

Bassen, Alexander et al.

Article

Sustainable Finance: Neue Strategie im Finanzsektor trotz Coronakrise?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Bassen, Alexander et al. (2020) : Sustainable Finance: Neue Strategie im Finanzsektor trotz Coronakrise?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 73, Iss. 10, pp. 03-29

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/227436>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Sustainable Finance: Neue Strategie im Finanzsektor trotz Coronakrise?

Wirtschaft und Gesellschaft befinden sich aktuell im Sog der weltweiten Coronakrise. Klimaschutz und die Förderung der nachhaltigen Entwicklung stehen aber nach wie vor auf der politischen Agenda, und das Thema »Sustainable Finance« gewinnt an Bedeutung. Die Finanzwirtschaft kann ein Hebel zum Umbau der Wirtschaft zu mehr Nachhaltigkeit sein, indem Gelder gezielt in »grüne« Investitionen gelenkt werden. Wird »Sustainable Finance« für den Kapitalmarkt, trotz Coronakrise, weiter an Gewicht gewinnen? Was bedeutet dies für Unternehmen und Investoren? Und wie sehen die Finanzinstitute den Spagat zwischen Green Finance und Rendite?

Alexander Bassen und Kerstin Lopatta

Regulatorische Rahmenwerke zur Erreichung gesellschaftlicher Ziele

Nachhaltigkeitsrisiken haben sich in den letzten Jahren zu einer etablierten ökonomischen Risikokategorie entwickelt.

NACHHALTIGKEITSRISIKEN UND REGULATORISCHE ANTWORTEN

Im *World Economic Forum Global Risk Report 2020* sind die fünf größten Risiken nach der Eintrittswahrscheinlichkeit Umweltrisiken. Zudem haben zahlreiche Regierungen, unter anderem die Bundesregierung, globale Abkommen zur Reduzierung des negativen Einflusses auf die Umwelt, insbesondere den Klimawandel, unterzeichnet. Weiterhin konnte gezeigt werden, dass bereits heute zahlreiche Nachhaltigkeitsrisiken in den verschiedenen Anlageklassen eingepreist sind (vgl. Bassen et al. 2019). Das Verständnis von Sustainable Finance geht dabei über die reine Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken hinaus. Neben der Integration von Environment, Social und Governance (ESG-) Kriterien in wirtschaftliche und finanzielle Entscheidungen wird die Finanzierung zur Förderung einer nachhaltigen wirtschaftlichen, sozialen und umweltbezogenen Entwicklung sowie die Entwicklung eines Finanzsystems, das stabil ist und langfristige Bildungs-, Wirtschafts-, Sozial- und Umweltthemen berücksichtigt, einschließlich nachhaltiger Beschäftigung, Rentenfinanzierung, technologischer Innovation, Infrastrukturaufbau und Eindämmung des Klimawandels hie-

runter subsumiert (HLEG 2017). Diese drei Aspekte sind voneinander abhängig und zeigen die Richtung der Veränderung hin zu einem nachhaltigen Finanzsystem auf.

Es überrascht deshalb auch nicht, dass hierzu in den letzten Jahren zahlreiche verpflichtende und freiwillige regulatorische Entwicklungen angestoßen wurden. Allerdings fällt die Anzahl und die Geschwindigkeit der Umsetzung von Initiativen auf. Allein auf Ebene der EU-Kommission sind in den letzten zwei Jahren mit der High Level Expert Group, dem EU Action Plan, der Technical Expert Group und den damit verbundenen Direktiven und delegierten Rechtsakten zu Taxonomie, Klima-Benchmark und Offenlegungsverordnung für Finanzinstitutionen eine Vielzahl von Maßnahmen ergriffen worden, um den Handlungsspielraum des Finanzsektors zu nutzen und um



Prof. Dr. Alexander Bassen

ist Inhaber der Professur für Kapitalmärkte und Unternehmensführung sowie Mitglied der Sustainable Finance Research Group an der Universität Hamburg. Zudem ist er Mitglied im Rat für Nachhaltige Entwicklung und im Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung.



Prof. Dr. Kerstin Lopatta

ist Inhaberin der Professur für Financial Accounting, Auditing and Sustainability sowie Mitglied der Sustainable Finance Research Group an der Universität Hamburg und Visiting Professor an der City University Hong Kong.

die Transformation voranzubringen. Es wird also deutlich, dass der Finanzsektor von der Regulierungsseite als wesentlicher Hebel für die Erreichung gesellschaftlicher Ziele gesehen wird. Dieses hat gleichzeitig zur Konsequenz, dass sich zahlreiche regulatorische und transitorische Risiken für Kapitalmarktteilnehmer ergeben, die adäquat eingepreist werden sollten.

ESG IN DER CORONAKRISE

Analysiert man den Zufluss an Mitteln während der Coronakrise in nachhaltige Anlagen, wird deutlich, dass diese von vielen Investoren als »safe harbour« angesehen werden. *Morningstar* dokumentiert für das 1. Quartal 2020 einen globalen Zufluss zu ESG-Fonds von 45,8 Mrd. US-Dollar, während konventionelle Fonds einen Abfluss von rund 384,7 Mrd. US-Dollar verzeichnen (vgl. *Morningstar* 2020). Ein Vergleich der Performance von traditionellen Indizes mit den entsprechenden ESG-Indizes verdeutlicht, dass alle vier MSCI-ESG-Indizes im Zeitraum Januar bis März 2020 ihre traditionellen Vergleichsindizes outperformen (vgl. MSCI 2020). Allerdings ist es denkbar, dass auch andere Faktoren, die in den ESG-Indizes berücksichtigt werden, nicht explizit ausgewiesen werden. So gibt es auch wissenschaftliche Studien, in denen die Performance differenzierter betrachtet wird. Demers et al. (2020) analysieren beispielsweise die Entwicklung des US-Markts für 1 631 Unternehmen in den ersten zwei Quartalen 2020. Sie können zeigen, dass ESG keine erklärende Variable für die Performance im 1. Quartal der Krise ist und im 2. Quartal sogar leicht negativ korreliert. Vielmehr erklären Verschuldungsgrad, Liquidität, Branchencharakteristika, traditionelle Marktrisiken und vor allem Innovation der Unternehmen die finanzielle Performance in der Coronakrise. Es ist somit bisher keine eindeutige Aussage auf Basis der kurzfristigen für die Coronakrise zur Verfügung stehenden Daten über die Performance ratsam; langfristig ist der Zusammenhang allerdings hinreichend belegt (vgl. Friede, Busch und Bassen 2015).

UMSETZUNG DER REGULIERUNG

Neben den marktlichen Entwicklungen werden aber vor allem die oben angesprochenen Regulierungsmaßnahmen dazu beitragen, die Transformation des Finanzmarkts und der Realwirtschaft voranzutreiben. Die EU-Kommission hat 2020 ein Portfolio an verschiedenen Maßnahmen vorgestellt und implementiert: das EU Ecolabel für Fonds, die Berichterstattung von Finanzinstitution über die Integration von ESG, die Berichterstattung über die Nachhaltigkeit von Fonds, die Überarbeitung der Non Financial Reporting Directive (NFRD) sowie die EU-Taxonomie. Von diesen Maßnahmen wird insbesondere die Taxonomie-Verordnung einen wesentlichen Beitrag zur Durchdringung des Finanzmarkts leisten, da sie

eine Vielzahl von Maßnahmen verknüpft. Die dahinterstehende Grundannahme basiert darauf, dass eine Klassifizierung in Verbindung mit einer standardisierten, verpflichtenden Berichterstattung die Vergleichbarkeit und damit die Informationseffizienz erhöht.

EU-TAXONOMIE ALS WESENTLICHER PFEILER DER REGULIERUNG

Am 18. Juni 2020 ist die EU-Taxonomie (Verordnung (EU) 2020/852)¹ in Kraft getreten. Auf Unternehmen, die bisher schon der Non Financial Reporting Directive (NFRD) bzw. dem deutschen Corporate-Social-Responsibility-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG) unterliegen, sowie auf Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater kommen somit kurzfristig neue Berichtspflichten zu. Die Berichtspflichten werden deutlich verschärft und erfordern kurzfristige Anpassungen von Unternehmen und Finanzmarktteilnehmern.

Die Taxonomie-Verordnung enthält ein Klassifizierungssystem, um unternehmerische Aktivitäten (activities) eindeutig als nachhaltig einstufen zu können. Voraussetzung hierfür ist, dass sie einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung mindestens eines der sechs festgelegten Umweltziele leisten. Diese sogenannten »*Environmental Objectives*« sind:

- Reduzierung der Klimaveränderungen (climate change mitigation),
- Anpassung an Klimaveränderungen (adaptation to climate change),
- Schutz von Wasser und Meeresressourcen (protection of water and marine resources),
- Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft (transition to a circular economy),
- Vermeidung von Verschmutzung und Abfall (pollution and waste prevention),
- Schutz des Ökosystems (protection of ecosystems).

Weiterhin dürfen die unternehmerischen Aktivitäten keinem der anderen Umweltziele entgegenstehen (do no significant harm) und müssen ein Mindestmaß an sozialen Standards erfüllen, wie beispielsweise die Erfüllung gewisser Arbeitsstandards. Die Technical Expert Group (TEG) der EU, die auch die Taxonomie entwickelt hat, hat zur Prüfung der Environmental Objectives sogenannte Technical-Screening-Kriterien vorgestellt, die zur Messung der Reduzierung der Klimaveränderungen und der Anpassung an Klimaveränderungen (Objectives 1 und 2) dienen sollen. Für alle Umweltziele wurden Kriterien entwickelt, um zu prüfen, ob unternehmerische Aktivitäten keinen signifikanten Schaden im Hinblick auf die Umweltziele anrichten.

¹ Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>.

Unternehmen sollen so darüber Auskunft geben, wo Klimarisiken liegen, und Finanzströme sollen in Investitionen gelenkt werden, die das Ziel der Klimaneutralität unterstützen. Die Technical-Screening-Kriterien werden von der neu gegründeten Plattform Sustainable Finance der EU weiterentwickelt und präzisiert. Diese sind als sogenannte delegierte Rechtsakte (delegated acts) für den 31. Dezember 2020 geplant und innerhalb der EU bindend. Der zweite delegierte Rechtsakt für die verbleibenden Umweltziele ist bereits für den 31. Dezember 2021 geplant.²

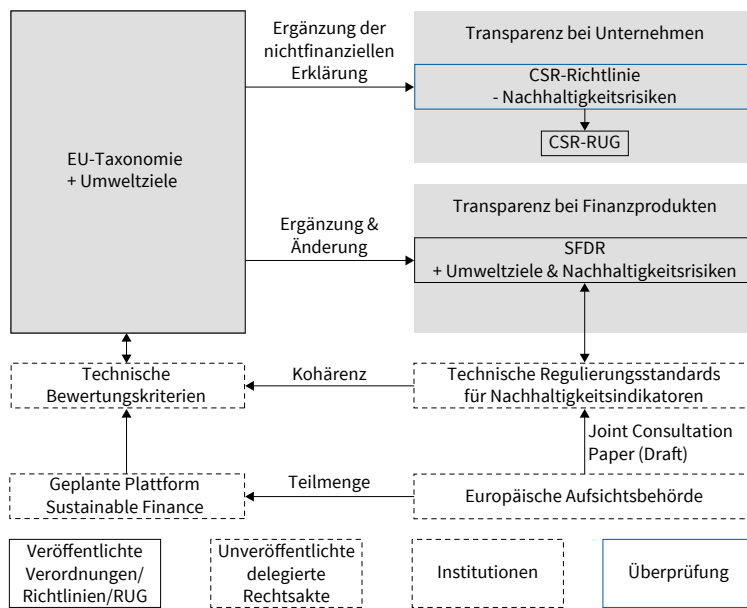
Im Hinblick auf die neuen Angabepflichten für Unternehmen, die unter die CSR-Richtlinie fallen, sollen die Umweltziele »Klimaschutz« und »Anpassung an den Klimawandel« bereits für alle Veröffentlichungen von nichtfinanziellen Berichterstattungen nach der CSR-Richtlinie ab dem 1. Januar 2022 gelten. Unternehmen mit beispielsweise Abschlussstichtag 31. Dezember 2021, die entsprechend der deutschen Regelung ihre nichtfinanzielle Berichterstattung bis spätestens vier Monate nach dem Abschlussstichtag veröffentlichen müssen, wären demnach von der Regelung bereits betroffen und müssten die Taxonomie-Verordnung ab dem 1. Januar 2021 anwenden. Vorgesehen ist, dass die Angabepflichten für die vier weiteren Umweltziele um ein Jahr zeitversetzt anzuwenden sind.

SUSTAINABLE FINANCE DISCLOSURE REGULATION FÜR FINANZMARKTTEILNEHMER

Dieses ist besonders von Interesse für den Finanzplatz, da die Regulierung (EU) 2019/2088 vom 27. November 2019 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, (SFDR)) umfangreich die Berichtspflichten für Finanzmarktteilnehmer regelt und diese mit der Taxonomie verknüpft.³ Die neuen Anforderungen unterscheiden zwischen allen Produkten und Finanzprodukten, die ökologische und/oder soziale Ziele anstreben oder fördern. Dabei ist offenzulegen, welche Effekte Nachhaltigkeitsthemen, z.B. Klimawandel, auf die Finanzinstitutionen und welchen Einfluss die Finanzinstitutionen auf Nachhaltigkeitsthemen haben (doppelte Materialität). Dies hat zur Folge, dass Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater auf ihren Internetseiten Informationen zu ihren Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken veröffentlichen müssen, die sie bei ihren Anlageberatungs- oder Versicherungsberatungstätigkeiten verfolgen (Artikel 3). Zudem werden Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater verpflichtend Informationen dazu veröffentlichen, wie sie nachteilige Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeits-

Abb. 1

EU-Taxonomie im Kontext der nichtfinanziellen Berichterstattung



Quelle: Bassen, Lopatta und Kordsachia (2020).

faktoren berücksichtigen (Artikel 4). Für Finanzberater gilt für die Beratung, dass sie in vorvertraglichen Informationen Erläuterungen darüber abgeben, wie Nachhaltigkeitsrisiken bei ihrer Anlage- oder Versicherungsberatung einbezogen werden und welche Auswirkungen Nachhaltigkeitsrisiken auf die Rendite der Finanzprodukte haben können. Zudem sollen Finanzmarktteilnehmer Transparenz darüber schaffen, wann ökologische oder soziale Merkmale erfüllt sind, wenn Finanzprodukte entsprechend beworben werden (Artikel 8). Für die konkrete Ausgestaltung haben die European Supervisory Authorities (ESAs) eine Joint Consultation am 1. September 2020 abgeschlossen. Es bleibt abzuwarten, wann und wie die konkrete Umsetzung erfolgen soll, denn die Verordnung gilt ab dem 10. März 2021.

Es besteht somit ein enormer Umsetzungsdruck für die Finanzmarktteilnehmer, der auch von verschiedenen Verbänden wie BVI, BAI und EuroSIF kritisiert wurde. Erschwerend kommt hinzu, dass die Konkretisierung auf Basis der Konsultation der ESA noch nicht ausgewertet und veröffentlicht wurde. Auch wenn die Umsetzung der Taxonomie im Finanzsektor einerseits vor diesen Hintergrund anspruchsvoll erscheint, ist dieses andererseits möglich und wird durch zahlreiche Fallstudien belegt. Verschiedene internationale Fondsgesellschaften haben auf Basis der vorliegenden technischen Bewertungskriterien geprüft, ob ihre Fonds entsprechend der Taxonomie als nachhaltig kategorisiert werden können, und kamen zu einer positiven Bewertung (vgl. PRI 2020). Eine umfangreiche empirische Studie hierzu untersucht 101 europäische Equity-Fonds mit ca. 1 831 investierten Unternehmen (vgl. Hessenius et al. 2020). Auch hier zeigt sich, dass die Taxonomie auf die Fonds

² Einen Einblick in die bereits entwickelten Technical-Screening-Kriterien findet man im Anhang des Abschlussberichts der TEG (technical annex to the TEG's final report), verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en.

³ Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=EN>.

anwendbar ist; aufgrund des bisher nur geringen Umfangs an Zielen und Industrien sowie der mangelnden Berichterstattung auf Unternehmensseite können allerdings nur 3% der Fonds den Anforderungen des EU-Ecolabels entsprechen.

ZUSAMMENFASSENDE AUSBLICK

Es zeigen sich zusammenfassend, dass sowohl marktliche als auch regulatorische Maßnahmen das Thema Sustainable Finance in der Coronakrise eher verstärkt haben. Aufgrund der zu erwartenden weiteren Zunahme gesellschaftlicher Risiken und daraus abgeleiteter regulatorischer Maßnahmen wird Sustainable Finance für den Kapitalmarkt in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen, da sowohl auf Seiten der EU als auch der Bundesregierung mehrfach die Überzeugung geäußert wurde, dass die gesellschaftlichen Herausforderungen nicht allein aus öffentlichen Mitteln finanziert werden können. Für Unternehmen und für Finanzmarktakteure werden die Transparenzpflichten weiter deutlich steigen. Aber auch andere geplanten Maßnahmen wie etwa zur Sustainable Corporate Governance werden eine Durchdringung zahlreicher Investitionsentscheidungen mit Nachhaltigkeitskriterien mit sich bringen. Dieses bedeutet für Unternehmen und Investoren einen gemeinsamen Kraftakt, gleichzeitig stellt es aber einen wesentlichen

Beitrag zur Klimaneutralität 2050 und zur Erreichung weiterer gesellschaftlicher Ziele dar.

LITERATUR

- Bassen, A., T. Busch, K. Lopatta und E. E. Osei Opoku (2019), »Nature Risks Equal Financial Risks: A Systematic Literature Review«, Universität Hamburg, verfügbar unter: https://www.wwf.ch/sites/default/files/doc-2019-11/Nature_Risks_equal_Financial_Risks_RG_Sustainable_Finance_Hamburg_2019_final.pdf.
- Demers, E., H. Jurian, P. Joos und B. I. Lev (2020), »ESG Didn't Immunize Stocks Against the COVID-19 Market Crash«, NYU Stern School of Business, 17. August, verfügbar unter SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3675920> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3675920>.
- Friede, G., T. Busch und A. Bassen (2015), »ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies«, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4), 210–233.
- Hessenius, M., M. Dumrose, C. Anselm, S. Berendsen, I. Juergens, C. Klein, F. Koch, K. Löffler und S. Rink (2020), Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS equity funds, June 2020, European Commission, Brüssel.
- HLEG – High-Level Expert Group on sustainable finance (2017), »Financing a Sustainable European Economy – Interim Report«, European Commission, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf.
- Morningstar (2020), »Global Sustainable Fund Flow, May 2020«, verfügbar unter: <https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/emea/shared/guides/European-Sustainable-Fund-Flows-Q2-2020.pdf>.
- MSCI (2020), »MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis«, 22. April, verfügbar unter: <https://www.msci.com/www/blog-posts/msci-esg-indexes-during-the/01781235361>.
- PRI Association (2020), »EU taxonomy alignment case studies«, verfügbar unter: <https://www.unpri.org/policy/eu-sustainable-finance-taxonomy/eu-taxonomy-alignment-case-studies>.

Karsten Löffler und Sebastian Rink

Sustainable Finance – Silver Bullet für die Nachhaltigkeitstransformation?

Sustainable Finance kann während und nach der Corona-Pandemie helfen, die deutsche Wirtschaft zu stärken und gleichzeitig einen wichtigen Beitrag zum Erreichen der politischen Nachhaltigkeitsziele leisten. Dazu bedarf es eines holistischen Ansatzes, einer starken und beispielgebenden öffentlichen Hand sowie der aktiven Begleitung und Institutionalisierung des Umsetzungsprozesses. Sustainable Finance ist aber keine Silver Bullet für die Nachhaltigkeitstransformation.

SUSTAINABLE FINANCE – EIN PUZZLETEIL FÜR DEN ERFOLG DER NACHHALTIGKEITSTRANSFORMATION

Sustainable Finance leistet einen wichtigen Beitrag zur nachhaltigen Transformation der Volkswirtschaft (vgl. WBGU 2011; Schneidewind 2018) und damit zum Erreichen sowohl der nationalen sowie der von Deutschland mitgetragenen internationalen Ziele (vgl. u.a. Bundesregierung 2020; United Nations 2015a; 2015b). Dabei sollte Sustainable Finance als ganzheitlicher Prozess und das Zusammenspiel aller relevanten Akteur*innen¹ und der Befähigung des Finanzsektors verstanden werden, Nachhaltigkeitsrisiken und die Nachhaltigkeitswirkungen im Hinblick auf die eigenen (Kreditvergabe-, Investment- und Beratungs-)Aktivitäten nicht nur zu verstehen, sondern sie als ein zentrales Element in seine Entscheidungskalküle einzubeziehen. Besonders prägnant wird die Bedeutung des Finanzsektors durch die Anforderung, Finanzflüsse an den Zielen des Pariser Klimaabkommens auszurichten (vgl. United Nations 2015a). Die Berichte des IPCC (2014/2015; 2018) geben Hinweise auf die dafür notwendigen Transformationspfade.

Die Covid-19-Pandemie deckt nun auf, wie stark die Wirtschaft von Krisen betroffen sein kann. Nachhaltigkeitskrisen wie z. B. in Bezug auf die globale Erhitzung und den Verlust der Biodiversität dürften mittel- bis langfristig im Vergleich zu Covid-19 noch zu wesentlich stärkeren Effekten führen. Bereits heute lassen sich Vorboten wie Wasserknappheit und andere Extremwetterereignisse z.B. als Effekte der globalen Erhitzung aus den Statistiken herauslesen (vgl. *Der Spiegel* 2020).

Transformation ist ein multidimensionaler Prozess. Alle Ebenen der Gesellschaft und Wirtschaft sind betroffen. Diese Veränderung beginnt aus der Nische heraus in der Form eines dynamischen Suchprozesses.

¹ Diese sind unter anderem öffentliche und private Finanzinstitute, Aufsichts- und Regulierungsbehörden, Zentralbanken, Gesetzgeber, internationale Organisationen, Nichtregierungsorganisationen und andere zivilgesellschaftliche Organisationen sowie Individuen.

ses. Innovation und damit Transformation wird durch Aktivitäten einer Vielzahl von privaten und auch staatlichen Akteur*innen begleitet, von denen die Finanzmarktakteur*innen nur einer sind. Dabei entsteht aus einzelnen Nischeninnovationen über die Zeit eine systemische Transformationsbewegung (vgl. Abb. 1). Diese führt wiederum zu einem neuen Equilibrium. Die Nachhaltigkeitstransformation ist der Nische zwar ent wachsen, die Menschheit ist allerdings noch weit von einem (neuen) nachhaltigen Equilibrium entfernt. Finanzmarktakteur*innen kommt in diesem Kontext eine besonders exponierte Rolle zu, da sie durch ihre Finanzierungs- und Investitionskalküle auf die Finanzierbarkeit von ökonomischen Aktivitäten faktisch Einfluss nehmen.

KOHÄRENTE POLITISCHE RAHMENBEDINGUNGEN WICHTIGE VORAUSSETZUNG

Die Finanzmarktakteur*innen haben somit eine unterstützende Funktion, die Gegenstand der folgenden Ausführungen ist. Dieser Funktion bedürfte es jedoch nicht in einer aktiven Form, wäre zum einen die Wirtschaft insgesamt bereits auf einen nachhaltigen Pfad eingeschwenkt und wäre zum anderen genügend Zeit, um die Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Da dies auch aufgrund fehlender kohärenter und zu wenig zielgerichteter politischer Rahmenbedingungen nicht der Fall ist (vgl. carbontracker.org 2020), führt die Kapitalallokation durch den Finanzsektor nicht notwendigerweise zur Finanzierung der gesamtwirtschaftlich erwünschten nachhaltigen wirtschaftlichen Aktivitäten und Infrastruktur, wie sie sich im Vorschlag der Europäischen Kommission (2020) zum europäischen Green Deal manifestieren. Aus diesem Grund hat die EU-Kommission 2018 ihren Action Plan on Financing Sustainable Growth vorgelegt, der bis voraussichtlich Ende 2020 durch die Veröffentlichung der Renewed Sustainable Finance Strategy ergänzt und fortgeführt werden wird (vgl. Europäische Kommission 2018).



Karsten Löffler

leitet das Frankfurt School UNEP Collaborating Centre for Climate & Sustainable Energy Finance, ist Vorsitzender des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung und Geschäftsführer des Green and Sustainable Finance Cluster Germany e.V. Er war Mitglied der Technical Expert Group on Sustainable Finance der EU-Kommission. Bis 2017 war er für die Klimastrategie der Allianz-Gruppe verantwortlich.

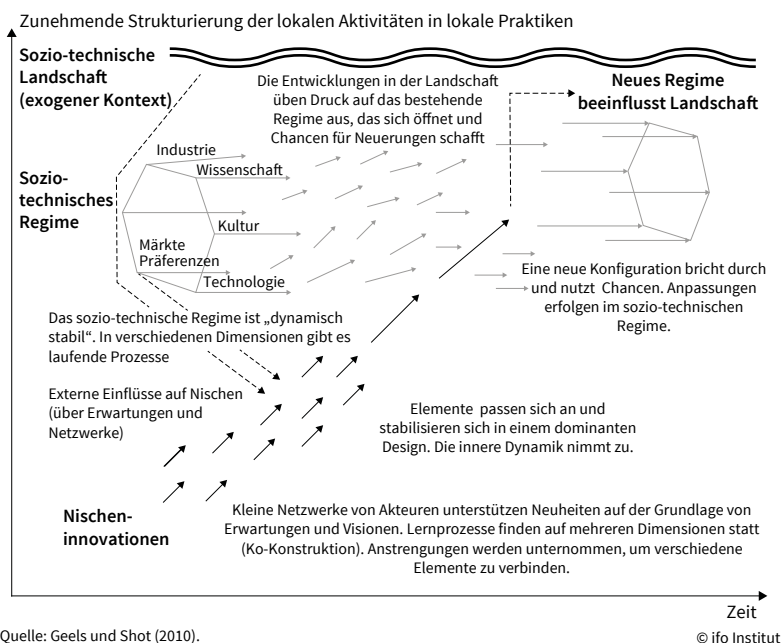


Sebastian Rink

erarbeitet Lösungen für ein nachhaltigeres Finanzsystem an der Schnittstelle von Wissenschaft, Finanzindustrie und Politik als Green and Sustainable Finance Experte am Frankfurt School – UNEP Collaborating Centre for Climate & Sustainable Energy Finance.

Abb. 1

Die Mehrebenenperspektive der Systemtransformation



Quelle: Geels und Shot (2010).

© ifo Institut

FINANZMARKTAKTEUR*INNEN – DIE SPINNE IM NETZ?

Den Finanzmarktakteur*innen stehen eine Reihe von Instrumenten zur Verfügung, um Investitionsentscheidungen zu beeinflussen:

- **Dialog mit Unternehmen**, an denen eine Eigenkapitalbeteiligung besteht, und **Kreditnehmern** im Hinblick auf die Zukunftsfähigkeit ihres jeweiligen Geschäftsmodells, orientiert an den nationalen Nachhaltigkeitszielen, gegebenenfalls unter Berücksichtigung der materiellen Nachhaltigkeitsrisiken in den Finanzierungskosten z.B. im Rahmen der Kreditvergabe oder der Bewertung von Vermögensgegenständen wie z.B. Aktien;
- auf Portfolioebene **Transparenz** und Verständnis für die aggregierten Nachhaltigkeitsrisiken und ihre pfadabhängige Sensitivität als Voraussetzung für die Beeinflussung der Risikoposition durch das Management und als Grundlage für die Berichterstattung an die Aufsichtsorgane (Aufsichtsrat, Aufsichtsbehörden);
- Aufsichtsbehörden steht das einschlägige aufsichtsrechtliche Instrumentarium wie z.B. veränderte **Anforderungen an die Kapitalunterlegung** risikobehafteter Vermögensgegenstände zur Verfügung, auf Basis belastbarer Daten die langfristige Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, indem sie eine längerfristige Perspektive in die Aufsichtspraxis integrieren und auf diese Weise zukünftige negative Effekte z.B. von Treibhausgasemissionen auf Veränderungen träger physikalischer Systeme wie der Atmosphäre und ihre Folgewirkungen antizipieren.

DER ÖFFENTLICHEN HAND KOMMT EINE ENTSCHEIDENDE ROLLE ZU

Der öffentlichen Hand kommen auch für die Finanzmarktakteur*innen entscheidende Rollen zu: Als **Rahmensetzer*in** für eine Finanzmarktregulierung, die langfristige Nachhaltigkeitsziele- und -risiken systematisch in die Methoden und Modelle integriert; als wichtiger **Nachfrager*in** nach Finanzdienstleistungen wie z.B. als Kapitalanleger*in (z.B. die Versorgungsrücklagen des Bundes und der Länder); sowie als führender **Emittent*in** von Staatsanleihen in Europa mit Vorbildfunktion auch im Hinblick auf die Verwendung der Haushaltsmittel und ein transparentes Berichtswesen.

Aber auch als **Anreizegeber*in** über staatliche Förder- und Garantiprogramme (z.B. KfW, Euler-Hermes, Riester- und Rürup-Rente), über steuerliche Vorteile für nachhaltige Finanzierungen sowie in Bezug auf das Erklären und Vermitteln der mittel- und langfristigen Vorteile gegenüber der Öffentlichkeit. Nicht zu vergessen den Einfluss der öffentlichen Hand auf die bilanzielle Bewertung von Vermögensgegenständen unter Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken, weitreichende verbindliche **Transparenzanforderungen** für Unternehmen in Bezug auf Nachhaltigkeit als Voraussetzung für die Berichterstattung auf Ebene der Finanzinstitutionen, das Ermöglichen der Wahrnehmung von **Aktionärsrechten** in Hinblick auf ein gemeinsames Vorgehen von Anteilseignern in Bezug auf Nachhaltigkeitsziele und nicht zuletzt Mindestqualifikationen sowie die Aus- und Weiterbildung von Leitungsorganen (Vorstand, Geschäftsführung, Aufsichtsrat) in Bezug auf Nachhaltigkeit und angemessene **unternehmerische Anreizsysteme**, die langfristige Nachhaltigkeitsaspekte ausreichend berücksichtigen.

Ebenso entscheidend ist ein kohärenter **ordnungspolitischer Rahmen** für die Finanzmarktakteur*innen: die Definition von Transformationspfaden, ihre laufende zielorientierte Anpassung sowie eine ausreichende und wirksame Bepreisung externer Effekte wie z.B. von Treibhausgasemissionen. Beides senkt für Finanzmarktakteur*innen die Transaktionskosten in Bezug auf das Verständnis und die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten.

WISSENSLÜCKEN KONSEQUENT SCHLIESSEN

Darüber hinaus stehen Finanzmarktakteur*innen vor der Herausforderung, belastbare Methoden für die Messung der Nachhaltigkeitswirkung ihrer Investitionen zu entwickeln und z.B. Klimaszenarien in langfristige und zukunftsgerichtete finanzielle Szenarien zu übersetzen. Insbesondere anwendungsorientierte und für politische Entscheidungsträger*innen aufbereitete wissenschaftliche Forschung kann hierzu einen wichtigen Beitrag leisten. Nichtre-

gierungsorganisationen können in Bezug auf relevante Fragestellungen ein*e wichtige*r Impulsgeber*in sein. Sie können zudem auf eine stärker langfristig ausgerichtete Perspektive von Anleger*innen hinwirken.

INSTITUTIONALISIERUNG ALS WICHTIGER ERFOLGSFAKTOR

Der Aufbau von Know-how bei allen Finanzmarktakteur*innen ist Voraussetzung zur Bewältigung der oben genannten Herausforderungen sowie für die Evaluation, inwieweit die Maßnahmen einen systematischen sowie möglichst effizienten Beitrag zur Zielerreichung leisten.

Hierfür bietet sich das Schaffen einer geeigneten Infrastruktur von Institutionen sowohl auf der Ebene der Politik wie auf Ebene der Finanzinstitute an.

Für die **Politik** ginge es darum, ein gesamthafes Verständnis für das Potenzial und die Limitationen aufsichtsrechtlicher sowie Anreize schaffender Maßnahmen sowie des eigenen (Nachfrage-)Verhaltens für den Finanzmarkt sowie die Wirkungen ordnungspolitischer Maßnahmen in benachbarten Politikfeldern zu analysieren, politisch zu bewerten sowie den Fortschritt und die Wirkung im Nachhinein zu evaluieren.

Für die **Finanzinstitute** geht es zumindest kurz- bis mittelfristig um die Entwicklung eines gemeinsamen und idealerweise standardisierten Verständnisses sowie von praktischen Lösungsansätzen zur Schaffung der Voraussetzungen zur Integration eines um Nachhaltigkeitsrisiken erweiterten Risikoverständnisses (»outside-in«) wie auch der Wirkungen auf Umwelt und Gesellschaft (»inside-out«).

Die Initiative hierfür liegt jeweils bei den politischen Entscheidungsträger*innen wie auch den Finanzinstituten selbst. Hierbei kann auf bewährte Vorbilder zurückgegriffen werden. Ein tiefgehendes Verständnis für die Bedeutung des Finanzsektors bedarf einer angemessenen Ressourcenausstattung z.B. auf Regierungsebene, nicht zuletzt um eigene Vorstellungen und Ideen systematisch entwickeln zu können. Die könnte beispielsweise von einer unabhängigen Denkfabrik mit fokussierter Ausrichtung unterstützt werden. Finanzinstitutionen haben bereits in den 1990er Jahren begonnen, sich außerhalb der bewährten Verbandsstrukturen mit Betriebsökologie zu befassen. Ein Zusammenschluss von Finanzmarktpraktiker*innen wie zur Net-Zero Asset Owner Alliance ist ein aktuelles Beispiel, an dem es sich zu orientieren lohnt.

COVID-19 – STAATLICHE KONJUNKTURPROGRAMME KONSEQUENT NACHHALTIG AUSRICHTEN

Die Covid-19-Pandemie hat zeitweise zu einem stärkeren Einbruch der Weltwirtschaft als während der Finanzkrise 2008/2009 geführt (vgl. BBC 2020). Ziel vieler Regierungen ist es deshalb, die wirtschaftlichen Effekte der Pandemie abzumildern und durch Kon-

junkturprogramme möglichst schnell auf den prä-pandemischen wirtschaftlichen Stand zurückzukehren.

Damit Konjunkturprogramme über Kurzfristeffekte hinaus die Wirtschaft in Bezug auf langfristige Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz stärken können, müssen diese konsequent an den Nachhaltigkeitszielen ausgerichtet sein. Die technische Umsetzung ist Gegenstand einer intensiven Debatte, da die kurzfristig erwünschte Anreizwirkung unter Umständen zur Zementierung nicht-nachhaltiger Wirtschaftsstrukturen führen würde. Auch ist die Absorptionsfähigkeit in Bezug auf die Technologien von morgen nicht in dem Maße gegeben, wie es wünschenswert wäre. Ein Ausweg könnte eine kombinierte Anwendung der Logik der EU-Taxonomie für nachhaltige ökonomische Aktivitäten, die einen substanziellen Nachhaltigkeitsbeitrag leisten, mit Minimum-Nachhaltigkeits-Performancestandards (d.h. des Vermeidens der Förderung von ökonomischen Aktivitäten mit signifikanter negativer Wirkung) und der Verpflichtung in Bezug auf die strategische Nachhaltigkeits-Ausrichtung auf Unternehmensebene (z.B. in Form von Zielsetzungen für Nachhaltigkeitsschlüsselindikatoren wie z.B. den direkten und indirekten Treibhausgasausstoß).

Sustainable Finance ist ein wichtiges Puzzleteil in Rahmen der Großen Transformation, die mit der Covid-19-Pandemie und dem technischen Fortschritt der letzten Jahre an einem entscheidenden Durchbruch stehen könnte. Eine zeitnahe Institutionalisierung von Sustainable Finance könnte an diesem entscheidenden Punkt dazu beitragen, dass die Nachhaltigkeit von Konjunkturprogrammen über die nächsten Jahre hinweg einem angemessenen Monitoring unterliegt. Alle Akteur*innen, staatliche wie private, gemeinsam wie in ihrem unmittelbaren Verantwortungsbereich, haben es in der Hand, die Konjunkturmaßnahmen im Zusammenhang mit Covid-19 verantwortungsvoll zu nutzen und die Große Transformation zu einem Erfolg zu machen und so die mittel- und langfristige Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zu stärken, nicht zuletzt auch deshalb, um den nachfolgenden Generationen eine lebenswerte Erde zu hinterlassen.

LITERATUR

BBC (2020), »Coronavirus: A visual guide to economic impact«, *bbc.com*, 30. Juni, verfügbar unter: <https://www.bbc.com/news/business-51706225>.

Bundesregierung (2020), »Bundesregierung aktualisiert Nachhaltigkeitsstrategie«, verfügbar unter: <https://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/nachhaltigkeitspolitik/nachhaltigkeitsstrategie-1124112>.

carbontracker.org (2020), »Carbon budgets: Where are we now?«, 11. Mai, verfügbar unter: <https://carbontracker.org/carbon-budgets-where-are-we-now/>.

Der Spiegel (2020), »Die Abrechnung«, Interview zwischen Ernst Rauch und Katharina Koerth, 16. September.

Europäische Kommission (2018), »Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth«, 8. März, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en.

Europäische Kommission (2020), »A European Green Deal«, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en.

IPCC – Intergovernmental Panel on Climate Change (2014), *Fifth Assessment Report*, verfügbar unter: <https://www.ipcc.ch/assessment-report/ar5/>.

IPCC – Intergovernmental Panel on Climate Change (2018), *Special Report on Global Warming of 1.5°C*, verfügbar unter: <https://www.ipcc.ch/sr15/>.

Schneidewind, U. (2018), *Die Große Transformation – Eine Einführung in die Kunst gesellschaftlichen Wandels*, Fischer, Frankfurt am Main.

United Nations (2015a), *Paris Agreement, Making financial flows consistent with a pathway towards low carbon greenhouse gas emissions*

and climate-resilient development, verfügbar unter: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>.

United Nations (2015b), *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, verfügbar unter: <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>.

WBGU – Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen (2011), *Welt im Wandel – Gesellschaftsvertrag für eine Große Transformation*, WBGU, Berlin.

Christa Hainz, Tanja Stitteneder und Johann Wackerbauer

Der Sustainable-Finance-Ansatz: Entwicklung, wirtschaftspolitische Ziele und besondere Herausforderungen für den Mittelstand

Der Kampf gegen den Klimawandel und die Förderung der nachhaltigen Entwicklung gehörte bereits vor Ausbruch der Pandemie zu den wichtigsten sozialen, wirtschaftlichen und politischen Anliegen.

Auch bei den wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Bekämpfung der Folgen der Pandemie spielen Nachhaltigkeitskriterien eine bedeutende Rolle. Sie finden nicht zuletzt im European Green Deal Anwendung. Zwar sind sich die meisten Beteiligten über die Notwendigkeit einer nachhaltigeren Wirtschaft einig, doch über die konkrete Ausgestaltung gehen die Meinungen bisher auseinander.

Mit Vorlage des EU-Aktionsplans zur Finanzierung einer nachhaltigeren Wirtschaft (Sustainable Finance) weist die Europäische Kommission dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle zu. Ziel dieses Aktionsplans ist es, das Finanzsystem so zu regulieren, dass es zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen kann. Auch die Bundesregierung misst dem Thema große Bedeutung bei. Sie hat sich zum Ziel gesetzt, Deutschland als führenden Standort für Sustainable Finance zu etablieren. Dazu wurde der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung ins Leben gerufen und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit der Integration des Themas Nachhaltigkeit in die Bankenaufsicht beauftragt. In der EU

und in Deutschland werden derzeit zahlreiche Maßnahmen diskutiert – zum Teil kontrovers. Gerade für die deutsche Wirtschaft sind kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) von enormer Bedeutung. Welche Auswirkungen der Umbau des Finanzsektors auf die Mittelstandsfinanzierung haben könnte, ist deshalb eine wichtige, wenn auch bisher wenig diskutierte Frage.

EU-AKTIONSPLAN UND MASSNAHMEN AUF EUROPÄISCHER EBENE

Die Ziele des EU-Aktionsplans lassen sich in drei Gruppen zusammenfassen (Europäische Kommission 2018):

1. Kapitalströme in nachhaltige Investitionen lenken,
2. finanzielle Risiken managen, die sich aus ökologischen und sozialen Problemen ergeben, und
3. Transparenz und langfristige Nachhaltigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit fördern.

Der EU-Aktionsplan umfasst zahlreiche Maßnahmen, unter denen die sogenannte »Taxonomie« von besonderer Bedeutung ist, um das Thema Nachhaltigkeit im Finanzsektor zu verankern. Die Taxonomie bildet das zentrale Element für die Bewertung der Nachhaltigkeit einer wirtschaftlichen Aktivität. Sie bietet eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit, indem sie bestimmte Wirtschaftsaktivitäten als nachhaltig eingestuft. Bislang beschränkt sich die Taxonomie auf den Umweltaspekt. Damit wirtschaftliche Aktivitäten als ökologisch nachhaltig gelten können, müssen sie einen wesentlichen Beitrag zu mindestens einem der sechs Umweltziele leisten und dürfen die anderen Umweltziele nicht beeinträchtigen (Do no significant harm, DNSH). Darüber hinaus müssen sie ein Mindestmaß an Schutz für die Beschäftigten gewährleisten (TEG 2019a).¹ Die Taxonomie definiert insbesondere für die

¹ Die sechs Umweltziele umfassen: Klimaschutz; Anpassung an den Klimawandel; Nachhaltige Nutzung und Schutz der Wasser- und



Dr. Christa Hainz

ist Stellvertretende Leiterin des ifo Zentrums für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung. Ihre Arbeitsschwerpunkte sind Institutionen und Finanzintermediation.



Tanja Stitteneder

ist Fachreferentin am ifo Zentrum für Internationalen Institutionenvergleich und Migrationsforschung.



Dr. Johann Wackerbauer

ist Stellvertretender Leiter des ifo Zentrums für Energie, Klima und Ressourcen. Seine Arbeitsschwerpunkte sind Umweltökonomie, Umweltpolitik und Öko-Industrie.

ersten beiden Ziele (Klimaschutz und Anpassung an den Klimaschutz) technische Screening-Kriterien. Dabei handelt es sich im Idealfall um Schwellenwerte, die erfüllt sein müssen, damit eine Aktivität als nachhaltig betrachtet werden kann.

Basierend auf der Taxonomie, sollen Kriterien für grüne Finanzprodukte geschaffen werden. Damit soll für Anleger die erforderliche Markttransparenz gewährleistet und das Problem des »Greenwashings« vermieden werden. Daneben sieht der Aktionsplan Pflichten für Vermögensverwalter und institutionelle Investoren in Bezug auf Nachhaltigkeit vor, stärkt die Transparenz der Unternehmen hinsichtlich ihrer Umwelt-, Sozial- und Governance-Politik (Environmental, Social and Governance, ESG) und führt einen »Green Supporting Factor« in die EU-Aufsichtsregeln für Banken und Versicherungen ein (Europäische Kommission 2020a).

ZIELE UND DISKUSSION DER MASSNAHMEN

Wirtschaftspolitische Maßnahmen müssen sich an ihrer erwarteten Zielerreichung messen lassen. Deshalb diskutieren wir die erwarteten Effekte im Folgenden näher. Gerade KMU, die für die deutsche Volkswirtschaft von enormer Bedeutung sind, weisen zahlreiche Besonderheiten auf. Wir betrachten daher auch, wie sich die Anforderungen auf diese Unternehmen auswirken können (vgl. Box: Herausforderungen für KMU).²

Ziel 1: Kapitalflüsse in nachhaltige Investitionen lenken

Für den Übergang zu mehr Nachhaltigkeit sind erhebliche Investitionen nötig. In der EU rechnet man mit jährlich 175 Mrd. Euro an zusätzlichen Investitionen allein für den Klimaschutz (TEG 2019a). Durch Investitionen in nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten lässt sich zudem vermeiden, dass neue Vermögensgegenstände geschaffen werden, die beispielsweise Transitionsrisiken³ ausgesetzt sind und durch politische Entscheidungen zur Bekämpfung des Klimawandels entwertet werden. Schätzungen zufolge könnten derzeit über 40% der Aktienportfolios von Pensionsfonds und Investmentfonds von Transitionsrisiken betroffen sein (vgl. Monasterolo 2020).

Um die Kapitalflüsse vermehrt in nachhaltige Investitionen zu lenken, wird Nachhaltigkeit als ein Kriterium in der Anlageberatung bzw. bei der Kreditvergabe definiert. Dabei ergeben sich neue Dif-

ferenzierungen in den Finanzierungsmöglichkeiten und -konditionen. Das sollte dazu führen, dass sich nachhaltige Unternehmen im Vergleich zu weniger nachhaltigen Unternehmen günstiger finanzieren können. Relativ gesehen steigen also die Kapitalkosten für weniger nachhaltige Unternehmen bzw. für Unternehmen, die ihre Nachhaltigkeit nicht oder nicht ausreichend darstellen (können), und ihre Rentabilität sinkt. Dies schlägt sich in ihren Investitions- und Produktionsentscheidungen nieder. Auf diesem Weg wirkt das Kriterium der Nachhaltigkeit über den Finanzmarkt auf die Realwirtschaft.

Bisherige empirische Studien befassen sich mit dem Anlageerfolg und Kreditkonditionen. Eine Meta-Studie, die die Ergebnisse von 2 000 Untersuchungen zusammenfasst, kommt beispielsweise zu dem Schluss, dass die überwiegende Mehrheit der Studien eine höhere Rendite bei nachhaltigen Investments findet. Dies trifft insbesondere auf Investitionen in nachhaltige Unternehmen zu (vgl. Friede, Busch und Bassen 2015). Der bisherige Befund sollte daher erwarten lassen, dass die Anleger keine zusätzlichen Anreize benötigen, um ihr Kapital in nachhaltige Anlagen zu investieren.

Die Untersuchungen des Anlageerfolgs und der Kreditvergabe stützen sich auf Nachhaltigkeits-Ratings, für die sich Unternehmen freiwillig entscheiden. Die bessere Performance nachhaltiger Investitionen kann unterschiedliche Ursachen haben. Eine Möglichkeit ist, dass ESG-Kriterien Unternehmensmerkmale erfassen, die vorher nicht transparent waren, und die die Profitabilität von Unternehmen (mit-)erklären. Auch könnte es sein, dass sich ohnehin profitablere Unternehmen für ein Nachhaltigkeits-Rating entscheiden. Diesen Selektionseffekt gäbe es nicht, wenn alle Unternehmen dazu verpflichtet wären, ein Nachhaltigkeitsrating vorzulegen.

Außerdem könnten die Finanzmarktteilnehmer die Profitabilität der Unternehmen durch ihre Investition erhöhen, indem sie ihre Ansprüche an das Management herantragen und die sich daraus ergebenden Managemententscheidungen sich positiv auf den Gewinn niederschlagen oder indem sie gezielt in nachhaltige Unternehmen investieren, die finanzierungsbeschränkt sind. Dieser Effekt entsteht selbst dann, wenn alle Unternehmen ein Nachhaltigkeitsrating vorlegen müssten. An dieser Stelle stellt sich die grundsätzliche Frage, wie stark der Einfluss von Investoren auf die Nachhaltigkeit von Unternehmen ist. Ein Überblicksaufsatz zu diesem Thema resümiert, dass die Investoren tatsächlich Einfluss ausüben können, dass dieser aber beschränkt ist. Deshalb betonen die Autoren, dass der Einfluss der Investoren für die notwendige »fundamentale Transition« nicht ausreichen wird, und fordern von der Politik ursachenadäquate wirtschaftspolitische Maßnahmen (vgl. Kölbl et al. 2019).

Des Weiteren könnten nachhaltige Investitionen einen positiven externen Effekt auf andere Investitio-

Meeresressourcen; Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft; Abfallvermeidung und -recycling; Vermeidung und Reduktion der Umweltverschmutzung; Schutz und Wiederherstellung der biologischen Vielfalt und der Ökosysteme (TEG 2019a).

² Darüber hinaus behandeln wir in der diesem Artikel zugrunde liegenden Studie weitere Fragen: Wie gut lässt sich der Begriff Nachhaltigkeit definieren und operationalisieren? Welche Interdependenzen mit anderen – insbesondere umweltpolitischen – Instrumenten sind zu berücksichtigen? Wie wird die Finanzierungsneutralität und Finanzmarktstabilität beeinflusst?

³ Transitionsrisiken sind Risiken, die sich aus dem Übergang zu CO₂-freien Wirtschaftsstrukturen ergeben.

nen ausüben: wenn durch internationale Koordination der Übergang zu einer nachhaltigeren Realwirtschaft regional kostengünstiger zu realisieren ist (vgl. Kittner et al. 2017). Der zugrunde liegende Mechanismus resultiert aus den real beobachteten Lernkurven für Photovoltaik, Windenergie und Batteriespeicher, also den wichtigsten Technologien der Energiewende. Diese Externalität sollte zielgerichtet und ursachenadäquat adressiert werden, indem z.B. die Subventionen für die Investitionen gewährt werden und nicht für deren Finanzierung.

Ziel 2: Umweltrisiken managen

Den Finanzsektor in die Umweltpolitik bzw. hier insbesondere die Klimapolitik einzubeziehen ist relativ neu. Es gilt deshalb zu klären, ob Finanzmarktprodukte überhaupt komplementär zur klassischen Umwelt- bzw. Klimaschutzpolitik wirksam werden können. Die theoretische Fundierung der Umwelt- und Klimaschutzpolitik beruht darauf, dass die verursachten bzw. zu vermeidenden Umweltschäden in die Kalkulation des Verursachers einbezogen werden müssen. Deshalb basieren die Umweltpolitik der Europäischen Union und der Bundesrepublik Deutschland wesentlich auf dem Verursacherprinzip. Durch Anrechnung der externen Umweltkosten verändert sich die Kostenstruktur zuungunsten umweltschädlicher Produktions- und Konsumweisen und zugunsten umweltfreundlicherer Alternativen. Bei preiselastischen Nachfragefunktionen hat dies zur Folge, dass die Nachfrage nach der umweltschädlichen Alternative zurückgeht und nach der umweltfreundlicheren Alternative steigt. Die Produktion wird angepasst, und längerfristig werden Investitionen umgelenkt. Mit anderen Worten: Die realwirtschaftliche Anpassung an den Einsatz umweltpolitischer Instrumente erzielt bereits den erwünschten Lenkungseffekt, und die finanzwirtschaftlichen Anpassungen im Unternehmenssektor folgen den realwirtschaftlichen. Es stellt sich damit die Frage, welche Rolle dem Finanzsektor in der Umwelt- und Klimaschutzpolitik überhaupt zukommen könnte.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass nachhaltige Finanzanlagen als Unterstützung der klassischen Umweltpolitik dienen. Eine derartige Unterstützung könnte notwendig sein, wenn der Umweltentlastungseffekt der eingesetzten umweltpolitischen Instrumente in die gewünschte Richtung geht, das anvisierte Umweltziel, z.B. das Reduktionsziel für Treibhausgase, aber nicht vollständig erreicht wird. In diesem Fall könnte ein Eingriff in den Finanzsektor mit Kriterien für »grüne Finanzprodukte« grundsätzlich unterstützend wirken. Es ist jedoch unklar, welcher Beitrag dadurch zu den umweltpolitisch gewünschten Zielen geleistet würde, da die Höhe der Nachfrage nach grünen Finanzprodukten ungewiss ist. Sicher würde das anvisierte Umweltziel erreicht, wenn alle Emittenten von Treibhausgasen

in das EU-Emissionshandelssystem einbezogen würden. Allerdings wäre es dann nicht mehr erforderlich, den Effekt durch Finanzmarktregulierungen zu unterstützen.

Ziel 3: Transparenz und Langfristigkeit fördern

Dieses Ziel des EU-Aktionsplans greift ein zentrales Problem der Unternehmensführung auf. Liegen Eigentum und Kontrolle in einem Unternehmen nicht in einer Hand, kann ein unterschiedlicher Informationsstand (asymmetrische Information) zu Anreizproblemen führen. Dies bedeutet, dass sich die Ziele des Managers nicht immer mit denen des Eigentümers decken. Anreizprobleme entstehen beispielsweise, wenn Manager mit einem kürzeren Zeithorizont planen als Eigentümer. Der EU-Aktionsplan setzt an den beiden problematischen Stellen an. Zum einen sollen Informationsasymmetrien durch mehr Transparenz abgebaut werden. Zum anderen soll durch einen längeren Entscheidungshorizont die Langfristigkeit der wirtschaftlichen Tätigkeit gefördert werden. Hier gilt es zu beachten, dass die Anreizprobleme bei großen, über den Kapitalmarkt finanzierten Unternehmen eine sehr viel größere Rolle spielen als bei kleineren Unternehmen, die inhaber- oder familiengeführt sind.

Zur Stärkung der Transparenz der Unternehmen in Bezug auf ihre Nachhaltigkeit werden durch die Non-Financial Reporting Directive (NFRD) die Berichtspflichten der Unternehmen auf nicht-finanzielle Aspekte ausgeweitet. Seit dem Jahr 2018 müssen größere Unternehmen über die Themen Umweltschutz, soziale Verantwortung und Governance berichten. Die Reporting-Pflichten werden künftig erweitert und umfassen nun auch klimarelevante Informationen, die den Empfehlungen der vom Finanzstabilitätsrat der G 20 eingerichteten Task Force für klimabezogene Finanzdaten (TCFD) folgen (vgl. Europäische Kommission 2020b). Darüber hinaus sieht die Taxonomie für diese Unternehmen eine Berichtspflicht über die Nachhaltigkeit ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit vor (vgl. Europäische Kommission 2019).

Eine breite Informationsbasis schafft zunächst ein Problembewusstsein in den Unternehmen und ermöglicht es ihnen, Nachhaltigkeitsthemen besser zu steuern. Zugleich entstehen Kosten für die Datenerhebung, die Unternehmen dann aufwenden werden, wenn der daraus entstehende Nutzen höher ist als die Kosten – es sei denn, sie werden dazu verpflichtet. Für die Anleger trägt mehr Transparenz sicherlich dazu bei, die Nachhaltigkeit eines möglichen Investments besser beurteilen zu können. Inwieweit Transparenz die Langfristigkeit der Entscheidung befördert, hängt davon ab, ob die Kapitalgeber in der Lage sind, den Entscheidungshorizont eines Managers zu verlängern. Verfügt der Kapitalgeber über einen längeren Entscheidungshorizont als der Manager, kommt es darauf an, wie viel Einfluss der Investor auf die Entscheidungsfindung im Unternehmen hat. Auch hier

BESONDERE HERAUSFORDERUNGEN FÜR KMU

Der Sustainable-Finance-Ansatz birgt besondere Herausforderungen für KMU in zweierlei Hinsicht: Die Anforderungen an eine nachhaltige Wirtschaftstätigkeit und die daraus resultierenden Kosten müssen in einem sinnvollen Verhältnis zur Unternehmensgröße stehen, und sie müssen die Besonderheit der Hausbankbeziehung vieler KMU berücksichtigen.

Verhältnismäßigkeit der Anforderungen und Unternehmensgröße

Die Offenlegung von Nachhaltigkeit ist laut EU-Aktionsplan für die Unternehmen freiwillig. Damit könnten sich KMU dagegen entscheiden – zumal für sie eine Finanzierung über Finanzprodukte weniger relevant ist. Allerdings sind Unternehmen, die unter die Non-Financial Reporting Directive (NFRD) fallen, d.h. Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Mitarbeitern, verpflichtet, die Nachhaltigkeit ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit nach Taxonomie offenzulegen. Dabei geht aus der Taxonomie bisher nicht klar hervor, wie weit diese Verpflichtung reicht und ob sie auch für die Lieferkette gilt. Wären auch KMU, die Zulieferer von offenzulegendem Unternehmen sind, zu einem Reporting verpflichtet, wären sie durch diese Kosten ungleich stärker betroffen, da die Kosten nicht proportional zur Unternehmensgröße ansteigen, sondern einen beachtlichen Fixkostenanteil beinhalten.

Da KMU sowohl als Zulieferer als auch als Abnehmer innerhalb von Lieferketten agieren, würden sie an mehreren Stellen von dieser Anforderung berührt. Selbst die Taxonomie hat die Proportionalität als Problem erkannt (TEG 2019b). Die Politik könnte KMU unterstützen, indem sie die Offenlegungspflicht erst ab einer bestimmten Unternehmensgröße anwendet oder die Unternehmen finanziell für den dafür entstehenden Aufwand kompensiert. Außerdem sollten alle Möglichkeiten einer öffentlichen Verfügbarkeit der relevanten Informationen, z.B. über Emissionswerte, ausgeschöpft werden, um die Kosten der Berichterstattung über nicht-finanzielle Aspekte der Unternehmenstätigkeit möglichst gering zu halten.

Besonderheit der Hausbankbeziehung

Aus den Anforderungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geht hervor, dass Nachhaltigkeitsrisiken nicht als separate Risikokategorie geführt, sondern in den bekannten Risikokategorien erfasst werden sollen. Banken haben ein eigenes Interesse daran, Ausfallrisiken zu quantifizieren.¹ Dies

führt dazu, dass KMU bei Kreditverhandlungen einen Beleg für ihre Nachhaltigkeit vorlegen müssen. Zudem müssen laut NFRD Großbanken sowie die Zentralinstitute der Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die Nachhaltigkeit ihrer Anlage- und Kreditportfolios offenlegen und somit diese Informationen für die einzelnen Kredite einholen (vgl. Bafin 2019).

Für deutsche Unternehmen und insbesondere für KMU ist die Hausbankbeziehung von großer Bedeutung. Eine Befragung des ifo Instituts zeigt, dass die Bankbeziehung zur wichtigsten Bank im Durchschnitt bereits seit 29 Jahren besteht (vgl. Hainz und Wiegand 2013). Durch die Hausbankbeziehung bauen beide Parteien eine Reputation als verlässlicher Verhandlungspartner auf. Auf diese Weise entsteht ein Anreiz beim Unternehmen, die Informationen offenzulegen, die für die Bank als Kreditgeber für die Kreditwürdigkeitsprüfung relevant sind. Die Frage ist, in welchem Umfang und in welcher Form die Bank die Angaben über die Nachhaltigkeitsrisiken dokumentieren muss und welcher Aufwand damit sowohl für die Bank als auch für den Kreditnehmer einhergeht.

Der Rat für Nachhaltige Entwicklung hat die Besonderheiten des deutschen Bankensektors hervorgehoben und betont, dass Sparkassen, Genossenschaftsbanken und zum Teil auch die Privatbanken aufgrund ihres Auftrags, ihres Geschäftsmodells und ihrer Größe ein stabiler und mittelstandsorientierter Teil des Finanzsystems sind und aufgrund dieser Besonderheiten eine wichtige Rolle für eine nachhaltige Finanzwirtschaft spielen (vgl. Rat für Nachhaltige Entwicklung 2019, S. 5). Die Nachhaltigkeit zeigt sich auch in der Langfristigkeit der Hausbankbeziehung, die anders als in eher transaktionsorientierten Bankensystemen nicht auf einzelne Finanzierungen angelegt ist, sondern eine sehr langfristige Perspektive aufweist und damit auf die Langfristigkeit der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit angelegt ist, die sich der EU-Aktionsplan explizit zum Ziel setzt. Ohnehin ist davon auszugehen, dass KMU, die häufig inhaber- oder familiengeführt sind, oft einen längeren Entscheidungshorizont aufweisen als größere Unternehmen, in denen Eigentum und Kontrolle getrennt sind. Es besteht die Gefahr, dass dieser Aspekt zurückgedrängt wird, wenn die Dokumentationspflicht der Banken von den Aufsichtsbehörden zu starr gehandhabt wird. Es sollte also beachtet werden, dass die Informationen innerhalb der Hausbankbeziehung ohne aufwändige Dokumentationspflichten fließen können und sich die Maßnahmen, wie vom Sustainable-Finance-Berat gefordert, »systemisch in die vorhandenen Wirtschaftsstrukturen einfügen« (Sustainable-Finance-Berat 2020, S. 1).

¹ Eine Befragung von Bundesbank und Bafin zeigt, dass die deutschen Banken damit beginnen, sich mit diesem Thema auseinanderzusetzen (vgl. Bundesbank und Bafin 2019).

sollten sich mehr Informationen als hilfreich erweisen. Am Ende werden die konkret verfügbaren Mechanismen der Corporate Governance und natürlich die Finanzierungsstruktur des Unternehmens entscheiden, welchen Einfluss die Kapitalgeber tatsächlich ausüben können. Ist allerdings unsicher, wie sich Nachhaltigkeitskriterien entwickeln und ob das Unternehmen Kriterien langfristig erfüllen kann, werden auch Kapitalgeber, insbesondere Banken, davon betroffen sein. Eine mögliche Reaktion darauf könnte eine Verkürzung des Anlagehorizonts sein, was sich zum Beispiel in kürzeren Kreditlaufzeiten niederschlagen könnte.

Die Politik kann einen wichtigen Beitrag zur langfristigeren Orientierung der Entscheidungen liefern. Durch verlässliche Rahmenbedingungen und langfristig absehbare regulatorische Anforderungen reduziert die Wirtschaftspolitik die Unsicherheit für Unternehmen und trägt so zum Erwartungsmanagement bei. Für Unternehmen reduziert sich das Risiko, in Assets zu investieren, die durch politische Entscheidungen stark an Wert verlieren. Die erhöhte Planungssicherheit schafft Anreize für nachhaltiges Investieren.

AUSBLICK

Das Ziel einer nachhaltigeren Wirtschaftsweise gerät immer mehr in den Fokus der öffentlichen Debatte. Der Sustainable-Finance-Ansatz schreibt dabei dem Finanzsystem eine wichtige Rolle zu. Viele Akteure sind sich einig, dass eine nachhaltige Wirtschaft nachhaltige Investitionen erfordert. Mit welchen Maßnahmen der Finanzsektor auf Nachhaltigkeit ausgerichtet werden soll, wird jedoch derzeit kontrovers diskutiert.

In Deutschland kommt der Mittelstandsfinanzierung große Bedeutung zu. Deshalb sollten die Besonderheiten der KMU bei der Ausgestaltung des EU-Aktionsplans berücksichtigt werden. Konkret würden KMU durch folgende Maßnahmen unterstützt:

- Die Politik sollte Anreize für den Umbau in ein nachhaltigeres Wirtschaftssystem schaffen und durch verlässliche Rahmenbedingungen unterstützen.
- Die Anwendung der Taxonomie auf Finanzanlagen sollte – wie vorgesehen – nicht verpflichtend sein und nicht auf alle Finanzprodukte angewendet werden.
- Die Proportionalität für KMU sollte beachtet werden, da zusätzliche Informationsanforderungen KMU überproportional belasten. Deshalb sollten

die KMU von Berichts- und Offenlegungspflichten ausgenommen oder von den zusätzlichen Kosten entlastet werden, wozu auch die öffentliche Bereitstellung von relevanten Informationen gehört.

- Die Informationen innerhalb der Hausbankbeziehung sollten ohne aufwändige Dokumentationspflichten fließen können, um die Vorteile der langfristigen Hausbankbeziehung voll auszuschöpfen.

LITERATUR

- Bafin (2019), *Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn.
- Bundesbank und Bafin (2019), »Ergebnisse des LSI-Stresstests 2019«, Pressekonferenz am 23. September 2019, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/807590/8cd2b931f02825341c-51c1de19b62354/ml/2019-09-23-stresstest-anlage-data.pdf>, aufgerufen am 18. Februar 2020.
- Europäische Kommission (2018), »Frequently Asked Questions: Commission Proposals on Financing Sustainable Growth«, 24. Mai, Brüssel, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_18_3730, aufgerufen 14. Februar 2020.
- Europäische Kommission (2019), »Questions and Answers: Political Agreement on a System for Sustainable Investments (Taxonomy)«, 18. Dezember, Brüssel.
- Europäische Kommission (2020a), »Nachhaltige Finanzierung«, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_de, aufgerufen am 14. Februar 2020.
- Europäische Kommission (2020b), »Non-financial Reporting«, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_de, aufgerufen am 14. Februar 2020.
- Friede, G., T. Busch, und A. Bassen (2015), »ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies«, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4), 210-233.
- Fuest, C., C. Hainz, J. Wackerbauer und T. Stitteneder (2020), *Sustainable Finance – Eine kritische Würdigung der deutschen und europäischen Vorhaben*, Studie des ifo Instituts im Auftrag der Industrie- und Handelskammer für München und Oberbayern, ifo Institut, München.
- Hainz, C. und M. Wiegand (2013), »Financing the German Economy During the Financial Crisis«, *CESifo DICE Report* 11(1), 48-54.
- Kölbl, J., F. Heeb, F. Paetzold und T. Busch (2019), »Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact«, verfügbar unter: <https://ssrn.com/abstract=3289544>.
- Monasterolo, I. (2020), »Climate Change and the Financial System«, *Annual Review of Environment and Resources*, im Erscheinen.
- Kittner, N., F. Lill und D. M. Kammen (2017), »Energy Storage Deployment and Innovation for the Clean Energy Transition«, *Nature Energy* 2(9), <https://doi.org/10.1038/nenergy.2017.125>.
- Rat für Nachhaltige Entwicklung (2019), *Stellungnahme des Rates für Nachhaltige Entwicklung. Die Sustainable Finance Strategie der Bundesregierung muss Neuland betreten*, 15. Oktober, Berlin, verfügbar unter: https://www.nachhaltigkeitsrat.de/wp-content/uploads/2019/10/2019-10-15_Stellungnahme_Sustainable_Finance_Strategie_der_Bundesregierung.pdf, aufgerufen am 18. Februar 2020.
- TEG – EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019a), *Financing a Sustainable European Economy, Using the Taxonomy – Supplementary Report 2019*, Brüssel.
- TEG – EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019b), *Financing a Sustainable European Economy, Taxonomy – Technical Report*, Brüssel.

Sylvie Goulard

»Grüner Schwan«

Die Aufgabe der Zentralbanken als unabhängige Institutionen ist in der Regel genau definiert: Gemäß Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) besteht das vorrangige Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) in der Gewährleistung der Preisstabilität. Das amerikanische Federal Reserve System und die Bank of England verfolgen zudem das Ziel, die Beschäftigung zu unterstützen. Der Kampf gegen den Klimawandel, den Verlust der Biodiversität und Pandemien sind Aufgaben, mit denen in einer Demokratie in erster Linie die gewählten Regierungen und nicht die Zentralbanken beauftragt sind. Zu diesem Zweck verfügen die Regierungen über verschiedene Instrumente, mit denen sie Anreize und Verbote einführen können, um das Verhalten der Unternehmen und der Haushalte zu beeinflussen.

Mehrere Gründe sprechen jedoch dafür, dass die Zentralbanken auch diese Herausforderung in ihre Handlung einbeziehen. Es wurden bereits bedeutende Fortschritte erzielt, angefangen bei der Wahrung der Finanzstabilität, die zum »Erbgut der Zentralbanken« gehört, um Tommaso Padoa-Schioppa, ehemaliges Mitglied des EZB-Direktoriums, zu zitieren. Mark Carney zeigte 2015 als erster auf, warum der Klimawandel die Finanzsysteme und Volkswirtschaften neuen, erheblichen Risiken aussetzt. Deshalb dürfen sich die Zentralbanken nicht mit kurz- oder mittelfristigen Maßnahmen begnügen, ohne die tiefgreifenden, dauerhaften Änderungen zu berücksichtigen, die eine nicht nachhaltige Wirtschaft auf lange Sicht auslöst. Da der Klimawandel systemisch wirkt, bedroht er die Stabilität des Finanzsystems und die Fähigkeit der Zentralbanken, ihr vorrangiges Ziel zu verfolgen. Daran erinnerten wir zusammen mit Dr. Sabine Mauderer, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank.

Aufgrund der Verträge müssen außerdem die europäischen Zentralbanken unbeschadet ihrer vorrangigen Ziele die allgemeine Politik der EU unterstützen. Die Verabschiedung des »Green New Deals« durch die Kommission von der Leyen sowie zahlreiche Stellungnahmen des Europarats (Michel 2020) bezeugen den politischen Willen auf europäischer Ebene, die Nachhaltigkeit zu unterstützen und insbesondere die EU bis 2050 klimaneutral zu machen. Die Umsetzung dieses Ziels setzt eine allgemeine Mobilisierung aller Akteure, auch der Zentralbanken, in ihrem jeweiligen Kompetenzbereich voraus.

Diese Einsicht gewinnt weltweit an Boden. Das Network for Greening the Financial System (NGFS) wurde Ende 2017 von acht Zentralbanken, zu denen nicht nur die Banque de France und die Deutsche Bundesbank, sondern auch die chinesische PBoC, die Banco de Mexico und die Bank Al Maghrib gehö-

ren, gegründet und zählt heute mehr als 70 Mitglieder sowie rund zehn Beobachter. Das NGFS entwickelte gemeinsame Analyseinstrumente und ermöglichte die Verbreitung und den Austausch bewährter Praktiken über nationale Grenzen hinweg.

Auch im Bereich der Geldpolitik haben Überlegungen zum Klima begonnen. Sie könnten nach der Anfang 2020 begonnenen Strategieüberprüfung (*strategic review*) der EZB abgeschlossen werden. Christine Lagarde ist in dieser Hinsicht überzeugt: »Ich will alle Möglichkeiten erkunden, um den Klimawandel zu bekämpfen«, habe sie betont.

Neben der moralischen Pflicht aller, auf ihrer Ebene beizutragen, kann man nur feststellen, dass eine Kombination der Aktionen unumgänglich ist, wenn wir den Klimawandel bremsen wollen. Die Maßnahmen, die von den gewählten Regierungen auf nationaler oder europäischer Ebene ergriffen werden, um die negativen externen Effekte (*negative externalities*) einzupreisen, wie etwa eine CO₂-Abgabe, sind notwendig, reichen aber möglicherweise nicht aus, sogar wenn sie richtig umgesetzt werden.

Schließlich veranschaulicht die Covid-19-Epidemie, wie riskant die möglichen Folgen für die Menschheit und unsere Volkswirtschaften sind, wenn die Übertragung von Viren vom Tier auf den Menschen durch die Zerstörung der natürlichen Lebensräume und der Biodiversität gefördert wird. Daher fassen neue Überlegungen alle Klima- und Umweltrisiken in einem Ganzen zusammen, das manche Autoren »Grünen Schwan« nennen (Bolton et al. 2020a).

IM NAMEN DER FINANZSTABILITÄT

Die Gemeinschaft der Zentralbanken, Regulatoren und Finanzaufsichtsbehörden anerkennt heute die Notwendigkeit, sich einer neuen Art von Risiken für das Finanzsystem zu stellen: den Klimarisiken. Man kann sie in zwei Gruppen unterteilen: in physische Risiken und in Übergangsrisiken.

Die physischen Risiken betreffen die wirtschaftlichen und finanziellen Verluste, die mit der steigenden Häufigkeit und Intensität der extremen Klimaereignisse (Hurrikans, Überschwemmungen usw.) sowie dem langfristigen Wandel der Klimatrends (z.B. Anstieg des Meeresspiegels, Wüstenbildung oder Belastung der Landwirtschaft) zusammenhängen. Katastrophale Verlustrisiken sind nicht auszuschließen, insbesondere, wenn der Temperaturanstieg 1,5°C oder 2°C übertrifft.



Sylvie Goulard

ist Vizepräsidentin der Banque de France.
Von 2009 bis 2017 war sie Abgeordnete des EU-Parlaments.

Übergangsrisiken ergeben sich aus einer raschen Umstellung auf eine CO₂-arme Wirtschaft (beispielsweise aufgrund plötzlich beschlossener politischer Maßnahmen, technologischer Disruptionen oder Hindernisse usw.). Die Begrenzung des durchschnittlichen Temperaturanstiegs auf 1,5°C oder 2°C setzt voraus, dass ein Großteil der fossilen Brennstoffe in den bestehenden Lagerstätten nicht gefördert wird. Sie gelten deshalb als »stranded assets«, d.h. Vorkommen, die schnell jeglichen Wert verlieren und zu einem allgemeinen Ausverkauf (*fire sale*) führen könnten.

Diese Bedrohung der weltweiten Finanzstabilität veranlasste das NGFS als internationale Koalition der Willigen zum Handeln. Nachdem die Mitglieder des Netzwerks im April 2019 gemeinsam die Relevanz des Klimarisikos für den Auftrag der Zentralbanken und der Aufsichtsbehörden festgestellt hatten, begannen sie im Oktober 2019, eine Reihe von Leitfäden herauszubringen, um die vorhandenen bewährten Praktiken zu teilen. Im Juni 2020 veröffentlichte das NGFS insbesondere die ersten Klimaszenarien, die als Grundlage für die Messung und Integration der Klimarisiken im Rahmen des Monitorings der Finanzstabilität dienen.

Das NGFS unterstreicht zudem die Wichtigkeit eines soliden und einheitlichen Rahmens auf internationaler Ebene für die Veröffentlichung von Finanzdaten (*disclosures*) in Bezug auf das Klima- und Umweltrisiko. Es bekräftigt auch die Empfehlungen der Arbeitsgruppe zur Veröffentlichung der klimabezogenen Finanzdaten (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures* – TCFD), die bereits von 1 027 Unternehmen mit einer Börsenkapitalisierung von 12 Billionen US-Dollar unterstützt werden. In der Praxis baut die TCFD ihre Disclosure-Empfehlungen auf vier Schwerpunkten auf: (i) Governance bezüglich klimabezogener Themen im Unternehmen, (ii) strategische Tragweite, (iii) Management der Klimarisiken und (iv) Messgrößen und quantifizierte Ziele, die das Unternehmen verfolgt.

BALD EINE GRÜNE GELDPOLITIK?

Obwohl Klimarisiken im Rahmen des Auftrags der Zentralbanken, die Finanzstabilität zu gewährleisten, immer stärker berücksichtigt werden, wird ihre Relevanz für die Geldpolitik viel diskutiert. Das NGFS begann Arbeiten zu den Auswirkungen des Klimawandels auf die Geldpolitik, deren Ergebnisse im Juni 2020 in einem Bericht veröffentlicht wurden.

Das Eurosystem zeichnet sich durch viele Stellungnahmen aus. So unterstrich Isabel Schnabel vor kurzem die bereits sichtbaren Auswirkungen des Klimawandels auf die Preisstabilität und die Inflation und aus diesem Grund die Relevanz im Rahmen der Geldpolitik. EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die sich im IWF für das Thema Klima stark machte, erklärte, dass das Eurosystem »sich fragen muss, wie es an der Bekämpfung des Klimawandels teilnehmen kann«.

Die Strategieüberprüfung der EZB, die sie persönlich angestoßen hat, sollte diese Überlegungen 2021 konkretisieren. Wir müssen nicht nur unsere Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels auf makroökonomische Variable ausweiten, sondern auch den Beitrag der geldpolitischen Maßnahmen auf den Kampf gegen den Klimawandel berücksichtigen. Wenn man davon ausgeht, dass der Klimawandel Finanzrisiken birgt, wie es das NGFS hervorhebt, würde die Anpassung unserer Garantieregeln ein wirksames Management der Risiken, denen die Zentralbanken ausgesetzt sind, fördern. Durch die systematische Berücksichtigung des Klimarisikos bei der Bewertung der Sicherheiten (Vermögenswerte, die das Eurosystem als Pfand nimmt) und die entsprechende Anpassung der Abschläge (*haircut*) würden wir weltweit ein deutlicheres Signal setzen als durch den Kauf grüner Vermögenswerte alleine und gleichzeitig unseren Auftrag erfüllen.

ACHTUNG: »GRÜNE SCHWÄNE«

Trotz der systemischen Tragweite der Klimarisiken ist der Klimawandel letztlich nur die sichtbare Spitze des ökologischen Eisbergs. Neben dem CO₂-Ausstoß beeinflusst der Mensch mit seiner Aktivität noch viele andere biogeochemische Zyklen. Die weltweite Überschreitung mehrerer Grenzwerte könnte weitere systemische Krisen auslösen, die beispielsweise auf die massive Zerstörung der Biodiversität (vgl. IPBES 2019) oder die beschleunigte Bodenerosion (vgl. UNCCD 2019) zurückzuführen sind. Zentralbanken beginnen im Übrigen, die vielen Umweltkrisen neben dem Klimawandel zu erkennen. Vor allem die Zentralbank der Niederlande (De Nederlandsche Bank – DNB 2020) engagiert sich für die Biodiversität, über die sie im Juni 2020 einen Bericht veröffentlichte.

Die WHO/Europa, die 53 Länder umfasst, hat im Sommer die Bildung einer interdisziplinären, paneuropäischen Kommission für Gesundheit und nachhaltige Entwicklung bekannt gegeben, an der Ärzte, Gesundheitsexperten, Politiker, Ökonomen und Finanzspezialisten teilnehmen, um sich unter anderem mit den Interaktionen zwischen der öffentlichen Gesundheitsfürsorge und dem Klima sowie der Finanzierung widerstandsfähigerer Gesundheitssysteme zu beschäftigen. Als Mitglied beabsichtige ich in dieser Kommission, die Arbeit von NGFS und Zentralbanken kundzugeben.

Vor diesem Hintergrund ermöglicht der BRI-BdF-Bericht »The Green Swan« als konzeptueller Rahmen, das Wesen und die Dynamik der neuen globalen Umweltrisiken, mit denen wir konfrontiert sind, zu verstehen.

Das Konzept des »Grünen Schwans«, den die Verfasser des Berichts entwickelt haben, spielt auf die Idee des »Schwarzen Schwans« (Taleb 2007) an. Die beiden teilen drei wesentliche Eigenschaften: (i) Ereignisse, die hinsichtlich vergangener Erfahrungen unerwartet eintreten, (ii) umfassende oder sogar extreme

Auswirkungen haben und (iii) nachträglich rationalisiert werden. Neben diesen drei gemeinsamen Merkmalen weisen »Grüne Schwäne« zwei weitere Eigenschaften auf, die den Schweregrad erhöhen. Erstens ist gewiss, dass das Risiko existiert, aber ungewiss, wie es sich konkretisieren wird. Wir sind zwar aufgefordert, diese Risiken in Angriff zu nehmen, doch ist es schwierig, konkrete Maßnahmen zu ergreifen. Zweitens können sich »Grüne Schwäne« als noch extremer als »Schwarze Schwäne« erweisen, denn sie sind oft nicht umkehrbar und führen zu verschiedenen Verlusten, inklusive menschlicher Leben. Daher kann sich niemand individuell vor diesen Risiken schützen (*unhedgeable risks*), was weltweite, koordinierte Maßnahmen voraussetzt.

Die Krise infolge Covid-19 scheint aus mehreren Gründen einem »Grünen Schwan« zu ähneln (vgl. Bolton et al. 2020b). Erstens unterstreichen viele Wissenschaftler, dass die Pandemie vorhersehbar war und auf der allgemeinen Zerstörung der natürlichen Lebensräume beruht (vgl. Grandcolas und Justine 2020), die Zoonosen fördert (vgl. FRB 2020). Was die Konkretisierung des Risikos betrifft: Covid-19 zeigt die Unfähigkeit der traditionellen Modelle auf, die Tragweite des eingegangenen Risikos zu messen. Wer hätte vorausgesehen, dass infolge des Auftretens eines Virus in China die meisten Staaten der Erde die Wirtschaftstätigkeit, den Flugverkehr und viele Handelsflüsse stilllegen würden? Die Pandemie veranschaulicht auch die Unmöglichkeit für einen einzelnen Akteur, sich vor den Risiken zu schützen (*unhedgeable risk*). Schließlich stellt die Krise tiefschürfende und systemische Fragen zu der Welt »danach« und setzt eine weltweite koordinierte Reaktion voraus.

NEUER POLICY MIX

Vor diesem Hintergrund ist die Aktion der Zentralbanken und des Finanzsystems zur Bewältigung der Klimarisiken mit vielen Maßnahmen zu flankieren. Vorrangig ist vielen Ökonomen zufolge (vgl. Gollier und Tirole 2015) die Einführung eines CO₂-Preises. In Europa muss das Emissionshandelssystem (*European Union Emission Trading Scheme*) verbessert werden. Die Europäische Kommission schlug kürzlich dessen Ausweitung auf Importe und den Verkehrssektor vor. Im Rahmen des Green New Deal will sie im Juni 2021 weitere Reformen vorstellen. Doch ist die weit verbreitete Idee, dass ein CO₂-Preis ausreichen dürfte, wohl trügerisch und zudem immer mehr umstritten (vgl. Hepburn, Stern und Stiglitz 2020). Der Klimawandel ist keine beliebige Externalität (die durch einen Preismechanismus und »ceteris paribus« gelöst werden kann), sondern wahrscheinlich »die größte Marktstörung, die die Welt jemals verzeichnet hat«, um den Stern-Bericht aus dem Jahr 2006 zu zitieren. Angesichts des Ausmaßes der Herausforderung könnte der CO₂-Preis in kurzer Zeit sehr schnell steigen, was ein breites Spektrum unerwarteter, vor allem finan-

zieller Auswirkungen in Bezug auf das wirtschaftliche Ungleichgewicht haben könnte.

Aus diesem Grund ist unbedingt nach neuen »Policy Mixes« aus der Kombination haushalts-, rechts-, steuer-, geld- und aufsichtspolitischer Instrumente zu suchen. Den multilateralen Entwicklungsbanken muss zum Beispiel mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden, damit sie die Maßnahmen zur Risikominderung koordinieren und die ärmsten Länder bei Umwelt- und Gesundheitskrisen unterstützen. Andere unterstreichen die Notwendigkeit, auf Landes- oder Unternehmensebene ökologische Rechnungslegungsvorschriften auszuarbeiten, die es den einzelnen Akteuren ermöglichen, die Zerstörung des Naturkapitals durch die menschliche Aktivität zu berücksichtigen.

Diese Beispiele unterstreichen nur das Wesentliche: Die Minderung des Klimawandels erfordert eine tiefgehende Transformation unserer Lebensstile, die Bevorzugung ethischer Entscheidungen auf lange Sicht gegenüber kurzfristigen wirtschaftlichen Betrachtungen und noch dazu die Gestaltung neuer Formen lokaler und internationaler Koordination, um die öffentlichen Güter (*public goods*) zu verwalten. Diese Aufgabe erfordert einen transdisziplinären Ansatz, der die Realitäten des Übergangs besser einfängt.

Manche mögen die Lage nun verleugnen oder einfach nur abwarten, aber die Zentralbanken dürfen keinesfalls glauben, dass diese Herausforderungen sie nicht betrifft. Sich zu engagieren bedeutet nicht, in das andere Extrem zu verfallen und die politischen und privaten Akteure ersetzen zu wollen. Es geht vielmehr darum, dass sie im Rahmen ihres Auftrags in völliger Unabhängigkeit und Strenge ihren Anteil an den aktuellen gemeinsamen Anstrengungen übernehmen.

LITERATUR

- Bolton P., M. Despres, M. Pereira da Silva, F. Samama und R. Svartzman (2020a), »The Green Swan, Central Banking and financial stability in the age of climate change«, *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und Banque de France*, verfügbar unter: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>.
- Bolton P., M. Despres, M. Pereira da Silva, F. Samama und R. Svartzman (2020b), »Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux – Vers de nouveaux arbitrages entre efficacité et résilience des systèmes complexes«, *Revue d'Economie Financière*, im Erscheinen.
- Carney M. (2015), »Breaking the tragedy of the Horizon, Climate Change and Financial Stability«, Rede bei Lloyd's of London, 29. September, verfügbar unter: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>.
- DNB – De Nederlandsche Bank (2020), *Indebted to nature, Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*, DNB, Juni, verfügbar unter: https://www.dnb.nl/en/binaries/Indebted%20to%20nature%20_tcm47-389172.pdf.
- FRB – Fondation pour la Recherche sur la Biodiversité (2020), »Mobilisation de la FRB par les pouvoirs publics français sur les liens entre Covid-19 et biodiversité«, FRB, verfügbar unter: <https://www.fondationbiodiversite.fr/wp-content/uploads/2020/05/Mobilisation-FRB-Covid-19-15-05-2020-1.pdf>.
- Gollier, C. und J. Tirole (2015), »Negotiating effective institutions against climate change«, *Economics of Energy & Environmental Policy* 4(2), doi: <http://dx.doi.org/10.5547/2160-5890.4.2.cgol>.
- Goulard S. und S. Mauderer (2019), »Zentralbanken werden grüner«, *Süddeutsche Zeitung*, 8. Juli
- Grandcolas P. und J.-L. Justine (2020), »Covid-19 or the pandemic of mistreated biodiversity«, *The Conversation*, 29. April.

Hepburn C., J. Stiglitz und N. Stern (2020), »Carbon Pricing«, *European Economic Review*, August, doi: 10.1016/j.euroecorev.2020.103440.

IPBES – Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (2019), *Summary for Policymakers of the Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services*, IPBES, verfügbar unter: https://ipbes.net/sites/default/files/inline/files/ipbes_global_assessment_report_summary_for_policymakers.pdf.

Lagarde, C. (2020), Interview in der *Financial Times*, 8. Juli.

Michel, C. (2020), »Climate transition, transformation and convergence: Europe's path towards robust resilience«, Rede über Videokonferenz anlässlich der 20. Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence, 5. Juli, verfügbar unter: <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2020/07/05/climate-transition-transformation-and-convergence-europe-s-path-towards-robust-resilience-speech-of-president-charles-michel/>.

NGFS – Network for Greening the Financial System (2019), *A call for action: Climate Change as a source of financial risk*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>.

NGFS – Network for Greening the Financial System (2020a), *Climate Change and Monetary Policy: Initial Takeaways*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/climate-change-and-monetary-policy-initial-takeaways>.

NGFS – Network for Greening the Financial System (2020b), *Guide to Climate Scenario Analysis for Central Banks and Supervisors*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/guide-climate-scenario-analysis-central-banks-and-supervisors>.

Schnabel, I. (2020), »Never waste a crisis: COVID-19, climate change and monetary policy«, EZB, 17. Juli, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200717~1556b0f988.en.html>.

Taleb N. (2007), *The Black Swan*, Penguin Random House, New York.

UNCCD (2019) *Land in Numbers 2019, Risks and Opportunities*, UNCCD, verfügbar unter: https://catalogue.unccd.int/1202-Land%20in%20numbers_2%20new-web.pdf.

WHO-Europa (2020) Ankündigung der Einberufung der Paneuropäischen Kommission für Gesundheit und nachhaltige Entwicklung: Überdenken der politischen Prioritäten vor dem Hintergrund von Pandemien, Pressemitteilung, 11. August, verfügbar unter: <https://www.euro.who.int/de/media-centre/sections/press-releases/2020/announcing-the-pan-european-commission-on-health-and-sustainable-development-rethinking-policy-priorities-in-the-light-of-pandemics>.

Sabine Mauderer

Was können Notenbanken für den Klimaschutz tun?

Der Ausbruch der Corona-Pandemie hat uns vor Augen geführt, dass plötzliche Ereignisse die Stabilität des Finanzsystems jederzeit gefährden können. Umso wichtiger ist es, dass Real- und Finanzwirtschaft widerstandsfähiger werden, auch gegen globale systemische Risiken wie den Klimawandel. Die Gefahren des Klimawandels wurden lange als nicht unmittelbar wahrgenommen. Dabei ist der Klimawandel wie die Pandemie mit enorm hohen Kosten für unsere Gesellschaft, unsere Wirtschaft und unser Finanzsystem verbunden.



Dr. Sabine Mauderer

ist Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank.

Das Finanzsystem spielt eine zentrale Rolle für die effektive und effiziente Verteilung von Kapital in der Realwirtschaft. Beim Klimawandel ist das Finanzsystem in mehrfacher Hinsicht gefordert: Zum einen kann es dazu beitragen, dass die Transformation zu einer klimafreundlicheren Realwirtschaft gelingt. Zum anderen muss das Finanzsystem selbst widerstandsfähiger werden, um für klimabedingte Schocks besser gewappnet zu sein. In jeder Hinsicht kommt es entscheidend darauf an, das Bewusstsein der Marktteilnehmer für die finanziellen Risiken im Kontext des Klimawandels noch weiter zu schärfen. Notenbanken sollten hierzu als Katalysatoren wesentliche Beiträge leisten.

ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN PANDEMIE UND KLIMAWANDEL

Die Covid-19-Pandemie hat in wirtschaftlicher Hinsicht weltweit einen beispiellosen kombinierten Angebots-

und Nachfrageschock ausgelöst. In weiten Teilen war das Wirtschaftsleben durch strikte Eindämmungsmaßnahmen massiv eingeschränkt. Zudem haben private Haushalte und Unternehmen von sich aus ihr Verhalten geändert und Ausgaben reduziert. Die Folge war der stärkste globale Wirtschaftseinbruch seit Jahrzehnten, von dem sich viele Länder nur allmählich erholen. Nach wie vor stehen auch die Arbeitsmärkte erheblich unter Druck – trotz staatlicher Unterstützung. Und doch, trotz massiver wirtschaftlicher Schäden: Eine Krise wie die Pandemie bietet auch Chancen und neue Perspektiven.

So hat in der medizinischen Forschung ein Wettlauf um die Entwicklung von Impfstoffen und Behandlungsmöglichkeiten gegen das Virus eingesetzt, mit erheblichen Investitionen in die medizinische Infrastruktur. Zudem geht der breite Digitalisierungsschub in der Pandemie einher mit einer verstärkten Nutzung mobiler Arbeitsformen und könnte außerdem dauerhafte CO₂-Einsparungen im Verkehrssektor ermöglichen. Ein weiterer Nebeneffekt der Pandemie ist ein temporärer Rückgang der CO₂-Emissionen durch die weitreichenden Einschränkungen der Wirtschaftsaktivitäten. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur IEA wird der globale CO₂-Ausstoß im laufenden Jahr um etwa 8% sinken. Allerdings müssten die Emissionen nach Angaben der Vereinten Nationen zwischen 2020 und 2030 in jedem Jahr ungefähr in diesem Ausmaß sinken, um das 1,5-Grad-Ziel des Pariser Klimaabkommens erreichen zu können.

Gleichzeitig ist klar, dass wir die wirtschaftlichen, finanziellen und sozialen Auswirkungen der Pandemie aus diesem Jahr kein zweites Mal erleben wollen. Eine kluge Antwort auf die aktuelle Wirtschaftskrise kann daher nicht darin bestehen, überkommene, klima-

schädliche Geschäftsmodelle zu verfestigen. Es geht vielmehr darum, die Rahmenbedingungen zu gestalten für den Übergang zu mehr Nachhaltigkeit und damit auch zu mehr Widerstandsfähigkeit in der Realwirtschaft und im Finanzsystem.

Ohne ein angemessenes und entschlossenes Gegensteuern könnte der Klimawandel zu häufig auftretenden kombinierten Angebots- und Nachfrageschocks führen – mit drastischen Folgen, auch für die Stabilität des Finanzsystems. Gleichzeitig kann und sollte das Finanzsystem Teil der Antwort auf den Klimawandel sein, mit seiner zentralen Rolle für die Kapitalallokation in der Realwirtschaft.

Wenn Finanzströme stärker in klimafreundliche Wirtschaftsaktivitäten fließen, leistet das Finanzsystem einen entscheidenden Beitrag zur notwendigen realwirtschaftlichen Transformation. Dieser Leitgedanke unter dem Oberbegriff von Sustainable Finance ist nicht neu, zurzeit erhält er aber eine neue Dynamik, so dass klimafreundliches Investieren auf einem guten Weg zum Standard im Finanzsektor ist. Dennoch bleibt noch viel zu tun, um eines der Kernziele des Pariser Klimaabkommens zu erreichen: die Konsistenz der Finanzströme mit einer nachhaltigen, klimafreundlichen Wirtschaft und einer Welt, die auch gegenüber den negativen Auswirkungen des Klimawandels widerstandsfähig ist.

Klimaschutz ist eine gesamtgesellschaftliche Aufgabe. Und deshalb müssen auch Notenbanken ausloten, wie sie im Rahmen ihres Mandats wesentliche Beiträge zum Klimaschutz leisten können. Die bisherige Diskussion hat gezeigt, dass ein wesentlicher Ansatzpunkt für Notenbanken ist, die Finanzmarktteilnehmer dabei zu unterstützen, ein besseres Verständnis der finanziellen Risiken des Klimawandels zu entwickeln. Dies gilt sowohl in regionaler und nationaler Hinsicht, aber auch global.

BEDEUTUNG DES KLIMAWANDELS FÜR DIE NOTENBANKEN

Klar ist, dass die physischen wie auch die finanziellen Risiken des Klimawandels nationale Grenzen überschreiten. Deshalb ist es naheliegend, sich über Landesgrenzen hinweg zu vernetzen und Erkenntnisse zu teilen. Dies gilt auch und gerade für die Notenbanken.

Makroökonomische Variablen und Geldpolitik

Die Bundesbank ist Gründungsmitglied eines weltweiten Netzwerks von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, das sich für ein nachhaltiges globales Finanzsystem stark macht. Ziel des »Network for Greening the Financial System« (NGFS) ist, die Folgen des Klimawandels für das Finanzsystem zu analysieren und dazu beizutragen, dass globale Finanzströme ein kohlenstoffarmes Wirtschaftswachstum ermöglichen. Seit seiner Gründung im Dezember 2017 durch acht Notenbanken und Aufsichtsbehörden ist das NGFS inzwi-

schen auf über 70 Mitglieder gewachsen. Es befasst sich in mehreren Arbeitsgruppen mit Best-Practices in notenbankrelevanten Arbeitsfeldern.

Eine wichtige Erkenntnis aus dem NGFS ist, dass Notenbanken ihre Modelle und Prognosemethoden um Klimaszenarien ergänzen sollten. Denn der Klimawandel selbst und die Maßnahmen gegen den Klimawandel beeinflussen zunehmend wichtige makro-ökonomische Variablen. Beispielsweise könnten häufigere Extremwetterlagen und Temperaturanstiege dauerhafte Produktionseinbußen oder Störungen von Wertschöpfungsketten verursachen. Klimabedingte Migration von Arbeitskräften könnte mit der Verlagerung von Produktionskapazitäten einhergehen. So könnte der Klimawandel durch unvorhersehbare extreme Wetterereignisse die Inflationsentwicklung stark und abrupt beeinflussen und es für die Notenbanken mithin schwieriger machen, ihr geldpolitisches Ziel zu erfüllen. Auf diese Weise würde der Klimawandel weit in das ureigene Metier der Notenbanken hineinwirken.

Vor diesem Hintergrund müssen die Notenbanken zunächst ihren analytischen Instrumentenkasten erweitern, um die Folgen des Klimawandels und der Klimapolitik systematisch zu erfassen. Genau daran arbeiten wir auch in der Bundesbank, beispielsweise indem wir die von einer Arbeitsgruppe des NGFS gemeinsam mit wissenschaftlichen Partnern erarbeiteten Klimaszenarien schrittweise in unsere eigenen Wirtschaftsmodelle und -analysen integrieren. Nur so können wir gewährleisten, auf verschiedene klimapolitische Szenarien und physische Klimaveränderungen vorbereitet zu sein und angemessen reagieren zu können.

Finanzsystem

Allerdings ist es für Notenbanken wichtig, nicht nur das eigene, interne Verständnis zu vertiefen, um auch in einer Welt, die zunehmend vom Klimawandel geprägt sein wird, weiterhin das geldpolitische Mandat zu erfüllen. Es gehört vielmehr auch zu unserem Selbstverständnis, Erkenntnisse und Wissen dem offenen Diskurs zu stellen. Deshalb stehen wir in einem akademischen Dialog und kommunizieren mit der interessierten Öffentlichkeit. Auf diese Weise können wir als Bundesbank – im Verbund mit den anderen NGFS-Mitgliedern – dazu beitragen, ein breites Verständnis für die finanziellen und ökonomischen Risiken des Klimawandels zu verankern, sowohl national als auch international. Um dieses Ziel zu erreichen, ist eine vielschichtige, breite Kommunikation auch innerhalb des Finanzsystems bedeutsam. Nicht jedes Finanzinstitut hat die analytischen Kapazitäten, um alle Risiken des Klimawandels in der eigenen Bilanz autark und in Gänze zu durchdringen. Dabei geht es beispielsweise um die Frage, wie sich das Kredit- und Anlagegeschäft vor dem Hintergrund klimabedingt veränderter makroökonomischer Bedingungen entwickelt.

Notenbanken sollten sich aber nicht nur am öffentlichen Diskurs beteiligen. Entsprechend unserem bankaufsichtlichen und finanzstabilitätspolitischen Auftrag müssen wir vielmehr sicherstellen, dass Klimarisiken als Quelle von finanziellen Risiken angemessen im internen Risikomanagement der Institute berücksichtigt werden. Szenariobasierte Stresstests mit verschiedenen Klimaszenarien sind hier ein Mittel der Wahl.

Im Frühsommer dieses Jahres hat das NGFS Leitlinien dargelegt, wie die Finanzaufsicht Klimarisiken adäquat berücksichtigen kann. Auch hier spielen verschiedene Klimaszenarien, die immer auch von politischen Antworten auf den Klimawandel abhängig sind, eine wichtige Rolle. Denn nicht jedes Finanzinstitut ist gleichermaßen und gleich schnell in der Lage, sein Geschäftsmodell an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen. Gleichzeitig ist aber auch nicht jedes Finanzinstitut gleichermaßen betroffen. Durch das hypothetische Durchspielen verschiedener Szenarien können Aufsichtsbehörden und Zentralbanken jedoch diese Verwundbarkeiten der einzelnen Institute besser erkennen und im Aggregat auch analysieren, welche Gefahren davon für die Finanzstabilität ausgehen.

Verbesserung der Datenlage durch Offenlegungspflichten

Damit Klimarisiken in die Investitions- und Kreditentscheidungen von Finanzinstituten einfließen können, ist eine aussagekräftige Datenbasis zwingend erforderlich. Bisher mangelt es jedoch noch an ausreichend granularen und standardisierten Datensätzen. Hinzu kommt, dass der Identifikationsprozess für die eigentlich relevanten Daten noch nicht abgeschlossen ist. Ähnliches gilt für die regulatorischen Vorgaben für deren Offenlegung. Dies begünstigt eine unvollständige Informationslage und Informationsasymmetrien im Finanzsystem, was wiederum schädliche Folgen für die Kapitalallokation haben kann. Es gibt aber durchaus Grund für Optimismus. Denn auf Druck von Investoren und mit einem neu justierten regulatorischen Rahmenwerk werden absehbar bessere Daten über klimabezogene Risiken zur Verfügung stehen.

Gleichzeitig könnten auch Notenbanken einen wichtigen Beitrag leisten, beispielsweise indem sie Datentransparenz schrittweise zu einer Voraussetzung für die Akzeptanz von Sicherheiten für Notenbankkredite und für die Ankauffähigkeit von Wertpapieren in geldpolitischen Ankaufprogrammen machen. Notenbanken könnten so nicht nur einen Beitrag zur Finanzstabilität leisten, sondern auch ihre eigenen finanziellen Interessen besser berücksichtigen. Denn klimabezogene Finanzrisiken zögen so auch in das eigene Risikomanagement von Notenbanken ein – genauer gesagt: in ihre Bonitätseinschätzungen. Zugleich könnten die Notenbanken durch solche Anforderungen auch eine Katalysatorrolle einnehmen.

Als externe Quellen für Bonitätseinschätzungen greifen Notenbanken bisher oft auf Ratingagenturen zurück. Diese haben bereits begonnen, Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Ratingprozesse einfließen zu lassen und diese auszuweisen. Gleichwohl fehlt es bisher an einer vergleichbaren Methodik, wie Nachhaltigkeitsaspekte in geeigneter Weise in Kreditratings einfließen können.

Das Bestreben zur Verbesserung und Weiterentwicklung der Bewertung von Klimarisiken zielt jedoch nicht nur auf Ratingagenturen ab, sondern sollte konsequenterweise auch notenbankeigene Modelle für Bonitätsprüfungen umfassen. So verfügt beispielweise die Bundesbank über ein internes Bonitätsanalyseverfahren zur Bewertung von Unternehmen. Von daher sollten wir unseren eigenen Forderungen Nachdruck verleihen, indem wir klimabedingte Faktoren schrittweise auch in unsere eigenen Bonitätseinschätzungen einfließen lassen, soweit sie für das finanzielle Risiko einer Forderung relevant sind.

ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK: NOTENBANKEN ALS KATALYSATOREN

Die Pandemie hat den Klimawandel und die damit einhergehenden Risiken nicht verdrängt, sondern den hohen Stellenwert nachhaltigen wirtschaftlichen Handelns noch weiter in den Vordergrund gerückt. Wenn alle Akteure aus Wissenschaft, Politik, Real- und Finanzwirtschaft entsprechend ihren verschiedenen Rollen zusammenwirken, dann kann die Transformation zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft gelingen. Eine entscheidende Rolle spielt dabei die Politik, die über konkrete Maßnahmen wie beispielsweise ein angemessenes System der CO₂-Bepreisung entscheiden muss. Nur so lassen sich ökonomische Lenkungswirkungen für eine Transformation erreichen.

Wir als Notenbanken sollten unseren Beitrag leisten. Wir sollten Katalysator sein für ein klimafreundlicheres Finanzsystem. Dazu gehört zum einen der Einsatz für bessere, granulare Datenverfügbarkeit über Klimarisiken. Auch die Beteiligung an der öffentlichen Diskussion könnte und sollte Teil unserer Katalysatorrolle sein. Es gilt insbesondere, innerhalb des Finanzsystems auf die zunehmende Bedeutung des Klimawandels als Quelle finanzieller Risiken hinzuweisen – und auf deren angemessene Berücksichtigung im internen Risikomanagement der Institute hinzuwirken.

Für die Sichtbarkeit von klimabezogenen finanziellen Risiken im Rahmen der geldpolitischen Umsetzung wäre es letztlich konsequent, Datentransparenz schrittweise zu einer Voraussetzung für die Akzeptanz von Sicherheiten für Notenbankkredite und für die Ankauffähigkeit von Wertpapieren in Ankaufprogrammen zu machen. Dabei muss allerdings klar sein, dass solche Maßnahmen aufgrund der dahinterstehenden Beträge und der davon ausgehenden Signale an andere Marktteilnehmer erhebliche Auswirkungen im Finanzsystem hätten. Insofern ist eine angemessene

Kommunikation während des gesamten Prozesses von essenzieller Bedeutung. So kann es Notenbanken gelingen, die Transformation hin zu einem nachhaltigeren Finanzsystem im Rahmen ihres Mandats zu unterstützen.

WEITERFÜHRENDE LITERATUR

Deutsche Bundesbank (2019), *Finanzstabilitätsbericht 2019*, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/berichte/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht-2019-814400>.

Network for Greening the Financial System (2019), *A call for action: Climate Change as a source of financial risk*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>.

Network for Greening the Financial System (2020a), *Climate Change and Monetary Policy: Initial Takeaways*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/climate-change-and-monetary-policy-initial-takeaways>.

Network for Greening the Financial System (2020b), *Guide to Climate Scenario Analysis for Central Banks and Supervisors*, verfügbar unter: <https://www.ngfs.net/en/guide-climate-scenario-analysis-central-banks-and-supervisors>.

Network for Greening the Financial System (2020c), *Statement on the need for a green recovery out of the Covid-19 crisis*, verfügbar unter: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/green_recovery_statement_-_june_2020.pdf.

Andreas Dombret

Green Finance – Handlungsbedarf auch für die Bankenaufsicht

Der Klimawandel, verursacht im Wesentlichen durch die Emission von Treibhausgasen, dürfte nach Einschätzung fast aller Experten die wohl größte singuläre Externalität unserer Zeit sein. Dass dieses wichtige Thema zunehmend greifbar wird, zeigt nicht zuletzt das Pariser Klimaabkommen, das 2015 verabschiedet und von fast allen Ländern der Welt unterzeichnet wurde. Es wurde eine globale Einigung über Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels erzielt, der die Einsicht zugrunde liegt, dass der Klimawandel von Menschen verursacht ist und nur durch gemeinsame Anstrengungen der Menschheit begrenzt werden kann.

Die Vereinbarung der UN-Klimakonferenz hat auch ökonomische Konsequenzen. Viele sehen in ihr eine abstrakte Einigung, die Erderwärmung auf unter 2 Grad Celsius gegenüber dem vorindustriellen Wert zu begrenzen und sich für eine noch weitergehende Begrenzung einzusetzen. Will die Weltgemeinschaft das ehrgeizige Ziel einer Zwei-Grad-Beschränkung aber nachhaltig verfolgen, sind weitreichende Eingriffe in die bestehenden Wirtschaftssysteme unvermeidbar. Je später damit begonnen wird, desto tiefgreifender wird der Handlungsbedarf ausfallen.

KLIMAWANDEL RICHTIG BEPREISEN

Meiner Meinung nach sollte das Thema aus einer systemischen Perspektive betrachtet werden. Alle Teile der Wirtschaft müssen sich anpassen, indem die Externalitäten des Klimawandels richtig bepreist und internalisiert werden. Und diese Anpassung wird weit über reine CO₂-Begrenzungen hinausgehen. Die Art, wie gewirtschaftet wird, und der Pfad, auf dem sich Wirtschaft und Gesellschaft weiterentwickeln, müssen sich grundlegend verändern.

Konkret sind in der Volkswirtschaft vorrangig drei Bereiche betroffen, in denen der Klimawandel eine besondere Rolle spielt. Erstens geht es um die Erzeugung grüner Energie – hier ist Deutschland bereits einigermaßen weit fortgeschritten. Zweitens ist das Thema grüne Transportsysteme zu nennen, wo die Entwicklung leider noch sehr unbefriedigend ist. Und drittens geht es beim Klimawandel auch um nachhaltige und grüne Ernährung – hier existieren leider nur recht wenige belastbare Voraussagen, wie die künftige Entwicklung verlaufen könnte.

Bei all diesen Bereichen ist zweifelsohne auch der Finanzsektor betroffen. An Banken als Kreditgeber der Realwirtschaft können der Klimawandel und der bevorstehende wirtschaftliche Wandel nicht spurlos vorübergehen. Green Finance ist der Sammelbegriff dafür, wie der Finanzsektor reagieren und seinen Teil dazu beitragen kann, die Auswirkungen von Klimaveränderungen abzuschwächen und eine ökologisch nachhaltige Entwicklung zu fördern. Beispielsweise indem der Finanzsektor Mittel in umweltfreundliche Technologien und Wirtschaftszweige lenkt – und dabei von deren Entwicklung profitiert.

RISIKOMANAGEMENT ERFORDERLICH

Aus Sicht der Bankenaufsicht ist die Risikoperspektive entscheidend. Im Kontext des Klimawandels denkt man zuerst an Naturkatastrophen. Diese verursachen großes menschliches Leid und ber-



Prof. Dr. Andreas Dombret

war Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank und verantwortete dort die Bereiche Bankenaufsicht, Finanzstabilität, Märkte, Statistik, Risiko-Controlling und ökonomische Bildung. Nach dem Auslaufen seiner Amtszeit 2018 übernahm er internationale Beratungsmandate u.a. bei der Sumitomo Bank in Tokio, bei Oliver Wyman in New York und bei Autonomous in London. Er unterrichtet an der Columbia University in New York und an der European Business School in Österrich-Winkel.

gen ganz erhebliche wirtschaftliche Risiken. Solche physischen Risiken können alle betreffen: Privatpersonen, Staatshaushalte, Versicherungen und andere Finanzunternehmen.

Der Wandel hin zu einer emissionsärmeren Wirtschaft birgt aber auch signifikante Transitionsrisiken, da zur Realisierung des Übergangs disruptive technische Fortschritte und weitreichende klimapolitische Änderungen erforderlich sind. Zweifelsohne werden Marktteilnehmer Vermögenswerte im Rahmen dieser Umwälzungen neu bewerten müssen. Je nachdem, wie rasch und unerwartet der Übergang und die damit einhergehende Neubewertung stattfinden, könnten sie auch von hoher Relevanz für die Stabilität ganzer Wirtschaftssektoren sein. Problematisch wird es vor allem dann, wenn Unternehmen und Investoren ihre Planungen nicht langfristig ausrichten können, weil sie auf kurzfristige politische Interventionen reagieren müssen. Dann drohen Klippeneffekte mit der Gefahr von Verwerfungen und finanziellen Verlusten. Auch das Finanzsystem und dessen Stabilität sind dann betroffen.

Mögliche klimabezogene Risiken sind also im Rahmen des Risikomanagements der Banken zu berücksichtigen. Diese müssen also wissen, inwieweit sie, ihre Kunden und deren Geschäftsmodelle von klimabezogenen Risiken betroffen sein könnten und welche Risiken sich daraus für die finanziellen Außenstände der Bank ergeben.

Dafür muss das Kreditwesen das Rad nicht neu erfinden. Denn obwohl die Risikoquellen, mit denen wir es zu tun haben, neu sind, spiegeln sich ihre Auswirkungen in den etablierten finanzwirtschaftlichen Risikokategorien wider: Kreditrisiken, Marktrisiken und operationelle Risiken. Die Bankenaufsicht prüft diese Risikokategorien seit vielen Jahren regelmäßig.

Allerdings dürfen es sich die Banken auch nicht zu einfach machen. Es reicht nicht aus, sich von Risikomanagern die Forderungen gegenüber dem ein oder anderen emissionsintensiven Sektor aufstellen zu lassen und festzustellen, dass sie in isolierter Betrachtung handhabbar sind. Der grüne Wandel ist ein komplexer Prozess, der nach deutlich darüber hinausgehenden Analysen verlangt.

Historische Daten und etablierte statistische Verfahren können beim Klimawandel allerdings nicht im üblichen Maße herangezogen werden. Szenarioanalysen stellen hingegen ein nützliches Instrument dar, um Problembewusstsein zu schaffen. Darüber hinaus ist eine Diskussion um Best Practices im Finanzsystem von Nöten. Im Wettbewerb untereinander können neue Ansätze zur Risikomessung entwickelt und auf ihre Wirksamkeit und ihren Nutzen hin evaluiert werden.

GRÜNE WIRTSCHAFT BIETET BEACHTLICHEN CHANCEN

Im Übergang hin zu einer grüneren Wirtschaft liegen neben Risiken für Finanzinstitute auch beachtliche

Chancen. Denn im Rahmen der wirtschaftlichen Neuausrichtung eröffnen sich Banken neue Geschäftsfelder. Der globale Investitionsbedarf, der zur Erreichung des Zwei-Grad-Ziels von Paris notwendig ist, wird im zweistelligen Billionen-Bereich geschätzt. Für den europäischen Wirtschaftsraum rechnet die EU-Kommission mit einem zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarf bis 2030 in Höhe von 180 Mrd. Euro. Im Einzelnen geht es z.B. um Großprojekte, etwa im Bereich der Energieversorgung. Aber auch alltägliche Finanzdienstleistungen wie etwa die Finanzierung von Wohnimmobilien können betroffen sein, wenn Nachhaltigkeitsstandards eine größere Rolle spielen. Ebenso geht es um die Finanzierung von technischem Fortschritt und Innovationen, z.B. in der Energieerzeugung, -übertragung und -speicherung, in der E-Mobilität und beim effizienten Recycling.

Und schließlich hat sich in den vergangenen Jahren ein deutlich verstärktes Interesse privater Investoren an Anlagen in grüne Vermögenswerte entwickelt. So hat sich zwischen 2006 und 2016 das Anlagevolumen in nachhaltige Investments in Deutschland, Österreich und der Schweiz auf rund 240 Mrd. Euro mehr als verzweifacht.

Die Bankenaufsicht ist angesichts all dieser Entwicklungen in der Verantwortung, die Institute für klimabezogene Risiken zu sensibilisieren. So hat die Bundesbank im Frühjahr 2018 ein Symposium zu diesem Thema abgehalten, und sowohl BaFin als auch EZB haben Kriterien zu dieser Risikokategorie veröffentlicht. Es wird sicher nicht mehr lange dauern, bis klimabezogene Risiken bei Banken auch in aufsichtlichen Gesprächen ein regelmäßiges Thema sein werden.

Aufsicht und Zentralbanken sollten nach meiner Überzeugung eine besondere Funktion als Vorbild und Katalysator anstreben und ihren Beitrag zu einem besseren Verständnis der Mechanismen hinter den Risiken leisten. Hierzu wurde das Network for Greening the Financial System ins Leben gerufen, in dessen Rahmen sich eine Gruppe aus Zentralbanken und Bankenaufsehern aus der ganzen Welt über Klimarisiken für den Finanzsektor, Regulierungsfragen, grüne Anleihen usw. austauscht. Besonders wichtig ist bei allen Bemühungen der Aufsicht, dass eine einheitliche Taxonomie und einheitliche Definitionen als Basis für eine glaubwürdige Standardsetzung im Bereich Green Finance etabliert werden.

Klimaschutzziele in die Markt- und damit in die Finanzwirtschaft integrieren

Das Pariser Übereinkommen ist ein starkes politisches Bekenntnis zum Klimaschutz. Nun kommt es darauf an, dafür zu sorgen, dass Klimaschutzziele auch in die Markt- und damit in die Finanzwirtschaft integriert werden. Der grüne Wandel wird nur dann erfolgreich sein, wenn die Marktmechanismen in die richtige Richtung wirken: Nachhaltiges Verhalten muss sich rech-

nen, klimaschädliches Verhalten auf Kosten künftiger Generationen darf sich nicht mehr lohnen.

Klimawandel ist zuerst, aber nicht allein ein Thema für die Politik. Auch Finanzinstitute sind in der Verantwortung, sich im Rahmen ihres Risikomanagements mit Fragen des Klimawandels und der Klimapolitik zu beschäftigen. Eine vorausschauende

Planung und die frühzeitige Auseinandersetzung mit dem Thema Klimawandel, Klimapolitik und Klimarisiken sind entscheidend. Der Bankenaufsicht in den Zentralbanken kommt hier eine wichtige Katalysatorfunktion zu. Bei der Dekarbonisierung der Bankbilanzen besteht Handlungsbedarf auf allen Seiten.

Michael Leister

Grüne Evolution statt Revolution

Auch an den Kapitalmärkten rückt das Thema Nachhaltigkeit immer stärker in den Fokus. So möchte EZB-Präsidentin Christine Lagarde zur Bekämpfung des Klimawandels alle Geschäftsbereiche und Aktivitäten der Zentralbank hinsichtlich ihres potenziellen Beitrags durchleuchten. Der Vorstandsvorsitzende des größten globalen Vermögensverwalters Blackrock, Larry Fink, sieht die Kapitalmärkte durch den Klimawandel gar an der Schwelle zu einer grundlegenden Neuordnung.

GRÜNER KLIMAWANDEL AM KAPITALMARKT?

So sehr solche grünen Visionen bei den Regierungen auf fruchtbaren Boden fallen, stehen einige Kapitalmarktteilnehmer diesen mit einer gewissen Skepsis gegenüber. Dies gilt umso mehr, da sich der Ertragsdruck auf Vermögensverwalter, Lebensversicherer und Pensionskassen infolge der historisch niedrigen (und zumeist negativen) Zinsen im Euroraum durch die Coronakrise nochmals verstärkt hat. Somit scheinen kurzfristige Renditeanforderungen dringlicher als die weniger greifbaren langfristigen Nachhaltigkeitserwägungen.

Trotzdem wird es für Investoren und Emittenten zunehmend schwieriger, Finanzierungsinstrumente, deren Erlöse ausschließlich für grüne bzw. nachhaltige und soziale Projekte verwendet werden (Environmental-Social-Governance, ESG), zu ignorieren. Denn der Markt wächst rasant und nicht zuletzt durch die erstmalige Begebung einer grünen Bundesanleihe im September dieses Jahres ist Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt in aller Munde. Schließlich ist der Bund der Benchmark-Emittent des Euroraums, an dessen Anleiherenditen sich alle anderen Euro-Zinssätze orientieren.

In diesem Jahr dürfte der globale Markt für grüne Anleihen erstmals die Schallmauer von 200 Mrd. Euro durchbrechen. Die staatlichen und staatsnahen Emittenten aus der Eurozone tragen überproportional zu diesem Wachstum bei. So ist nach dem Bund die KfW der zweitgrößte Emittent in diesem Jahr, und insgesamt entfallen rund 80% des globalen Emissionsvolumens dieses Jahres auf europäische Emittenten.

DIE POLITIK MACHT DRUCK

Es ist kein Zufall, dass öffentliche Emittenten aus dem Euroraum die Schlagzeilen bestimmen. Denn die EU-Regierungen halten am Pariser Abkommen und den bis 2030 zu erfüllenden Klima- und Energiezielen fest. Hierbei möchte Kommissionspräsidentin von der Leyen die Klimaziele ungeachtet der Coronakrise weiter verschärfen und den Treibhausgasausstoß bis zum Jahr 2030 nicht nur um wie bisher 40%, sondern um 55% reduzieren (gegenüber dem Jahr 1990). Im Rahmen des europäischen Klimaschutzgesetzes steht die EU zudem in der Pflicht, bis 2050 klimaneutral zu werden.

Die EU-Kommission möchte jedoch nicht nur Ziele für die Zukunft fixieren, sondern auch unmittelbar Gelder mobilisieren, um diese Ziele zu erreichen. Entsprechend hat die EU-Kommission Anfang des Jahres den »Green New Deal« verabschiedet. Die Zahlen klingen beeindruckend, denn in den nächsten zehn Jahren sollen mindestens 1 Billion Euro für Investitionen in nachhaltige Projekte mobilisiert werden. Ein genauerer Blick auf die Vorschläge zeigt jedoch, dass nur ein

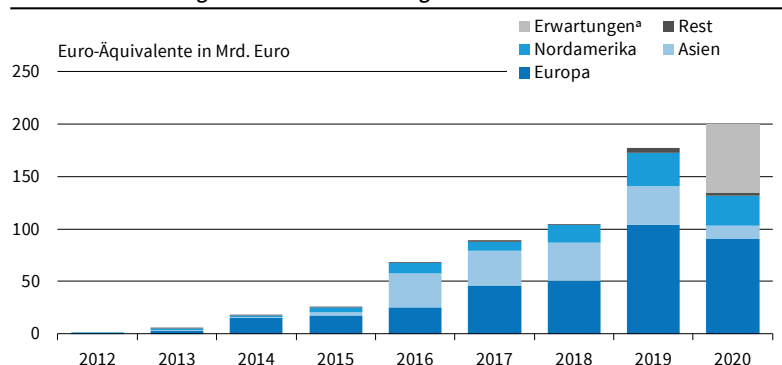


Michael Leister, CFA,

ist Head of Interest Rate Strategy bei der Commerzbank AG.

Abb. 1

Globale Emissionen grüner Anleihen nach Region



^a Commerzbank-Schätzung für Q4-2020.

Quelle: Bloomberg; Commerzbank Research.

© ifo Institut

Bruchteil der Mittel neu bereitgestellt wird, und die Umsetzungsrisiken sind hoch. Denn die grüne Begeisterung auf nationaler Ebene lässt schnell nach, wenn es darum geht, dafür zu bezahlen.

Die Coronakrise und die damit verbundenen Hilfsmaßnahmen liefern der EU nun ungeahnte Möglichkeiten. Denn um Gelder aus dem insgesamt 750 Mrd. Euro schweren EU-Aufbaufonds (Next Generation EU Fund) zu erhalten, müssen die Regierungen u.a. die Nachhaltigkeit fördern. Die EU plant zudem, insgesamt 225 Mrd. Euro an grünen Anleihen zu begeben, wodurch sie zum größten Emittenten nachhaltiger Instrumente weltweit aufsteigen würde. Darüber hinaus sind auch die nationalen Schuldenagenturen bestrebt, grünen Anleihen einen prominenten Status zukommen zu lassen, was ihnen hilft, den erhöhten Finanzierungsbedarf des Staates effizient am Kapitalmarkt zu decken.

Aus politischer Sicht scheinen die Maßnahmen jedoch nicht ausreichend, um die für die ehrgeizigen Klimaziele erforderlichen ökologischen Investitionen zu finanzieren. So hatte die EU-Kommission in der Vergangenheit bereits eine Finanzierungslücke in Höhe von 1,7 Billionen Euro zwischen 2021 und 2030 errechnet, die durch die geplanten strikteren Klimaziele tendenziell noch größer geworden ist.

Ungeachtet der starken Wachstumsraten des ESG-Markts ist der Anteil am Kapitalmarkt nach wie vor sehr gering. Zwar hat sich der Anteil von ESG-Anleihen am gesamten Emissionsvolumen von Euro-denominierten Anleihen seit 2018 nahezu verdoppelt. Allerdings bleibt er mit 4% nach wie vor überschaubar (vgl. Abb. 2). Gleichzeitig machen ESG-Anleihen lediglich 2% des gesamten Euro-denominierten Rentenmarkts aus.

DIE GRÜNE VISION IN DER (KAPITALMARKT) PRAXIS

Trotz aller politischen Ambitionen hängt viel davon ab, dass auch der private Sektor eingebunden wird. Auch wenn die EZB immer wieder ihre Bereitschaft betont, mittels ihrer Ankaufprogramme den Markt für

grüne Anleihen zu fördern, führt letztlich kein Weg an der privaten Investitionsbereitschaft für grüne Projekte vorbei.

Auch hier reißen die Erfolgsmeldungen nicht ab. So ist das in nachhaltigen Fonds angelegte Vermögen in Deutschland im ersten Halbjahr dieses Jahres auf über 100 Mrd. Euro gestiegen.

So sehr die Vermögensverwalter ihren Fokus für grüne/nachhaltige Alternativen schärfen, begrenzen der bereits erwähnte Ertragsdruck im historisch niedrigen Zinsumfeld sowie die relativ geringere Handelsliquidität dieser Instrumente das organische Marktwachstum.

Die EU-Kommission möchte daher die Investmentkultur und das Verhalten aller Marktteilnehmer ändern und so Investitionen in nachhaltige Projekte anschieben. Mittels regulatorischer Vorzugsbehandlung und umfangreichen Berichtspflichten sollen Anleger und Emittenten ihr grünes Engagement ausbauen, wengleich es noch an greifbaren (monetären) Prämien mangelt.

Entsprechend wurde 2016 von der EU-Kommission die Expertengruppe für nachhaltige Finanzierungen (High Level Expert Group, HLEG) ins Leben gerufen. Ihre Aufgabe ist es, die Regulierung und die Finanzmarktpraxis sowie die Normen und das Verhalten der Marktteilnehmer derart anzupassen, dass Nachhaltigkeit ein integraler Bestandteil der EU-Politik wird, so wie es im Aktionsplan für die Kapitalmarktunion vorgesehen ist.

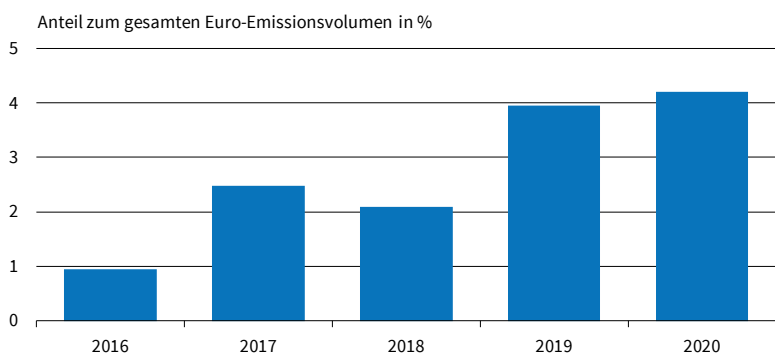
Konkret wurden einzelne Untergruppen beauftragt, einheitliche Standards für die Bereiche Taxonomie, Offenlegungsanforderungen, Benchmarks und EU Green Bond Standards zu schaffen. Seitdem wurden diverse Ergebnisse und Empfehlungen abgeleitet und damit wichtige Wegmarken für die weitere Entwicklung gesetzt.

REGULATORIK MUSS NACHHELFEN

Man mag die obigen Ziele als blumige Rhetorik abtun und Friedmans Diktum bemühen, dass die »eine und einzige soziale Verantwortung der Wirtschaft ist, Gewinne zu maximieren« – die Konsequenzen sind jedoch signifikant. Insbesondere der von der EU-Kommission im März 2018 verabschiedete »Action Plan on Sustainable Growth« hat selbst den größten ESG-Skeptikern vor Augen geführt, dass mit Blick auf die regulatorischen Vorgaben das Thema Nachhaltigkeit nicht mehr ignoriert werden kann.

Zwar ist die bevorzugte regulatorische Behandlung von grünen/nachhaltigen Kredit- und Investment-Exposures der direkteste Hebel, um ihre Finanzierung attraktiver zu machen. Allerdings ist die Interaktion mit den Zielen der Finanzstabilität komplex, und zum Teil gibt es widerstrebende nationale Interessen. So drängte der Bundesrat in der Vergangenheit auf eine strikte Trennung zwischen makroprudenziellen und Klimazielen der Bankenregulierung

Abb. 2
Emissionsvolumen von grünen Euro-Anleihen



Quelle: Bloomberg; Commerzbank Research.

© ifo Institut

sowie auf eine regulatorische Gleichbehandlung von grünen bzw. ESG-Bilanzpositionen und deren »braunen« Pendanten. Somit wird es wohl noch geraume Zeit dauern, bis ein EU-weiter Konsens erzielt und regulatorisch umgesetzt werden kann.

TRANSPARENZ SETZT STARKE HANDELSANREIZE

Vielmehr haben sich Offenlegungsanforderungen an Vermögensverwalter als praktikables Instrument etabliert, um die grüne Gesinnung der Marktteilnehmer zu schärfen. Frankreich ist das zentrale Beispiel. Denn in Artikel 173-VI des 2015 verabschiedeten Gesetzes zur Energiewende für ein ökologisch verträgliches Wachstum wurde erstmals verbindlich eine umfassende Berichterstattung über klimawandelbezogene Aktivitäten inländischer Finanzinstitute eingeführt.

Artikel 173 bietet zwar eine gewisse Flexibilität (»comply or explain«), verpflichtet die Anleger in jedem Fall jedoch offenzulegen, inwieweit sie Klimarisiken ausgesetzt sind und welchen Beitrag ihre Portfolios zur Energie- und ökologischen Wende leisten.

Daher ist es kein Zufall, dass Frankreich seit Jahren zu den größten Emittenten grüner Anleihen weltweit aufgestiegen ist (vgl. Abb. 3). Bereits Ende 2015 hatten französische institutionelle Anleger zudem 746 Mrd. Euro in Aktiva angelegt, die Umwelt-, soziale und Governance-Kriterien (ESG-Faktoren) berücksichtigen. 20 Mrd. Euro entfielen dabei auf Projekte, die explizit auf eine CO₂-Reduktion abstellen.

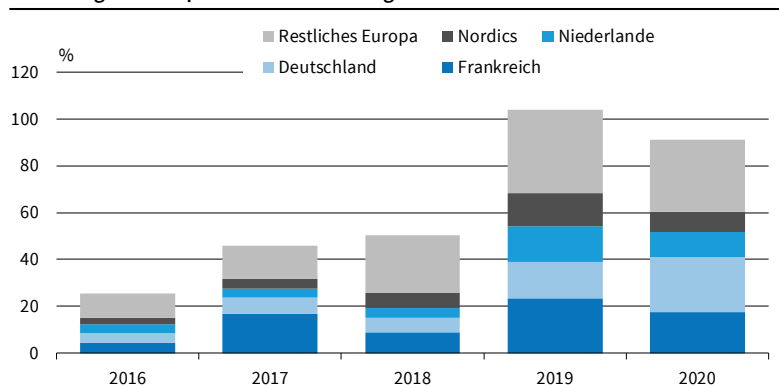
IM NÄCHSTEN JAHR WIRD ES FÜR ALLE ERNST

Die Kommission drängt weiter auf vergleichbare EU-weite Maßnahmen. Ein bereits im Dezember 2016 verabschiedetes Gesetz verpflichtet betriebliche Pensionsfonds dazu, Bericht darüber zu erstatten, wie sie ESG-Faktoren im Rahmen ihrer Anlagepolitik berücksichtigen, und eine ähnliche Vorgabe bestand bereits in den Niederlanden (Artikel 135.4 des niederländischen Pensionsgesetzes).

Noch wichtiger wird es im kommenden Jahr, denn am 10. März 2021 tritt die Regulierung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegung im Finanzdienstleistungssektor in Kraft. Diese wurde im Dezember letzten Jahres verabschiedet. Mit dieser Regulierung werden Finanzdienstleister im Allgemeinen und insbesondere Vermögensverwalter in der EU dazu verpflichtet, offenzulegen, welchen Risiken ihre Anlagestrategien mit Blick auf die relevanten Nachhaltigkeitsfaktoren haben – und nicht mehr nur welchen Nachhaltigkeitsrisiken ihre Anlagestrategien ausgesetzt sind (sprich das ESG-Risiko ihrer Portfolios). Zudem werden Ver-

Abb. 3

Verteilung der europäischen Emissionen grüner Anleihen nach Ländern



Quelle: Bloomberg; Commerzbank Research.

© ifo Institut

mögensverwalter ihre Kunden zukünftig nach deren ESG-Präferenzen fragen müssen, und auch die Vergütungspraktiken sollen zwecks ihrer Vereinbarkeit mit ESG-Risiken offengelegt werden. Im Gegensatz zum französischen Artikel 173 sind die Transparenzanforderungen für größere Institute auch nicht mehr freiwillig, sondern verpflichtend.

Allerdings müssen die jeweils verantwortlichen Aufsichtsbehörden (EBA für Banken, EIOPA für Versicherer und Pensionskassen sowie ESMA für Asset Manager) noch festlegen, wie genau sich diese Anforderungen in der Praxis umsetzen lassen. Damit ist eine Verschiebung des Einführungstermins nicht unwahrscheinlich, bspw. auf Januar 2022, wenn auch die neue EU-weite Taxonomie in Kraft tritt. Diese soll durch erhöhte Transparenz und einheitliche Definitionen und Daten darüber, was »grün« und was »braun« ist, die Investorenbasis weiter vertiefen.

Die Reiserichtung ist allerdings klar, und lockerere Vorgaben, als die von den EU-Gremien vorgegeben, sind kaum zu erwarten. So hat die ESMA bereits dafür plädiert, dass Vermögensverwalter Nachhaltigkeitsrisiken in ihrem Risikomanagementprozess einbinden müssen. Einmal mehr dürften die Finanzmarktakteure jedoch proaktiv versuchen, die absehbaren regulatorischen Anforderungen zu erfüllen, und nicht erst deren rechtlich bindende Einführung abwarten.

Zusammengefasst löst die Coronakrise am Kapitalmarkt zwar keine grüne Revolution aus, verstärkt aber die Evolution eines bereits zuvor stark expandierenden Marktsegmentes. Die Politik bleibt hierbei die treibende Kraft. Um die grüne Gesinnung der Marktteilnehmer zu schärfen, verfügt die EU mit ihrem 750 Mrd. Euro schweren Wiederaufbaufonds nun über beispiellose Möglichkeiten, zusätzlich zu den umfassenden und äußerst wirksamen regulatorischen Vorgaben.

Ingo Speich

Green Finance oder Wertschöpfung – wie sehen Asset Manager den Spagat?

Die erste große Amtshandlung der neuen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen im Dezember

2019 war die Verkündung des »Green Deal«. Die Europäische Union erhöht damit noch einmal deutlich ihre Aktivitäten gegen den Klimawandel. Bis 2050 soll innerhalb der EU die Klimaneutralität erreicht sein. Auch für den Finanzsektor hat diese politische Prioritätensetzung erhebliche Auswirkungen. Bei Investitionsentscheidungen führt künftig kaum noch ein Weg an der Nachhaltigkeit vorbei. Ein Bereich, der noch

bis vor wenigen Jahren von vielen als Hindernis für attraktive Erträge gesehen wurde. Mittlerweile ist es Konsens, dass Rendite und Nachhaltigkeit sich zumindest nicht ausschließen. Bei Nachhaltigkeit geht es aber um weit mehr als Renditen. Dem Finanzsektor kommt bei der Bekämpfung des Klimawandels eine Schlüsselrolle zu, da er als notwendiger Kapitalgeber fungiert. Das hat auch der Regulierer erkannt, daher wachsen die regulatorischen Anforderungen stetig.

GREEN FINANCE WIRD ZUM STANDARD IM ASSET MANAGEMENT

Der Begriff Green Finance setzt den Fokus auf den Klimaaspekt in der Betrachtung der Nachhaltigkeit. Primär stellen darauf auch das Merkblatt zu Nachhaltigkeitsrisiken der BaFin (2019) und das Rundschreiben der EZB (2020) ab. Beide Institutionen argumentieren im Duktus des Risikomanagements. Nachhaltigkeitsrisiken werden dabei als »Faktoren« von insgesamt sieben »bekannten Risikoarten« betrachtet: Reputationsrisiko, Marktpreisrisiko, Kreditrisiko, Liquiditätsrisiko, operationelles Risiko, versicherungstechnisches Risiko und strategisches Risiko. Dabei soll Green Finance und die Auswirkungen des Klimawandels an die bestehenden Risikomanagementsysteme und -modelle angedockt werden. In der Welt des Kapitalmarkts ist Green Finance hingegen nur ein Teilaspekt der Nachhaltigkeit. Neben der grünen Säule werden auch soziale Kriterien und Aspekte der guten Unternehmensführung betrachtet. Ziel ist, durch eine umfassende Nachhaltigkeitsanalyse eine erweiterte Sichtweise auf das Anlageobjekt zu erlangen. Eine reine Fokussierung auf »grüne« – also ökologische – Kriterien greift zu kurz. Zahlreiche Beispiele gibt es dazu aus der Historie. Die nicht mehr existierenden Unternehmen Solarworld und Prokon waren sicherlich nach ökologischen Kriterien akzeptabel bewertet,

spätestens bei der Betrachtung der guten Unternehmensführung hätte die Welt anders ausgesehen. Ausgehend von diesen Fehlentwicklungen hat sich der Nachhaltigkeitsdreiklang aus Umwelt (Environment), Soziales (Social) und guter Unternehmensführung (Governance), kurz ESG, am Kapitalmarkt durchgesetzt.

Nachhaltige Anlagen wachsen bereits seit Jahren weit überdurchschnittlich im Vergleich zu »regulären« Produkten. So erreichte das Volumen nachhaltiger Geldanlagen in Deutschland mit 269,3 Mrd. Euro im Jahr 2019 einen neuen Spitzenwert. Diese Zahl nennt das »Forum Nachhaltige Geldanlagen« (FNG 2020), ein gemeinnütziger Verein, der sich seit fast 20 Jahren für mehr Nachhaltigkeit im Finanzsektor einsetzt, in seinem »Marktbericht 2020«. Im internationalen Vergleich sind die Wachstumsraten wegen unterschiedlichen Nachhaltigkeitsverständnissen schwierig zu vergleichen. Das Wachstum auf globaler Ebene kann aber durch die Mitgliedschaften bei der PRI (Principles for Responsible Investment) belegt werden (PRI 2019). Der Anstieg der Mitgliedschaften ist allein von 2018 auf 2019 um 20% gestiegen (in Europa), das verwaltete Vermögen in ähnlicher Weise. Auch wenn hier von verantwortlichem Investieren (Responsible Investment) gesprochen wird, so ist der Begriff in die Nähe der Nachhaltigkeit zu rücken. Eines der sechs Prinzipien der PRI ist die Integration von ESG in den Investmentprozess. Die PRI sind für die Asset Manager mittlerweile der Standard geworden. Gerade institutionelle Anleger achten bei der Mandatierung eines Asset Managers auf die Unterzeichnung der PRI.

NACHHALTIGKEIT IM SEGMENT INSTITUTIONELLE KUNDEN

In der Vergangenheit hatte die Green-Finance-Regulierung nur einen sehr geringen Einfluss auf die Wachstumsraten. Laut Zahlen des FNG (2020) ist der größte Anteil nachhaltig investierter Gelder bei institutionellen Investoren zu finden. Die Treiber sind nach Umfragen Reputations- und Imagegründe sowie ein verbessertes Risikomanagement (vgl. Novethic 2018). Demnach gibt es handfeste Gründe, Nachhaltigkeit in die Anlageentscheidung zu integrieren. Durch die ESG-Integration können Ereignis-, Klage-, Regulierungs- und Reputationsrisiken transparenter und damit vermeidbarer gemacht werden. Bei institutionellen Adressen ist die Berücksichtigung von ESG daher mittlerweile der Standard und nicht die Ausnahme. Mehr noch: ESG wird bei der Mandatierung von Asset Managern durch institutionelle Anleger (wie z.B. Pensionskassen) zum Hygienefaktor. Das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie



Ingo Speich

ist Leiter Nachhaltigkeit & Corporate Governance bei Deko Investment.

(ARUGII) (Bundesgesetzblatt 2019) verstärkt diesen Trend, von weiteren signifikanten Regulierungsschritten ist auszugehen. Die Integration von Nachhaltigkeit in institutionelle Mandate stellt einen Mehrwert dar und hilft bei der Margendiskussion, zudem werden dadurch Produkte komplexer und die Wechselbereitschaft wird reduziert. Im Produktangebot des institutionellen Geschäfts von Asset Managern ist Green Finance und Nachhaltigkeit eine Kernkompetenz. Dabei stehen Produkte, die genau auf die Bedürfnisse des institutionellen Kunden zugeschnitten sind, im Fokus.

NACHHALTIGKEIT IM SEGMENT PRIVATKUNDEN

Bei Privatkunden in Deutschland spielten Green Finance und Nachhaltigkeit bisher eine nachgelagerte Rolle. Es ist noch ein Nischenthema, das vor allem die emotionale Ebene ausgewählter Kunden anspricht. Ausgehend von der Green-Finance-Regulierung wandelt sich das aber gerade stark. Ab März 2021 ist von einem Nachfrageschub auszugehen, denn dann muss in jedem Gespräch zur Anlageberatung die Nachhaltigkeitspräferenz des Kunden abgefragt werden. Eine Umfrage der Deka Bank zeigt, dass 74% der befragten Kunden mit Wertpapierbesitz gerne in nachhaltige Anlagen investieren würden, aber nur 16% eine nachhaltige Anlage kennen (vgl. Deka Bank 2019). Somit ist davon auszugehen, dass durch die Anlageberatung Kunden sensibilisiert werden und die Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen deutlich ansteigen wird. Hier wirkt die Green-Finance-Regulierung als Katalysator, auch um neue Kundengruppen zu erschließen, die besonderes Interesse zeigen (z.B. Private Banking und die »U30«-Kunden). Durch den Fokus auf Nachhaltigkeit wird ein homogenes Finanzprodukt aus der Sicht des Kunden emotional aufgeladen und bietet auch ein Differenzierungsmerkmal gegenüber anderen Anbietern, die diese Anlageform bisher nicht bedienen. Gleichzeitig werden es Anbieter, die Skaleneffekte auf globaler Ebene bisher nutzen konnten (z. B. bei der Auflage der Produkte), schwieriger haben. Denn durch die Einführung von nachhaltigen Produkten findet eine Segmentierung des sonst relativ homogen europäischen Markts statt. Jedes Land definiert Nachhaltigkeitsprodukte ein Stück weit anders. Das bedeutet, es müssen länderspezifische Aspekte berücksichtigt werden, was zu einem deutlichen Komplexitätsanstieg für Pan-Europäische-Asset-Manager führen wird. Anders als im institutionellen Geschäft ist hier eine Standardisierung mit hohen Skaleneffekten unabdingbar. Asset Manager, die diesem Trend nicht folgen können, werden somit gerade im Privatkundengeschäft zukünftig deutliche Nachteile haben.

NACHHALTIGKEIT LIEFERT EINEN WERTBEITRAG IM PORTFOLIOMANAGEMENT

Der besondere Fokus institutioneller Anleger in Bezug auf Nachhaltigkeit wurde bereits deutlich. Neben

allen regulatorischen und emotionalen Argumenten ist die Betrachtung solcher Risikoaspekte der Haupttreiber zur Berücksichtigung im Portfoliomanagement eines Asset Managers. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten führt zu einer Verbesserung des Risikomanagements. Durch den Ausschluss von zu vielen nicht-nachhaltigen Emittenten mit erhöhtem Risikoprofil darf jedoch keine suboptimale Portfolioallokation erfolgen, die die Nachhaltigkeitsbemühungen zunichte machen. Das heißt, es ist immer eine erfolversprechende Balance zwischen Nachhaltigkeit auf der einen und Kapitalmarktfähigkeit auf der anderen Seite zu finden. In der Praxis werden beim nachhaltigen Investieren bei Deka Investment ca. 20% der Werte in einem globalen Aktienuniversum ausgeschlossen. Bei rund 13 000 Emittenten bleiben rund 10 000 Emittenten für die Aktienauswahl übrig, die für ein breit diversifiziertes Portfolio ausreichend sind. Eine dogmatische Formulierung von Nachhaltigkeitskriterien, die zu einer signifikanten Anzahl von auszuschließenden Unternehmen führen, ist daher zu vermeiden.

Studien belegen eine positive Wirkung der Nachhaltigkeit und keineswegs Renditenachteile. Unternehmen mit einem hohen ESG-Rating zeigten tendenziell: höhere Rentabilität, höhere Dividendenrendite, geringere idiosynkratische Tail-Risiken, geringere systematische Volatilität, niedrigere Beta-Werte und höhere Bewertungen (vgl. MSCI 2017). Unternehmen mit guten Ergebnissen in wesentlichen Nachhaltigkeitsthemen übertreffen bei der Rendite deutlich Unternehmen mit schlechten Ergebnissen (vgl. Khan, Serafeim und Yoon 2015). Entsprechend konstruierte Portfolios erzielen eine bessere Performance. Eine Garantie, dass nachhaltig ausgerichtete Investments in jeder Kapitalmarktsituation die finanzielle Rendite verbessern, lässt sich zwar nicht feststellen. Deutlich wird aber auch, dass die Einhaltung von ESG-Kriterien und Performance zumindest kein Widerspruch ist. Denn klar ist: Nachhaltigkeit muss sich auszahlen. Sie kann positiv auf die Rendite wirken oder auch Risiken greifbar und damit vermeidbar machen.

ACTIVE OWNERSHIP ALS FLANKIERUNG DES NACHHALTIGEN INVESTIERENS

Die Bandbreite der Umsetzungsformen für nachhaltiges Investieren reicht von der konsequenten Integration von ESG-Kriterien in jede Anlageentscheidung bis zum Verfolgen von Best-In-Class-Ansätzen. Von großer Bedeutung ist auch »Active Ownership«, der gezielte Dialog mit den Vorständen und Aufsichtsräten der Portfoliounternehmen. Die Diskussion ist eingebettet in ein Stewardship-Konzept. Dabei versteht sich der Asset Manager als Treuhänder der ihm anvertrauten Gelder, bildet sich eine Meinung zu finanzwirtschaftlichen, ökologischen, sozialen

oder Themen der verantwortungsvollen Unternehmensführung des Unternehmens und konfrontiert Unternehmensvertreter mit seinen Forderungen. Der Werkzeugkasten ist vielfältig. Neben den beschriebenen Gesprächen sind Hauptversammlungsabstimmungen und Hauptversammlungsreden zu nennen, die die Argumente auch in die Öffentlichkeit tragen und zusätzlich Nachdruck verleihen können. Eine weitere Form ist kollaboratives Engagement, eine Zusammenarbeit mit anderen Investoren, um gezielt bei einzelnen Aspekten auf das Unternehmen einzuwirken. Dabei sind den Anlegern durch »Acting-in-Concert« jedoch im deutschen Rechtssystem Grenzen gesetzt. Kollaboratives Engagement wird sehr stark von Investoren aus England gerade im Bereich Green Finance propagiert. Auch bei Hauptversammlungen wird die grüne Komponente der Nachhaltigkeit zunehmend von Aktionären aufgegriffen, wie die diesjährige Hauptversammlung von Total gezeigt hat.

Green Finance und Engagement können aber auch im Hinblick auf Staatsanleihen gezielt angegangen werden. Dies kann über den Dialog mit dem Staat bei Roadshows von neuen Anleihen oder Forderungen in Form von Briefen an das jeweilige Finanzministerium geschehen.

GREEN FINANCE MIT UNMITTLBARER LENKUNGSFUNKTION

Eine Schlüsselrolle bei dieser Transformation hin zu einer »grüneren Gesellschaft« spielen Green Bonds. Mehr als zehn Jahre nachdem die Europäische Investitionsbank (EIB) den weltweit ersten Green Bond emittiert hat, wächst das Segment wie kaum ein zweites. Dies ist nur folgerichtig, denn die Philosophie von Green Bonds passt perfekt zum Impact-Investing-Trend. Der Grund: Unabhängig von ihrer konkreten Struktur dienen Green Bonds dem Ziel, klimaschützende Projekte zu finanzieren oder zu refinanzieren. So werden mit den »grünen« Anleihen beispielsweise Solar- und Windkraftanlagen sowie andere regenerative Energien finanziert. Auch die Ankündigung, künftig grüne Bundesanleihen aufzulegen, zeigt die Notwendigkeit des Handelns nicht nur auf der Ebene der Unternehmen, sondern auch auf der des Staates (vgl. Bundesfinanzagentur 2020).

Die Ausdifferenzierung dieser Anlageklasse steht erst am Anfang, so ist auch an Social Bonds zu denken, die zunehmend eine Rolle spielen und gleichzeitig soziale Projekte verbrieft. Aus Sicht eines Asset Managers sind solche Anlageformen zu begrüßen, die Nachfrage von Seite der institutionellen Kunden ist sehr groß und bietet eine Verbreiterung der Anlagemöglichkeiten und die Erweiterung des Produktportfolios. Jedoch muss auch die Zielrichtung überprüft werden. Daher werden im Asset Management »Second Party Opinions« angewendet, externe Ratingeinschätzungen, die auch die Verwendung der Gelder bewert-

ten und damit letztlich eine die Lenkungsfunktion für Green Finance Initiativen übernehmen.

REGULIERUNG – FLUCH UND SEGEN ZUGLEICH

Die Finanzwirtschaft hat eine Lenkungsfunktion für die gesamte Wirtschaft. Nach Ansicht des Gesetzgebers besteht damit eine Notwendigkeit zur Regulierung des Finanzsektors. Wie bereits erwähnt, führt die Regulierung zu einer katalytischen Wirkung insbesondere im Privatkundenbereich.

Auf der anderen Seite ist der Aufbau von Nachhaltigkeitskompetenz, die Integration in zahlreiche bestehende Prozesse im Asset Management und die Neuausrichtung hin zu mehr Nachhaltigkeit mit enormen Kosten verbunden. Beispielhaft sei die Offenlegungsverordnung erwähnt, die zu einem erheblichen Mehraufwand bei der Nachhaltigkeitsberichterstattung führt.

Im Zentrum steht die EU Taxonomy. Mit der Taxonomie für Nachhaltigkeit tritt eines der ambitioniertesten Nachhaltigkeitsprojekte der EU in Kraft. Die EU Taxonomy definiert erstmals EU-weit und verbindlich, was nachhaltige wirtschaftliche Tätigkeiten, auch Investitionen, sind. Diese Ziele sind zwar ordnungspolitisch von zentraler Bedeutung, jedoch werden bisher soziale Aspekte wie z.B. Transparenz der Zuliefererkette im Hinblick auf Menschenrechtsverstöße nicht beachtet. Der gesamte Komplex Governance wird ebenfalls ausgeblendet, obwohl dort ein erheblicher Wertbeitrag der Nachhaltigkeit liegt. Das heißt, die reine Betrachtung von Green Finance ist sehr einseitig und suggeriert, dass Umweltaspekte über allem stehen.

Der Kapitalmarkt ist dort bereits weiterentwickelt und hat den Nachhaltigkeitsdreiklang aus Ökologie, Soziales und verantwortungsvoller Unternehmensführung geprägt. Die grundsätzliche Frage stellt sich, ob eine sehr tiefe Ausdifferenzierung von Green Finance der richtige Schritt ist oder ob nicht doch ein breiterer Ansatz besser wäre, der dann gleichzeitig auch im sozialen Bereich detaillierter ausgearbeitet wird.

Selbst wenn Green Finance das Maß aller Dinge darstellt, so sind die Reportinganforderungen für Finanzmarktakteure zunächst nicht erfüllbar, da durch die Non-Financial-Reporting-Directive erst im Jahr 2022 den Unternehmen zusätzliche Berichtspflichten auferlegt werden. Da nützt auch die EU Taxonomy wenig, die Unternehmen ab 2021 auffordert, die taxonomiekonformen Größen Umsätze, Opex und Capex zu berichten. Selbst das IASB hat keine einheitlichen Reporting Standards, die eine Linie vorgeben.

Eine weitere Herausforderung ist die mangelnde Qualität von Nachhaltigkeitsdaten und das Fehlen von entwickelten Risikomanagementsystemen, die die sogenannten »Nicht-finanziellen-Daten« verarbeiten können. Beide Aspekte werden aber regulatorisch zunehmend eingefordert – zwar noch auf freiwilliger

Basis, wenn der Regulierer es ernst meint, kann es aber nicht dabei bleiben.

FAZIT: NACHHALTIGKEIT UND RENDITE – KEIN WIDERSPRUCH

Green Finance und Nachhaltigkeit sind im Asset Management nicht mehr wegzudenken. Die Chancen überwiegen die Risiken. Green Finance darf jedoch kein Selbstzweck sein, sondern muss einen Vorteil bei der Risikobetrachtung oder beim Ertrag liefern. Erst wenn sich Nachhaltigkeit für den Anleger auszahlt und Asset Manager Nachhaltigkeit in ihre Prozesse integrieren, kann auch eine realwirtschaftliche Lenkungsfunktion erfolgen. Ein Anfang ist also gemacht, es bedarf aber großer Anstrengungen aller Akteure und des Zusammenwirkens verschiedener Faktoren, damit der Finanzsektor den ihm zugedachten Beitrag zu einer nachhaltigeren Welt tatsächlich leisten kann.

LITERATUR

BaFin (2019), *Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken*, BaFin, 20. Dezember, verfügbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html, aufgerufen am 20. September 2020.

Bundesfinanzagentur (2020), *Grüne Bundesanleihen*, August verfügbar unter: https://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/institutionelle-investoren/pdf/Investor_Presentation.pdf, aufgerufen am 20. September 2020.

Bundesgesetzblatt (2019), Nr. 1 Blatt 50 ausgegeben zu Bonn am 19. Dezember 2019, Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (ARUG II), verfügbar unter: https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/BGBl_ARUG_II.pdf?__blob=publicationFile&v=1, aufgerufen am 20. September 2020.

Deka Bank (2019). *Kundenbarometer*, Frankfurt am Main.

EZB – Europäische Zentralbank (2020), *Leitfaden zu Klima- und Umwelt-risiken Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen*, EZB, Mai, verfügbar unter: https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/climate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.de.pdf, aufgerufen am 20. September 2020.

FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen (2020), *Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2020*, FNG, 8. Juni, verfügbar unter: <https://www.forum-ng.org/de/fng-marktbericht/fng-marktbericht-2020.html>, aufgerufen am 20. September 2020.

Khan, M. N., G. Serafeim und A. Yoon (2015), »Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality«, Harvard Business School Working Paper, No. 15-073.

MSCI (2017), *Foundations of ESG Investing, Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance*, November.

Novethic (2018), *Responsible Investment Report Europe*, Paris.

PRI – Principles for Responsible Investment (2019) *Annual Report 2019*, PRI, verfügbar unter: https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/t/jz/priannualreport2019_901594.pdf, aufgerufen am 20. September 2020.