaus – durch eine Verknüpfung von wirtschaftlich und ökologisch motivierten Entscheidungen gefördert werden. Umweltziele sollten dabei mit steuerlichen und außenhandelspolitischen Anreizen verbunden werden (World Commission on Environment and Development 1987: 73), ergänzt durch bessere Marktzugänge für Länder mit niedrigen Einkommen, Technologietransfer und »erheblich größere Kapitalströme, sowohl zu konzessionären als auch zu kommerziellen Bedingungen« (ebd.: 96). Exportkredit-, Investitionsversicherungs- und weitere Programme sollten an Nachhaltigkeitskriterien gebunden werden (ebd.: 331/332). Die Weltbank sollte ihre Programme und der IWF seine Konditionen auf Nachhaltigkeit ausrichten (ebd.: 329). Außerdem sollten die UN mit Förderbanken kooperieren, und auch die bilaterale Entwicklungshilfe sollte auf Nachhaltigkeit fokussiert sein (ebd.: 329). Während einige dieser Punkte Bestandteil von Sustainable-Finance-Strategien sind, wurden andere Aspekte des Berichts später ausgeklammert.

Einnahmen für nachhaltige Entwicklung sollten durch die Nutzung internationaler Gemeinschaftsgüter (z.B. Meeresnutzung oder Parkgebühren für Satelliten) generiert werden, ebenso wie durch Steuern auf den internationalen Handel und eine Verbrauchssteuer auf Luxusgüter (ebd.: 333). Im Gegensatz zu heutigen Sustainable-Finance-Strategien sehen die Autor*innen des Brundtland-Berichts die Vereinbarkeit ökonomischer und ökologischer Ziele nicht als selbstverständlich an. Sie warnen vor individuellem oder gruppenspezifischem Vorteilstreben »ohne Rück-

sicht auf die Auswirkungen auf andere, im blinden Vertrauen auf die Fähigkeit der Wissenschaft, Lösungen zu finden« (ebd.: 71).

Im Rahmen der Vereinten Nationen wurden zusätzliche Elemente eines Finanzsystems zur Förderung der Nachhaltigkeit entwickelt. Ein zentraler Bestandteil von Sustainable Finance sind öffentliche Gelder, die dazu genutzt werden, um eine größere Menge an privaten Investitionen zu mobilisieren (*Leverage-Effekt* oder *Hebelwirkung*). Dies erfolgt durch öffentliche Risikogarantien für private Investoren, Crowdinvestments sowie staatliche Förderungen. In dem 1994 in Kraft getretenen Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen zum Klimawandel verpflichteten sich die Industrieländer, zusätzliche finanzielle Mittel zur Bekämpfung des Klimawandels im Globalen Süden bereitzustellen. Diese Gelder werden als Zuschüsse und Darlehen über die Globale Umweltfazilität (*Global Environment Facility, GEF*) bereitgestellt – einen multilateralen Fonds zum Schutz der globalen Umwelt. Dabei werden öffentliche Mittel durch öffentliche Risikogarantien für private Investierende, Crowdinvestitionen und öffentliche Förderungen verstärkt.

Auf internationaler Ebene ermöglichte das 1997 verabschiedete *Kyoto-Protokoll* den Industrieländern, ihre Verpflichtungen zur Emissionsminderung durch die Finanzierung von Projekten in Ländern mit niedrigen Einkommen auszugleichen. Dies wurde durch schrittweise eingeführte Formen des Emissionshandels erleichtert, wie etwa die *Gemeinschaftsreduktion (Joint Implementation)*, eine bilaterale Form des Emissionshandels, die es einem Staat erlaubt, Emissionsrechte zu erwerben, wenn er in einem anderen Land Maßnahmen zur Emissionsreduktion umsetzt. Dadurch sollten finanzielle Mittel möglichst effizient eingesetzt werden. Der seit 2005 bestehende EU-Emissionshandel ist das erste multilaterale System, das darauf abzielt, Umweltkosten über Marktmechanismen zu internalisieren. Das bedeutet, dass Umweltkosten, die von der Privatwirtschaft verursacht werden, nicht auf Dritte abgewälzt, sondern vom Verursacher selbst getragen werden sollen. Klimaschutz und dessen Finanzierung wird somit in zunehmendem Maße als ein in die Privatwirtschaft integriertes Vorhaben verstanden.

Parallel entstanden verschiedene Kooperation zwischen den Vereinten Nationen und der Privatwirtschaft – Unternehmen, Banken, Finanzinvestoren und Versicherungen – mit dem Ziel, Umwelt- und weitere Nachhaltigkeitskriterien in Finanz- und Wirtschaftsaktivitäten zu integrieren. Aus dieser Zusammenarbeit gingen im Jahr 2000 die *Global Reporting Initiative (GRI)*, ein weltweit besonders häufig genutztes Rahmenwerk für die Nachhaltigkeitsberichterstattung, sowie der von Generalsekretär Kofi Annan gegründete *Globale Pakt der Vereinten Nationen (UN Global Compact)* und die 2003 gegründete *Finanzinitiative des UNEP (UNEP FI)* hervor. Der UN Global Compact vereint die Privatwirtschaft sowie – weniger prominent – zivilgesellschaftliche Akteure und Sozialpartner, um eine Selbstverpflichtung zu fördern, die die Einhaltung von Menschen- und Arbeitsrechten sowie Umweltzielen zum Ziel hat. Aus diesem Kontext ging 2004 die von 55 CEOs verfasste Erklärung *Who Cares Wins* hervor, deren Fokus dezidiert auf *wirtschaftlicher* Nachhaltigkeit als eine Steigerung des Shareholder Values liegt (The Global Compact 2004: i). Eine bessere Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei Investitionsentscheidungen werde »letztendlich zu stabileren und berechenbareren Märkten beitragen, was im Interesse aller Marktteilnehmer liegt« (ebd.: 3). Herausforderungen sieht die Erklärung lediglich in Fragen der Definition und Messung von ESG-Kriterien, dem Kompetenzaufbau und der Anpassung der Zeithorizonte der Risikomodelle (ebd.: 4). Im Kontext der *UNEP FI* entstand mit vergleichbarer Zielrichtung freiwillige Selbstverpflichtungen für verantwortungsbewusste Bank-, Anlage- und Versicherungsgeschäfte (*Principles for Responsible Investment, PRI*), die von etwa 400 Banken unterzeichnet wurden, die mehr als die Hälfte der globalen Bankenbranche umfassen. Diese auf die Implementierung von ESG-Kriterien abzielenden Initiativen grenzten sich mit ihrem Primat der Wirtschaftlichkeit von Initiativen des sozial verantwortlichen Investierens und der CSR ab, die der Nachhaltigkeit als nicht-finanziellem Ziel Priorität einräumten und auch Ausschlusskriterien beinhalteten (Hilson 2024).

Als das Pariser Klimaschutzabkommen von 2015 die Finanzierung der Klimaziele stärker in den Mittelpunkt rückte, wurde da-

bei von zusätzlich benötigten Klimainvestitionen gesprochen und nicht mehr von *Bedarfen*. Es galt als gesetzt, dass die erforderlichen Mittel »nicht allein vom öffentlichen Sektor bereitgestellt werden« können, weshalb dem Finanzsektor eine Schlüsselrolle zukomme (Remer 2020). Die Europäische Kommission beauftragte 2015 eine Expertenkommission, die *High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)*, mit der Ausarbeitung eines EU-Fahrplans für nachhaltige Finanzen. Der daraus entstandene Bericht der HLEG (2018) bezieht sich auf die 17 SDGs der Vereinten Nationen (2015). Eine wichtige Referenz ist die Rede *Die Tragödie des Horizonts – Klimawandel und Finanzstabilität* von Mark Carney, dem damaligen Gouverneur der *Bank of England* und Vorsitzenden des *Financial Stability Board (FSB)*, der heute kanadischer Premierminister ist.

Diese Tragödie bezieht sich auf Klimaprobleme, die künftigen Generationen aufgebürdet werden, weil Entscheidungen – wie konkreter in Kapitel 3 erläutert – zu wenig auf Klimarisiken ausgerichtet sind (Carney 2015: 4). Die Lösung dieser Probleme überschreite das Mandat technokratischer Organisationen, z.B. von Zentralbanken (ebd.: 3). Laut Carney gefährden diese Risiken die Stabilität der Finanzmärkte. Wird der Klimawandel jedoch rasch eingedämmt und schafft die Politik einen geeigneten Rahmen zur Bepreisung von Externalitäten, könnten sich sogar wirtschaftliche Chancen ergeben. Carney kommt zu dem Schluss, dass zunächst durch mehr Transparenz und Informationen, insbesondere bezüglich der langfristigen Investitionsrisiken, die passenden Rahmenbedingungen geschaffen werden müssen (ebd.). Zusätzlich sollte die Politik einen CO₂-Preispfad festlegen und einen Stresstest einführen, der Klimarisiken berücksichtigt (ebd.). Das von Carney angesprochene Konzept der *gestrandeten Vermögenswerte (stranded assets)* bezeichnet Vermögenswerte wie Unternehmensanteile, technische Anlagen oder Vorräte, »deren Ertragskraft oder Marktwert unerwartet drastisch sinkt, bis hin zu ihrer weitgehenden oder vollständigen Wertlosigkeit« (Remer o.J.). Die klimabedingten Risiken, die zu einer Entwertung führen können, umfassen physische Faktoren wie Schäden durch extreme Wetterereignisse, den Verlust der Biodiversität sowie die

Verfügbarkeit von Ressourcen und Rohstoffen, aber auch gesellschaftliche Risiken. Zu den gesellschaftlichen Risiken zählen neue Vorschriften (wie Umweltsteuern, Emissionshandel, Subventionen und Umweltgesetze), technologische Veränderungen und disruptive Geschäftsmodelle, verändertes Konsumverhalten, politisches Engagement sowie rechtliche Maßnahmen zur Durchsetzung von Gesetzen (Caldecott 2017). Befürworter*innen von Sustainable Finance leiten aus dem Konzept der gestrandeten Vermögenswerte die einfache Idee ab, dass Anleger*innen im Eigeninteresse handeln, wenn sie nachhaltige Finanzprodukte erwerben – vorausgesetzt, sie wissen, welche Finanzprodukte tatsächlich nachhaltig sind.

Die HLEG (2018) gibt darauf basierende Empfehlungen heraus, die sich auf die Bereitstellung von Informationen, Transparenz sowie auf Methoden zur Messung und Klassifikation konzentrieren. Zudem sollen Klimarisiken erfasst, die Methoden der Finanzaufsicht im Hinblick auf die Erfassung dieser Risiken verbessert und die »Finanzbildung« vorangetrieben werden. Durch die Umsetzung entsprechender Maßnahmen, die Bestandteil des EU-Aktionsplans für nachhaltiges Wachstum (European Commission 2018) sowie weiterer Richtlinien und Verordnungen sind (siehe den Unterpunkt 1.4), soll die EU das nachhaltigste Finanzsystem der Welt werden (HLEG 2018). Die Sustainable-Finance-Strategie der damaligen deutschen Bundesregierung (2021) übernahm den Aktionsplan und die zugrunde liegende Argumentation größtenteils für den deutschen Kontext. Auf Sustainable Finance wurden also große Hoffnungen gesetzt. Wie steht es um die Umsetzung?

1.3 Der Status quo: Standards, Zertifikate und Labels

Es gibt eine schwer überschaubare Vielzahl von Standards, Zertifikaten und Labels zur Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen und Finanzprodukten. Unternehmen veröffentlichen Nachhaltigkeitsdaten entweder nach selbst gewählten oder inzwischen verpflichtenden Standards. Verwendet werden unter anderem Standards wie das *Greenhouse Gas Protocol (GHG)*, die *IFRS Sustainability Disclosure Standards*, die *Global Reporting Initiative (GRI)*, der *Global Compact*, das *ISSB*, die *European*

Sustainability Reporting Standards (ESRS), das *Benefit Corporation (B Corp)*-Siegel, das *Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)*, verschiedene *ISO*-Normen, *EcoVadis* und viele weitere. In Deutschland kommen zudem Standards wie der *Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK)* zum Einsatz. Auch Umweltorganisationen wie der *WWF* oder der *NABU* vergeben Siegel, wenn bestimmte Umweltkriterien erfüllt sind, und erhalten dafür Lizenzgebühren. Einige Siegelanbieter erheben den Anspruch, strengere Nachhaltigkeitskriterien anzulegen als die großen etablierten Anbieter oder Bewertungen ohne Interessenkonflikte vorzunehmen. Dazu gehören der *ZNU*-Standard, das *FNG*-Siegel des Fachverbands *Forum Nachhaltige Geldanlagen*, das *Ecoreporter*-Siegel sowie die Datenbank *Faire Fonds* der NGOs *Facing Finance* und *urgewald*. Ein besonderer Fall ist die *Gemeinwohlbilanzierung*, die aus der Zivilgesellschaft entstanden ist und sich als partizipative Bewegung versteht. Diese Initiativen, die Nachhaltigkeit in den Vordergrund stellen, sind jedoch Nischenprodukte.

Trotz der schwer überblickbaren Vielfalt an Siegeln und Standards ist der Markt der Anbieter von Nachhaltigkeitsratings, auf die die meisten Vermögensverwalter zurückgreifen, stark konzentriert. Laut einer Erhebung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2024) verwenden die größten deutschen Vermögensverwalter vor allem Nachhaltigkeitsdaten der US-Anbieter *MSCI* (84%), *ISS* (44%), *Bloomberg* (28%), *Solactive* (20%), *Sustainalytics* (20%), *JPMorgan* (16%) und *Qontigo Stox* (16%). Diese bewerten Unternehmen jeweils nach eigenen Methoden: Sie ordnen sie beispielsweise auf Skalen von hervorragend/führend bis rückständig/schlecht ein, vergeben Punkte für die Erfüllung bestimmter Kriterien und/oder Indikatoren, vergleichen Unternehmen innerhalb der Branche oder wenden den Best-in-Class-Ansatz an, berechnen Risiken und/oder definieren Ausschlusskriterien.

Angesichts dieser Unübersichtlichkeit der Standards und der Konzentration der Ratingagenturen und Interessenskonflikten von Unternehmen und Agenturen überrascht es kaum, dass Greenwashing weit verbreitet ist (Kathan et al. 2025). Die BaFin (2024) weist darauf hin, dass die Nachhaltigkeitsdaten aufgrund der unterschiedlichen und nicht immer transparenten Bewertungsme-

thoden der Ratingagenturen oft schwer nachvollziehbar sind. Verschiedene Ratingagenturen kommen zu stark voneinander abweichenden Einschätzungen desselben Unternehmens (Berg et al. 2022). Die Grenzen zwischen der Einstufung nachhaltiger und konventioneller Produkte sind dabei fließend. Die Ratgeber-Plattform *Finanzen.net* zieht das Fazit: »Ob ein Nachhaltigkeitszertifikat für Sie persönlich wirklich nachhaltig ist, das kann allerdings nur von jedem selbst beantwortet werden« (Mencin 2024). Dadurch wird das Prinzip der Zertifizierung ad absurdum geführt, da diese eigentlich verlässliche und fachlich geprüfte Informationen zur Nachhaltigkeit liefern soll.

1.4 Sustainable Finance im Kontext des europäischen Green Deals

Die Grundsätze zur Finanzierung nachhaltiger Entwicklung, die den Einsatz begrenzter öffentlicher Mittel in einem Rahmen vorsehen, der private Investitionen anregt, wurden in den 1980er-Jahren insbesondere für die Finanzierung von Nachhaltigkeitsprojekten in Ländern des Globalen Südens entwickelt. Dieses Prinzip soll nun auf die Finanzierung von Maßnahmen des europäischen Green Deals angewendet werden. Ein zentrales Anliegen der Sustainable-Finance-Strategie der EU ist die Bekämpfung von Greenwashing, um Transparenz zu schaffen, damit Anleger*innen gestrandete Vermögenswerte vermeiden können. Dies soll durch die Einführung des aussagekräftigen Klassifizierungssystems der EU-Taxonomie in Verbindung mit neuen Richtlinien zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen und Banken umgesetzt werden.

Die 2019 in Kraft getretene *Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR)* richtet sich an größere Finanzunternehmen. Diese sind verpflichtet, offenzulegen, ob ihre Anlageentscheidungen negative Umweltauswirkungen (*Principal Adverse Impact, PAI*) haben und welchen CO₂-Fußabdruck sie haben bzw. zu erklären, warum sie solche Angaben nicht vornehmen. Fonds müssen gemäß den Kriterien der Taxonomie klassifiziert werden, und zwar in die Kategorien herkömmlicher Produkte (*Artikel-6-Finanzprodukt*), hellgrüne Produkte (*Artikel-8-Finanz-*

produkt) mit nachhaltigen Merkmalen sowie *dunkelgrüne* Produkte (*Artikel-9-Finanzprodukt*), bei denen ausdrücklich dargelegt werden muss, weshalb die Anlagen einen positiven Einfluss haben oder einem außerfinanziellen Nachhaltigkeitsziel dienen. Finanzdienstleister sind zudem verpflichtet, ein ausführliches Gespräch mit Kund*innen über deren Nachhaltigkeitspräferenzen zu führen.

Mit der 2020 beschlossenen *Taxonomieverordnung* sollen (Finanz-)Unternehmen nach einheitlichen, auf wissenschaftlichen Grundlagen basierenden Nachhaltigkeitskriterien berichten, anstatt eigene Bewertungssysteme zu verwenden. Sie sind verpflichtet, darzulegen, welche Auswirkungen ihre wirtschaftlichen Tätigkeiten auf die Umweltziele haben und in welchem Maße sie selbst von Umweltschäden betroffen sind. Die Umweltziele umfassen: 1. Klimaschutz, 2: Anpassung an den Klimawandel, 3. nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasserressourcen, 4. Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, 5. Vermeidung von Verschmutzung und 6. Schutz von Ökosystemen und Biodiversität. Zudem muss berücksichtigt werden, ob wirtschaftliche Aktivitäten einem der Ziele schaden (mehr siehe Kapitel 3). Darüber hinaus müssen soziale Mindeststandards eingehalten werden (European Commission, n.d.). Eine ursprünglich geplante Sozialtaxonomie ist bisher nicht zustande gekommen. Unternehmen müssen nach diesem Verfahren nachweisen, welcher Anteil ihrer Geschäftstätigkeit *taxonomiekonform* ist. Im Bankensektor wird der taxonomiekonforme Anteil von Vermögenswerten als *Green Asset Ratio* (GAR) bezeichnet.

Die Taxonomie gilt bislang ausschließlich für große Unternehmen sowie für solche, die Finanzprodukte innerhalb der EU anbieten. Sie ist mit der im Jahr 2023 in Kraft getretenen Richtlinie zur *Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen* (*Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD*) verknüpft. Gemäß der CSRD sind große Unternehmen verpflichtet, Nachhaltigkeitsberichte zu erstellen – insbesondere in Bezug auf Umweltziele gemäß der Taxonomie – und diese einer externen Prüfung zu unterziehen. Die Berichtspflicht soll schrittweise auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sowie auf Unternehmen aus Drittstaaten ausgeweitet werden.

Abbildung 2: Beispiel für technische Bewertungskriterien der Taxonomie: Phosphorrückgewinnung aus Abwasser

Technische Bewertungskriterien	
Wesentlicher Beitrag zum Übergang zur Kreislaufwirtschaft	
1. Bei dem in die Abwasserbehandlungsanlage integrierten Prozess, der in der Regel Phosphorsalze wie Struvit (Ammoniummagnesiumphosphat) ($\text{NH}_4\text{Mg-PO}_4 \cdot 6\text{H}_2\text{O}$) abdeckt, werden bei der Phosphorrückgewinnung mindestens 15% der eingehenden Phosphorbelastung zurückgewonnen. Bei der Berechnung dieses Schwellenwerts wird nur das gewonnene Material wie Struvit berücksichtigt. 2. Für die nachgelagerte Rückgewinnung nach thermischer Oxidation des Klärschlammes mit chemischer Phosphorrückgewinnung oder nach thermischer Oxidation des Klärschlammes mit thermochemischer Phosphorrückgewinnung werden mindestens 80% der Phosphorbelastung aus dem jeweiligen Eingangsmaterial wie Klärschlamm asche zurückgewonnen. 3. Der aus dem System extrahierte Phosphor wird entweder als Komponentenmaterial in einem Düngeprodukt, das der Verordnung (EU) 2019/1009 des Europäischen Parlaments und des Rates(40) oder den nationalen Düngemittelvorschriften, sofern diese strenger sind, entspricht, oder in einem anderen Anwendungsbereich verwendet, in dem der zurückgewonnene Phosphor im Einklang mit den jeweiligen Verordnungen bestimmte Funktionen erfüllt.	
Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen	
1) Klimaschutz	Keine Angabe
2) Anpassung an den Klimawandel	Die Tätigkeit erfüllt die Kriterien in Anlage A zu diesem Anhang.
3) Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen	Die Tätigkeit erfüllt die Kriterien in Anlage B zu diesem Anhang.
5) Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung	Die wichtigsten Leistungsparameter, einschließlich einer Massenbilanz für Phosphorpentoxid (P_2O_5) und der wichtigsten Umweltparameter in Bezug auf die Identität und Menge der erzeugten Emissionen und Abfallströme, werden überwacht.
6) Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme	Die Tätigkeit erfüllt die Kriterien in Anlage D zu diesem Anhang.

Quelle: Delegierte Verordnung (EU) 2023/2486 der Kommission vom 27. Juni 2023

Darüber hinaus wurde der *European Green Bond Standard (EUGBS)* eingeführt, ein europäischer Standard für grüne Anleihen, der vorschreibt, dass mindestens 85% der eingesammelten Mittel für taxonomiekonforme Aktivitäten verwendet werden müssen. Diese Verwendung ist einer externen Prüfung zu unterziehen. Der seit 2024 geltende, freiwillig anwendbare Standard soll Anleger*innen als Orientierungshilfe dienen. SFDR, EUGBS

und Teile der CSRD verlangen also lediglich, dass grüne Finanzprodukte anhand öffentlich festgelegter Kriterien ausgewiesen werden. Dennoch bieten auch diese Regelungen Spielraum für Greenwashing. Es fehlt eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit, und Ratingagenturen legen die Taxonomie unterschiedlich flexibel aus. Laut anekdotischen Berichten schrecken das verpflichtende Beratungsgespräch sowie die Angst vor Greenwashing-Vorwürfen ab, sodass Finanzinstitute zuvor als grün eingestufte Anlagen als hellgrün oder als ESG-Produkt unter Eigenmarke herabstufen – ohne merkliche Konsequenzen.

Im Unterschied zu Maßnahmen, die ausschließlich auf Offenlegungs- und Berichtspflichten basieren, enthalten Lieferkettengesetze – trotz zahlreicher Lücken – verbindliche Sanktionen. Diese Regelungen verpflichten Unternehmen dazu, soziale und ökologische Produktionspraktiken entlang ihrer Lieferketten zu überwachen und darüber Bericht zu erstatten. Unternehmen, die gegen Nachhaltigkeitsanforderungen verstoßen, können mit dem Ausschluss von öffentlichen Aufträgen sowie Geldstrafen belegt werden. Dadurch entstehen für nicht nachhaltig wirtschaftende Unternehmen Nachteile, und die Standards können weltweit angehoben werden. Die europäische Lieferkettenrichtlinie (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CSDDD) wurde quasi als Fußnote in jüngere Sustainable-Finance-Strategien integriert. Sie steht unlängst, ebenso wie Initiativen zur Nachhaltigkeitsberichterstattung, unter Beschuss von Unternehmensverbänden und Mitgliedstaaten, die Bürokratielasten und den Verlust von Wettbewerbsfähigkeit geltend machen (Mertens/van der Zwan 2025).

Die lange Geschichte der Standardsetzung ist somit auch eine Geschichte ihrer Unterwanderung. Gleichzeitig hat sich in den transformationsbezogenen Wissenschaften gezeigt, dass Umweltwissen und umweltfreundliches Handeln in vielen Fällen nicht miteinander verknüpft sind (Stern 2000). Das Wissen um die umweltschädlichen Auswirkungen einer wirtschaftlich rentablen Geldanlage führt häufig zu einem Zielkonflikt. Eine Win-win-Situation kann daher nicht vorausgesetzt werden. Sind Sustainable-Finance-Strategien, die stark auf die Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten setzen, ein erster Schritt, um verlässliche

Daten über die Umweltwirkungen wirtschaftlicher Aktivitäten zu generieren – oder handelt es sich vielmehr um Symbolpolitik und eine Kapitulation vor den Interessen von Unternehmen und der Finanzwirtschaft?

1.5 Sustainable Finance als Rohrkrepierer?

Im Jahr 2025, einige Jahre nach Ausrufung der Sustainable-Finance-Strategie, ist Ernüchterung eingetreten. Klimafinanzierungsmaßnahmen haben soziale und politische Widerstände hervorgerufen, wie etwa das Gebäudeenergiegesetz, die Streichung von Agrarsubventionen und die Einführung von Berichtspflichten für Unternehmen. Die Anti-Bürokratiekampagne deutscher Unternehmensverbände richtet sich insbesondere gegen Nachhaltigkeitsberichterstattung. Die fundamentalistische US-amerikanische Rechte hat ironischerweise die von kritischer Seite als Greenwashing eingeordnete ESG-Zertifizierung in ihren Kulturkampf gegen *wokes Kapital* einbezogen (Hilson 2024). Mehrere US-Bundesstaaten haben Anti-ESG-Gesetze erlassen, die beispielsweise staatlichen Pensionsfonds die Verwendung von ESG-Fonds verbieten. Die *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ), ein Zusammenschluss von 500 Finanzunternehmen, hatte noch 2021 auf der COP26 in Glasgow angekündigt, in den kommenden drei Jahrzehnten etwa 130 Billionen US-Dollar für Dekarbonisierungszwecke einzusetzen. Inzwischen hat die Gruppe ihre Kriterien aufgeweicht und verliert Mitglieder. Zuletzt hat sich mit der wirtschaftlichen Stagnation und der zunehmenden geopolitischen Auseinandersetzung der Fokus von der Umwelt- auf die Standortfrage verlagert. Der *Draghi-Report* (2024) *The Future of European Competitiveness* erwähnt das Thema Sustainable Finance nicht einmal, geht jedoch auf die Finanzierung innovativer Umwelttechnologien und Clean Tech ein. Insgesamt zielen die Vorschläge des Berichts auf eine verstärkte Finanzialisierung von Nachhaltigkeit ab, ergänzen diese Ansätze jedoch durch die Nutzung von Schuldenaufnahme für öffentliche Investitionen. Die EU-Kommission reagierte zudem mit einer *Omni-bus-Verordnung*, die unter dem Schlagwort Bürokratieabbau die Wettbewerbsfähigkeit steigern und bessere Rahmenbedingun-

gen für Investitionen schaffen soll. Zu diesem Zweck plant die Kommission insbesondere, Teile der Nachhaltigkeitsberichterstattung zu vereinfachen, zu verschieben und zurückzunehmen.

Die Wirkung der bevorzugten Maßnahmen der Nachhaltigkeitsberichterstattung ist zudem ambivalent. Für die Berichterstattung spricht, dass sie zumindest Bewusstsein schafft und Informationen darüber liefert, wie das Nachhaltigkeitsprofil eines Unternehmens überhaupt beschaffen ist. Darauf könnten wirksame Regulierungen aufbauen (siehe Kapitel 4). Allerdings sollte die Krise im Bereich Sustainable Finance auch Anlass sein, die Strategie grundsätzlich zu überdenken. Wie der historische Überblick gezeigt hat, sind diese Finanzinstrumente nicht entstanden, weil sie sich als besonders geeignet erwiesen hätten, sondern in einer Situation, in der Länder des Globalen Südens nur wenige Alternativen zur Finanzierung hatten. Die Konzepte und Begründungen für Sustainable Finance weisen konzeptionelle Schwächen auf, die daran zweifeln lassen, dass der eingeschlagene Weg zielführend ist.

Erstens versprechen Strategien im Bereich Sustainable Finance, die Krise im Einklang mit Unternehmen und der Finanzwirtschaft zu bewältigen. Diese Strategien sind zunächst für die Politik, Expert*innen, Wissenschaftler*innen und zahlreiche NGOs attraktiv, da sie Kooperationen ermöglichen und Konflikte mit finanzstarken Gegner*innen vermeiden. Soll die ökologische Krise jedoch tatsächlich gelöst werden, müssen rentable, aber umweltschädliche Wirtschaftszweige und Unternehmen geschlossen werden. Die Strategie muss deshalb klären, wie rentable Investitionen und Geschäftsmodelle im Bereich fossiler Energien verhindert werden können und wie mit dem Widerstand derjenigen umgegangen werden soll, die von der Krise negativ betroffen sind. Dabei erweisen sich politische Verhandlungsprozesse und Konfliktlösung als wirkungsvoller als reine Marktmechanismen.

Zweitens vertreten Befürworter*innen von Sustainable Finance die Ansicht, dass eine Win-win-Situation entsteht, bei der Eigeninteressen mit Nachhaltigkeit vereinbar sind. In der Praxis trifft dies jedoch oft nicht zu. Gängige Theorien zu gestrandeten Vermögenswerten berücksichtigen weder das tatsächliche Verhalten noch die Unterschiede zwischen gesellschaftlichen, individuellen

und betriebswirtschaftlichen Logiken. Umweltbelastendes Verhalten kann für einzelne Anleger*innen profitabel sein, während *First Mover* Risiken eingehen und häufig scheitern.

Empirische Studien haben gezeigt, dass Anleger*innen nur dann nachhaltig investieren, wenn die Finanzprodukte mindestens eine durchschnittliche Rendite erzielen, womit sie Nachhaltigkeit der Rendite unterordnen (Paetzold et al. 2022). Die ökosoziale Transformation erfordert jedoch Innovationen, die mit Risiken verbunden sind, und viele notwendige nachhaltige Projekte sind häufig nicht rentabel (Aguila et al. 2025). Es mangelt somit entweder an nachhaltigen Geschäftsmodellen oder an der Bereitschaft, Bedürfnisse auch dann zu finanzieren, wenn sie wirtschaftlich nicht rentabel sind. In diesem Zusammenhang ist es problematisch, dass öffentliche Finanzen und Interventionen in Sustainable-Finance-Strategien, die in solchen Fällen wirksam eingesetzt werden könnten, ausgeklammert werden (Ötsch 2024; UNEP 2016).

Drittens hängt die Finanzierung nachhaltiger Projekte stark von den Entscheidungen einer kleinen Gruppe überreicher privater Anleger*innen ab. Die Bewältigung der Krise erfolgt hier nach dem Prinzip *One Dollar, One Vote* anstatt durch demokratische Prozesse. Überreiche, deren Profite durch Regulierung sinken, haben in der Vergangenheit erhebliche Mittel für den Aufbau reaktionärer Think Tanks und Kampagnen ausgegeben, was die notwendige Umweltregulierung um Jahre bis Jahrzehnte verzögert hat (Oreskes/Conway 2014). Anstatt einen Beitrag zur Bewältigung der Umweltkrise zu leisten, setzen heutige Überreiche auf individuelle Krisenbewältigung – etwa durch den Bau von Bunkern oder Mondkolonien – und rechtfertigen dies mit Ideologien wie *Liberalismus* oder *Longtermism* (Rushkoff 2025). Personen ohne Kapital können hingegen nicht über den Verlauf der Transformation mitentscheiden. Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen im Kontext der Transformation können bei den Betroffenen zu realen Einschränkungen sowie zu Ängsten vor Kontrollverlust und sozialem Abstieg führen (Dörre et al. 2024). So entstehen Zielkonflikte zwischen Umwelt und Sozialem, und die Unterstützung für ökologische Maßnahmen nimmt ab. Dies gilt umso mehr, wenn Prinzipien ökologischer Gerechtigkeit missachtet werden, da Per-

sonen mit viel Kapital einen besonders großen ökologischen Fußabdruck haben (Chancel 2022).

Viertens basieren Sustainable Finance-Konzepte häufig auf der Annahme, dass effiziente Märkte *richtige* Informationen und Preise hervorbringen. Gerade der Handel mit Verbriefungen – ein Auslöser der Subprime-Krise – wird im oben erwähnten Draghi-Report nun als Lösung präsentiert, um nachhaltige Investitionen zu fördern. Preise bilden jedoch keine objektive Wahrheit ab, sondern entstehen aus einer Vielzahl bedingt rationaler Entscheidungen in Situationen mit ungleich verteilten Verhandlungspositionen (Buller 2022). Marktinstrumente wie der europäische Emissionshandel haben zwar eine begrenzte Lenkungswirkung. Trotz zahlreicher Anpassungen liegen Preise im Rahmen des Emissionshandels unter den projizierten ökologischen Kosten. Selbst wenn die Preise einer ökologischen Wahrheit entsprächen, ergäben sich soziale Folgeprobleme, die Eingriffe und politische Prozesse erfordern.

Fünftens setzt Sustainable Finance auf grünes Wachstum, was insbesondere bei exponentiell wachsendem Vermögen aus ökologischer Sicht Risiken birgt. Es ist nach wie vor umstritten, ob eine Entkopplung von Wachstum und Ressourcenverbrauch gelingen kann, wie sie in Konzepten des qualitativen Wachstums vorgesehen ist (Hickel 2022). Zielkonflikte entstehen, wenn die Politik zugleich Steuereinnahmen und Sozialabgaben aus fossilen Wirtschaftszweigen bezieht und dafür sorgen soll, dass diese auslaufen, sowie wenn sie ihre Legitimation daraus ableitet, dass Bürger*innen durch materielle bzw. wirtschaftliche Verbesserungen profitieren (Brand et al. 2025). Zudem entstehen Konflikte um den Zugriff auf benötigte Ressourcen sowie zwischen Gewinner*innen und Verlierer*innen dieses Prozesses (ebd.). Abgesehen vom Klimageld und prinzipiellen Bekenntnissen zu einem gerechten Übergang (engl. *Just Transition*) bieten Sustainable-Finance-Strategien zu wenige Antworten auf Verteilungsfragen, die sich aus den Grenzen des Wachstums ergeben – geschweige denn auf Wirtschaftsmodelle, die eine absolute Entkopplung erreichen oder in einer Postwachstumsökonomie funktionieren.

Obwohl Sustainable-Finance-Strategien aus unserer Sicht zahlreiche Schwächen aufweisen, ist es noch zu früh, sie vollständig ab-

zuschreiben. Von den Befürworter*innen von Sustainable Finance gehen positive Impulse und Motivationen aus. Sie schaffen Wissen und Bewusstsein für die Umweltwirkungen wirtschaftlicher Aktivitäten, auf denen Regulierung und weitere Maßnahmen aufbauen können. Damit dieses zielgerichteter erfolgen kann, bemühen wir uns zunächst um einen kritischen, analytischen Blick. In den folgenden Kapiteln befassen wir uns näher mit Sustainable Finance in der Privatwirtschaft (Kapitel 2) sowie mit der Rolle des Staates (Kapitel 3), bevor wir Vorschläge unterbreiten, wie die Sustainable-Finance-Strategie neu ausgerichtet und Finanzmärkte nachhaltiger sowie effektiver gestaltet werden können (Kapitel 4).

2. Privatwirtschaftliche Akteure im Bereich Sustainable Finance – zwischen Rendite und Transformation

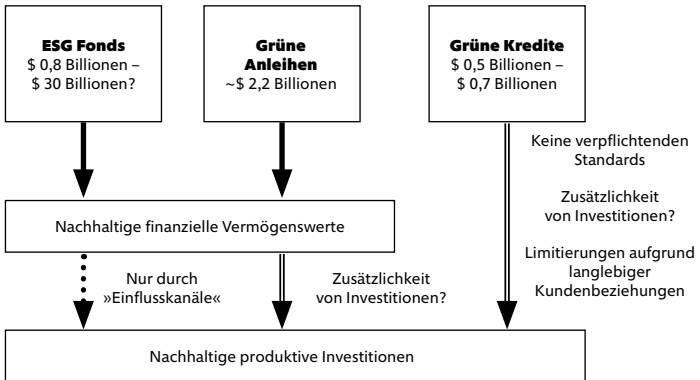
Sustainable Finance entstand in seiner derzeitigen Form vor allem als aus privatwirtschaftlichen Initiativen und Interessen, die im Laufe der Jahre auch zunehmend von staatlichen und supranationalen politischen Institutionen wie der EU in geltendes Recht umgesetzt wurden. Um jedoch nachhaltige Finanzierung aus einer wissenschaftlichen, analytischen Perspektive neu zu denken, ist es hilfreich, einen Schritt zurückzugehen und die Frage zu stellen, wie nachhaltige Investitionen in realwirtschaftlichen Unternehmen überhaupt zustande kommen. Darüber hinaus ist auch wichtig, die Kehrseite der Nachhaltigkeit, nämlich die klimaschädlichen Investitionen und deren Zustandekommen, zu beleuchten und zu fragen, wie private Finanzmarktakteure generell Einfluss auf Investitionsentscheidungen nehmen können.

2.1 Wie finanzieren Unternehmen nachhaltige oder klimaschädliche Investitionen in der Realwirtschaft?

Damit eine nachhaltige Investition (z.B. ein Windpark, Energiesparmaßnahmen etc.) durch privatwirtschaftliche Akteure zustande kommt, reicht es nicht aus, wenn Investor*innen ein als »nachhaltig« gekennzeichnetes Anlageprodukt, wie z.B. einen ESG-Fonds, kaufen. Vielmehr muss ein in der Realwirtschaft aktives Unternehmen die Entscheidung treffen, eine solche Investition zu tätigen – entweder aufgrund gesetzlicher Vorschriften oder positiver Kosten-Nutzen-Rechnung (Krahn et al. 2021). Erst dann wird aus privatwirtschaftlicher Sicht die Frage der Finanzierung gestellt.

Diese Unterscheidung zwischen *finanzwirtschaftlichen* und *realwirtschaftlichen* Investitionen ist zentral, wie ein Blick auf den

Abbildung 3: Verschiedene Marktsegmente im Bereich Sustainable Finance und ihre Verbindungen zu nachhaltigen produktiven Investitionen



Quelle: Fichtner et al. 2025, Übersetzung d.A.

frappierenden Unterschied zwischen den beiden Zahlen zeigt: So schätzt die Globale Allianz für Nachhaltige Investitionen (GSIA 2023) die Summe aller »nachhaltigen Investments« weltweit auf schwindelerregende 30 Billionen US-Dollar, was fast 30% aller weltweiten Investmentfonds entspricht. Gemeint sind hier jedoch *finanzielle Vermögenswerte* wie Fonds und Anleihen. Im Vergleich dazu kommt die Initiative für Klimapolitik (CPI 2023) für *realwirtschaftliche* Investitionen im Bereich der Energieerzeugung und des Transportwesens – den beiden Hauptsektoren der nachhaltigen Transformation – im Jahr 2022 gerade einmal auf gut 1,2 Billionen US-Dollar. Dies ist eine deutlich geringere Größenordnung im Vergleich zu den *finanziellen Vermögenswerten* der GSIA und knapp 7 Billionen US-Dollar unter dem notwendigen Niveau an nachhaltigen Investitionen, um die Pariser Klimaziele von 2015 zu erreichen. Abbildung 3 gibt einen Überblick über die verschiedenen Marktsegmente im Bereich Sustainable Finance und deren Verbindungen zu nachhaltigen produktiven Investitionen.

Unternehmen verfügen grundsätzlich über drei Möglichkeiten zur Finanzierung von Investitionen, unabhängig davon, ob diese

nachhaltig sind oder nicht. Die erste und in der öffentlichen Debatte oft übersehene Möglichkeit ist die Finanzierung von Investitionen aus Gewinnrücklagen. Dies betrifft insbesondere kleine und mittelständische Unternehmen (KMU), die keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben und langsamer wachsen als große Aktiengesellschaften. Letztere schütten jedoch einen Großteil ihrer Gewinne in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an ihre Aktionär*innen aus, anstatt diese zu reinvestieren (Lazonick 2015). Diese Dynamik hat sich im vergangenen Jahrzehnt nach der globalen Finanzkrise von 2008 verschärft und dazu geführt, dass beispielsweise am US-Aktienmarkt im Durchschnitt mehr Kapital aus Unternehmen an Investor*innen abfließt, als umgekehrt durch diese in börsennotierte Unternehmen investiert wird (Fichtner 2020).

Die zweite Möglichkeit umfasst die Einwerbung von sogenanntem Eigenkapital – im Englischen *Equity* genannt – das vor allem aus privaten oder öffentlich (an der Börse) gehandelten Geschäftsanteilen wie beispielsweise Aktien besteht. Sowohl außerbörsliches als auch börsengehandeltes Eigenkapital verleiht den Investor*innen als Miteigentümer*innen von Unternehmen in der Regel Mitbestimmungsrechte bei deren Jahreshauptversammlungen sowie Aufsicht über die Geschäftsführung. Zudem müssen Unternehmen bei dieser Finanzierungsform den Investor*innen Teile ihrer Gewinne in Form von Dividenden abgeben. Deshalb gilt Eigenkapital als teuer und wird typischerweise zu Beginn der Wachstumsphase eines Unternehmens gewählt (sogenannter *Primärmarkt*). Wie jedoch bereits erwähnt, können durch Aktienmärkte auch mehr Unternehmensgewinne an Investor*innen abfließen, als Kapital für Investitionen in Unternehmen investiert wird. Dies betrifft vor allem Investitionen in den sogenannten Sekundärmarkt, auf dem bereits ausgegebene Aktien gehandelt werden.

Die dritte und am häufigsten genutzte Finanzierungsmöglichkeit für Investitionen ist die Finanzierung durch Schulden. Die beiden Hauptinstrumente sind einerseits Kredite und andererseits Anleihen (engl. *Bonds*) sowie andere festverzinsliche Wertpapiere (engl. *Securities*). Diese Finanzierungsinstrumente unterscheiden sich hinsichtlich der beteiligten Akteure und ihrer Nutzung in

verschiedenen Volkswirtschaften. Bankkredite werden sowohl von KMUs als auch von großen börsennotierten Aktiengesellschaften aufgenommen, während Unternehmensanleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere vor allem von letzteren emittiert werden. Dies liegt daran, dass der direkte Zugang zum Kapitalmarkt umfassende Vorabinvestitionen in den Bereichen Offenlegung, Berichterstattung sowie eine bestimmte Unternehmensgröße (z.B. Umsatzstärke) erfordert. Während Bankkredite mit einem Anteil von 75% nach wie vor den Hauptanteil an der Unternehmensfinanzierung in Europa ausmachen, spielen Kapitalmärkte beispielsweise in den USA eine deutlich wichtigere Rolle.

Zusammenfassend ist es jedoch entscheidend zu betonen, dass die Investitionsbereitschaft von Unternehmen in der Realwirtschaft insbesondere von der erwarteten Profitabilität abhängt – vor allem im Bereich erneuerbarer Energien, die typischerweise hohe Vorabinvestitionen erfordern (Christophers 2024). Diese ist eng mit der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verknüpft, wie bereits der britische Ökonom John Maynard Keynes vor etwa 100 Jahren hervorhob. Im Bereich nachhaltiger Investitionen spielen daher insbesondere Faktoren wie die öffentliche und private Nachfrage nach nachhaltigen Produkten und Dienstleistungen, staatliche Anreize (sowohl finanzieller als auch regulatorischer Art) sowie die Verlässlichkeit und Berechenbarkeit angekündigter politischer und regulatorischer Maßnahmen eine vorrangige Rolle.¹

Doch auch im Hinblick auf die Verringerung von Investitionen in klimaschädlichen Bereichen, wie beispielsweise der Förderung fossiler Energieträger, ist weiterhin erhebliches politisches Handeln erforderlich. Die großen Öl- und Gaskonzerne investieren aufgrund der hohen Profitabilität dieser Aktivitäten nach wie vor kräftig – auch in neue Fördergebiete – sowohl aus den üppigen Gewinnrücklagen der letzten Jahre, bedingt durch hohe Ölpreise infolge des russischen Angriffs auf die Ukraine, als auch durch Kredite und Kapitalmarktinstrumente (urgewald et al. 2025). Im Zuge der Sustainable-Finance-Regulierung innerhalb der EU und

¹ Für progressive Politikempfehlungen im Bereich der Finanzregulatorik und Geldpolitik, siehe Wullweber et al. 2025.

der zwischenzeitlichen Stigmatisierung klimaschädlicher Investments spielen dabei sogenannte »Schattenkohlenstofffinanzierungsstrukturen« (Schairer et al. 2025), die von Nicht-Bankenintermediären (NBFI) genutzt werden, eine immer wichtigere Rolle. Die im folgenden Abschnitt diskutierten Einflussmöglichkeiten privatwirtschaftlicher Akteure auf Investitionsentscheidungen realwirtschaftlicher Unternehmen müssen daher nicht nur im Hinblick auf die Ermöglichung nachhaltiger Investitionen, sondern auch zur Verhinderung umweltschädlicher Investitionen betrachtet werden.

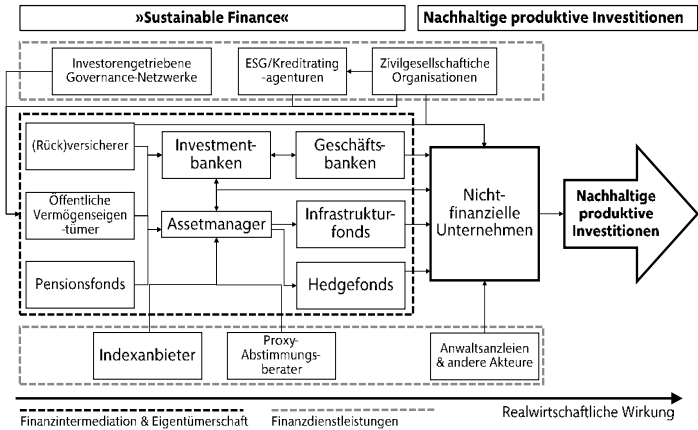
2.2 Welchen Einfluss haben private Finanzakteure auf nachhaltige bzw. klimaschädliche Investitionen in der Realwirtschaft?

Die Finanzierung nachhaltiger (oder klimaschädlicher) Investitionen in der Realwirtschaft umfasst je nach Finanzinstrument unterschiedliche Finanzmarktakteure. Abhängig von ihrer Position und Rolle im Finanzsystem verfügen verschiedene Finanzmarktakteure zumindest theoretisch über unterschiedliche *Einflusskanäle* (engl. *Channels of Influence*), um Finanzströme von klimaschädlichen hin zu nachhaltigeren Wirtschaftsaktivitäten umzuleiten (Fichtner et al. 2025). Abbildung 4 gibt einen Überblick über diese verschiedenen Finanzmarktakteure, deren genaue Rolle und Einflusskanäle im Folgenden näher erläutert werden.

Banken sind die Hauptakteure² in der Kreditvergabe und die einzigen privaten Finanzinstitutionen, die Geld »aus dem Nichts« schöpfen können (Bundesbank 2017). Daher haben Banken über ihre Kreditvergabe grundsätzlich einen großen Einfluss auf die Finanzierung neuer, nachhaltigerer Aktivitäten, aber auch auf die Aufrechterhaltung bereits bestehender, klimaschädlicher Aktivitäten, beispielsweise durch Zusatzvorschriften oder Kreditkonditionen (z.B. Zinssätze). Allerdings stehen Banken wie alle kapitalistischen Unternehmen in Konkurrenz zueinander, was ihren

² In den letzten Jahren ist das Volumen sogenannter Privatkredite, die direkt von Investmentfonds vergeben werden, immer weiter angestiegen. Eine Diskussion über die Rolle von Privatkrediten bei der Finanzierung fossiler Energien und klimabezogener Risiken im Finanzsystem findet sich bei Schairer et al. 2025.

Abbildung 4: Private Finanzmarktakteure und ihre Bezüge zu Sustainable Finance und nachhaltigen realwirtschaftlichen Investitionen



Quelle: Fichtner et al. 2025, Übersetzung d.A.

Handlungsspielraum erheblich einschränkt – insbesondere hinsichtlich der Reduzierung von Krediten für hochprofitable, aber klimaschädliche Aktivitäten (z.B. fossile Energien). Zudem finanzieren Banken nach wie vor zu wenige nachhaltige Projekte, da diese durch eine vergleichsweise geringere Profitabilität bei gleichzeitig höheren Ausfallrisiken eine niedrige *Bankfähigkeit* (engl. *Bankability*) aufweisen. Hinzu kommt, dass immer mehr Banken ihr Geschäftsmodell auf Finanzmarktaktivitäten ausrichten und konventionelle (d.h. klimaschädliche) Vermögenswerte von der gegenwärtigen Bankenregulierung bevorzugt werden (Aguila et al. 2025).

Im Gegensatz zu Krediten werden Aktien, Unternehmensanleihen und festverzinsliche Wertpapiere von großen institutionellen Finanzinvestoren wie Vermögensverwaltern (z.B. *BlackRock*), Versicherungsunternehmen (z.B. *Allianz Global Investors*), Pensionsfonds (z.B. *APG*) und anderen NBFIs finanziert. Allerdings spielen Banken, insbesondere Investmentbanken, auch bei diesen Finan-

zierungsinstrumenten eine zentrale Rolle als sogenannte *Zeichner* (engl. *Underwriting*). Möchte ein Unternehmen Aktien, Anleihen oder andere Wertpapiere zur Kapitalaufnahme ausgeben, benötigt es in der Regel eine Bank, die die Abnahme dieser Finanzanlagen garantiert und dem Unternehmen diese *versichert* – daher auch die gleichlautende Bedeutung von *Underwriting* im Versicherungswesen. Üblicherweise werden bereits im Vorfeld Kaufinteressenten unter den genannten großen institutionellen Investoren gesucht, und der Verkauf wird auf sogenannten *Roadshows* organisiert. Dennoch haben auch hier Banken einen gewissen Handlungsspielraum, bestimmte Aktien und Anleihen nicht mehr abzusichern (Fichtner et al. 2025).

Da diese Finanzierungsinstrumente vorrangig von etablierten Großunternehmen genutzt werden, ist auch ihr Anteil an der Finanzierung treibhausgasintensiver Wirtschaftsaktivitäten entsprechend hoch. Dementsprechend finanzieren nicht nur Banken, sondern in erheblichem Maße auch große Vermögensverwalter wie *BlackRock*, *Vanguard*, *PIMCO* (der zur deutschen Versicherungsgesellschaft *Allianz SE* gehört) sowie weitere institutionelle Investoren massiv fossile Energien (Flinders/Buller 2023). Es ist jedoch wichtig, zu betonen, dass Vermögensverwalter typischerweise nicht ihr eigenes Kapital, sondern das Geld anderer institutioneller Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Kirchen und großer Privatuniversitäten verwalten. Daher können eben jene institutionellen Investoren, die letztlich auch das Geld von Klein- und Privatanleger*innen verwalten, durch ihre Investitionsentscheidungen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen großer Aktiengesellschaften nehmen. Allerdings geben Vermögensverwalter die Investitionspräferenzen institutioneller Anleger (z.B. Pensionskassen) und deren Kund*innen häufig nicht ausreichend wieder, was sich auch darin zeigt, dass sie bisher überwiegend gegen klimafreundliche Resolutionen gestimmt haben (Baines/Hager 2022; Golland et al. 2022). Dabei ist die Weigerung, bestimmte Aktien und Anleihen zu kaufen bzw. bereits gehaltene Wertpapiere zu verkaufen (engl. *Divestment*), einer der zentralen Einflusskanäle institutioneller Investoren sowie anderer NBFIs (Langley et al. 2021).

Zusätzlich zu diesen Finanzmarktakteuren spielen auch verschiedene Finanzdienstleister eine wichtige Rolle bei der Lenkung von Kapitalflüssen und Investitionen. Zum einen werden Anleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere von Ratingagenturen hinsichtlich ihrer Kreditwürdigkeit bewertet, zum anderen werden mittlerweile auch börsennotierte Aktiengesellschaften in Bezug auf ihr Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsverhalten (ESG) bewertet. Diese ESG-Bewertungskriterien können potenziell das Anleger*innenverhalten beeinflussen und dadurch indirekt Kapitalströme lenken. Allerdings bestehen, wie in Kapitel 1 erwähnt, erhebliche Probleme hinsichtlich der Aussagekraft von ESG-Klassifizierungssystemen. Zudem bedeutet eine hohe ESG-Bewertung nicht zwangsläufig, dass ein Unternehmen sich besonders klimafreundlich verhält, sondern vielmehr, dass es vergleichsweise wenigen finanziellen Risiken aus diesen drei Teilbereichen ausgesetzt ist – häufig im Zusammenhang mit Schadensersatzklagen, anderen Rechtsstreitigkeiten oder Reputationsrisiken. Dies bedeutet jedoch auch, dass ebensolche Klagen sowie andere zivilgesellschaftliche Aktivitäten, die auf die Reputation eines Unternehmens abzielen, direkten Einfluss auf die ESG-Bewertungen haben und dadurch indirekt auch die Aktienkurse dieser Unternehmen beeinflussen können (Fichtner et al. 2025).

Darüber hinaus treffen viele große Vermögensverwalter, wie z.B. BlackRock, ihre Anlageentscheidungen nicht mehr selbst, sondern bilden stattdessen einen Index nach, etwa den US-amerikanischen Dow Jones oder den deutschen Aktienindex DAX (Fichtner et al. 2017). Diese breit gestreuten Aktienfonds können an der Börse (engl. *Stock Exchange*) gehandelt werden und werden daher auch *Exchange Traded Funds*, kurz ETFs, genannt. Dies verleiht Indexanbietern wie S&P oder MSCI eine signifikante Rolle bei den Anlageentscheidungen großer passiver Vermögensverwalter (BlackRock, Vanguard und State Street, allesamt US-amerikanisch). Entscheidet ein Indexanbieter, die Aktie eines bestimmten Unternehmens aus einem bestimmten Index zu entfernen, führt dies typischerweise zu massiven Verkäufen dieser Aktie (Petry et al. 2021). Deshalb ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Erstellung von Indizes ein zentraler Einflusskanal

für Indexanbieter. Dies gilt insbesondere, wenn diese nicht nur auf unvollständigen und teilweise irreführenden ESG-Daten beruhen, sondern stattdessen die tatsächliche Wirkung der Investitionen in Bezug auf nachhaltige produktive Wirtschaftsaktivitäten abbilden (Busch et al. 2021; Caldecott et al. 2022).

Des Weiteren nehmen die großen passiven Vermögensverwalter ihre Mitbestimmungsrechte, die sich aus den von ihnen gehaltenen Aktien ergeben, meist aus Kostengründen gar nicht selbst wahr, sondern lagern ihre Abstimmungsentscheidungen an sogenannte *Proxy-Abstimmungsberater* aus. Auf deren Empfehlung hin stimmen sie dann bei den Jahreshauptversammlungen der jeweiligen Unternehmen ab. Dieses Geschäftsfeld wird derzeit von einem Duopol aus nur zwei Unternehmen beherrscht: Zum einen *Institutional Shareholder Services (ISS)*, das zur *Deutschen Börse AG* gehört, und zum anderen das US-amerikanische Unternehmen *Glass Lewis*. Das Machtpotenzial dieser kaum bekannten Finanzdienstleistungsunternehmen zeigte sich 2021, als eine Mehrheit der Aktionäre überraschenderweise auf der Jahreshauptversammlung des weltweit größten privaten Ölkonzerns *Exxon-Mobil* für die Abwahl dreier bisheriger und die Einsetzung von drei neuen, nachhaltigkeitsorientierteren Geschäftsführern stimmte. Der einflussreiche Proxy-Abstimmungsberater ISS hatte im Vorfeld empfohlen, für diese Resolution zu stimmen, was dazu führte, dass die großen passiven Vermögensverwalter allesamt ebenfalls für die neue Geschäftsführung votierten. Dieses Beispiel zeigt, dass Abstimmungsempfehlungen zugunsten nachhaltigkeitsfördernder Resolutionen auf Jahreshauptversammlungen börsennotierter Unternehmen einen potenziell starken Einflusskanal darstellen können. In der Praxis wird dieser jedoch nur selten genutzt, nicht zuletzt aufgrund der relativen Unbekanntheit dieser speziellen Finanzdienstleister.

Jenseits von Resolutionen und Abstimmungen auf Jahreshauptversammlungen steht insbesondere großen institutionellen Investoren, die Aktien eines Unternehmens halten, auch die Möglichkeit direkter Treffen mit der Geschäftsführung offen (engl. *Direct Engagement*). Diese Treffen sind in der Regel nicht öffentlich und bieten daher die Möglichkeit einer diskreten Einflussnahme auf

Unternehmensentscheidungen (Muñoz et al. 2021). Erste Studien zeigen, dass diese Form der Einflussnahme in bis zu 60% der Fälle erfolgreich ist (Kölbel et al. 2020). Allerdings nutzen viele institutionelle Investoren und Vermögensverwalter diesen Einflusskanal nicht für nachhaltigkeitsbezogene Zwecke, selbst wenn ein Fonds als *nachhaltig*, *grün* oder *ESG* gelabelt wird – ein Phänomen, das Fichtner et al. 2023 als *ESG-Shareholder-Engagement-Lücke* bezeichnen.

Ein weiterer Einflusskanal für private Finanzakteure betrifft die Festlegung (finanz-)industriespezifischer Nachhaltigkeitsstandards sowie die Bildung von Nachhaltigkeitskoalitionen innerhalb und zwischen verschiedenen Interessensverbänden. In den letzten Jahren haben sich zahlreiche Governance-Netzwerke, Allianzen und Koalitionen zur Förderung von Nachhaltigkeit in der Finanzindustrie gebildet. Dazu zählen beispielsweise die *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ), die *Institutional Investors Group on Climate Change* (IIGCC), die *Paris Aligned Asset Owners Initiative* (PAAOI) und viele weitere. Solche Koalitionen existieren sowohl im privaten als auch im öffentlichen und zivilgesellschaftlichen Bereich (Tischer/Ferrando 2024). Grundsätzlich können diese Koalitionen durch Informationsaustausch, Standardsetzung für Dekarbonisierungspfade und -ziele, klimabezogene Offenlegungen, die Überwachung von CO₂-Fußabdrücken und ähnliche Maßnahmen die grüne Transformation vorantreiben (MacLeod/Park 2011; Kawabata 2019). Besonders im Bereich von Abstimmungen über Resolutionen auf Jahreshauptversammlungen sowie in direkten Gesprächen mit Unternehmensleitungen können diese Einflusskanäle unterstützend wirken. Allerdings sind im Laufe der letzten Jahre unter zunehmendem politischen Druck seitens der Republikanischen Partei in den USA sowie anderer rechtskonservativer Parteien und Regierungen zahlreiche Nachhaltigkeitskoalitionen der Finanzindustrie kollabiert. So haben beispielsweise die meisten großen Versicherungsfirmen die GFANZ-Initiative *Net-zero Insurers Alliance* (NZIA) verlassen, ebenso wie zahlreiche Banken und Vermögensverwalter (hauptsächlich aus den USA) die entsprechenden Initiativen *Net-zero Banking Alliance* (NZBA) und *Net-zero Asset Managers* (NZAM).

2.3 Mit Geld Gutes tun? Möglichkeiten und Grenzen des privaten Portfolios

Welche Rolle können Individuen, wie Kleinanleger*innen und Sparer*innen, im nachhaltigen Finanzwesen spielen? Auch hier gibt es prinzipiell die klassischen Möglichkeiten, Finanzierung für mehr Nachhaltigkeit zu ermöglichen: erstens durch Eigenkapital und zweitens durch Darlehen. Die Finanzierung von Eigenkapital erfolgt meist über Fonds, wie ETFs, ESG- oder Impact-Fonds. Darlehen für mehr Nachhaltigkeit vergeben Sparer*innen zwar meist nicht direkt, können aber durch Festgeldkonten oder Anteile an nachhaltigen Banken indirekt den Spielraum der Banken erweitern, solche Kredite zu finanzieren.

Im Folgenden werden diese beiden Optionen diskutiert. Zusätzlich gibt es drittens außerhalb des formalen Finanzsystems alternative, direkte Finanzierungsformen wie Spenden und Crowdfunding, die Möglichkeiten zur Förderung nachhaltiger Aktivitäten in Wirtschaft und Gesellschaft bieten. Auf diese gehen wir in Kapitel 4 ein.

Um Nachhaltigkeit durch mehr Eigenkapital zu fördern, können Anleger*innen ihr Geld in verschiedenen Fonds anlegen oder Aktien direkt kaufen. Börsengehandelte Indexfonds (ETFs) gelten als besonders sichere Anlageform und sind daher auch bei nachhaltigen Geldanlagen sehr beliebt. Nachhaltige Fonds orientieren sich beispielsweise an den bereits erwähnten ESG-Kriterien. Neben der unklaren Wirkung solcher Gelder, insbesondere wenn sie auf dem Sekundärmarkt erworben werden, ist auch die Nachhaltigkeitskomponente umstritten.

Es gibt keine einheitlichen Standards für solche Fonds, sodass Finanzdienstleister eine große Macht darin haben, zu definieren, was »ESG« und »nachhaltig« bedeuten soll (Golka 2024). Das Greenwashing-Potenzial ist entsprechend hoch (Schultz/Senn 2021). Wenn über nachhaltige Fonds tatsächlich eine Nachhaltigkeitswirkung erzielt werden soll, müsste diese durch die aus dem Aktienbesitz resultierende Mitbestimmung entstehen, welche jedoch oft nicht ausreichend wahrgenommen wird (siehe dazu ausführlicher Unterpunkt 2.2). Ausnahmen bilden Individuen und Nichtregierungsorganisationen, die Aktien gezielt kaufen, um ei-

nen solchen Einfluss auszuüben (Stichwort »Shareholder-Aktivismus«).³

Der Wirkungskanal bei sogenannten Impact-Fonds und -Investitionen gestaltet sich etwas anders. Diese Fonds investieren nicht nur in Aktien großer börsennotierter Unternehmen, sondern stellen auch Eigenkapital außerhalb der Börse bereit, beispielsweise für Start-ups, mit dem Ziel, eine nachhaltige Wirkung zu erzielen. Aus der Perspektive der Anleger*innen ist festzuhalten, dass das finanzielle Risiko hier oft deutlich höher ist und die Nachhaltigkeitswirkung noch weniger klar definiert und häufig intransparent bleibt (Golka 2024). Kritisiert wird zudem, dass sich die zugrunde liegende Idee von Nachhaltigkeit und deren Wirkung zu sehr an den Präferenzen und Weltbildern reicher Philanthrop*innen orientiere und so zu globalen Ungleichheiten beitrage, anstatt diese zu verringern (Stolz/Lai 2020).

Um den Unzulänglichkeiten der bereits erwähnten Optionen zu entgehen, könnten Anleger*innen gezielt Aktien nachhaltiger Unternehmen kaufen. Dies hat den Vorteil, dass klar ersichtlich ist, an welches Unternehmen das Geld fließt. Der konkrete Umgang mit dem Geld bleibt aber vage. Außerdem ist die Auswahl stark davon eingeschränkt, welche Unternehmen überhaupt Aktien ausgeben. Dabei handelt es sich meist um sehr große Unternehmen, die häufig nicht oder zumindest nicht ausschließlich durch nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten Einnahmen erzielen. Ein weiterer Nachteil besteht im hohen finanziellen Risiko: Der Kurs einer einzelnen Aktie kann stark schwanken. Dies ist einer der Hauptgründe, weshalb ETFs und andere Indexfonds als Möglichkeit der Risikostreuung besonders beliebt geworden sind, insbesondere im Bereich der privaten Altersvorsorge.

Die zweite Finanzierungsoption sind Darlehen. Solche werden zwar von privaten Anleger*innen meist nicht direkt vergeben, doch je nach Bank und gewählter Kontovariante kann man als Anleger*in den Spielraum für Darlehen zur Förderung nachhaltiger Aktivitäten in einer Gesellschaft durchaus vergrößern. Zwar

³ Ein Beispiel dafür ist der Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre.

können Banken eigenständig Geld schöpfen, um Kredite zu vergeben. Sie müssen jedoch stets ausreichend liquide sein, um gegebenenfalls anfallende Bargeldnachfragen von Kund*innen bedienen zu können. Mit Festgeldkonten bei nachhaltigen Banken (siehe Unterpunkt 2.4) können Anleger*innen also den Spielraum für Darlehen erweitern. Diese haben den Vorteil, dass sie erstens an eine ganze Bandbreite von Akteur*innen vergeben werden können und nicht nur an börsennotierte Unternehmen, und zweitens nur dann aufgenommen werden, wenn tatsächlich eine Investition ansteht (siehe Abbildung 3). Im Vergleich zu einigen ETFs sind die Zinsen, die für ein solches Festgeldkonto gezahlt werden, jedoch aktuell recht gering – schließlich gilt im Zweifel auch für die Handlungsspielräume von Kleinanleger*innen, dass man sich bei steigenden Kursen von Öl- und Rüstungskonzernen Nachhaltigkeit leisten können muss.

2.4 Wie nachhaltig sind Banken in Deutschland?

Der Bankensektor ist in zweierlei Hinsicht mit der Klimakrise verbunden. Zum einen finanzieren Banken umwelt- und klimaschädliche Industrien. Zum anderen sind Banken und damit die Finanzstabilität physischen sowie Transitionsrisiken ausgesetzt, weshalb diese eine zunehmende Rolle in der Bankenaufsicht spielen. Mit Regulierungen im Offenlegungsbereich, wie der CSDR und SFDR (siehe Kapitel 1), wurde zunächst eine Datengrundlage für die Aufsichtsbehörden und Anleger*innen geschaffen. Darauf aufbauend konzentrieren sich Nachhaltigkeitsregulierungen vor allem auf das ESG-Risikomanagement.

Im Dezember 2019 veröffentlichte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ein sektorübergreifendes Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken für alle Finanzmarktakteure. Knapp ein Jahr später veröffentlichte die Europäische Zentralbank (EZB) einen Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken. Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) hat Leitlinien für das ESG-Risikomanagement erstellt, die alle Banken unter EZB-Aufsicht verpflichten, ESG-Risiken im Kreditgeschäft zu berücksichtigen und über ihr nachhaltiges Kreditportfoliomanagement zu berichten (Kopp et al. 2021: 34). Vor allem diese Regulierungen

und die damit verbundenen Regulierungsrisiken zwingen Banken dazu, sich intensiver mit der Klimakrise auseinanderzusetzen. Der WWF kommt zu dem Ergebnis, dass die Verbesserungen der klima- und umweltschützenden Maßnahmen von Banken als Reaktion auf den regulatorischen Druck umgesetzt wurden (ebd.: 71).

Regulierungen im Bereich der Nachhaltigkeit konzentrieren sich bisher vor allem darauf, die negativen Auswirkungen der Klimakrise auf den Bankensektor selbst sowie auf die Finanzstabilität einzudämmen. Für die Begrenzung der Erderwärmung ist jedoch entscheidend, wie viele Emissionen durch das von Banken bereitgestellte Kapital in der Realwirtschaft noch freigesetzt werden. Regulierungen in diesem Bereich werden erst diskutiert, weshalb es bislang nur unverbindliche Absichtserklärungen von Banken gibt, einen Beitrag zum Klimaschutz leisten zu wollen. Im Juni 2020 wurde die Selbstverpflichtung des deutschen Finanzsektors zur Erreichung der Ziele des Pariser Klimaabkommens veröffentlicht, und im Februar 2021 wurde die *Net Zero Banking Alliance Germany (NZBAG)* gegründet. Das Ziel der beteiligten Banken ist es, ihre Kredit- und Investmentportfolios mit den Pariser Klimazielen in Einklang zu bringen.

Mit der Eigenbezeichnung *Paris-kompatibel* meinen Banken meist die Absichtserklärung, bis 2050 oder 2045 klimaneutral zu werden. Entscheidend ist hierbei, ob sich die Bank auf finanzierte Emissionen bezieht, also auf die sogenannten *Scope-3-Emissionen*, die indirekt durch Kreditvergabe und Investitionen (den Kauf von Aktien und Anleihen) verursacht werden. Maßnahmen zur Reduktion der direkten Emissionen einer Bank (*Scope 1 und 2*), z.B. verursacht durch eigene Gebäude und Geschäftsreisen, haben dagegen eher symbolischen Charakter. Ein erstes wichtiges Kriterium dafür, ob eine Bank den Klimaschutz ernst nimmt, ist daher, ob sie ihr Kreditportfolio klimaneutral umgestalten möchte oder lediglich Ökostrom in den eigenen Filialen einsetzen will. Eine glaubhafte Zielsetzung erfordert Zwischenziele sowie klimawissenschaftlich anerkannte CO₂-Reduktionspfade für Kredit- und Investmentportfolios. Neben speziellen Nachhaltigkeitsbanken wie der *GLS Bank* formulieren vor allem große Banken (z.B. *Deutsche Bank*, *Commerzbank*, *DZ Bank*, *ING*, *DKB*, *KfW*, *LBBW*) das Ziel eines klima-

neutralen Kreditportfolios, teilweise begleitet von entsprechenden Net-Zero-Strategiepapieren. Allerdings veröffentlicht nur noch ein Teil dieser Banken für einzelne Sektoren Reduktionspfade und Zwischenziele für finanzierte Emissionen (Wilhelm et al. 2023: 12).

Für die Umsetzung einer klimabezogenen Steuerung von Kreditportfolios müssen makroökonomische Klimaziele in mikroökonomische Entscheidungen im Kreditgeschäft übersetzt werden. Dazu müssen Banken zunächst die Auswirkungen ihrer Portfolios auf das Klima messen und transparent darstellen. Als wichtigste Kennzahl dienen hierbei die finanzierten Emissionen. Diese werden anhand der CO₂-Emissionen der Unternehmenskunden berechnet und den Banken anteilig entsprechend der Höhe der Finanzierung zugeordnet. Neben dem absoluten Wert der finanzierten Emissionen ist auch die Treibhausgasintensität des Kreditportfolios von Bedeutung, welche die finanzierten Emissionen pro Millionen Euro angibt. Für die Berechnung der finanzierten Emissionen existieren spezielle Methoden, wie die des *Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF)*, sowie Initiativen wie der *Verein für Umweltmanagement und Nachhaltigkeit in Finanzinstituten (VfU)*, die Banken bei der Umsetzung unterstützen. Die *2 Degrees Investment Initiative (2DII)* hat speziell für Finanzinstitute ein Tool zur Klimaszenarioanalyse von Finanzportfolios entwickelt: das *Paris Agreement Capital Transition Assessment (PACTA)*. Die *Science Based Targets Initiative (SBTi)* unterstützt Banken und andere Akteure des Finanzmarktes dabei, klimawissenschaftlich fundierte Ziele und Reduktionspfade festzulegen.

Wenn Banken mit diesen Initiativen zusammenarbeiten, kann dies als positives Signal gewertet werden – bisher ist dies vereinzelt vor allem bei den zuvor genannten Großbanken der Fall (Wilhelm et al. 2023: 13). Allerdings berechnen auch diese meist nur einen Teil ihrer finanzierten Emissionen. Laut EZB hat im Jahr 2022 keine der 109 Banken unter ihrer Aufsicht für ausreichende Transparenz gesorgt. Lediglich 15% legten zumindest teilweise ihre finanzierten Emissionen offen (EZB-Bankenaufsicht 2022: 2). Eine Ausnahme bilden hierbei Nachhaltigkeitsbanken, die – wie im Fall der GLS Bank – ihr gesamtes Portfolio offenlegen und darlegen, warum ihre finanzierten Emissionen mit den Pariser Klimazielen vereinbar sind.

Für die tatsächliche Reduktion der finanzierten Emissionen müssen Banken auf drei Ebenen Steuerungsinstrumente für die Kreditvergabe entwickeln. Zum einen sind dies positive Kriterien, also nachhaltige Geschäftsbereiche, die bevorzugt finanziert werden. Viele Banken setzen sich das Ziel, bestimmte Anteile ihrer Kredit- und Investmentportfolios ESG-konform zu gestalten. Um diese Ziele zu erreichen, können Banken grüne Kredite zu vergünstigten Konditionen anbieten oder eigene Green Bonds herausgeben. Die *Green Asset Ratio* (GAR) einer Bank gibt den Anteil der Kredite und Investitionen an, die den Kriterien der EU-Taxonomie entsprechen. Je nachdem, in welchen Geschäftsbereichen eine Bank vor allem tätig ist, kommt es bei diesen Kennzahlen auf deren prozentuale Veränderung an; absolute Zahlen sagen dagegen meist wenig aus. Dennoch werben Banken häufig damit, eine bestimmte Summe beispielsweise in erneuerbare Energien zu investieren.

Neben der Förderung nachhaltiger Wirtschaftsaktivitäten sind zweitens Ausschlusskriterien ein wichtiges Instrument von Banken, etwa für Kohlekraft. Entscheidend ist die Stringenz der Kreditvergaberichtlinien: Eine Bank kann beispielsweise Kohlekraft in der Projektfinanzierung ab 2030 ausschließen, jedoch nicht in der Unternehmensfinanzierung. Die Aufdeckung solcher Schlupflöcher lässt Rückschlüsse darauf zu, ob eine Bank ernsthaft aus der Kohlefinanzierung aussteigen möchte oder dies aus Reputationsgründen verschleiert. In manchen Sektoren ist konsequentes Divestment wichtig, in anderen sollte sich die Bank bemühen, die Kunden bei der eigenen Transformation zu unterstützen. Als drittes Steuerungsinstrument sind deshalb technologische Mindestanforderungen für treibhausgasintensive Sektoren nötig, mit denen Banken die Produktionsweise der finanzierten Unternehmen beeinflussen können. In ihren Sektorleitlinien macht z.B. die staatliche Förderbank KfW ihren Unternehmenskunden aus den Bereichen Strom, Eisen und Stahl, Automobilität, Luftfahrt, Schifffahrt sowie dem Gebäudesektor Vorschriften, welche Technologien oder CO₂-Intensitäten bis wann sie noch verwendet werden dürfen.

Die Wirkung von Nachhaltigkeitsstrategien im Bankensektor zuverlässig zu beurteilen, ist aus mehreren Gründen schwierig. Eine der zentralen Herausforderungen ist die mangelnde Daten-

grundlage: Nur wenige Banken erfassen ihre finanzierten Emissionen vollständig, viele berechnen sie noch gar nicht. Hinzu kommt, dass es bislang keine einheitliche Definition von ESG-Kriterien gibt, was die Gefahr von Greenwashing erhöht. Zwar sollen die EU-Taxonomie und der EU-Green-Bond-Standard (siehe Kapitel 1) gemeinsam ein einheitliches Klassifikationssystem für nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten schaffen, doch werden die zugrunde liegenden Kriterien vielfach als unzureichend bewertet. Trotz öffentlichkeitswirksamer Nachhaltigkeitsversprechen finanzieren viele Banken weiterhin klimaschädliche Projekte, wie den Abbau von Erdöl und Kohle (urgewald et al. 2025). Diese Diskrepanz zwischen Außendarstellung und tatsächlichem Handeln verdeutlicht eine erhebliche Informationsasymmetrie zugunsten der Banken, die auch die Regulierung erschwert. Laut BaFin und EZB erfüllen Banken selbst verbindliche aufsichtliche Anforderungen nicht. Im Jahr 2021 kam die BaFin zu dem Ergebnis, dass nur 13% der Banken über Methoden zur ESG-Risikosteuerung verfügen (BaFin 2021: 18). Nur knapp über die Hälfte der Banken verfolgt das Ziel der ESG-Risikosteuerung (ebd.: 20). Das von der EZB geforderte Self-Assessment der Banken Anfang 2021 zeigte, dass auch auf europäischer Ebene keine Bank die Anforderungen des EZB-Leitfadens für Klimarisiken vollständig umsetzte. Bereits 2020 kam die EZB zu der Einschätzung, dass die Offenlegungsanforderungen nur unzureichend erfüllt werden (Buchmüller et al. 2022: 20).

Insgesamt stehen Banken und Regulierungsbehörden vor dem gemeinsamen Problem, mit sämtlichen Maßnahmen – sowohl zur Begrenzung der Klimakrise als auch zur Abwehr der damit verbundenen Bedrohung der Finanzstabilität – zu spät begonnen zu haben. Wie die BaFin selbst anführt, wird das 1,5-Grad-Ziel spätestens 2030 verfehlt (BaFin 2021: 3). Dennoch gilt als 1,5-Grad-konform, wer bis 2050 klimaneutral sein möchte, und Banken können sich als Paris-kompatibel bezeichnen, ohne dafür Rechenschaft ablegen zu müssen. Das Aufdecken von Greenwashing ist äußerst schwierig, und Behörden sind auf Whistleblower*innen angewiesen. Im Jahr 2025 verhängte die Staatsanwaltschaft Frankfurt erstmals in Europa ein Bußgeld wegen Greenwashing bei Finanzprodukten: 25 Millionen Euro muss die Vermögensverwaltung und Deutsche-

Bank-Tochter DWS zahlen, weil sie sich unter anderem als Marktführer im ESG-Bereich bezeichnete, ohne ihr Kerngeschäft entsprechend zu verändern. Die ehemalige Nachhaltigkeitschefin der DWS hatte die Vorwürfe selbst erhoben und so die Ermittlungen in Gang gesetzt. In diesem Zusammenhang wurde auch der WWF kritisiert, der an der Zusammenstellung eines angeblich nachhaltigen Fonds der DWS beteiligt war und jährlich eine Million Euro dafür erhielt, dass die DWS mit dem WWF-Logo werben durfte. Der Umweltverband kündigte an, zukünftig nicht mehr mit einzelnen Finanzunternehmen zusammenzuarbeiten (Von Ondarza/Blum 2025). Als eine von wenigen NGOs bewertet der WWF die Nachhaltigkeit deutscher Banken, bisher in den zwei Bankenratings 2020 und 2021, welche jeweils die größten Banken aller drei Säulen des deutschen Bankensektors umfassen: Privatbanken, Genossenschaftsbanken sowie öffentlich-rechtliche Banken (Sparkassen und Landesbanken).

Neben der Zielsetzung und dem transparenten Monitoring wurde überprüft, inwiefern die Banken Klimastrategien im Kerngeschäft und in der Unternehmensführung integriert haben, welche nachhaltigen Finanzprodukte sie anbieten und ob der Verlust der Biodiversität berücksichtigt wird. Die Bewertung erfolgte in den Bereichen Klima & Umwelt sowie Biodiversität für das *Private* und *Corporate Banking* anhand einer fünfstufigen Skala, die von *Nachzügler* bis *Visionär* reicht. Weder 2020 noch 2021 erreichte eine Bank eine der beiden besten Kategorien. Hauptsächlich wurde kritisiert, dass Banken Nachhaltigkeit nicht systematisch in die Kreditvergabe und Unternehmensstrategien integrieren. Deutsche Banken nutzen darüber hinaus kaum das Angebot internationaler Initiativen wie der *SBTi* und *2DII* und waren unzureichend auf die zunehmenden Regulierungen vorbereitet (Clean Energy Wire 2020). *DKB*, *ING* und *LBBW* schnitten 2020 am besten ab und erhielten die drittbeste Bewertung. 2021 konnten die *Deutsche Bank*, *Commerzbank*, *DZ Bank*, *HSBC Trinkhaus & Burkhardt* sowie die *HypoVereinsbank* zu dieser Kategorie aufschließen. Als Bewertungsgrundlage dienen öffentlich verfügbare Dokumente, die durch von den Banken beantwortete Fragebögen und Interviews ergänzt werden. Neben dem WWF bewerten die

NGOs *Facing Finance* und *urgewald*, inwieweit die von Banken veröffentlichten Richtlinien für Kreditvergabe und Investitionsentscheidungen den vielfältigen sozialen und ökologischen Kriterien der NGOs entsprechen. Zusätzlich zum *Fair Finance Guide* gibt es Fallstudien mit Praxisbeispielen tatsächlicher Finanzierungen. Das Rating umfasst auch Nachhaltigkeitsbanken wie die *GLS Bank*, die *Tomorrow Bank* und die *EthikBank*. Diese führen das Rating von 2024 an und erfüllen die Nachhaltigkeitskriterien zu 91% bis 97%. Mit 68% und 60% folgen die *Sparkasse KölnBonn* und die *LBBW*, mit 57% die *Deutsche Apotheker- und Ärztebank* sowie die *ING*, mit 47% die *DKB* und die *DZ Bank*. Die *Deutsche Bank*, die *HypoVereinsbank* und die *Commerzbank* erreichen hier nur noch etwa 40% (*Fair Finance Guide Deutschland* 2025). Der mit Abstand größte Geldgeber in Deutschland für fossile Industrien ist die *Deutsche Bank*: Von 2023 bis 2024 steigerte sie die Finanzierung fossiler Unternehmen sogar um über 2 Milliarden auf 8,4 Milliarden US-Dollar (*urgewald* 2025).

Die bisherigen Berichte von NGOs und Aufsichtsbehörden deuten nicht darauf hin, dass Banken in Deutschland ihren Selbstverpflichtungen gerecht werden und einen Beitrag zum Klima- und Umweltschutz leisten. Ob sich die verschiedenen Bankentypen hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeit unterscheiden, lässt sich pauschal nicht beantworten, da private, öffentlich-rechtliche und genossenschaftliche Banken unterschiedliche Bereiche abdecken. Sparkassen und Genossenschaftsbanken versorgen häufig kleine Kund*innen in der Fläche, sind lokal verankert und verfügen über langjährig gewachsene Kundenbeziehungen. Private Großbanken finanzieren hingegen Industrien und Projekte weltweit. Verschiedene Kreditportfolios müssen unterschiedlich transformiert werden; entscheidend ist, ob das Management einer Bank diese Aufgabe erkannt hat und ernsthaft angehen will. Weitere Regulierungen sind unerlässlich, um den Druck zu erhöhen. Wer sicherstellen möchte, dass die eigene Bank nachhaltige Kredite vergibt und die Klimakrise nicht weiter anheizt, sollte sein Geld bei einer der Nachhaltigkeitsbanken anlegen.

3. Sustainable Finance und der Staat

Die Schaffung eines nachhaltigen Finanzwesens lässt sich mit gutem Recht als ursprünglich zivilgesellschaftliches Projekt verstehen. Im 20. Jahrhundert waren es vor allem Initiativen aus der Friedensbewegung, den Kirchen und Umweltbewegungen. Sie kritisierten und schlossen jene Investitionen aus, die in die Rüstungsindustrie fließen sollten oder in Unternehmen, deren Geschäftsmodell auf ökologischer Zerstörung oder Menschenrechtsverletzungen in globalen Produktionszusammenhängen beruhte. Eine stärkere Verzahnung mit staatlicher Macht und globaler Politik kristallisierte sich jedoch bereits im Zuge des sogenannten Erdgipfels in Rio de Janeiro (Brasilien) 1992 und der in Kapitel 1 erwähnten UNEP-Initiative heraus. Mit der Etablierung eines globalen Klimaregimes lässt sich sogar feststellen, dass Sustainable Finance zu einem transnationalen politischen Projekt geworden ist. Artikel 2.1c des Pariser Klimaabkommens von 2015 verpflichtet die unterzeichnenden Regierungen schließlich dazu, die globalen Finanzflüsse in Einklang zu bringen mit einem Pfad zu niedrigen Treibhausgasemissionen und klimaresilienter Entwicklung. Dies wirft grundsätzliche Fragen darüber auf, in welchem Maße und mit welchen Instrumenten Staaten diese Verpflichtung zu erfüllen versuchen (Cunha et al. 2021; Mertens/van der Zwan 2025).

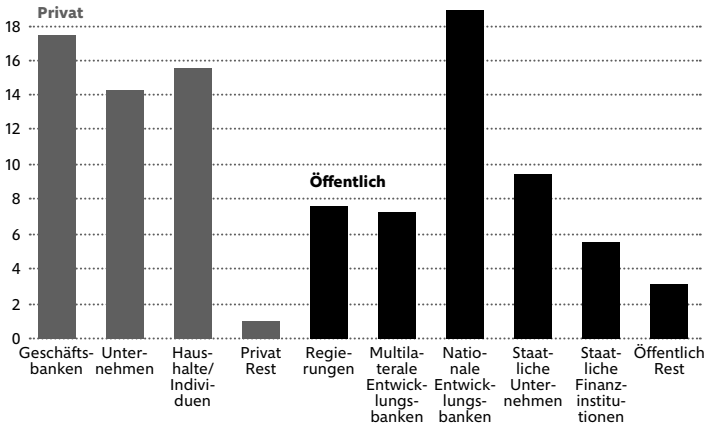
Dieses Kapitel befasst sich mit der Rolle des Staates bei der Transformationsfinanzierung und der Konstruktion eines nachhaltigen Finanzsystems. Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass der Staat eine entscheidende Rolle bei der Mobilisierung und Steuerung von Finanzmitteln für die globale Energiewende spielt. Die wissenschaftlichen und zivilgesellschaftlichen Bewertungen dieser Rolle sind jedoch sehr unterschiedlich. Diese Uneindeutigkeit resultiert zum einen aus der Vielfalt staatlicher Akteure, deren Handlungen oft widersprüchlich sein können. Zum anderen liegt sie an verschiedenen staatstheoretischen Auffas-

sungen und damit verbundenen unterschiedlichen Erwartungen darüber, über welche Machtressourcen ökonomische und politische Eliten verfügen und zu welchen Zwecken sie diese einsetzen.

Betrachten wir den bedeutenden Bereich der Sustainable Finance, der sich auf Klimaschutz und Klimaanpassung bezieht, so zeigt sich schnell, dass es sich dabei keineswegs nur um ein Projekt zur Umlenkung vornehmlich privater Finanzströme handelt. Mehr als 50% der tatsächlich investierten Mittel für die globale Klimafinanzierung stammen aus öffentlichen Quellen (vgl. Abbildung 5). Neben Regierungen, staatseigenen Unternehmen und staatlichen Finanzinstitutionen sind es vor allem öffentliche Entwicklungs- und Förderbanken, die im Jahr 2022 gemeinsam etwa ein Viertel der Mittel – rund 372 Mrd. US-Dollar – bereitgestellt haben. Zwar liegt diese Summe deutlich unter den Beträgen, die verschiedene Schätzungen als notwendig erachten (siehe Kapitel 1), doch stellt sie einen ersten Hinweis auf die Bedeutung des Staates im Bereich Sustainable Finance dar bzw. auf die Tatsache, dass private Finanzakteure längst nicht in dem Maße in die Transformation investieren, wie von ihnen erwartet wird. Welche konkreten Instrumente, Zielsetzungen und Verteilungsimplicationen mit dieser Konstellation verbunden sind, bedarf jedoch einer genaueren Betrachtung. Dies ist nicht zuletzt deshalb zentral, weil Sustainable Finance als politisches Projekt trotz seiner Verankerung in internationalen Institutionen höchst umstritten und keineswegs hegemonial ist. Gleichzeitig eröffnen sich dadurch auch Möglichkeiten für ein alternatives Verständnis von Staatlichkeit und Nachhaltigkeit im Finanzwesen.

Im Folgenden gehen wir auf verschiedene Dimensionen der staatlichen Rolle im Bereich Sustainable und Green Finance ein. Dabei beleuchten wir zunächst die Politikfelder, durch die die öffentliche Hand Einfluss auf die finanzielle Gestaltung sozial-ökologischer Transformationsprozesse nimmt oder nehmen kann. Hier lassen sich direkte Formen der Intervention – wie etwa die Finanzierung von Infrastruktur, Eigentum an Energieunternehmen und Verbote emissionsintensiver Aktivitäten – von indirekten Formen – wie Anreizen und regulatorischer Rahmensetzung zur Ermöglichung nachhaltiger Investitions- und Konsumpraktiken – abgren-

Abbildung 5: Öffentlicher und privater Anteil an der globalen Klimafinanzierung, 2022 (in %)



Quelle: Climate Policy Initiative (CPI) 2023; eigene Darstellung

zen. Während direkte Formen ein höheres Steuerungspotenzial besitzen, stehen sie zugleich stärker im Konflikt mit den dominanten Produktions- und Lebensweisen liberal-kapitalistischer Gesellschaften, insbesondere mit individueller Freiheit und Privateigentum. Im zweiten Schritt fokussieren wir uns dann genauer auf zwei Akteursgruppen und Politikfelder: zum einen auf Zentralbanken und die Ausrichtung der Geldpolitik an Nachhaltigkeitszielen; zum anderen auf staatliche Investitions- bzw. Förderbanken und ihre Rolle in einer »grünen Industriepolitik«.

3.1 Vom De-Risking zum öffentlichen Eigentum – Varianten staatlicher Interventionen in der Transformationsfinanzierung

Beschränken wir uns auf die Interventionsformen demokratischer Staaten in Hocheinkommensökonomien, wird schnell deutlich, dass auch im Bereich Sustainable Finance ein klassisches Spannungsverhältnis besteht: Regierungen sind einerseits von kapitalistischem Wachstum und privaten Interessen abhängig, andererseits benötigen sie die Legitimität der Wähler*innen und

stehen unter dem Druck, das Gemeinwohl zu verwirklichen. Wie können Staaten unter diesen Bedingungen die Finanzierung von Transformationsprozessen vorantreiben, und welche Kapazitäten werden dafür benötigt?

Aus kritischer Perspektive wird häufig hervorgehoben, dass im Kontext internationaler Klimafinanzierung oder auch nationaler Industriepolitik die staatliche Rolle in der Transformation vor allem darin besteht, Risiken für privates Kapital abzufedern. Grüne – und teilweise auch soziale – Investitionen werden oft als risikoreich und wenig rentabel eingeschätzt. In diesem Zusammenhang spricht man von *De-Risking* (Gabor/Braun 2025). Fiskalpolitische, geldpolitische und finanzmarktpolitische Interventionen sollen die Risiko-Ertrags-Profile von Vermögenswerten und Projekten, die für die sozial-ökologische Transformation bedeutsam sind, so verändern, dass sie für profitorientierte private Investitionen attraktiv werden. Staatliche Garantien, Haftungsübernahmen oder Vorzugsfinanzierungen für bestimmte Vorhaben sind Beispiele für ein solches *De-Risking*. Die dabei entstehende Verteilungsproblematik besteht darin, dass Mitnahmeeffekte auftreten können (Bulfone et al. 2022). Unternehmen können höhere Erträge realisieren oder Dividenden ausschütten, die mittelbar durch öffentliche Gelder subventioniert sind. Bei Scheitern oder Verzögerung von Projekten werden hingegen zunächst staatliche Gelder herangezogen. Aus diesem Grund wird im Zusammenhang mit *De-Risking* von einer *Sozialisierung von Verlusten und Privatisierung von Gewinnen* gesprochen. Diese Tendenz wurde in großem Maßstab deutlich bei staatlichen Bankenrettungen, etwa in der Finanzkrise nach 2007, oder in Programmen zu Unternehmensfinanzierungen während der Covid-19-Pandemie. Gleichwohl sind die meisten Formen staatlicher Wirtschaftsförderung in kapitalistischen Gesellschaften – sei es durch direkte Subventionen, Steuervergünstigungen oder finanzielle Risikoübernahmen – mit dieser Tendenz behaftet.

Eine Antwort auf die Verteilungsrisiken einer solchen Strategie staatlicher Transformationsfinanzierung ist daher die verstärkte Einführung von Bedingungen für Haftungsübernahmen oder Subventionen (sogenannte *Konditionalitäten*). Erhält ein Unter-

nehmen beispielsweise eine Steuererleichterung zur Entwicklung grüner Technologien, kann im Zuschussvertrag eine zukünftige Gewinnbeteiligung der öffentlichen Hand festgelegt werden. Gewährt der Staat einem Unternehmen Zuschüsse für Maßnahmen zur Dekarbonisierung der Produktion, kann die erzielte Reduktion der Treibhausgasemissionen in den Kriterienkatalog aufgenommen werden. Der *Inflation Reduction Act (IRA)* der US-Regierung unter Joseph Biden verbindet sogar ökologische mit sozialen Konditionalitäten, wie etwa die Verpflichtung der Empfänger*innen – die im Bereich der erneuerbaren Energien tätig sind – Arbeitschutzrechte und Löhne zu stärken.

Die mittelfristige Bewertung des IRA und seiner gesellschaftlichen Wirkung steht noch aus, doch das Programm verweist bereits auf die Möglichkeit einer noch stärker staatszentrierten Strategie im Bereich der Transformationsfinanzierung. Eine solche Strategie diszipliniert private Investoren und Unternehmen entweder durch staatliche Zwangsmittel – das heißt, sie setzt strikte Vorgaben für die Investitionslenkung (siehe unten) – oder übernimmt selbst im großen Umfang sozial-ökologische Investitionen auf Basis der fiskalischen Macht der öffentlichen Hand (Downey/Blyth 2025). Diese Strategie müsste auf der Ausgabenseite des Staates eine Priorisierung ökologischer und sozialer Zielsetzungen vorsehen, einschließlich der Abschaffung fossiler Subventionen und der Reform bestehender Schuldenregeln. Auf der Einnahmeseite würde sie bei der Besteuerung großer Vermögen und fossiler Produzenten ansetzen, um eine sozial und klimapolitisch ausgerichtete Fiskalpolitik zu unterstützen (Chancel 2022; vgl. Kapitel 4).

Ein unmittelbarer Kanal einer staatszentrierten Transformationsfinanzierung zeigt sich in der Möglichkeit, öffentliche Fonds – sei es Staatsfonds oder Sozialversicherungskassen – stärker an Nachhaltigkeitskriterien auszurichten. In Deutschland betrifft dies vor allem die Anlageregeln der Sozialversicherungsträger, wie der gesetzlichen Rentenversicherung, sowie die Anlagerichtlinien des einzigen (kleinen) Staatsfonds KENFO. Tatsächlich gibt es Hinweise darauf, dass solche Fonds ein Treiber für den Ausstieg aus fossilen Industrien (*Fossil Fuel Divestment*) sein können, nicht zuletzt, weil zivilgesellschaftliche Akteure hier einen besonderen

Hebel für Transparenz und Klimazielerorientierung bedienen können (Egli et al. 2022). Des Weiteren besteht für Staaten das Potenzial, nachhaltige Beschaffungspraktiken zu etablieren sowie staats-eigene Unternehmen zu dekarbonisieren und sich in der sozialen Dimension beispielsweise an Tariftreueregelungen zu orientieren. Allerdings zeigen Daten, dass trotz des Fortbestands fossiler Subventionen – die sich im Jahr 2022 laut *Internationalem Währungsfonds* global auf beeindruckende sieben Billionen US-Dollar beliefen (Black et al. 2023) – Staaten vor allem in kohlenstoffintensive Sektoren investieren. Zwar gibt es erfolgreiche Beispiele für den Ausstieg staatseigener Unternehmen aus der Kohlewirtschaft (wie *Engie* in Frankreich) oder für strategische Neuausrichtungen (wie *Ørsted* in Dänemark), doch die Abhängigkeit vieler Staaten von den Einnahmen ihrer fossilen Unternehmen oder von ihrer eigenen fossilen Energieproduktion stellt erhebliche Hürden dar. Dies gilt nicht nur für die staatliche chinesische Kohlewirtschaft (die für etwa 14% der historischen CO₂-Emissionen verantwortlich ist) oder für staatliche Erdölproduzenten wie Saudi Aramco (das allein 3,6% verursacht hat), sondern auch für die Verflechtungen zentraler Industriezweige (Deutschland) oder staatlicher Investitionsvehikel (Norwegen) mit *Kohlenstoffkapital* (Babic/Dixon 2023; Carbon Majors Database 2024).

Diese Erkenntnisse weisen auf grundlegende Probleme bei der Realisierung staatszentrierter Transformationsfinanzierung hin, die unter anderem mit einem übermäßigen Vertrauensvorschuss gegenüber staatlichen Akteuren verbunden sind. Zum einen wurden in den vergangenen Jahrzehnten die für eine effektive staatliche Lenkung der Transformationsfinanzierung erforderlichen Staatskapazitäten ideologisch sowie administrativ und finanziell erheblich geschwächt und sind heute selbst in sogenannten fortgeschrittenen kapitalistischen Ländern höchst ungleich vorhanden. Zum anderen kommt der Widerstand gegen progressive Transformationsfinanzierung sowie eher zurückhaltende regulatorische Eingriffe teilweise aus den Staatsapparaten selbst. Die Interessenkonflikte innerhalb von Regierungen sowie die zunehmende Stärke autoritärer Kräfte in Staaten machen eine stärkere Nachhaltigkeitsorientierung unwahrscheinlicher.

Die Widersprüche und Potenziale werden wir im Folgenden für Zentralbanken und öffentliche Banken im Einzelnen diskutieren. Vor dem Hintergrund der hier skizzierten Interventionsmöglichkeiten ist jedoch zunächst der Status quo von Sustainable Finance besser nachvollziehbar. Dieser verfolgt neben einigen progressiven wie auch regressiven Formen des De-Riskings vor allem einen regulatorischen und ordnungspolitischen Ansatz. Insofern Sustainable Finance dezidiert als eine nichtstaatliche Form der Finanzierung sozial-ökologischer Maßnahmen verstanden wird, tritt der Staat hier vor allem als Rahmensetzer in Erscheinung.

Im Mittelpunkt stehen dabei vor allem Klassifizierungssysteme für nachhaltige Investitionen, sogenannte Sustainable-Finance-Taxonomien (vgl. auch Kapitel 1). Sie stellen einen Kriterienkatalog dar, auf dessen Basis eingeschätzt werden soll, ob und in welchem Maße ein Vermögenswert beziehungsweise eine ökonomische Aktivität ein definiertes Nachhaltigkeitsziel unterstützt. Damit ein solcher Kriterienkatalog von der Finanzwirtschaft – Banken, Fondsanbieter, Pensionskassen – angewendet werden kann, müssen Unternehmen zahlreiche Berichtspflichten erfüllen, um die erforderlichen Datenpunkte für die jeweilige Einschätzung zu liefern. Umgekehrt müssen Finanzunternehmen wiederum gegenüber der Finanzaufsicht berichten, inwiefern ihre Bilanzen nachhaltige und nicht-nachhaltige Anlagen ausweisen und damit möglicherweise ein Stabilitätsrisiko für den Finanzmarkt darstellen. Im Idealfall und bei entsprechender staatlicher Sanktionierungsfähigkeit verhindern solche Kriterienkataloge, dass Nachhaltigkeit auf den Finanzmärkten willkürlich definiert wird und Investoren sowie Unternehmen leichtfertig Greenwashing betreiben können. Zugleich funktionieren sie vor allem über Transparenz und sind daher in erster Linie als Leitplanken für eine marktbasierte sozial-ökologische Transformation zu verstehen.

Im Jahr 2024 gab es der Weltbank zufolge weltweit 47 solcher Taxonomien, wobei nur zwei Regionen über verpflichtende und umfassend ausgestaltete Kataloge verfügen: China und die Europäische Union (Stewart et al. 2024). Die EU-Taxonomie ist aufgrund ihrer finanziellen und geografischen Reichweite sowie der Verbindung mit dem Europäischen Grünen Deal wohl das bekannt-

teste Klassifikationssystem. Zudem verfügt sie über einen verhältnismäßig umfangreichen institutionellen Rahmen und ist mit zahlreichen Berichtspflichten und Aufsichtsregeln verzahnt. Allerdings ist dieser im Zuge der zweiten Von-der-Leyen-Kommission einem umfassenden politischen Angriff unter den Schlagworten *Vereinfachung*, *Entbürokratisierung* und *Wettbewerbsfähigkeit* ausgesetzt (Mertens/van der Zwan 2025). Die Kritik am europäischen Taxonomie-Rahmen stammt jedoch nicht nur aus dem rechten politischen Spektrum, sondern verweist auch auf grundlegende Probleme eines solchen transparenz- und marktbasierten regulatorischen Rahmens.

Wie in Kapitel 1 und 2 bereits erwähnt, sind die Festlegungen, was als »nachhaltig« oder »grün« zu bezeichnen ist, höchst umstritten, und Taxonomien suggerieren einen Konsens, wo keiner besteht. Die Verhandlungen über die EU-Taxonomie haben gezeigt, dass die Interessen von Unternehmen und Umweltorganisationen auch hier sehr ungleich repräsentiert sein können und sich am Ende politisch-ökonomische Kriterien sowie mitgliedstaatliche Machtpolitik durchsetzen. In diesem Fall konnten Gas und Atomkraft – unter konkreten Bedingungen – als nachhaltig eingestuft werden, was zu erheblichen Protesten und Zynismus bei Beobachter*innen und Beteiligten geführt hat. Zum anderen vermeiden die existierenden Taxonomien üblicherweise klare Ausschlusskriterien, also einen Katalog »dreckiger Vermögenswerte«, der die Refinanzierungsmöglichkeiten fossiler Unternehmen schärfer und unmittelbarer beschneiden würde. Damit verbunden ist das bisherige Fehlen sozialer Maßstäbe in einer grünen Taxonomie sowie die Schwierigkeiten, auf dieser Basis eine soziale Taxonomie zu entwerfen.

Doch auch eine soziale Taxonomie muss sich dem Einwand stellen, dass Klassifikationssysteme für Investoren vor allem die Entwicklung von Finanzmärkten und Finanzprodukten vorantreiben und damit den Bock zum Gärtner machen. Politische Entscheidungsträger*innen delegieren die Gestaltung der Transformation an die Finanzmärkte in der Hoffnung, dass die aus den Taxonomien resultierenden Preissignale ausreichend sind und die Widerstände, die in politischen Aushandlungen und öffentlicher

Finanzierung zutage treten, umgangen werden können. Dass Kapital jedoch weiterhin dorthin fließt, wo die höchsten Erträge zu erzielen sind, wird durch die bisherigen regulatorischen Maßnahmen nicht verhindert. Im Jahr 2024 beliefen sich die Finanzierungszusagen und Garantien der 65 größten Banken für fossile Industrien auf knapp 870 Milliarden US-Dollar – 165 Milliarden US-Dollar mehr als noch 2023 (urgewald et al. 2025).

So lässt sich festhalten, dass der regulatorische Rahmen deutlich verschärft werden muss. Gesetzgeber, Finanzaufsichtsbehörden und supranationale Netzwerke wie das *Network for Greening the Financial System* müssen über ihre bisherigen Maßnahmen hinaus darauf hinwirken, dass nicht-nachhaltige Finanzaktivitäten deutlich teurer werden. Andernfalls ist davon auszugehen, dass weder die Unterfinanzierung sozial-ökologischer Projekte noch die Klimarisiken in den Bilanzen der Finanzakteure ausreichend adressiert werden. Die Rolle des Staates im Bereich Sustainable Finance könnte sich dann vor allem als Rettungswagen und Bad Bank für gestrandete Vermögenswerte erweisen – und somit eine Sozialisierung der Verluste in einer gleichzeitigen Klima- und Finanzkrise bedeuten.

Festhalten lässt sich also, dass der Staat in unterschiedlicher Kapazität die Finanzierung einer sozial-ökologischen Transformation vorantreiben kann – unter anderem sowohl durch direkte Finanzierung als auch durch die Gestaltung des regulatorischen Rahmens. Offensichtlich ist jedoch auch, dass diese Rolle bislang unzureichend ausgefüllt wird, politisch umkämpft ist und sich verschiedenen Widersprüchen von Staatlichkeit und Steuerung in gewinnorientierten Finanz- und Produktionssystemen stellen muss. Bei all diesen Formen staatlicher Intervention stellt sich die Frage, wie die Kosten der Transformation verteilt werden und wie Maßnahmen einer gerechten Finanzierung effektiv und effizient umgesetzt werden können. Im Folgenden gehen wir daher auf die konkreten Potenziale und Hürden bei zwei (quasi-)staatlichen Akteuren ein: Zentralbanken sowie öffentliche Investitions- bzw. Förderbanken.

3.2 Zentralbanken und grüne Geld- und Finanzstabilitätspolitik

Zentralbanken haben in den vergangenen Jahren als Akteure durch wiederholte Wirtschaftskrisen und die Klimakatastrophe an Sichtbarkeit gewonnen. Dabei tätigen Zentralbanken selbst keine Investitionen in die sozial-ökologische Transformation, sondern versuchen vielmehr, die Entwicklung von Preisen und Risiken auf den Geld- und Kapitalmärkten zu stabilisieren. Dadurch beeinflussen sie die Kauf-, Spar- und Investitionsentscheidungen von Haushalten und Unternehmen sowie die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Diese herausragende Entscheidungsgewalt – die besonders deutlich wird, wenn Zentralbanken beispielsweise Wertpapiere von Staaten und Unternehmen ankaufen und damit deren Glaubwürdigkeit auf den Märkten stärken – hat Hoffnungen auf eine progressive Wende »weg vom Markt« hin zu »mehr Staat« geweckt. Gleichzeitig ertete eine solche »technokratische Utopie« mit der Zentralbank am Schalthebel Kritik: Denn mit ihren Instrumenten kann sie theoretisch zu einer besseren Verteilung zugunsten grünerer Wirtschaftsaktivitäten oder zu mehr Verhandlungsmacht von Arbeitnehmer*innen beitragen. Allerdings tritt dabei in den Hintergrund, dass gesellschaftliche Konflikte in diesen Bereichen politisch ausgetragen werden könnten oder sollten und dass technokratisches Handeln auch langfristig legitimiert werden muss (z.B. durch eine Änderung der europäischen Verträge, einschließlich des Zentralbankmandats).

Nach rund zehn Jahren verstärkten Engagements vieler Zentralbanken in Nachhaltigkeitsfragen auf internationaler Ebene kann sich das Lager der Skeptiker*innen tendenziell bestätigt sehen: In der EU etwa ist das Prinzip der Marktneutralität in der Geld- und Finanzstabilitätspolitik weiterhin fest verankert und wurde nicht durch eine Orientierung an einer sozial-ökologischen Transformation ersetzt. Das Prinzip besagt kurzgefasst, dass die Zentralbank nicht in Marktentscheidungen eingreifen soll, und ist eine Interpretation eines Absatzes in den europäischen Verträgen. Dieser lautet, dass die Europäische Zentralbank (EZB) »im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb« für einen effizienten Ressourceneinsatz handeln soll (EU 2012).

Angesichts der weitverbreiteten Erkenntnis, dass der Klimawandel als das »Ergebnis des größten Marktversagens der Welt« erscheint (Nicholas Stern in: Benjamin 2007), bleibt das starke Festhalten an Marktentscheidungen erklärungsbedürftig. Im Folgenden soll daher nachgezeichnet werden, was den Trend zu grüner Zentralbankpolitik zunächst ausgelöst hat, welche unterschiedlichen Ansätze und Instrumente diskutiert wurden und welche letztendlich umgesetzt wurden.

Was es bedeutet, dem Markt die Entscheidungen zu überlassen, lässt sich gut anhand des Investitionskalküls einer Bank oder einer Vermögensverwaltung veranschaulichen. Diese entscheiden maßgeblich anhand des Risiko-Rendite-Profiles einer Investition, ob sie Geld verleihen bzw. investieren oder nicht (Wullweber et al. 2025). Seit der Liberalisierung der Finanzmärkte in den 1970er-Jahren orientiert sich auch die öffentliche Geld- und Finanzstabilitätspolitik zunehmend an diesem Kalkül: Während Zentralbanken in der Nachkriegszeit in einigen europäischen Ländern noch *Kreditlenkung* betrieben und im Namen der Regierung beispielsweise gezielt Investitionen in bestimmte Industrien anordneten, liegt ihre Aufgabe heute in der indirekten *Steuerung* ansonsten »freier« Investitionsentscheidungen (Monnet 2018). In ihrer heutigen Funktion nehmen Zentralbanken somit eine sensible Position ein: Einerseits sind sie »Teil des Finanzsektors« und müssen diesen davon überzeugen, dass ihre Politiken die private Entscheidungsautonomie nicht übermäßig einschränken. Dabei greifen Zentralbanken meist auf wissenschaftlich fundierte Ansätze (wie etwa Modellierungen) zurück und rahmen ihre Argumente in der Sprache des Risikos (Thiemann 2024). Andererseits sind sie »Teil des Staates« und müssen Politik und Zivilgesellschaft vermitteln, dass ihre Entscheidungen nicht nur privaten, sondern auch öffentlichen Interessen dienen (Aguila/Wullweber 2025).

An dieser sensiblen Schnittstelle zwischen privater und öffentlicher Legitimität setzte der Diskurs über die Nachhaltigkeitsorientierung von Zentralbanken an: Zum einen reagierte der Finanzsektor selbst mit neuen ökologischen und sozialen Produktklassen sowie Selbstverpflichtungen (siehe Kapitel 1 und 2). Zum anderen nutzten zivilgesellschaftliche Organisationen, Parlamente und ei-

nige Vorreiter-Zentralbanken die Gunst der Stunde, um Nachhaltigkeit als zentrales Thema der Zentralbankpolitik zu etablieren (Quorning 2024). Wie in Kapitel 1 erläutert, war dabei die Rahmung des Klimawandels als finanzielles Risiko – bestehend aus physischen Risiken, Transitionsrisiken und Klagerisiken – ausschlaggebend. Darüber hinaus machten weitere Konzepte deutlich, dass die Klimakrise zwei Hoheitsgebiete der Zentralbank berührt: Im Bereich der Finanzstabilität werden Risiken üblicherweise anhand historischer Daten bemessen. Analysen zeigten jedoch, dass die finanziellen Risiken des Klimawandels zukunftsbezogen sind und für sich genommen klein, in der Summe aber groß und vernetzt auftreten können (*Green Swan Events*) (Bolton et al. 2020). Marktentscheidungen können beispielsweise dazu führen, dass die Risiko-Rendite-Profile fossiler Vermögenswerte so lange attraktiv bleiben, bis eine Stimmungsumkehr oder Krise zu einem massiven Wertverlust (*Stranded Assets*) beiträgt und dadurch die Finanzmarktstabilität gefährdet wird (*Carbon Bubble*) (Carbon Tracker Initiative 2011). Mit Blick auf das Preisstabilitätsmandat von Zentralbanken wurde der Klimawandel wiederum als Preistreiber über drei Kanäle diskutiert: Neben den Schäden des Klimawandels kann eine veraltete Wirtschaftsstruktur ebenso die Inflation erhöhen (z.B. durch eine hohe Abhängigkeit von fossilen Energieträgern) wie grüne Politiken selbst (*Climateflation, Fossilflation & Greenflation*) (Schnabel 2022).

Inwieweit diese Analysen handlungsleitend geworden sind, lässt sich näherungsweise durch einen Vergleich der international führenden Zentralbanken – der USA, Großbritanniens, des Euroraums, Japans und Chinas – bewerten. Dabei fällt auf, dass insbesondere die europäische, die britische und die chinesische Zentralbank das Thema aktiv bearbeitet haben, während die US-amerikanische und die japanische Zentralbank weniger in Erscheinung traten (Di Leo et al. 2023). Obwohl dies eine Vorreiterrolle unter anderem der EU nahelegt, sei an die unterschiedlichen Formen staatlicher Interventionen erinnert, die einleitend in diesem Kapitel dargestellt wurden: Demnach lässt sich das stärkere Engagement der EU auch dadurch erklären, dass grüne Zentralbankpolitiken typisch für ihren indirekten regulatorischen Ansatz

sind – während die USA etwa mit dem IRA grüne Unternehmen direkt förderten. Somit repräsentiert die europäische Zentralbankpolitik eine *Variante* von international stärker sichtbaren grünen Staatseingriffen. Inwieweit dies jedoch tatsächlich einem »Mehr an Staat« in der Wirtschaft gleichkommt, wird in den kritischen Wissenschaften derzeit kontrovers diskutiert: Ein Lager sieht in der EZB-Klimapolitik eine Reorientierung weg von der Marktgläubigkeit hin zu Ideen der Kreditlenkung in neuem Gewand (Van't Klooster/Prodani 2025). Das andere Lager versteht die sichtbare Hand der Zentralbank als Zeichen einer ausgeprägten Ko-Abhängigkeit zwischen Staaten und Finanzmärkten und attestiert dem aktuellen risikobasierten Ansatz einen Mangel an Steuerungsfähigkeit (Kedward et al. 2024).

Ein Abgleich der möglichen, politisch intensiver diskutierten und tatsächlich umgesetzten Politiken verdeutlicht, warum es derzeit schwierig ist, abschließend zu beurteilen, wie viel Neues in der EU-Zentralbankpolitik angesichts der Klimakatastrophe steckt (siehe Tabelle 1 auf der folgenden Seite). Mit Blick auf die möglichen und in der EU diskutierten grünen Zentralbankpolitiken wird zunächst deutlich, dass eine große Bandbreite an Instrumenten existiert, von denen jedoch nur ein Teil näher in Betracht gezogen wurde (Aguila/Wullweber 2024). Darüber hinaus klafft eine erhebliche Lücke zwischen den Politiken, die im politischen Raum intensiv diskutiert werden, und jenen, die tatsächlich umgesetzt wurden. Jede dieser Politiken ist nicht zuletzt deshalb kontrovers, weil sie – im Unterschied zum dominanten Ansatz von Kriterienkatalogen – die Risiko-Rendite-Profile von Investitionen tatsächlich direkt verändern könnte. Deshalb soll im Folgenden kurz der Mechanismus einer Auswahl dieser Instrumente erläutert werden, bevor der Stand der Umsetzung in der EU skizziert wird.

Im Bereich der Geldpolitik spielt eine entscheidende Rolle, gegen welche Vermögenswerte Banken Liquidität von der Zentralbank erhalten können (siehe die Punkte 1.2 und 1.3 in Tabelle 1). Häufig handelt es sich dabei um Vermögenswerte mit geringem Ausfallrisiko und hoher Handelbarkeit, die in den sogenannten *Besicherungsrahmen* der Zentralbank aufgenommen werden, beispielsweise Schuldverschreibungen großer Unternehmen oder

Tabelle 1:**Mögliche und eingeführte grüne Zentralbankpolitiken (Auswahl)**

	In der EU diskutiert	In der EU eingeführt
Geldpolitische Maßnahmen		
1.1 »Differenzierte Zinssätze«, bzw. grüne längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO)	√	X
1.2 Aufnahme grüner Vermögenswerte in den EZB-Besicherungsrahmen	√	√
1.3 Ausschluss klimaschädlicher Vermögenswerte aus dem EZB-Besicherungsrahmen (aber: seit 2025, »Klimafaktor«)	√	X
Außerordentliche geldpolitische Maßnahmen		
2.1 Gezielter Ankauf von grünen Anleihen im Rahmen von Anleihekäufen (<i>Quantitative Easing</i>) (seit 2021 wieder <i>Quantitative Tightening</i>)	√	X
2.2 Gezielter Verkauf von klimaschädlichen Anleihen im Rahmen von Anleihekäufen (seit 2021 wieder <i>Quantitative Tightening</i>)	√	X
Finanzstabilitätsorientierte Maßnahmen		
3.1 Senkung der Eigenkapitalanforderungen für grüne Kredite, <i>Green Supporting Factor</i>	√	X
3.2 Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für klimaschädliche Kredite, <i>Dirty Penalizing Factor</i>	√	X
3.3 Prudenzielle Transitionspläne	√	√
3.4 Kreditausfallgefährdungsgrenzen und systemischer Risikopuffer	√	X
Kreditlenkung		
4.1 Maßnahmen über den Finanzsektor: Quantitative Mindest- und Maximalbeträge für die Kreditvergabe; Verbote	X	X
4.1 Maßnahmen über den Produktivsektor: Garantien für grüne Projekte; Obergrenzen für die Finanzierung klimaschädlicher Unternehmen; Kauf von Anleihen oder Gewährung von Darlehen an Unternehmen; Erwerb von Eigenkapital grüner Unternehmen und Gewährleistung der Ausübung von Aktionärsrechten auf Direktinvestitionen	Garantien für grüne Projekte √ Andere X	Garantien für grüne Projekte √ Andere X
4.3 Finanzierung von grünen oder Entwicklungsbanken: Kapitalisierung oder Kauf von Anleihen, die von Entwicklungsbanken oder grünen Investitionsbanken ausgegeben werden	X	X
4.4 Finanzierung der Fiskalpolitik: Ankauf von grünen Staatsanleihen und Gewährung von Darlehen oder Überziehungskrediten an Staatskassen	X	X

Quelle: angelehnt an Aguila/Wullweber 2024

Staaten. Die Aufnahme in diesen Rahmen verbessert üblicherweise nochmals ihre Bewertung bei den Marktteilnehmer*innen. Im Rahmen grüner Zentralbankpolitiken hat die EZB bisher *Green Bonds* und *Sustainability-Linked Bonds* in ihren Besicherungsrahmen aufgenommen. Klimaschädliche Vermögenswerte wurden hingegen lange Zeit nicht aus dem Besicherungsrahmen ausgeschlossen, bzw. ihr Anteil daran nicht reduziert. Im Sommer 2025 kündigte die EZB jedoch an, einen Klimafaktor einzuführen, der die gute Bewertung klimaschädlicher Vermögenswerte künftig herabsetzen könnte (EZB 2025).

Im Bereich der Finanzstabilität bestimmt der Anteil des Eigenkapitals, den Banken und andere Akteure für ihre Investitionen hinterlegen müssen, maßgeblich, wie teuer die Kreditaufnahme für produzierende Unternehmen wird. Da sich der Stabilitätsrahmen jedoch vornehmlich auf vergangene und nicht auf zukünftige Risiken ausrichtete, kam es zu Konflikten: Zunächst wurde diskutiert, die Eigenkapitalhinterlegung zu reduzieren, wenn Banken grüne Kredite vergeben. Während dieser Vorschlag aufgrund von Stabilitätsbedenken abgelehnt wurde, fand auch eine höhere Eigenkapitalhinterlegung für die Kreditvergabe an klimaschädliche Sektoren keine Mehrheit. Hier waren neben Stabilitätsbedenken auch implizit die Sorge um die Profitabilität der Banken ausschlaggebend. Anstelle dieser beiden Maßnahmen wurden jedoch prudenzielle Transformationspläne eingeführt, die ab 2026 überwachen sollen, ob Banken gegenüber Klimarisiken ausreichend vorbereitet sind und den Transformationspfad der Realwirtschaft unterstützen bzw. nicht behindern.

Im letzten Bereich der Kreditlenkung haben insbesondere Entwicklungsbanken eine Aufwertung ihrer Rolle erfahren, vor allem im Bereich der Finanzgarantien (siehe folgenden Unterpunkt). Finanzierungsmechanismen, wie z.B. die Herausgabe von Staatsanleihen durch die Zentralbank ohne Einbeziehung von Banken als Zwischenhändler – die sogenannte monetäre Staatsfinanzierung – gelten jedoch weiterhin als Tabu. Ein weiteres Tabu besteht im Bereich quantitativer Investitionsvorgaben für den Banken- und Produktivsektor. Im Gegensatz zur Orientierung an den Risiko-Rendite-Kalkülen privater Finanzakteure käme hier staatlichen Zielvorgaben und Steuerungsformen eine größere Bedeutung zu.

Wo, zwischen Kreditlenkung und marktorientiertem Risikoansatz, steht nun der europäische Weg in der grünen Zentralbankpolitik? Am besten lässt sich der aktuelle Ansatz wohl als »Zuckerbrot *ohne* Peitsche« beschreiben (Kedward et al. 2024). Das heißt: Im Laufe der politischen Aushandlungen hat derjenige Teil der Politiken Bestand, der grüne Investitionen indirekt fördert – beispielsweise durch die Aufnahme von Green Bonds in den EZB-Besicherungsrahmen. Um jedoch annähernd von Kreditlenkung sprechen zu können, müssten klimaschädliche Investitionen massiv bestraft werden, also quasi »Zuckerbrot *und* Peitsche«. Dies ist allerdings sowohl im Bereich der Geldpolitik als auch in der Finanzaufsicht bislang nur sehr bedingt der Fall. Ein Teil der »technokratischen Utopie« hat sich insofern realisiert, als dass sich die EZB einerseits als durchsetzungsfähig und dabei grün orientiert erwiesen hat: Ihre Politiken haben derzeit Bestand, während andere Bereiche von Sustainable Finance dereguliert werden. Andererseits kann man durchaus schlussfolgern, dass ihre technokratische Organisationsform das Prinzip der Marktneutralität letztlich weiter gestärkt hat und damit Investitionsentscheidungen weiterhin einer politischen Mitbestimmung entzieht.

3.3 Staatliche Investitionsbanken und grüne Industriepolitik

Die weiter oben dargestellte Abbildung 5 zu den Quellen globaler Klimafinanzierung hat bereits verdeutlicht, wie wichtig multilaterale Entwicklungsbanken – wie beispielsweise die *Weltbank* oder die *African Development Bank* – und vor allem nationale Entwicklungs- und Förderbanken für die Klimafinanzierung sind. Im Jahr 2022 entfielen mehr als ein Viertel der verausgabten Mittel der globalen Klimafinanzierung allein auf diese Institutionen. Mit der *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)* befindet sich eine der weltweit größten Entwicklungs- und Förderbanken in Deutschland; mit einer Bilanzsumme von 545 Milliarden Euro ist sie ungefähr so groß wie die *Commerzbank* oder die multilaterale Bank der EU, die *Europäische Investitionsbank (EIB)*. Staatliche Investitionsbanken gibt es nicht nur auf nationaler Ebene, wie in den meisten europäischen Mitgliedstaaten, sondern auch auf subna-

tionaler Ebene: Alle Bundesländer verfügen über eigene Förderbanken. Welche Rolle können sie also in der Transformationsfinanzierung spielen?

Zunächst lässt sich festhalten, dass die Aufmerksamkeit für Staatsbanken nicht zuletzt durch eine »Rückkehr der Industriepolitik« geprägt ist, die eng mit der Debatte um »grüne Industriepolitik« verbunden ist. Industriepolitik bezieht sich in der Regel auf staatliche Maßnahmen zur Strukturierung der Wirtschaftstätigkeit, unter anderem durch die regulatorische oder finanzielle Förderung bestimmter Industriezweige und Firmen. Während sie traditionell auf die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit oder Produktivität ausgewählter Sektoren abzielte, rücken im Zuge geopolitischer Konflikte und der Klimakrise zunehmend Fragen der Versorgungssicherheit, Technologieführerschaft und ökologischen Leistungsfähigkeit in den Vordergrund. »Grüne Industriepolitik« bezeichnet dabei vor allem politische Maßnahmen, die die Kosten der Emissionsminderung senken, die Entwicklung umweltfreundlicher Technologien fördern und insgesamt zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaftsstruktur beitragen (Allan et al. 2021). Neben gängigen – und kontrovers diskutierten – Maßnahmen wie direkten Kapitalsubventionen zur Ansiedlung von Produktionsstätten, Einspeisevergütungen oder Zuschüssen für Forschung und Entwicklung existieren weitere Finanzierungsinstrumente, die einen Zusammenhang zwischen grüner Industriepolitik und dem Verständnis von Nachhaltigkeit im Finanzsystem nahelegen. An diesem Punkt kommen staatliche Investitionsbanken ins Spiel.

Staatliche Investitionsbanken sind Finanzinstitute, an denen Regierungen mindestens 50% des Kapitals halten und die ein Mandat haben, Fördermaßnahmen zur Erreichung politischer Ziele in Bereichen wie der Wirtschafts-, Struktur-, Energie- oder Wohnraumpolitik durchzuführen. In diesem Sinne sind sie ein integraler Bestandteil staatlicher Investitionsmöglichkeiten, die sie überwiegend durch die Vergabe von Krediten oder die Weiterleitung von Zuschüssen realisieren. Ihr Potenzial, Dekarbonisierungsprozesse zu unterstützen – beispielsweise durch die Finanzierung des Ausbaus erneuerbarer Energien – hat das Interesse an ihren Kapazitäten geweckt. In diesem Zusammenhang wird besonders die

Fähigkeit dieser Staatsbanken hervorgehoben, langfristiges, sogenanntes »geduldiges« Kapital sowie durch staatliche Garantien vergünstigtes Kapital für grüne Technologien, Produktionsanlagen und Infrastrukturen bereitzustellen. Regelmäßig wird, nicht zuletzt im Fall der KfW, ihr finanzielles Engagement beim Ausbau erneuerbarer Energien betont. Darüber hinaus tragen staatliche Investitionsbanken in vielen Ländern durch Beratungsleistungen, Projektwissen und ihre Rolle als öffentliche Finanzierungseinrichtung auch zur Gesamtkoordination grüner Industriepolitik bei, unter anderem indem sie den Austausch zwischen staatlichen Bürokratien und kommerziellen Akteuren ermöglichen oder Investitionsbedarfe erheben (Zhang 2022). Insgesamt unterstützt die Literatur weitgehend die Auffassung, dass staatliche Investitionsbanken Schlüsselakteure bei der Förderung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft sind – sowohl durch direkte Investitionslenkung als auch mittels Risikominderung (De-Risking).

Zugleich ist in vielen Fällen jedoch klar, dass sich auch diese Akteursgruppe erst auf den Weg gemacht hat und Potenziale noch nicht ausgeschöpft sind. In Deutschland hat der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021) beispielsweise empfohlen, die Geschäftstätigkeit der KfW und der Landesförderbanken konsequent an den Zielen des Pariser Klimaabkommens auszurichten. Die KfW solle »transformatorische Risiken durch staatliche Bürgschaften« abdecken und die öffentlichen Eigentümer sollen den »Umbau von Geschäftsmodellen der Landesförderbanken im Sinne einer sozialverträglichen Gestaltung der Transformation« vorantreiben. Diese Prozesse sind bei den Banken in sehr unterschiedlichem Maße in Gang gesetzt worden. Vor allem die großen Förderbanken wie die KfW oder die *NRW.Bank* verfügen über besser ausgestattete Nachhaltigkeitsabteilungen und ein klimabezogenes Mainstreaming innerhalb ihrer Organisationen. Die KfW hat im Jahr 2023 rund 40% ihrer Fördermittel klimapolitischen Zielsetzungen zugeordnet, was je nach Perspektive als halbvolles oder halbleeres Glas betrachtet werden kann (Marois 2025).

Deutlich wird in der bislang insgesamt noch recht spärlichen Erforschung der Transformationsfinanzierung durch Entwicklungs- und Förderbanken, dass letztlich die politischen Machtverhältnis-

se und die daraus resultierende Krisenbewältigung entscheidend für die institutionellen Ambitionen der Banken sind. Trotz aller Ambitionen, die beispielsweise die KfW durch die Emission grüner Anleihen, einen eigenen Transformationsplan oder die Verabschiedung von Sektorleitlinien, die sich am 1,5-Grad-Ziel orientieren, an den Tag legt, stehen politisch verordnete Finanzierungen von LNG-Terminals oder die Unterstützung fossiler Infrastrukturen – sowohl im Inland als auch im Ausland – solchen Bemühungen entgegen. Zivilgesellschaftliche Akteure wie *urgewald* oder die *Deutsche Umwelthilfe* haben daher begonnen, die Aktivitäten der KfW und anderer Entwicklungs- und Förderbanken stärker zu politisieren; auf europäischer Ebene hat sich die NGO *Counter Balance* diesem Ziel verschrieben. Dabei geht es nicht zuletzt darum, die Potenziale öffentlicher Finanzinstitutionen, die dem demokratischen Gemeinwesen in besonderem Maße verpflichtet sind, besser zu realisieren und gegen politische sowie ökonomische Partikularinteressen zu verteidigen.

Staatliche Akteure spielen jedenfalls eine fundamentale Rolle bei der Gestaltung nachhaltiger Finanzmärkte und der Transformationsfinanzierung. Dieses Kapitel hat die damit verbundenen Potenziale und Fallstricke in den Mittelpunkt gestellt, ohne einer ökologischen Staatsgläubigkeit das Wort zu reden oder sich von einer marktliberalen Staatskritik vereinnahmen zu lassen. Im Kern unterstreicht das Kapitel die Notwendigkeit eines Politikansatzes, der über marktbasierende Lösungen hinausgeht und eine stärkere staatlich sanktionierte Integration von Nachhaltigkeitszielen in die gesamte Finanzarchitektur ebenso erfordert wie eine substanzielle Mobilisierung fiskalischer, geldpolitischer und industriepolitischer Instrumente, die den klima- und sozialpolitischen Herausforderungen gerecht werden. Die sich seit einigen Jahren herausbildenden geopolitischen Spannungen können dem im besten Fall Vorschub leisten, beispielsweise wenn es um grüne Technologieführerschaft oder Standards für nachhaltige Investitionen geht. Das Primat der Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkt sowie die zunehmende Priorisierung staatlicher Rüstungsinvestitionen sollten jedoch nicht allzu großen Optimismus wecken.

4. Wie kann das Finanzsystem zur Nachhaltigkeit beitragen?

Nachdem die vorangegangenen Kapitel die Entstehungsgeschichte des gegenwärtig vorherrschenden »Sustainable Finance«-Ansatzes, die Funktionsweise sowie die (Nicht-)Nachhaltigkeit von Finanzmärkten und die Rolle des Staates kritisch beleuchtet haben, wirft das abschließende Kapitel einen Blick in die Zukunft und stellt die Frage: Wie kann das Finanzsystem künftig besser zur Nachhaltigkeit beitragen?

Diesbezügliche Überlegungen müssen an die zahlreichen Diskussionen anknüpfen, die insbesondere nach der globalen Finanzkrise 2007/2008 eine grundlegende Neuausrichtung oder Re-Regulierung der Finanzmärkte angestoßen haben. Diese reichen von der Einführung strengerer globaler Finanzregeln und Aufsichtsstrukturen über die Implementierung von Finanztransaktionssteuern bis hin zu Plänen für die Vergesellschaftung oder Zerschlagung von Großbanken.

Trotz einschlägiger Reformen in den unmittelbaren Jahren nach 2007/2008 sind viele, insbesondere ambitionierte Vorschläge, auf der Strecke geblieben. *Too-big-to-fail*-Banken und Schattenfinanzstrukturen bestehen weiterhin fort, ebenso wie die regressiven Umverteilungsmechanismen an den Aktienmärkten. Die alte Sorge um die globale Wettbewerbsfähigkeit, die im Zuge geopolitischer Zuspitzungen wieder aufkommt, führt zusätzlich zu erneuten Forderungen nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte (vgl. u.a. Bourboulon 2018).

In diesem Sinne orientieren sich auch gängige Sustainable-Finance-Strategien an den Logiken und dem Primat mächtiger Finanzmarktakteure und schaffen Abhängigkeiten von privatem Kapital. Das damit einhergehende Narrativ, dass öffentliche Mittel zur Bekämpfung der Klimakrise nicht ausreichen würden, beinhaltet die Notwendigkeit, die Finanzmärkte weiter zu vertiefen – allerdings im Sinne der Nachhaltigkeit – und versperrt den Blick auf andere Handlungsspielräume. Nachhaltige Finanzierungen soll-

ten daher von unten gedacht und die Interessen des Menschen als *Teil der Umwelt* dem Profit übergeordnet werden.

Vor diesem Hintergrund erfordert die Stärkung der Nachhaltigkeit im Finanzsystem grundlegende und gerechte Veränderungen auf den Ebenen des Wissens, der Institutionen und der politischen Allianzen: Finanzbildung darf sich nicht darauf beschränken, lediglich Anlagestrategien zu vermitteln, die den persönlichen Wohlstand maximieren, sondern muss Umwelt, (Finanz-)Wirtschaft und Gesellschaft zusammen denken. Institutionen wie Zentralbanken, öffentliche Banken und die staatliche Haushaltspolitik müssen bislang ungenutzte Möglichkeiten der Mittelbereitstellung und -verteilung prüfen, um den Herausforderungen der sozial-ökologischen Transformation wirksam zu begegnen. Zudem müssen politische Bündnisse die Finanzierung dieser Transformation als zentralen Aushandlungsprozess im Kampf um die Zukunft postfossiler Gesellschaften verstehen.

In den folgenden Abschnitten wollen wir uns auf konkrete Diskussionsstränge beschränken, die wir in der Debatte um die oben genannten Veränderungen verankern müssen. Zunächst konzentrieren wir uns auf die grundsätzliche Funktionsweise des Geldsystems im Kontext der Nachhaltigkeitswende (4.1), anschließend auf die Verhinderung fossiler Investitionen als zentrale Aufgabe (4.2). Im Anschluss diskutieren wir Nachhaltigkeitsfinanzierung als Verteilungsfrage (4.3) sowie als Gegenstand von Demokratisierungs- und Konversionsbestrebungen (4.4). Damit behandeln wir die notwendige Reform des Finanzsystems nur bruchstückhaft und nicht in allen – durchaus wichtigen – regulatorischen Details, sind jedoch überzeugt, dass sich unsere Vorschläge als Scharnier eignen, um klimapolitische und finanzpolitische Debatten zusammenzuführen.

4.1 Ein neuer Gesellschaftsvertrag über das Geldschöpfungsprivileg zwischen Banken und Staat für die Nachhaltigkeitswende

Die Frage um die Finanzierung einer gerechten Nachhaltigkeitswende sollte sich nicht allein auf eine faire Verteilung der Lasten im Sinne von Besteuerung und bereits vorhandenem Ver-

mögen beschränken. Vielmehr sind Geld und Geldschöpfung an sich hochpolitisch und unterliegen einem Gesellschaftsvertrag, der jedoch in der vorherrschenden Wirtschaftstheorie nicht erklärt wird und daher in der öffentlichen Debatte kaum thematisiert wird.

Das gegenwärtige System der Kreditgeldschöpfung durch Geschäfts- und Zentralbanken ist das Ergebnis eines historischen Kompromisses zwischen den Handelskreditgeldsystemen privater kommerzieller Netzwerke und den Münzgeldsystemen politischer Souveräne sowie deren Vorläufern (Ingham 2004). Während erstere der Finanzierung des Fernhandels dienten, wurden letztere vor allem zur Kriegsfinanzierung durch Besteuerung ab dem 5. Jahrhundert v.u.Z. eingeführt (Graeber 2012). Seit der frühen Neuzeit begann in Europa ein Prozess der Integration beider Systeme, der die gesetzlich garantierte, institutionell abgesicherte Konvertibilität von privat geschöpftem Kreditgeld in staatlich geschöpftes Zentralbankgeld zur Folge hatte (Knafo 2013). Geschäftsbanken konnten nun ebenfalls das staatlich anerkannte Zahlungsmittel durch Kreditvergabe aus dem Nichts schöpfen – jedoch aus Profitinteresse und abgesichert durch die praktisch unbegrenzte Liquidität der Zentralbank (der *Bank der Banken*). Dieses signifikante Privileg wurde den Geschäftsbanken jedoch nur im Gegenzug für umfassende Regulierung und eine gewisse Gemeinwohlorientierung der privaten Geldschöpfung zugestanden – nicht zuletzt, weil Staaten selbst zu den größten Schuldner des Bankensystems gehören und Staatsschulden (Staatsanleihen) das Fundament unseres heutigen Geldsystems bilden.⁴

In Bezug auf die Frage, wie das Finanzsystem zur Nachhaltigkeit beitragen kann, ist es daher angebracht, auch das Geldschöpfungsprivileg der Banken zu hinterfragen. Da Geld auf einem politisch ausgehandelten und historisch kontingenten Gesellschaftsvertrag beruht, können die »Spielregeln« wie viel Geld für welche wirtschaftliche Aktivität geschöpft werden darf, geändert werden. Beispielsweise ist es weder im öffentlichen Interesse noch

⁴ Für eine ausführliche kritische Diskussion zum politischen Wesen des Geldes siehe Kapadia 2024.

im eigentlichen Sinne der Stabilität eines Finanzsystems förderlich, dass klimaschädliche Aktivitäten weiterhin durch profitorientierte Kreditgeldschöpfung finanziert werden – vor allem langfristig. Hier könnten finanzregulatorische Instrumente helfen, den Geldschöpfungs- »Hebel« der Banken für solche Investitionen einzuschränken. Andersherum könnte Geldschöpfung gezielter für die Schaffung nachhaltiger Wirtschaftszweige genutzt werden, um eine Abwanderung der Finanzierung von klimaschädlichen zu grüneren Verfahren und Nutzungen zu erlauben. Dies würde bedeuten, Regulierung so zu gestalten, dass nachhaltige Aktivitäten für Banken und Investor*innen lukrativer und weniger riskant werden – während umweltzerstörerische Aktivitäten riskanter und teurer würden.

Fünf ausgewählte Politiken aus dem Bereich der grünen Zentralbankpolitik deuten solch eine stärkere Rückbindung der Banken an das politisch definierte Ziel der Bekämpfung der Klimakatastrophe an. Erstens könnten hohe Eigenkapitalanforderungen (z.B. von 100%) dazu beitragen, die historisch gewachsenen, attraktiven Risiko-Rendite Profile klimaschädlicher Investitionen zu verschlechtern. Zweitens wäre ein schrittweiser Ausschluss klimaschädlicher Anleihen aus dem Besicherungsrahmen der Zentralbank erstrebenswert. Da viele Banken und Schattenbanken heutzutage mit der Handelbarkeit von Finanztiteln mehr Geld verdienen als mit der potenziell verlustreicheren Kreditvergabe an die Realwirtschaft, ist drittens auch ein Verbot der Verbriefung solcher Papiere wünschenswert. Viertens gewinnt der Staat im Rahmen prudenzieller Transitionspläne derzeit einen besseren Überblick darüber, in welche Umweltprofile Banken investieren. Für einen Teil der Kreditallokation könnte er somit beginnen, Umweltzielen den Vorrang vor Risikoerwägungen zu geben. Hiermit wäre auch, fünftens, der Bereich der Kreditlenkung berührt. Neben quantitativen Kreditvorgaben zur Finanzierung (zukünftig) grüner Wirtschaftsaktivitäten, wäre auch eine stärkere Rolle der Zentralbank bei der Finanzierung öffentlicher Banken sowie von Staatshaushalten denkbar (Wullweber et al., 2025). Damit solche Vorschläge breite Legitimität gewinnen, sollten sie idealerweise in eine längerfristige Strategie eingebettet sein, die sich auch

grundsätzlicher mit der Umgestaltung und Demokratisierung von Investitionsentscheidungen befasst (siehe 4.5 in diesem Kapitel).

International stellt sich die Herausforderung, dass Länder, deren Währung international weniger Vertrauen genießt (*Währungshierarchie*), einen geringeren Spielraum haben, Geld für eine grüne Transformation zu schöpfen, ohne ihre wirtschaftliche Stabilität zu gefährden bzw. weiter zu beeinträchtigen. Diese Situation ist besonders ungerecht, wenn man bedenkt, dass viele Länder mit sogenannten schwachen Währungen am wenigsten zu den weltweiten CO₂-Emissionen beitragen, jedoch am stärksten von negativen ökologischen und klimatischen Folgen wie Überschwemmungen, Dürren und Stürmen betroffen sind. Diese Problematik ist tief in der historisch gewachsenen internationalen Finanzarchitektur verwurzelt und führt bereits jetzt zu gravierenden Folgen für die betroffenen Länder. Langfristig wirkt sich dies katastrophal auf die globalen Bemühungen um Nachhaltigkeitsziele und Klimagerechtigkeit aus. Es bedarf daher umfassender Veränderungen im globalen Finanzsystem, um Ländern mit großem nachhaltigem Investitionsbedarf mehr Souveränität und finanzielle Flexibilität zu ermöglichen.

Ein Vorschlag, zur Reform des internationalen Finanzsystems für eine nachhaltige Transformation, kommt von Aguila et al. (2024). Sie schlagen dafür die Gründung einer *grünen Weltzentralbank* (GWZB) vor, die eine Währung (sie nennen diese *Ecor*) schöpfen könnte, die für Klima- und Nachhaltigkeitsfinanzierung weltweit nutzbar wäre. Ihre Idee basiert auf einem Vorschlag, den Keynes bereits nach dem Zweiten Weltkrieg ausgearbeitet hat (Keynes 2019). Dafür würden alle teilnehmenden Länder ein Konto bei der GWZB haben. Wenn ein Land grüne Güter oder Dienstleistungen (z.B. Solarzellen oder Windkraftanlagen) importieren will, würde es bei der GWZB einen Kredit in Ecors beantragen. Bei Genehmigung würde die GWZB durch die Kreditvergabe Ecors schöpfen, indem sie dem Konto des Landes digital einen Betrag zu einem Zinssatz von null oder einem sehr niedrigen Zinssatz gutschreibt. Das importierende Land würde dann die Ecors auf das GWZB-Konto des exportierenden Landes überweisen, um die benötigten Importe zu bezahlen. Auf diese Weise ermöglicht das System

die Finanzierung eines für die grüne Transformation notwendigen Handels, der sonst nicht zustande gekommen wäre. Dies würde finanzielle Engpässe verringern und die notwendige Flexibilität für die Finanzierung nachhaltiger Projekte schaffen. Defizitländer hätten so mehr Autonomie, um ihre nationalen Bemühungen für eine nachhaltige Transformation aktiv zu gestalten, ohne auf die Großzügigkeit internationaler Geber, an Bedingungen geknüpfte Kredite internationaler Finanzinstitutionen oder private, gewinnorientierte Finanzinstitute angewiesen zu sein (Aguila et al. 2024).

Der Vorschlag einer Grünen Weltzentralbank ist bisher eher theoretischer Natur als eine praktische Perspektive. Er könnte jedoch zu einer solchen werden. In jedem Fall ist es wichtig festzuhalten, dass Geldschöpfung auch global politisiert werden kann und von sozialen Bewegungen im Bereich Sustainable Finance mitgestaltet werden sollte.

4.2 Fossile Investitionen verhindern, Nachhaltigkeit einfordern – von der Pensionskasse bis zum Crowdfunding

Die Verhinderung von Investitionen in fossile Energien ist keineswegs nur eine technische Aufgabe, die von Technokrat*innen in der Finanzregulierung und -aufsicht wahrgenommen werden sollte. Vielmehr ist sie Teil eines größeren und tiefgreifenden politischen Konflikts um Verteilungsfragen im Kontext der Klimakrise. Denn während die Profite aus fossilen Investitionen vor allem der wohlhabenden Minderheit zugutekommen, tragen die Mehrheit der unteren Einkommensschichten und Menschen im Globalen Süden die hohen Kosten der Klimakrise.

Dementsprechend sollte diese Aufgabe nicht allein von privatwirtschaftlichen Marktmechanismen und technokratischer Finanzmarktregulierung übernommen werden, sondern vielmehr ins Zentrum politischer und demokratischer Aushandlungsprozesse gestellt werden. Diese werden in verschiedenen gesellschaftlichen Arenen ausgefochten – von zivilgesellschaftlichem und Aktionär*innenaktivismus gegenüber privaten Finanzinstitutionen bis hin zu Debatten über den Abbau staatlicher fossiler Subventionen.

Neben neu geschöpftem Geld richten wir unseren Blick nun auf bereits bestehende Vermögenswerte. Wie in den vorherigen Kapiteln erläutert, führen ESG-Labels und andere Nachhaltigkeitsstandards bislang nicht zu der gewünschten Umlenkung von Kapitalströmen hin zu nachhaltigeren Investitionen. Dies liegt zum einen an der Unzulänglichkeit der bestehenden Klassifizierungssysteme, zum anderen aber auch an der Struktur des Finanzsystems: Große, multinationale, börsennotierte Unternehmen finanzieren sich zunehmend weniger über Aktien, während der Großteil des angelegten Kapitals von institutionellen Anlegern in *passive* Vermögensverwalter investiert wird, die lediglich einem Aktienindex folgen. Daraus ergibt sich eine lange und komplexe *Investitionskette* (engl. *Investment Chain*, siehe Arjaliès et al. 2017), die für Kleinanleger*innen, Sparer*innen sowie zivilgesellschaftliche und politische Akteure oft nicht mehr nachvollziehbar ist und eine Entkopplung der Anlagepräferenzen von Vermögensbesitzenden (engl. *Asset Owners*) und Vermögensverwaltern wie z.B. *BlackRock* zur Folge haben kann (siehe Unterpunkt 2.2).

Es ist jedoch wichtig zu betonen, dass ein Großteil der Sparvermögen von Kleinanleger*innen und Sparer*innen in Pensionskassen und -fonds angelegt ist, die dieses Kapital wiederum Vermögensverwaltern überlassen, um es zu investieren. Kleinanleger*innen und deren institutionelle Anleger haben als Vermögensbesitzende das Recht, ihre Anlagepräferenzen, wie z.B. Nachhaltigkeit, durch ihre Vermögensverwalter abbilden zu lassen. Allerdings geschieht dies laut der *NGO Rights Co Lab* in der Praxis häufig nicht, da gerade kleinere institutionelle Anleger*innen die Kosten eines Wechsels von Vermögensverwaltern höher einschätzen, als es tatsächlich der Fall ist. Daher könnten Kleinanleger*innen und Sparer*innen gegenüber ihren institutionellen Investoren und deren Vermögensverwaltern verstärkt die Einhaltung ihrer Investitionspräferenzen einfordern.

Eine weitere Möglichkeit besteht im Bereich des *Aktionär*innen-aktivismus*. NGOs wie die niederländische Organisation *Follow This* bieten Kleinanleger*innen die Möglichkeit, bereits mit geringen Beträgen Anteile an Aktien großer börsennotierter Unternehmen

zu kaufen, die einen substanziellen Einfluss auf die Klimakrise haben. Die NGO reicht dann als Miteigentümerin des Unternehmens nachhaltigkeitsorientierte Resolutionen bei der Jahreshauptversammlung ein, die anschließend zur Abstimmung gestellt werden. Diese Form des Aktivismus hat in den vergangenen Jahren z.B. maßgeblich dazu beigetragen, dass die beiden europäischen Öligiganten *BP* und *Shell* – im Gegensatz zu ihren US-amerikanischen Konkurrenten – öffentlichkeitswirksam eine Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt haben (die jedoch mittlerweile wieder eingestellt wurde).

Jenseits des aktivistischen Drucks auf private Finanzakteure sollte auch die Rolle des Staates in den Fokus gerückt werden, nicht zuletzt, weil die hohe Profitabilität fossiler Investitionen unter anderem durch umfangreiche staatliche Subventionen begünstigt wird (siehe Kapitel 3). Die Steuerbefreiung für Kerosin, Subventionen für Agrardiesel, das Dienstwagenprivileg sowie Ermäßigungen für energieintensive Unternehmen sind sowohl aus klima- als auch aus verteilungs- und genderpolitischer Perspektive problematisch. Sie verdeutlichen, dass Zielkonflikte zwischen Umwelt, Sozialem und Wirtschaft bislang ungelöst sind und einen Raum für demokratische Aushandlungsprozesse sowie politische Debatten darstellen.

Alternativ gibt es zahlreiche Möglichkeiten, nachhaltige Aktivitäten direkt zu finanzieren, ohne dabei eine Bank oder Börse als Vermittler einzuschalten. So können gezielt nachhaltige Projekte und Vorhaben unterstützt werden, die für die Anleger*innen von besonderer Bedeutung sind. Ganz einfach lässt sich beispielsweise für ein Umweltschutzprojekt, einen Nachbarschaftsgarten oder die nachhaltige Sanierung des örtlichen Sportvereins spenden. Teilweise erfolgt dies im Rahmen sogenannter Crowdfunding-Kampagnen. Die Idee des Crowdfundings ist simpel: Projekte, Unternehmen und Darlehen werden durch viele kleine Beiträge zahlreicher Menschen finanziert, statt durch wenige große Investitionen. Dies kann entweder durch Spenden geschehen oder im Austausch gegen nicht-finanzielle Prämien. Darüber hinaus sind auch Crowdfunding-Darlehen möglich, und insbesondere Start-ups versuchen, Eigenkapital über Crowdfunding zu generieren.

Für all diese Formen gibt es spezielle digitale Plattformen, die die notwendigen Transaktionen ermöglichen und begleiten (Davis/Davis 2021). In Deutschland ist *StartNext* der bekannteste Anbieter; es gibt jedoch auch nachhaltigkeitsorientierte Plattformen wie beispielsweise *EcoCrowd* von der *Deutschen Umwelthilfe*. Für die Anleger*innen bieten diese im Vergleich zu regulären Finanzinstitutionen den Vorteil, dass sie viel transparenter nachvollziehen können, wohin das Geld fließt und wie es verwendet wird. Ähnlich verhält es sich bei weiteren Finanzierungsmodellen, die nicht über den regulären Finanzsektor abgewickelt werden. Dazu gehören genossenschaftliche Organisationen, die Genossenschaftsanteile direkt an Mitglieder verkaufen und so Eigenkapital akquirieren. So entstehen beispielsweise im Lebensmittelbereich solidarische Landwirtschaften oder kooperative Supermärkte. Im Energiebereich gibt es zunehmend, auch öffentlich geförderte, sogenannte *Bürgerenergiegesellschaften*. In vielen Fällen gehen die genannten Modelle über eine reine Finanzierung hinaus: Stattdessen bieten sie Formen demokratischer Mitbestimmung und solidarischer Mitarbeit. Solche Modelle stehen den entfremdenden Tendenzen des Finanzwesens entgegen und sind damit bereits Teil einer demokratischeren Alternative zum gängigen Sustainable-Finance-Ansatz (mehr dazu im Abschnitt 4.4).

4.3 Nachhaltige Finanzen als Verteilungsfrage: Das Polluter-Pays-Prinzip

Klimafinanzierung und Emissionshandel werden häufig auf die Ebene von Staaten bezogen: So wird etwa festgestellt, dass Deutschland seine Klimaziele verfehlt. Dabei wird jedoch außer Acht gelassen, dass der CO₂-Verbrauch stark von Einkommen und Vermögen abhängt. Die Ungleichheit im CO₂-Verbrauch zwischen Arm und Reich innerhalb eines Landes ist wesentlich größer als die zwischen verschiedenen Staaten (Chancel 2022). Nach diesen Berechnungen verursacht eine Person im obersten Einkommensperzentil mehr als das 70-fache der CO₂-Emissionen einer Person aus der unteren Hälfte der Einkommensverteilung (2019; bezogen auf Konsum, Investitionen sowie in Waren und Dienstleistungen enthaltenes CO₂). Während die CO₂-Emissionen in Schwellenlän-

dern seit den 1990er-Jahren gestiegen sind, ist der Verbrauch der unteren und mittleren Einkommensklassen in reichen Ländern zurückgegangen. Diese unteren und mittleren Gruppen gelten auch in der *Elefantenkurve* der globalen Einkommensverteilung als die Verlierer der Globalisierung (Milanović 2016). In diesen Gruppen ist die Sorge um die wirtschaftlichen Folgen des ökologischen Wandels zudem stärker ausgeprägt als unter den oberen Perzentilen (Mau et al. 2023). Besonders stark zugenommen haben die CO₂-Emissionen des obersten Perzentils.

Umweltmaßnahmen werden mit größerer Wahrscheinlichkeit akzeptiert, wenn sie als gerecht und zumutbar wahrgenommen werden, insbesondere von ärmeren Personen (Dechezleprêtre et al. 2025). Daraus folgt, dass reichere Personen, insbesondere die Top 1%, zur Kompensation ihres höheren Umweltverbrauchs auch einen größeren Beitrag zur Bekämpfung der Umweltkrise leisten sollten. Sustainable-Finance-Strategien sind jedoch größtenteils blind gegenüber Verteilungsfragen. Untersuchungen zeigen, dass Reiche nachhaltige Anlagen dann halten, wenn die Rendite dieser Finanzprodukte ausreichend hoch ist. Der individuelle unternehmerische Erfolg und die Vermögenssicherung haben jedoch Vorrang (Paetzold et al. 2022; ResFutura 2023). Befürworter von Sustainable Finance wollen Superreiche entweder durch *Nudging*-Techniken – subtile Manipulationsmethoden – zu mehr freiwilligen nachhaltigen Investitionen bewegen oder sprechen sich für stärkere Anreize aus, das heißt Subventionen oder Risikoübernahmen für privates Kapital. Dabei werden jedoch öffentliche Mittel eingesetzt, von denen insbesondere die Top-Vermögen profitieren, was die Ungleichheiten verstärkt.

Empirische Studien lassen vermuten, dass Überreiche stärker in umweltschädliche Wirtschaftsbereiche investieren. Einer im Auftrag von Oxfam erstellten Studie zufolge halten Milliardäre doppelt so viele umweltschädliche Anlagen wie durchschnittliche Anleger des *Standard & Poor's 500-Index* (Dabi et al. 2022). Eine Berechnung zur Verteilung fossiler Unternehmensgewinne in den USA (dem Land mit den weltweit höchsten fossilen Profiten) ergab, dass im Jahr 2022 50% der fossilen Profite an das reichste 1% der Bevölkerung gingen, während die untersten 50% nur 1% der Einnahmen

erhielten und darüber hinaus besonders stark von inflationsbedingten Preissteigerungen betroffen waren, die insbesondere durch steigende Energiepreise ausgelöst wurden (Semieniuk et al. 2025).

Auf der anderen Seite des Vermögens- und Einkommensspektrums werden mit fortschreitender Klimakrise insbesondere ärmere Bevölkerungsgruppen betroffen sein – durch steigende CO₂-Preise, höhere Kosten für Nahrungsmittel sowie gegebenenfalls eine schlechtere Absicherung gegen Elementarschäden und Umstrukturierungen auf dem Arbeitsmarkt. Eigentlich sollte das unter der deutschen Ampelregierung angekündigte, aber nicht eingeführte Klimageld die Einnahmen aus der CO₂-Steuer so an die Bürger*innen zurückzahlen, dass zugleich Anreize zur sparsamen Nutzung von Ressourcen bestehen und Ärmere stärker von der Rückzahlung profitieren. In Österreich wurde mit dem (inzwischen aus haushaltspolitischen Gründen wieder abgeschafften) Klimabonus ein Betrag von 110 bis 220 Euro pro Person ausgezahlt. Ob in Zukunft ein sozial gerechtes Klimageld eingeführt wird, ist offen. Es hätte aber auch wenig Auswirkungen auf das Kapital der Überreichen und dessen Verwendung.

In letzter Zeit werden vermehrt Vorschläge unterbreitet, auch das Kapital der Überreichen zur Finanzierung der ökosozialen Transformation heranzuziehen. Ein Vorschlag für die G20 sieht eine international koordinierte Mindeststeuer auf Milliardenvermögen vor, analog zur internationalen Mindeststeuer für Unternehmen, und zwar in Höhe von 2% des Vermögens von Milliardär*innen pro Jahr (Zucman 2024). Da Milliardär*innen eine durchschnittliche Rendite von 7,5% pro Jahr erzielen (1987–2025) und darauf nur geringe Steuern zahlen (ebd.), können von Interessenvertretungen verbreitete Schreckensszenarien zu angeblichen Unternehmensverkäufen etc. als Rhetorik eingeordnet werden. Die Vermögen würden sogar weiterwachsen. Eine Studie im Auftrag von Oxfam schlägt deshalb einen Steuersatz in Höhe von 7% vor, womit eine weitere Zunahme der Ungleichheiten verhindert werden soll (Dabi et al. 2022). Chancel (2022) bringt eine Steuer in Höhe von 10% auf die fossilen Anlagen von Milliardär*innen ins Gespräch, deren Einnahmen die Kosten des Globalen Südens für Klimamaßnahmen decken könnten.

Welche Verteilungskonzepte besonders geeignet sind, um auf nationaler und internationaler Ebene Finanzmittel umzulenken und ausreichend Ressourcen für den ökosozialen Wandel bereitzustellen, muss noch konkreter diskutiert werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass aktuelle Sustainable-Finance-Ansätze vor allem von jenen am wirksamsten genutzt werden könnten, die über das meiste Finanzvermögen verfügen. Gerade diese Gruppe profitiert derzeit besonders stark von umwelt- und klimaschädlichen Wirtschaftsaktivitäten. Maßnahmen sollten daher einen starken Fokus auf hohe Vermögen legen, da diese besonders wirkmächtig sind. Aber auch die obere Mittelschicht in wohlhabenden Gesellschaften muss ihren Ressourcenverbrauch reduzieren. Anstelle individueller Anstrengungen können Infrastrukturinvestitionen in Energienetze und die Wärmewende, den öffentlichen Verkehr, bessere Lösungen für die Kreislaufwirtschaft sowie eine ökologische Landwirtschaft notwendig sein, die es den Einzelnen erheblich erleichtern, umweltfreundlich zu leben. Solche Aufgaben können über einen starken öffentlichen Sektor und eine besser ausgestattete Verwaltung bewältigt werden. Diese Bereiche müssen jedoch ausreichend finanziert werden. Als Orientierung kann das Prinzip gelten, dass nach oben und nach unten Grenzen – sogenannte Caps – eingeführt werden sollten. Diese garantieren eine Mindestmenge an Ressourcen für ärmere Menschen und legen einen maximalen Ressourcenverbrauch für besonders Reiche fest.

4.4 Finanzierung und Finanzmärkte demokratisch kontrollieren

Sustainable-Finance-Strategien berücksichtigen die finanzielle Ungleichheit also nur unzureichend und verstärken diese sogar teilweise. Das demokratische Defizit der Finanzmärkte – speziell bei der Gestaltung der Transformation – bleibt häufig unberücksichtigt. Untere und mittlere Einkommensgruppen verfügen über geringe Handlungsmöglichkeiten, um ihren CO₂-Verbrauch zu senken. Sie sind auf CO₂-intensive Infrastrukturen angewiesen, etwa auf unsanierte Gebäude und schlecht ausgebaute öffentliche Verkehrsmittel, und haben kaum Einfluss auf die Gestaltung von Arbeit und Produktion. Das oberste Einkommens- und Ver-

mögensperzentil besitzt einen überdurchschnittlich hohen Anteil am Betriebsvermögen und erzielt einen Großteil seines Einkommens aus Personengesellschaften (in Deutschland) beziehungsweise aus Zinseinnahmen (in den USA) (Bartels/Neef 2024). Daraus ergeben sich insbesondere für Reiche Einflussmöglichkeiten auf die Gestaltung der Transformation in Unternehmen sowie für Shareholder-Aktivismus. Darüber hinaus beeinflussen Reiche und ihre Lobbygruppen Politik und den gesetzlichen Rahmen der Transformation in überdurchschnittlichem Maße.

Vor dem hier skizzierten Hintergrund kann das Finanzsystem nur dann wirklich nachhaltig sein, wenn es sich an demokratischen und egalitären Prinzipien orientiert. Dies mag im gegenwärtigen Kapitalismus utopisch erscheinen, doch eine Reihe von Studien hat untersucht, wie kleine Veränderungsschritte diesem Ziel näherkommen können (für eine Übersicht siehe insbesondere Block/Hockett 2022).

Demokratisierung zielt in diesem Sinne auf eine Veränderung der Machtverhältnisse ab, die sich aus der Konzentration von Vermögen und den damit verbundenen besseren Zugangsmöglichkeiten zu Finanzprozessen und -produkten ergeben. Im Kontext einer ökosozialen Wende ist vor allem die ungleiche Beteiligung großer Bevölkerungsgruppen an den Investitionsentscheidungen von Kapitaleignern von Bedeutung, da diese Entscheidungen zentral für die Dekarbonisierung der Wirtschaft, den Aufbau einer post-fossilen Infrastruktur und nachhaltige Arbeitsplätze sind. Echte Beteiligung geht dabei über die individuelle Entscheidung für eine Finanzanlage oder eine Bank hinaus, denn sie erfordert institutionell zugesicherte Mitspracherechte bei der Lenkung von Finanzströmen.

Das Ziel ist ein Finanzierungssystem, das mit den Anforderungen der *Ökonomie des Alltagslebens* sowie den sozialen und wirtschaftlichen Erfordernissen vor Ort im Einklang steht (Foundational Economy Collective 2019). Dabei werden die notwendigen Infrastrukturen als öffentliches Projekt verstanden, bei dem die Gestaltung von Verträgen im öffentlichen Interesse sowie die Befriedigung von Bedürfnissen im Vordergrund stehen – und nicht die Maximierung der Rendite (ebd.).

Öffentliche Finanzinstitute, wie die in Kapitel 3 beschriebenen Förderbanken, sind ein gutes Beispiel für diesen Reformstrang, da sie ein beträchtliches Potenzial haben, die (finanz-)wirtschaftliche Demokratie voranzutreiben. Sie können grundsätzlich so gestaltet werden, dass sie erstens Ziele priorisieren, die in demokratischen Prozessen definiert wurden, zweitens gegenüber Ministerien oder anderen öffentlichen Kontrollinstanzen rechenschaftspflichtig sind und drittens Gewinnüberlegungen unterordnen. Debatten über radikal-demokratische Vorschläge für öffentliche Banken haben in den letzten Jahren an Dynamik gewonnen. Thomas Marois (2021) hat z.B. das Modell der *Banco Popular* in Costa Rica hervorgehoben, das mit einer 290 Mitglieder umfassenden Arbeiter*innenversammlung als höchstem Entscheidungsgremium arbeitet und es geschafft hat, populäre Forderungen im Finanzgeschäft zu internalisieren. Ein weiteres Modell sieht die Einführung deliberativer *Mini-Öffentlichkeiten* im Bankwesen vor (McCarthy 2025). Die Mitglieder solcher Mini-Publika, etwa eines Kreditbeirats für den Wohnungsbau, werden zufällig ausgewählt und bilden eine ausreichend große Gruppe, um einen Gegenpol zu sonst dominierenden wirtschaftlichen und politischen Interessen darzustellen und die Forderungen der Bevölkerung in Investitionsentscheidungen einzubeziehen. Dieses anspruchsvolle Modell erfordert eine fortschrittliche, dem Gemeinwohl verpflichtete Finanzbildung. Demokratisierung ist daher kein Allheilmittel für eine zu zögerliche Transformationsfinanzierung, doch eine breite öffentliche Beteiligung an Investitionsentscheidungen kann die Legitimität und Zielgenauigkeit nachhaltiger Finanzierungen erhöhen (vgl. allgemein Walkenhorst/Schuppert 2024).

Ein bedeutendes Feld der Demokratisierung von Investitionsentscheidungen sind auch Betriebe, in denen bereits langjährige und institutionalisierte Erfahrungen mit Mitbestimmung und der Organisation der Beschäftigten bestehen. Die Mitbestimmungsrechte von Gewerkschaften in der Transformation sind jedoch begrenzt, während Eigentümer*innen und das Management über größere Entscheidungsmacht verfügen (Ötsch/Bartelheimer 2025). Positiven Beispielen nachhaltiger Investitionen in Unternehmen stehen zahlreiche negative Fälle gegenüber, in denen Eigen-

tümer*innen Betriebe abwickeln, deren Geschäftsmodelle nicht mehr tragfähig sind (z.B. Autozulieferer), ohne nach alternativen Geschäftsmodellen zu suchen, die Arbeitsplätze im jeweiligen Betrieb erhalten würden (Gaßen 2025; Kaiser 2023). Im Kontext der ökosozialen Transformation wurden Konzepte der betrieblichen Konversion aus den 1970er-Jahren wieder aufgegriffen, die vorsehen, dass Beschäftigte über die Art der Produkte und Produktionsweisen mitbestimmen können. Prominente Beispiele sind Pläne zur Umwandlung des Rüstungsherstellers Lucas Aerospace in einen Produzenten nützlicher Güter im Umwelt- oder medizinischen Bereich (Smith 2014), die etwa als Vorbild für das Fabrikkollektiv des Autozulieferers ex-GKN bei Florenz dienen (Gaßen 2025). Ob die Schwierigkeiten des betrieblichen Umbaus und der Diversifizierung in dicht besetzten Märkten mit hoher Spezialisierung unterschätzt werden, ist umstritten. Ebenso wird diskutiert, ob eher auf eine Intensivierung und Festigung gewerkschaftlicher Transformationskonzepte gesetzt werden sollte, die auf Zukunftstarifverträge, Weiterbildung, Arbeitszeitverkürzung oder Regionalpolitik abzielen (Mohr 2025). Ein Konsens besteht jedoch darin, dass Beschäftigte zugleich ein Interesse an nachhaltigen Geschäftsmodellen haben und wertvolle Kompetenzen besitzen, die in autoritären Kontexten nicht genutzt werden. Sie identifizieren sich stärker mit demokratischen Institutionen und empfinden weniger Zukunftsängste sowie Kontrollverlust, wenn sie intensiver einbezogen werden (Hövermann et al. 2025). Entscheidungen über Investitionen, die derzeit überwiegend von der Kapitaleseite getroffen werden, können durch erweiterte Mitbestimmungsrechte in Betrieben (z.B. Zukunftstarifverträge) sowie durch Transformationsräte und weitere neu zu gestaltende Gremien getroffen werden, die je nach Bedarf Formen direkter oder repräsentativer Demokratie repräsentieren. So werden die Interessen und Perspektiven zahlreicher Gruppen berücksichtigt und kollektive Kompetenzen genutzt, die auch in die Gestaltung eines nachhaltigen Finanzsystems einfließen können.

4.5 Eröffnung einer Diskussion und Bündnisbildung zur Umgestaltung des Finanzsystems

Wirklich nachhaltige Sustainable-Finance-Strategien müssen von den Bedürfnissen der Menschen in der Umwelt ausgehen und fragen, wie diese finanziert werden können – anstatt sich auf Finanzprodukte, deren Profitabilität und falsche Versprechen hinsichtlich ihrer Vereinbarkeit mit nachhaltigen Zielen zu konzentrieren, die Verteilungs- und Gerechtigkeitsfragen unter den Tisch kehren. Progressive Sustainable-Finance-Strategien können ökosoziale Ziele mithilfe von Instrumenten im Sinne einer repräsentativen Demokratie umsetzen, etwa durch eine gezielte Ausweitung der Finanzmarktregulierung oder durch geldpolitische Maßnahmen, begleitende Industriepolitiken bis hin zum Übergang zu bedarfsorientierten Wirtschafts- und Lebensformen. Sie können durch direktdemokratische Entscheidungsprozesse zur Mitbestimmung über Investitionen belebt und begleitet werden. Und dafür müssen auch vermeintliche Tabus der vergangenen 40 Jahre deutlicher infrage gestellt werden.

Unsere hier skizzierten Vorschläge, die aus den Analysen der ersten drei Kapitel dieses Buches resultieren, sind freilich nur ein Ausschnitt der Möglichkeiten und Alternativen. Ihr Ziel ist es, die Diskussion über die vielen kleinen Schritte zu eröffnen, die nötig sind, um ein ökologisch, ökonomisch und sozial zukunftsfähiges Finanzsystem zu etablieren. Die globalen Vernetzungen von Währungen, Krediten und anderen Ansprüchen sowie die komplexen Wechselwirkungen von Finanzinnovationen und Regulierung machen dies zu einem anspruchsvollen und scheinbar unüberblickbaren Unterfangen. Allerdrings wollen wir betonen, dass es nicht ausreicht, Diskussionen über die technische Ausgestaltung eines progressiven Finanzsystems zu führen. Daher benötigen wir vor allem: die Politisierung von Finanzverhältnissen und die Arbeit in politischen Bündnissen, um uns über die Zweckmäßigkeit und Veränderbarkeit des Finanzwesens zu verständigen.

Literatur

- Aguila N./Haufe P./Wullweber J. (2024): The ecor as global special purpose money: towards a green international monetary system to finance sustainable and just transformation. *Sustain Sci*.
- Aguila, N./Wullweber, J. (2024): Greener and cheaper: green monetary policy in the era of inflation and high interest rates. In: *Eurasian Econ Rev* 14 (1), S. 39–60.
- Aguila, N./Haufe, P./Baioni, R./Fichtner, J./Schairer, S./Urban, J./Wullweber, J. (2025): »The green banking gap: how bankability, business models, and regulations challenge banks' decarbonization«, Available at SSRN: ssrn.com/abstract=5244842
- Aguila, N./Wullweber, J. (2025): Legitimising green monetary policies: market liberalism, layered central banking, and the ECB's ongoing discursive shift from environmental risks to price stability. In: *Journal of European Public Policy* 32 (3), S. 665–696.
- Allan, B./Lewis, J.I./Oatley, Th. (2021): Green Industrial Policy and the Global Transformation of Climate Politics. *Global Environmental Politics* 21 (4), 1–19.
- Arjaliès, D.L./Grant, P./Hardie, I./MacKenzie, D./Svetlova, E. (2017): *Chains of finance: How investment management is shaped*. Oxford University Press.
- Babic, M./Dixon, A. (2023): Decarbonising states as owners. *New Political Economy* 28 (4), 608–627.
- BaFin (2021): »Der deutsche Finanzsektor und die Nachhaltigkeitsrisiken: Eine Sachstandserhebung durch die BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Ausführlicher Bericht.« t1p.de/9gqb3.
- BaFin (2024): BaFin Marktstudie [Marktstudie zur Erhebung von und zum Umgang mit ESG-Daten und -Ratingverfahren durch Kapitalverwaltungsgesellschaften.]. t1p.de/67hso.
- Baines, J./Hager, B.S. (2022): From passive owners to planet savers? Asset managers, carbon majors and the limits of sustainable finance. *Competition & Change*, 27(3-4).
- Bartels, C./Neef, T. (2024): Einkommens- und Vermögensverteilung in Deutschland. *Wirtschaftsdienst*, 104(7), 441–447. doi.org/10.2478/wd-2024-0117.
- Benjamin, A. (2007): Stern: Climate change a »market failure«. In: *The Guardian*, 2007. www.theguardian.com/environment/2007/nov/29/climatechange.carbonemissions.
- Berg, F./Kölbel, J.F./Rigobon, R. (2022): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. doi.org/10.1093/rof/rfac033.

- Black, S. et al. (2023): IMF Fossil Fuel Subsidies Data: 2023 Update. Working Paper, IMF, Washington, DC.
- Block, F.L./Hockett, R. (2022): Democratizing finance: Restructuring credit to transform society. Verso.
- Bolton, P./Despres, M./Pereira da Silva, L.A./Samama, F./Svartzman, R. (2020): The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change. Bank of International Settlement (BIS); Banque de France. www.bis.org/publ/othp31.htm.
- Bourboulon, I. (2018): Kommt der Finanz-Crash 2.0? Zehn Jahre nach der Lehman Pleite: für ein Finanzsystem im Interesse der Vielen. Hamburg. VSA: Verlag.
- Bracking, S. (2020): Financialization and the Environmental Frontier. In: P. Mader/D. Mertens/N. van der Zwan (Hrsg.): The Routledge International Handbook of Financialization. Routledge, 213-223.
- Brand, U./Hausknost, D./Brad, A./Eyselein, G./Krams, M./Maneka, D./Pichler, M./Schneider, E. (2025): Structural limitations of the decarbonization state. Nature Climate Change.
- Buchmüller, P./Hofinger J./Weiß, G. (2022): »Aktueller Stand der Regulatorischen Vorgaben zu Nachhaltigkeitsrisiken für Banken in Deutschland: Working Paper Nr. 22-01.« Universität Leipzig, Chair in Sustainable Finance & Banking.
- Bulfone, F./Ergen, T./Kalaitzake, M. (2022): No strings attached: Corporate welfare, state intervention, and the issue of conditionality. Competition & Change 27 (2), 253-276.
- Buller, A. (2022): The value of a whale: On the illusions of green capitalism. Manchester University Press.
- Bundesbank (2017): »The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process«, Monthly Report, 69(4), pp. 13-34. t1p.de/dbm8c.
- Busch, T./Bruce-Clark, P./Derwall, J./Eccles, R./Hebb, T./Hoepner, A./Klein, C./Krueger, P./Paetzold, F./Scholtens, B. (2021): Impact investments: A call for (re)orientation. SN Business & Economics, 1(2), 1-13.
- Caldecott, B. (2017): Introduction to special issue: stranded assets and the environment. In: Journal of Sustainable Finance & Investment 7(1), 1-13.
- Caldecott, B.L./Clark, A./Harnett, E./Koskelo, K./Wilson, C./Liu, F. (2022): Sustainable finance and transmission mechanisms to the real economy. University of Oxford Smith School of Enterprise and the Environment Working Paper 22-04.
- Carbon Majors Database (2024): Launch Report, 4. April 2024. carbonmajors.org/briefing/The-Carbon-Majors-Database-26913.
- Carbon Tracker Initiative (2011): Unburnable Carbon: Are the World's Fi-

- nancial Markets Carrying a Carbon Bubble? – Carbon Tracker Initiative. carbontracker.org/reports/carbon-bubble/.
- Carney, M. (2015): Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability. September 29. www.bis.org/review/r151009a.pdf.
- Chancel, L. (2022): Global carbon inequality over 1990–2019. *Nature Sustainability* 5, 931–938.
- Christophers, B. (2024): *The Price Is Wrong: Why Capitalism Won't Save the Planet*. Verso.
- Clapp, J./Helleiner, E. (2025): Reflections on the IPE of green finance. *Competition & Change*, doi.org/10.1177/10245294251324780.
- Clean Energy Wire (2020): Germany's banks largely unprepared for climate risks – NGO. Online verfügbar unter www.cleanenergywire.org/news/germanys-banks-largely-unprepared-climate-risks-ngo?.
- CPI (2023): Global Landscape of Climate Finance 2023. www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climate-finance-2023/.
- Cunha, F. et al. (2021): Sustainable finance and investment: Review and research agenda. *Business Strategy and the Environment* 30 (8), 3821–3838.
- Dabi, N./Maitland, A./Lawson, M./Stroot, H./Poidatz, A./Khalfan, A. (2022): *Carbon billionaires: The investment emissions of the world's richest people*. Oxfam International.
- Davis, M./Davis, B. (2021): *Crowdfunding and the Democratization of Finance*. Policy Press.
- Dechezleprêtre, A./Fabre, A./Kruse, T./Planterose, B./Sanchez Chico, A./Stantcheva, S. (2025): Fighting Climate Change: International Attitudes toward Climate Policies. *American Economic Review*, 115(4), 1258–1300.
- Deutsche Bundesregierung (2021): *Deutsche Sustainable Finance-Strategie*. Mai. www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=6.
- DiLeo, M./Rudebusch, G.D./Van't Klooster, J. (2023): Why the Fed and ECB Parted Ways on Climate Change: The Politics of Divergence in the Global Central Banking Community. *Hutchins Center Working Paper* No. 88.
- Dörre, K./Liebig, S./Lucht, K./Sittel, J. (2024): Klasse gegen Klima? Transformationskonflikte in der Autoindustrie. *Berliner Journal für Soziologie*, 34(1), 9–46.
- Downey, L./Blyth, M. (2025): Macrofinance and the green transformation: nudging, attracting, and coercing capital towards decarbonization. *Review of International Political Economy* 32 (3), 529–541.

- Draghi, M. (2024): The future of European Competitiveness. Part B | In-depth analysis and recommendations. t1p.de/t52ga.
- Dullien, S./Gerards Iglesias, S./Hüther, M./Rietzler, K. (2024): Herausforderungen für die Schuldenbremse. Investitionsbedarfe in der Infrastruktur und für die Transformation (IMK Policy Brief No. 168).
- Egli, F./Schärer, D./Steffen, B. (2022): Determinants of fossil fuel divestment in European pension funds. *Ecological Economics* 191, 1–17.
- EU (2012): Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Art. 127, eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:12012M/TXT.
- European Commission (2018): Action Plan: Financing Sustainable Growth. eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0097.
- European Commission (n.d.): EU taxonomy for sustainable activities. finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.
- EZB (2025): ECB to adapt collateral framework to address climate-related transition risks. www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250729_1~02d753a029.en.html.
- EZB Bankenaufsicht (2022): Pressemitteilung 14. März 2022: Beurteilung der EZB zeigt: Banken müssen Offenlegung von Klimarisiken verbessern. t1p.de/yghlm
- Fair Finance Guide Deutschland (2025): Bewertung | Fair Finance Guide Deutschland Online verfügbar unter www.fairfinanceguide.de/ffg-d/bewertung/.
- Fichtner, J. (2020): The rise of institutional investors. In: P. Mader/D. Mertens/N. van der Zwan (Hrsg.), *The Routledge international handbook of financialization*. Routledge, 265–275.
- Fichtner, J./Heemskerk, E./Garcia-Bernardo, J. (2017): Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298–326.
- Fichtner, J./Schairer, S./Haufe, P./Aguila, N./Baioni, R./Urban, J./Wullweber, J. (2025): Channels of influence in sustainable finance: A framework for conceptualizing how private actors shape the green transition. *Finance and Society*, 11(1), 56–80.
- Flinders, S./Buller, A. (2023): Bond Villains. How the bond markets fan the flames of the fossil fuel industry. Verfügbar unter www.commonwealth.org/interactive/bond-villains-how-the-bond-markets-fan-the-flames-of-the-fossil-fuel-industry.
- Foundational Economy Collective (2019): *Die Ökonomie des Alltagslebens*. Suhrkamp.

- Gabor, D./Braun, B. (2021) Green macrofinancial regimes. *Review of International Political Economy* 32 (3), 542–568.
- Gaßen, E. (2025): Die Konversionsstrategie des Collettivo di Fabbrica ex-GKN. In: P. Bartelheimer/S. Ötsch (Hrsg.), *Konversion – Wirtschaftsdemokratie für den sozialökologischen Umbau* (S. 419–448). Metropolis Verlag.
- Golka, P. (2024): Epistemic gerrymandering: ESG, impact investing, and the financial governance of sustainability. *Review of International Political Economy*, 31(6), 1894–1918. doi.org/10.1080/09692290.2024.2382241.
- Golland, A./Galaz, V./Engstrom, G./Fichtner, J. (2022): Proxy voting for the earth system: Institutional shareholder governance of global tipping elements. doi.org/10.2139/ssrn.4067103.
- Graeber, D. (2012): *Debt: The first 5000 years*. Penguin UK.
- Groot, W. de/de Koning, J./van Winkel, S. (2021): Sustainable voting behavior of asset managers: Do they walk the walk? *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1(4), 7–29.
- GSIA (2023): *Global Sustainable Investment Review 2022*. www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/.
- Hickel, J. (2022): Weniger ist mehr: Warum der Kapitalismus den Planeten zerstört und wir ohne Wachstum glücklicher sind. Oekom.
- HLEG (2028): High-Level Expert Group on Sustainable Finance/Dombrovskis, V., *Financing a Sustainable European Economy*. t1p.de/hebz4
- Hilson, C. (2024): Climate change and the politicization of ESG in the US. *Frontiers in Political Science*, 6, 1332399.
- Hiß, S. (2013): Was bleibt von der Nachhaltigkeit nach ihrer Finanzialisierung? In: M. Heires/A. Nölke (Hrsg.), *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. SpringerVS, 211–224.
- Hövermann, A./Kohlrausch, B./Langer, A./Meuleman, B. (2025): How Work Shapes Democracy. (No. 40). www.wsi.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-009033.
- Ingham, G.K. (2004): *The nature of money*. Polity.
- Kaiser, J. (2023): Rückkehr der Konversionsbewegung? *PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft*, 53(210), 35–53.
- Kapadia, A. (2024): *A Political Theory of Money*. Cambridge University Press.
- Kathan, M.C./Utz, S./Dorfleitner, G./Eckberg, J./Chmel, L. (2025): What you see is not what you get: ESG scores and greenwashing risk. *Finance Research Letters*, 74, 106710.
- Kawabata, T. (2019): What are the determinants for financial institutions to mobilise climate finance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9(4), 263–281.

- Kedward, K./Gabor, D./Ryan-Collins, J. (2024). Carrots with(out) sticks: credit policy and the limits of green central banking. *Review of International Political Economy* 31 (5), S. 1593–1617.
- Keynes, J.M. (2019): The Keynes Plan. Proposals for an international clearing union. In: Lamoreaux N./Shapiro I. (eds), *Bretton Woods Agreements. Together with scholarly commentaries and essential historical documents*. Yale University Press.
- Knafo, S. (2013): *The making of modern finance: Liberal governance and the gold standard*. Routledge.
- Knoll, L. (2024): Sustainable Finance und Soziologie. In: cric e.V. (Hrsg.), *Sustainable Finance. Die Zukunft nachhaltigen Investierens – ein interdisziplinärer Ausblick*. Oekom, S. 69–85.
- Kopp, M./Shahyari, P./Diaz, P. /Häßler, R. (2021): Deutsche Banken müssen Fahrt aufnehmen: Nachhaltigkeitsanalyse deutscher Banken. www.wwf.de/zusammenarbeit-mit-unternehmen/sustainable-finance/wwf-bankenrating-2021.
- Kölbel, J.F./Heeb, F./Paetzold, F./Busch, T. (2020): Can sustainable investing save the world? Reviewing the mechanisms of investor impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574.
- Krahn, J.P./Rocholl, J./Thum, M. (2021): A primer on green finance: From wishful thinking to marginal impact. *SAFE White Paper No. 87*.
- Langley, P./Bridge, G./Bulkeley, H./van Veelen, B. (2021): Decarbonizing capital: Investment, divestment and the qualification of carbon assets. *Economy and Society*, 50(3), 494–516.
- Lazonick, W. (2015): Stock Buybacks: From Retain-and-reinvest to Downsize-and-distribute. *Brookings*. www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/lazonick.pdf.
- Macleod, M./Park, J. (2011): Financial Activism and Global Climate Change: The Rise of Investor-Driven Governance Networks. *Global Environmental Politics*, 11(2), 54–74.
- Marois, T. (2021): *Public Banks. Decarbonisation, Definancialisation and Democratisation*. Cambridge University Press.
- Marois, T. (2025): Public Development Banks as Essential Infrastructure: Covid, the KfW, and Public Purpose. *Review of Political Economy* 37 (3), 1011–1035.
- Mau, S./Lux, T./Westheuser, L. (2023): *Triggerpunkte: Konsens und Konflikt in der Gegenwartsgesellschaft*. Suhrkamp.
- McCarthy, M.A. (2025): *The master's tools: How finance wrecked democracy (and a radical plan to rebuild it)*. Verso.
- Mencin, J. (2024): Nachhaltigkeitszertifikate – das müssen Sie beachten und so finden Sie das beste nachhaltige Zertifikat [Ratgeber]. *Finanzen.net*. September 23. www.finanzen.net/ratgeber/nachhaltigkeits-zertifikate/.

- Mertens, D./Van der Zwan, N. (2025): Puzzling, powering, profiting. The politics of sustainable finance in the European Union. *Journal of European Public Policy*.
- Milanović, B. (2016): *Global inequality: A new approach for the age of globalization*. The Belknap Press of Harvard University Press.
- Mohr, K. (2025): Die sozialökologische Transformation fair gestalten – Strategien und Perspektiven der IG Metall. In P. Bartelheimer/S. Ötsch (Hrsg.), *Konversion als Strategie in der sozial-ökologischen Transformation*. Metropolis Verlag, 393–417.
- Monnet, E. (2018): *Controlling credit. Central banking and the planned economy in postwar France, 1948-1973*. Cambridge University Press.
- Muñoz, D.R./Cerrato, E./Lamandini, M. (2021): The EU's »green« finance. Can »exit«, »voice« and »coercion« be enlisted to aid sustainability goals? *European Banking Institute Working Paper No. 90*.
- Nielsen, D./Leguet, B. (2024,): Climate investments in Europe must double, and the clock is ticking. I4CE. November 27. www.i4ce.org/en/climate-investments-europe-must-double-clock-ticking/.
- Ötsch, S. (2024): Climate financing by the German government: A win-win strategy? *Zeitschrift für Politikwissenschaft*, 34, 207–229.
- Ötsch, S./Bartelheimer, P. (2025): *Conversion: A strategy for ecosocial production politics*. *Work in the Global Economy*, Early View.
- Oreskes, N./Conway, E.M. (2014): *Die Machiavellis der Wissenschaft: Das Netzwerk des Leugnens*. Wiley-VCH.
- Paetzold, F./Busch, T./Utz, S./Kellers, A. (2022): Between impact and returns: Private investors and the sustainable development goals. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3182–3197.
- Petry, J./Fichtner, J./Heemskerk, E. (2021): Steering capital: The growing private authority of index providers in the age of passive asset management. *Review of International Political Economy*, 28(1), 152–176.
- Quorning, S. (2024): The »climate shift« in central banks: how field arbitrageurs paved the way for climate stress testing. *Review of International Political Economy* 31 (1), 74-96.
- Remer, S. (o.J.): Stranded Asset. In: *Gabler Banklexikon*. www.gabler-banklexikon.de/definition/stranded-asset-99717/version-339732.
- Remer, S. (2020): Sustainable Finance. In: *Gabler Banklexikon*. www.gabler-banklexikon.de/definition/sustainable-finance-99711/version-377154.
- ResFutura (2023): *Sustainable Wealth. Hochvermögende und Nachhaltigkeit*. t1p.de/jrcu4.
- Rushkoff, D. (2025): *Survival of the Richest: Warum wir vor den Tech-Milliardären nicht einmal auf dem Mars sicher sind*. Suhrkamp.
- Saidane, D./Ben Abdullah, S. (2021): Sustainable Finance: Concepts, analyses and perspectives. In D. Bourghelle (Hrsg.), *Rethinking*

- Finance in the Face of New Challenges. Emerald Publishing Limited, 181–192.
- Schairer, S./Fichtner, J./Baioni, R./Pereira de Castro, D./Aguila, N./Urban, J./Haufe, P./Wullweber, J. (2025): Out of the Light, Into the Dark: How »Shadow Carbon Financing« Hampers the Green Transition and Increases Climate-related Systemic Risk'. ssrn.com/abstract=5196946.
- Schnabel, I. (2022): A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation. ECB. www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220317_2~d8b3582f0a.en.html.
- Schultz, A./Senn, M. (2021): Greenwashing im großen Stil. Wie »nachhaltige« Fonds die Klimakrise befeuern, korrupte Vorstände finanzieren und die Verletzung von Arbeitnehmerrechten tolerieren, Finanzwende Recherche, Berlin.
- Semieniuk, G./Weber, I.M./Weaver, I.S./Wasner, E./Braun, B./Holden, P.B./Salas, P./Mercure, J.-F./Edwards, N.R. (2025): Best of times, worst of times: Record fossil-fuel profits, inflation and inequality. *Energy Research & Social Science*, 127, 104221.
- Sharma, S.E./Babic, M. (2025): Introduction: The international political economy of green finance. *Competition & Change*, 10245294241310546.
- Shishlov, I./Censkowsky, P. (2022): Same but different? Understanding divergent definitions of and views on climate finance. In: A. Michaelowa/A.-K. Sacherer (Hrsg.), *Handbook of international climate finance* (S. 16–39). Edward Elgar Publishing.
- Smith, A. (2014): The Lucas Plan: What can it tell us about democratising technology today? Januar 22. *The Guardian*.
- Stern, P.C. (2000): New Environmental Theories: Toward a Coherent Theory of Environmentally Significant Behavior. In: *Journal of Social Issues* 56(3), 407–424.
- Stewart, F./Gardiner, L./Levine, A. (2024): Taxonomy astronomy: The global search to define sustainable finance. *World Bank Blogs* [online], 6. Juni; blogs.worldbank.org/en/psd/global-search-define-sustainable-finance-taxonomy.
- Stolz, D./Lai, K.P. (2020): Impact investing, social enterprise and global development. In P. Mader/D. Mertens/N. van der Zwan (Hrsg.), *The Routledge International Handbook of Financialization*. Routledge, 288–300.
- Strinaty, C./Baudry, C. (2025): Top-down Climate Finance Needs. Climate Policy Initiative. April 30. www.climatepolicyinitiative.org/publication/top-down-climate-finance-needs/
- The Global Compact (2004): Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World. documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf

- Thiemann, M. (2024): *Taming the Cycles of Finance?* Cambridge University Press.
- Tischer, D./Ferrando, T. (2024): Shaping the climate transition: Multistakeholder networks, elites, and sustainable finance policy in Europe. *Finance and Society*, 1–24.
- Umweltbundesamt (o.J.): Wissensplattform Sustainable Finance. www.umweltbundesamt.de/themen/wirtschaft-konsum/nachhaltiges-finanzzsystem/wissensplattform-sustainable-finance.
- UNEP (2016): Definitions and Concepts: Background Note (UNEP Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System No. Inquiry Working Paper 16/13). wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/10603/definitions_concept.pdf.
- UNEP (2023): State of Finance for Nature. www.unep.org/resources/state-finance-nature-2023.
- urgewald (2025): Banken-Studie: Deutsche Bank weltweit größte Geldgeberin des Ölriesen BP | urgewald e.V. www.urgewald.org/medien/banken-studie-deutsche-bank-weltweit-groesste-geldgeberin-oelriesen-bp
- urgewald/Rainforest Action Network/Sierra Club/Banktrack/Oil Change International/Reclaim Finance/CEED/Indigenous Environmental Network (2025): Banking on Climate Chaos 2025: Fossil Fuel Finance Report. www.bankingonclimatechaos.org/
- Van 't Klooster, J./Prodani, K. (2025): Planetary financial policy and the riskification of nature. *Review of International Political Economy* 32 (3), 643–667.
- Von Ondarza, V./Blum, P. (2025): Millionenstrafe für Deutsche-Bank-Tochter DWS wegen Greenwashing. In: tagesschau.de, 3.4.
- Walkenhorst, J./Schuppert, F. (2024): What is the normative added value of deliberative mini publics in the context of climate policy making? *Swiss Political Science Review*, [spsr.12647](https://doi.org/10.1007/s12647-024-00000-0).
- Wilhelm, M./Aydemir, A./Rohde, C. (2023): German banks on the way to climate neutrality? A review of the situation. Karlsruhe: Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI. Working Paper Sustainability and Innovation No. S 07/2023.
- World Commission on Environment and Development (1987): *Our Common Future*. digitallibrary.un.org/record/139811?v=pdf#files.
- Wullweber, J./Aguila, N./Urban, J./Haufe, P./Baioni, R./Schairer, S./Kern, F./Progscha, S. (2025): Financing the green transition: Increasing bankability, phasing out carbon investments and funding »never bankable« activities, tra:ce Policy Paper.
- Zhang, F. (2022): The Policy Coordinator Role of National Development Banks in Scaling Climate Finance: Evidence from the Renewable Energy Sector. *Climate Policy* 22 (6), 754–769.

Zucman, G. (2024): A blueprint for a coordinated minimum effective taxation standard for ultra-high-net-worth individuals. Commissioned by the Brazilian G20 presidency. www.taxobservatory.eu/publication/a-blueprint-for-a-coordinated-minimum-effective-taxation-standard-for-ultra-high-net-worth-individuals.

Attac will

Es ist genug für alle da – wenn gerecht verteilt wird. Die Finanzmärkte brauchen demokratische Kontrolle. Hohe Sozial- und

Umweltstandards müssen globalisiert werden. So genannte Entwicklungsländer müssen aus der Schuldenfalle befreit, ihr Mitspracherecht in den internationalen Institutionen gestärkt werden. Wir brauchen gerechten Handel, Demokratie und Menschenrechte, statt Freihandel und Vorrechte für Konzerne.

**Banken entmachten, Reichtum umverteilen,
Demokratie erkämpfen!**



Attacies

Attac hat in Deutschland inzwischen über 29.000 Mitglieder – und täglich werden es mehr. In rund 200 Gruppen, verteilt über die Republik, sind Attacies vor Ort aktiv. Weltweit mischen 100.000 Menschen in 50 Ländern bei Attac mit und sich ein – gegen die Ungerechtigkeiten der neoliberalen Globalisierung.

Attaction

Attac braucht Aktion – um Raum zu schaffen für Diskussion, für Bewegung und um zu lernen. Dafür brauchen wir Unterstützung. Eine Mitgliedschaft, Beteiligung an unseren Aktionen, Engagement in einer Attac-Gruppe oder eine Spende – all das stärkt Attac den Rücken. Und nur eine starke Bewegung bewegt.

Attac Bundesbüro // Münchener Str. 48 // 60329 Frankfurt/M.
Tel. 069-900 281-10 // Fax -99 // info@attac.de // www.attac.de

Spendenkonto: Attac Trägerverein e.V.

Kto.-Nr. 800 100 800 //

GLS Gemeinschaftsbank

BLZ 430 609 67

IBAN: DE57 43060967 0800100800

BIC: GENODEM 1 GLS



VSA: AttacBasisTexte



Torben Beyer/
Catherine Gotschy/
Holger Oppenhäuser/
Tobias Weißer

Spielgeld für den Kasinkapitalismus

Warum Krypto keine
Alternative ist

AttacBasisText 62

80 Seiten | € 8.50

ISBN

978-3-96488-228-8

Wie funktionieren
Kryptos? Welche öko-
nomische Bedeutung
haben sie?

VSA: Verlag

St. Georgs Kirchhof 6

20099 Hamburg

Tel. 040/28 09 52 77-0

Fax -50 | E-Mail:

info@vsa-verlag.de



Andreas Fisahn (Hrsg.)
**Demokratie
in Gefahr?**

75 Jahre Grundgesetz

AttacBasisText 61

96 Seiten | € 8.50

ISBN

978-3-96488-219-6

Ist das Grundgesetz
gegen eine Macht-
übernahme durch
Nazis und Rechtspo-
pulisten gewappnet?
75 Jahre Grundgesetz
bieten Anlass zu einer
kritischen Bestands-
aufnahme.



Hendrik Auhagen/
Thomas Eberhardt-
Köster/Achim Heier/
Mark Herterich/
Hermann Mahler/
Volker Röske/
Carl Waßmuth/
Winfried Wolf

Klimagerechte Mobilität für alle

Verkehr der Zukunft
nicht den Konzernen
überlassen

AttacBasisTexte 57

96 Seiten | € 7.00

ISBN

978-3-96488-048-2

Rüstzeug für eine
konsequente Verkehrs-
wende, damit Mobili-
tät nachhaltig und für
für alle erschwinglich
wird.

www.vsa-verlag.de

VSA: AttacBasisTexte



Joachim Braun/
Julia Elwing/
Werner Rätz

Rente statt Rendite!

Eine solidarische und
armutsfeste Alters-
sicherung ist möglich

AttacBasisText 63

96 Seiten | € 8.50

ISBN

978-3-96488-243-1

Warum nimmt Alters-
armut immer mehr zu?
Wie ist das deutsche
Rentensystem
gestaltet?

VSA: Verlag

St. Georgs Kirchhof 6

20099 Hamburg

Tel. 040/28 09 52 77-0

Fax -50 | E-Mail:

info@vsa-verlag.de



Karl-Martin Hentschel/
Alfred Eibl

Steuer-Revolution!

Ein Konzept zur
Rückverteilung von
Reichtum, zu mehr
Gerechtigkeit und
Klimaschutz

AttacBasisText 59

196 Seiten | € 16.80

ISBN

978-3-96488-201-1

Wie kann der Reich-
tum wieder rückver-
teilt werden, um die
Gesellschaft gerechter
und demokratischer zu
machen und die bevor-
stehende Transforma-
tion in eine klimaneu-
trale Gesellschaft zu
finanzieren? Durch
eine Steuer-Revolution!



Thomas Eberhardt-
Köster

Globalisierungskritik neu denken!

Eine andere Welt ist
noch immer möglich!

Wie wir sie ändern
müssen in Zeiten der
großen (Un)Ordnung

AttacBasisText 60

96 Seiten | € 8.50

ISBN

978-3-96488-200-4

Was ist Globalisierung
und wie funktioniert
sie heute? Denn
Globalisierung ist men-
schengemacht – und
sie kann gestaltet und
verändert werden.

www.vsa-verlag.de