

Working Paper

Sustainable Finance – Entscheidender Hebel zur Transformation unserer Wirtschaft

Öko-Institut Working Paper 6/2020

Cara-Sophie Scherf und Christoph Brunn

Unter Mitarbeit von: Anke Herold, Regina Betz, Hannah Förster, Martin Gsell, Nele Kampffmeyer, Rasmus Prieß, Franziska Wolff



Öko-Institut e.V. / Oeko-Institut e.V.

info@oeko.de

www.oeko.de

Geschäftsstelle Freiburg / Freiburg Head Office

Postfach / P.O. Box 17 71

79017 Freiburg. Deutschland / Germany

Tel.: +49 761 45295-0

Fax: +49 761 45295-288

Büro Darmstadt / Darmstadt Office

Rheinstraße 95

64295 Darmstadt. Deutschland / Germany

Tel.: +49 6151 8191-0

Fax: +49 6151 8191-133

Büro Berlin / Berlin Office

Borkumstraße 2

13189 Berlin. Deutschland / Germany

Tel.: +49 30 405085-0

Fax: +49 30 405085-388

Working Paper

Sustainable Finance – Entscheidender Hebel zur Transformation unserer Wirtschaft

Cara-Sophie Scherf und Christoph Brunn

Unter Mitarbeit von: Anke Herold, Regina Betz, Hannah Förster, Martin Gsell, Nele Kampffmeyer, Rasmus Prieß, Franziska Wolff

Working Paper 6/2020 Öko-Institut e.V. / Oeko-Institut e.V.

November 2020

Download: <https://www.oeko.de/fileadmin/oekodoc/06-WP-Sustainable-Finance.pdf>



Dieses Werk bzw. Inhalt steht unter einer Creative Commons Namensnennung, Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 Lizenz. Öko-Institut e.V. 2020

This work is licensed under Creative Commons Attribution-Share Alike 4.0. Oeko-Institut e.V. 2020

Die Working Paper Series des Öko-Instituts ist eine Sammlung wissenschaftlicher Beiträge aus der Forschungsarbeit des Öko-Instituts e.V. Sie präsentieren und diskutieren innovative Ansätze und Positionen der aktuellen Nachhaltigkeitsforschung. Die Serie ist offen für Arbeiten von Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern aus anderen Forschungseinrichtungen. Die einzelnen Working Paper entstehen in einem sorgfältigen wissenschaftlichen Prozess ohne externes Peer Review.

Oeko-Institut's Working Paper Series is a collection of research articles written within the scope of the institute's research activities. The articles present and discuss innovative approaches and positions of current sustainability research. The series is open to work from researchers of other institutions. The Working Papers are produced in a scrupulous scientific process without external peer reviews.

Zusammenfassung

Eine wesentliche Stellschraube für den Wandel hin zu mehr Nachhaltigkeit, Klima- und Ressourcenschutz ist die Transformation des Finanzsystems. Denn einerseits sind weltweit massive Investitionen notwendig, um die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (SDGs) zu erreichen. Andererseits finanzieren Fonds, Aktien, Anleihen und andere Finanzprodukte nach wie vor sozial und ökologisch schädliche Wirtschaftsaktivitäten in großem Umfang. Dieses Papier klärt wichtige Begriffe und Konzepte im Zusammenhang mit Sustainable Finance und stellt aktuell gängige Praktiken der Integration von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) in der Finanzwirtschaft dar. Zum anderen beleuchtet es bestehende wesentliche Hemmnisse und mögliche Lösungsansätze, um ESG-Kriterien ins Risikomanagement zu integrieren und nachhaltige Investitionen zu fördern.

Abstract

The transformation of the financial system is essential for shifting towards a more sustainable development, climate protection and resource conservation. On the one hand, massive investments are needed globally to achieve the United Nations' Sustainable Development Goals (SDGs). On the other hand, funds, shares, bonds and other financial products continue to finance socially and environmentally harmful economic activities on a large scale. This paper clarifies important terms and concepts related to sustainable finance and presents current common practices of integrating environmental, social and governance (ESG) factors into finance. Secondly, it highlights existing key barriers and possible solutions for integrating ESG criteria into risk management and promoting sustainable investments.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	4
Abstract	4
Abbildungsverzeichnis	7
Tabellenverzeichnis	8
1 Einleitung	9
2 Finanzen und Nachhaltigkeit	10
2.1 Das Finanzsystem im Überblick	10
2.2 Zum Begriff „Sustainable Finance“	14
3 Die Notwendigkeit nachhaltiger Finanzen	17
3.1 Risiko- und Renditemanagement	17
3.2 Finanzierung der Nachhaltigkeitswende	20
4 Sustainable Finance in der Praxis	20
4.1 Engagement und Stimmrechtsausübung	22
4.2 Normbasiertes Screening	22
4.3 Ausschlusskriterien & Divestment	23
4.4 Integration von ESG-Kriterien	23
4.5 Best-in-Class	24
4.6 Positivkriterien	24
4.7 Nachhaltige Finanzprodukte	24
4.8 Impact Investment	25
5 Hemmnisse, Handlungsbedarfe und Handlungsoptionen	25
5.1 Integration von ESG-Kriterien ins Risikomanagement	26
5.1.1 Soziale und ökologische Externalitäten in der Realwirtschaft	26
5.1.2 Informationsdefizite und Unsicherheiten auf Seiten der Unternehmen	26
5.1.3 Unscharfe Investorenpflichten	27
5.2 Nachhaltige Investitionen	28
5.2.1 Kurzfristorientierung im Finanzsektor	28
5.2.2 Mangelnde Standardisierung von nachhaltigen Finanzprodukten	29
6 Fazit	30
7 Literaturverzeichnis	33

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Abgrenzung „Sustainable Finance“	15
Abbildung 2	Zusammenhänge zwischen Klimarisiken und Finanzmarktstabilität	19
Abbildung 3	Strategien zu nachhaltigem Investieren	22

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Verständnis von „Sustainable Finance“	14
Tabelle 2	Handlungsoptionen zur Umsetzung von Sustainable Finance	21

1 Einleitung

Unser aktuelles Gesellschafts- und Wirtschaftssystem ist nicht nachhaltig. Die Belastungsgrenzen der Erde sind gefährdet oder gar bereits überschritten – sei es durch Klimawandel, den Verlust von Biodiversität, Landnutzungsänderungen oder menschliche Eingriffe in biogeochemische Kreisläufe. Die Menschheit zehrt ihr ökologisches Kapital auf (Rockström et al. 2009).

Eine wesentliche Stellschraube für den Wandel hin zu mehr Klimaschutz und einem nachhaltigen Umgang mit den globalen Ressourcen ist die Transformation des Finanzsystems. Denn einerseits sind weltweit massive Investitionen notwendig, um die Sustainable Development Goals, die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen, zu erreichen. Nach Angaben der OECD, der Weltbank und der Internationalen Energieagentur müssten jährlich fünf bis sieben Billionen US-Dollar in Gesundheit, Bildung, erneuerbare Energien, Nahrungssicherheit und Umweltschutz fließen (Weber 2018; UNEP 2015; UNCTAD 2014). Das derzeitige Investitionsvolumen reicht hierfür nicht aus; mehr privates Kapital muss in nachhaltige Investitionen gelenkt werden, um die bestehende Investitionslücke zu schließen.

Andererseits strömen nach wie vor immense Summen in Fonds, Aktien, Anleihen und andere Finanzprodukte, die sozial und ökologisch schädliche Wirtschaftsaktivitäten finanzieren. Eine Umlenkung der globalen Finanzströme stellt somit einen gewaltigen Hebel dar, um Gelder für nachhaltige Investitionen bereitzustellen und gleichzeitig ökologisch oder sozial schädlichen Unternehmungen die Grundlage zu entziehen.

Die globale Erderwärmung birgt zudem erhebliche Risiken für die Stabilität des Finanzmarkts. Durch den Klimawandel hervorgerufene oder verstärkte Ereignisse, wie Stürme, Dürren oder Überschwemmungen, können sich direkt oder indirekt auf die Finanzwirtschaft auswirken – beispielsweise, wenn nicht-versicherte Schäden zu Wertverlusten bei Unternehmen und einem höheren Ausfallrisiko von Krediten führen (physische Risiken). Weiterhin bestehen vor allem sogenannte Transitionsrisiken mit Blick auf den globalen Wandel von Wirtschaft und Gesellschaft in Richtung Klimaneutralität. Steigt beispielsweise der CO₂-Preis plötzlich stark an und wurde dies in der Investitionstätigkeit nicht berücksichtigt, können viele Anlagen massiv an Wert verlieren. Werden sie gar wertlos, spricht man von gestrandeten Investitionen (englisch: „stranded assets“). Eine Neuausrichtung des Finanzsektors ist somit auch mit Blick auf die Erhaltung von Effizienz und Stabilität der globalen Finanzmärkte relevant (Lutz und Stadelmann 2016).

Dass ein Umdenken im und für den Finanzmarkt stattfindet, ist auf verschiedenen Ebenen spürbar. Immer mehr Finanzmarktakteure berücksichtigen Nachhaltigkeitskriterien bei ihren Anlage- und Investitionsentscheidungen oder mindestens für ausgewählte Portfolios, darunter Norwegens Staatlicher Pensionsfonds, die KfW oder auch BlackRock¹. In der Finanzbranche sind diese als „Environmental, Social and Governance-Kriterien“, kurz „ESG-Kriterien“ (Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung) geläufig (HSBC 2018).

Das Spektrum reicht hierbei von wenigen Ausschlusskriterien wie Atomkraft, Waffen oder Tabakwaren bis hin zu strengen Positivkriterien für explizit „grüne“ oder „nachhaltige“ Anlageprodukte. Solche Positivkriterien können beispielsweise Anforderungen an den Umwelt- und Klimaschutz, die Achtung der Menschenrechte, faire Arbeitsbedingungen oder die

¹ Larry Fink, der Geschäftsführer von BlackRock verkündete unter großem medialem Aufsehen im Januar 2020, dass der weltweit größte unabhängige Vermögensverwalter seine Investitionen künftig am Klimaschutz ausrichten und Unternehmen zu größeren Anstrengungen im Kampf gegen den Klimawandel drängen wird. Vgl. <https://www.nytimes.com/2020/01/14/business/dealbook/larry-fink-blackrock-climate-change.html>, zuletzt abgerufen am 06.02.2020

Korruptionsvermeidung sein. Das „Impact Investing“ geht noch einen Schritt weiter und setzt sich zum Ziel, neben einer positiven finanziellen Rendite messbare, positive Auswirkungen auf die Umwelt oder die Gesellschaft zu erzielen. Noch handelt es sich bei solch ehrgeizigen Geldanlagen allerdings um Nischenprodukte, doch in den letzten Jahren ist ein immer größeres Interesse zu verzeichnen (Forum Nachhaltige Geldanlagen 2019b; FOEN 2016). Hiermit gehen Forderungen einher, nachhaltige Finanzprodukte wie „grüne Anleihen“ oder „nachhaltige Geldanlagen“ zu standardisieren.

In den letzten Jahren wurden zudem wichtige Meilensteine auf internationaler Ebene gesetzt. Das Pariser Klimaschutzabkommen von 2015 verfolgt explizit als Ziel, die Finanzmittelflüsse mit den Klimazielen in Einklang zu bringen. Die Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung verweist auf die Notwendigkeit, private Geldströme zu mobilisieren, und das 2015 verabschiedete Sendai Framework zur Reduzierung von Katastrophenrisiken erfordert Folgenabschätzungen für Investitionen.

Weitere Bemühungen auf politischer Ebene umfassen unter anderem die 2016 von UN Environment abgeschlossene Untersuchung zur Gestaltung eines nachhaltigen Finanzsystems, die 2016 gegründete „Green Finance Study Group“ der G20-Staaten und der 2018 veröffentlichten Aktionsplan zur Reform der Finanzmärkte der Europäischen Kommission, der in einer Einigung der Europäischen Kommission auf ein EU-weites Klassifikationssystem für nachhaltige Investitionen (Taxonomie) mündete. In Deutschland haben der Rat für Nachhaltige Entwicklung und die Deutsche Börse zudem den „Hub for Sustainable Finance (H4SF)“ ins Leben gerufen, und die Bundesregierung hat den Beirat „Sustainable Finance“ eingerichtet.

Dieses Papier dient zum einen der Klärung wichtiger Begriffe und Konzepte im Zusammenhang mit Sustainable Finance, ebenso wie der Darstellung aktuell gängiger Praktiken der ESG-Integration in der Finanzwirtschaft. Zum anderen werden bestehende wesentliche Hemmnisse und mögliche Lösungsansätze beleuchtet.

2 Finanzen und Nachhaltigkeit

2.1 Das Finanzsystem im Überblick

Um die Thematik besser begreifen und die unterschiedlichen Aspekte einordnen zu können, erscheint es zunächst notwendig, eine Einordnung in den breiteren Kontext vorzunehmen. Hierfür soll im Folgenden ein Blick auf das vorherrschende Finanzsystem geworfen werden.

Im Allgemeinen ist das **Finanzsystem** das Subsystem der Wirtschaft, innerhalb dessen Zahlungsströme erfolgen. In diesem System agieren unterschiedliche private und öffentliche Akteure und Institutionen, darunter Privatpersonen, Unternehmen, Banken, Versicherer, Aufsichtsbehörden und öffentliche Finanzinstitutionen.

Die meisten Definitionen des Finanzsystems beziehen sich in erster Linie auf marktmäßig organisierte Finanzströme, in denen die verschiedenen Akteure untereinander Zahlungsströme bewirken.² In diesem Fall wird auch vom „**Finanzmarkt**“ gesprochen. Dieser wird wiederum in verschiedene Teilbereiche untergliedert. Dabei sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die

² Siehe u.a. die Definition der Bundesbank: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/finanz-und-waehrungssystem/finanz-und-waehrungsstabilitaet/begriffe-und-definitionen/begriffe-und-definitionen-600020>, zuletzt abgerufen: 26.11.2019

genaue Einteilung variiert und zum Teil überlappt. Im Folgenden werden die wichtigsten genannten Teilbereiche dargestellt:

- **Der Geldmarkt (kurzfristige Anlagen):** Auf dem Geldmarkt findet kurzfristiger Handel mit Laufzeiten von bis zu einem Jahr statt. Relevante Akteure sind hier v.a. die Geschäftsbanken sowie die Europäische Zentralbank (EZB) bzw. in Deutschland die Deutsche Bundesbank, aber auch Großunternehmen. Der Geldmarkt dient hauptsächlich Banken untereinander zur Geldbeschaffung.³
- **Der Kreditmarkt (mittelfristige Anlagen):** Auf dem Kreditmarkt werden individuelle Kreditverträge bilateral zwischen den handelnden Akteuren ausgehandelt. Dadurch sind die Konditionen und Verträge, im Gegensatz zu den anderen Märkten, weniger standardisiert.⁴ Mitunter wird der Begriff „Kreditmarkt“ auch als Oberbegriff für den Geld- und Kapitalmarkt verwendet.
- **Der Kapitalmarkt (mittel- bis langfristige Anlagen):** Beim Kapitalmarkt werden der nicht-organisierte und der organisierte Kapitalmarkt unterschieden.⁵

Der organisierte Kapitalmarkt unterliegt der staatlichen Aufsicht und findet unter Einbeziehung vermittelnder Akteure wie Banken oder Börsen statt. Der organisierte Kapitalmarkt gliedert sich weiter auf in den Anleihen- oder auch Rentenmarkt sowie den Aktienmarkt. Auf dem Anleihenmarkt werden fest verzinst Wertpapiere, sogenannte Anleihen⁶, gehandelt. Auf dem Aktienmarkt werden, dem Namen entsprechend, Aktien⁷ gehandelt. Dieser wird noch einmal in den Primärmarkt, für Neuemissionen, und den Sekundärmarkt, für bereits im Umlauf befindliche Aktien, unterschieden. Der wesentliche Unterschied zwischen dem Anleihen- und Aktienmarkt ist, dass im Fall von Aktien im Regelfall Anteile erworben werden mit denen Mitbestimmungsrechte einhergehen. Dies ist bei Anleihen nicht der Fall.

Zum nicht-organisierten Kapitalmarkt zählen wiederum direkte Kreditbeziehungen zwischen Unternehmen, privaten Haushalten oder beidem.

- **Der Devisenmarkt:** Auf dem Devisenmarkt werden unterschiedliche Währungen gehandelt.⁸

Welches Finanzvolumen die einzelnen Teilbereiche des Finanzmarkts umfassen, ist je nach betrachteter Region oder betrachtetem Land unterschiedlich und schwankt auch im Verlauf der

³ Siehe hierzu auch die folgende Definition <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/geldmarkt-34586/version-258087><https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/geldmarkt-34586/version-258087>, zuletzt abgerufen: 04.03.2020.

⁴ Siehe hierzu auch die folgende Definition <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/kreditmarkt/kreditmarkt.htm><http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/kreditmarkt/kreditmarkt.htm>, zuletzt abgerufen: 04.03.2020.

⁵ Siehe hierzu auch die folgende Definition <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/kapitalmarkt-40664/version-264044>, zuletzt abgerufen: 04.03.2020.

⁶ „Bei Anleihen handelt es sich um verbrieft Forderungstitel, die der Kapitalgeber gegenüber Staaten, Unternehmen oder Kreditinstituten erwirbt. Anleihen werden in der Regel zu einer festen Laufzeit herausgegeben und fest verzinst. Zugleich haben Anleger die Möglichkeit, Kursgewinne durch einen Verkauf vor Ende der Laufzeit zu erzielen. Mit einer Anleihe erwirbt der Anleger keine Anteile.“
https://www.financescout24.de/wissen/ratgeber/kapitalmarkt_zuletzt_abgerufen_26.11.2019

⁷ „Mit dem Kauf einer Aktie erwirbt der Kapitalgeber in der Regel zugleich Firmenanteile und erhält ein Mitbestimmungsrecht. Für das bereitgestellte Kapital erhält er eine Dividende und er kann mit seinen Aktien Kursgewinne erzielen. Aktien werden auch als „Beteiligungstitel“ bezeichnet.“
https://www.financescout24.de/wissen/ratgeber/kapitalmarkt_zuletzt_abgerufen_26.11.2019

⁸ Siehe hierzu auch die folgende Definition <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/devisenmarkt-30546/version-254124><https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/devisenmarkt-30546/version-254124>, zuletzt abgerufen: 04.03.2020.

Jahre. Global betrachtet dominiert der Anleihenmarkt, der – zählt man alle Arten von Anleihen zusammen – etwa die Hälfte des gehandelten Volumens ausmacht. Es folgen der Aktienmarkt – auch wenn dessen Anteil seit der Finanzkrise 2008 gesunken ist – und der Kreditmarkt.⁹ Betrachtet man nur Deutschland, ist die Verteilung anders ausgeprägt: In Deutschland dominiert aufgrund der wirtschaftlichen Struktur der Kreditmarkt. Dies liegt unter anderem an der starken Ausprägung des Mittelstands, der neben Eigenkapital insbesondere auf Bankkredite zur Finanzierung setzt. Über die letzten zehn Jahre hinweg, ist der Anteil der Bankenkredite an Finanzierungsquellen im Mittelstand relativ konstant etwa ein Drittel.¹⁰

Finanzmärkte in Abgrenzung zu realökonomischen Märkten

Wie beschrieben dienen Finanzmärkte der Abwicklung von Finanz- bzw. Zahlungsströmen. Der wesentliche Unterschied zur sogenannten Realwirtschaft oder den realökonomischen Märkten besteht demnach darin, dass auf Finanzmärkten keine „realen“ Güter produziert und gehandelt werden (Windolf 2005). Somit dienen Finanzmärkte auch nur indirekt dem Konsum, indem sie das hierfür notwendige Kapital bereitstellen.

Das Ziel beider Märkte ist es, gewinnbringend zu operieren – im Fall der Finanzwirtschaft durch die gewinnbringende Zirkulation von Finanzprodukten zwischen den verschiedenen Marktteilnehmenden. Finanzmärkte basieren dabei auf Erwartungswerten zu zukünftigen Erträgen. Da zukünftige Erträge bzw. Risiken immer nur vermutet, nicht jedoch genau prognostiziert werden können, handelt es sich hierbei um Spekulationen (Lütz 2008; Faust et al. 2017; Windolf 2005).

Ein Bereich, der meistens nicht im Kontext des Finanzsystems diskutiert wird, sind staatliche Beihilfen – also wirtschaftliche Vorteile, die einzelnen Wirtschaftsakteuren vom Staat gewährt werden¹¹. Die genaue Form des gewährten Vorteils ist dabei nicht relevant. Diese können unter anderem sein: Zuschüsse, Darlehen, Bürgschaften, steuerliche Befreiungen etc. Soweit sie mit entsprechenden Zahlungsströmen verbunden sind, können auch sie grundsätzlich dem Finanzsystem zugeordnet werden. Dennoch spielen sie in Diskussionen zum Finanzsystem meist keine Rolle, da es nicht um einen marktförmigen Austausch geht. Sie sind somit vom Finanzmarkt (s.o.) zu unterscheiden. Unabhängig davon, ob staatliche Subventionen in die Definition des Finanzsystems aufgenommen werden oder nicht, üben sie je nach Wirtschaftssektor zumindest indirekt durchaus wichtigen Einfluss auf das Finanzsystem aus. Die europäischen Mitgliedsstaaten haben beispielsweise im Jahr 2017 zusammen 116,2 Milliarden Euro an Beihilfen aufgewendet, das entspricht 0,76% des EU-BIP desselben Jahres¹². Im Bereich der Landwirtschaft sind Beihilfen von besonderer Bedeutung: Je nach Mitgliedsstaat haben Landwirtschaftssubventionen im Rahmen der gemeinsamen Agrarpolitik (GAP) einen Anteil von bis zu 65% am durchschnittlichen Einkommen von Landwirten (Brandt 2014). In anderen Wirtschaftssektoren ist die Bedeutung hingegen deutlich geringer.

Da das Finanzsystem eine Vielzahl verschiedener Akteure enthält, bietet die folgende Übersicht eine Darstellung der wesentlichen relevanten Akteure und zum Teil eine kurze Erläuterung:

⁹ Siehe hierzu auch Hübner 2015.

¹⁰ S. hierzu die Grafik unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/261431/umfrage/finanzierungsquellen-von-mittelstaendischen-unternehmen-in-deutschland/>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

¹¹ S. hierzu auch http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html und <https://www.bmel.de/DE/Landwirtschaft/Foerderung-Agrarsozialpolitik/Texte/StaatlicheBeihilfenAgrar-Fischerei-undForstsektor.html>, zuletzt abgerufen am 03.03.2020.

¹² http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html, zuletzt abgerufen am 03.03.2020.

- **Private Anlegerinnen und Anleger/ Investoren** (nicht-professionelle Kunden und daher beratungspflichtig)
- **Institutionelle Anleger/ Investoren** (juristische Personen in unterschiedlichen Rechtsformen, die eine Zulassung für die Anlage von Finanzinstrumenten haben), z.B.:
 - Kreditinstitute
 - Versicherungsgesellschaften
 - Investmentgesellschaften & Kapitalverwaltungsgesellschaften
 - Auch Fondsgesellschaften oder Kapitalanlagegesellschaften (KAG) genannt.
 - „Unternehmen, die liquide Mittel von Anlegern sammeln, um diese nach vorgegebenen Grundsätzen in diverse Anlageklassen (zumeist Wertpapiere, aber auch Immobilien) zu investieren.“¹³
 - Versorgungswerke, Pensionskassen, öffentliche Zusatzversorgungsanstalten
 - „Eine kleine Versicherungsgesellschaft. Sie betreibt das Geschäft unabhängig vom jeweiligen Gründungsunternehmen, um auch im Insolvenzfall des Arbeitgebers, die versprochenen Leistungen erbringen zu können.“¹⁴
 - Pensionsfonds
 - „Rechtlich selbstständiger Versorgungsträger in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder des Versicherungsvereins auf Gegenseitigkeit (VVaG), der auf seine im Wege der Kapitaldeckung durch Beiträge finanzierten Leistungen einen Rechtsanspruch gewährt.“¹⁵
 - Sozialversicherungsträger
 - Zum Beispiel die Deutsche Rentenversicherung, gesetzliche Krankenkassen.
 - Unternehmen
 - Asset Management/ Vermögensverwaltungen
 - „Bei der Vermögensverwaltung geben Anleger die Entscheidungen über ihre Finanzanlagen an Dritte ab, in der Regel erhält der Vermögensverwalter dazu eine unbegrenzte Vollmacht. Er investiert mit Rücksicht auf die Risikostruktur des Anlegers, um für ihn möglichst hohe Renditen zu erzielen. Es besteht also ein grundsätzlicher Unterschied zu anderen Finanzdienstleistungen, die sich auf die Beratung und/oder Vermittlung von Finanzanlagen, wie Fonds oder Aktien, konzentrieren. Üblich sind Mindestanlagesummen von 500.000 Euro.“¹⁶
 - Kirchen, Vereine, Stiftungen
 - Staatliche und internationale Organisationen, supranationale Einrichtungen
 - Zum Beispiel EZB oder Weltbank
 - Kommunen
- **Finanzintermediäre** (Vermittler zwischen Nachfrage & Angebot)

¹³ Zitiert aus <https://boersenlexikon.faz.net/definition/investmentgesellschaft/>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

¹⁴ Zitiert aus <https://www.einfach-rente.de/pensionskasse-definition-vorteile-nachteile>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

¹⁵ Zitiert aus <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/pensionsfonds-42224>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

¹⁶ Zitiert aus <https://exporo.de/wiki/vermoegensverwaltung/>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

- Kreditinstitute, Börsen, Vermögensverwalter etc.
- **Informationsdienstleister**
 - Ratingagenturen, Rankings etc.
- **Aufsichtsbehörden**
 - National: Börsenaufsichtsbehörde, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
 - EU: Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA)

2.2 Zum Begriff „Sustainable Finance“

Wenn von „Sustainable Finance“ oder nachhaltigen Finanzen die Rede ist, ist zumeist die Berücksichtigung von ESG-Belangen durch Finanzakteure gemeint. Ziel ist dabei, Gelder für nachhaltige Investitionen bereitzustellen und ökologisch oder sozial schädlichen Unternehmungen die Grundlage zu entziehen. So soll kurzfristig eine nachhaltigere Ausrichtung des Finanzsystems erreicht werden, die langfristig zu einer „Finanzwende“ führen kann.

Auf Geldanlagen gemünzt, bedeutet dies, dass neben den drei üblichen Anlagekriterien auch Nachhaltigkeit hinzugezogen wird. Die drei bisher gängigen Anlagekriterien sind:

- Rendite: der Gesamtertrag einer Kapitalanlage,
- Sicherheit: die Wahrscheinlichkeit, das investierte Kapital wiederzubekommen und
- Verfügbarkeit: Möglichkeit, das investierte Kapital wieder umzuwandeln.

Nachhaltigkeit bezieht sich hierbei auf die Nachhaltigkeitsleistung des Emittenten beziehungsweise Unternehmens (Forum Nachhaltige Geldanlagen 2019b).

Folgende Tabelle fasst unterschiedliche Definitionen von Sustainable Finance zusammen.

Tabelle 1 **Verständnis von „Sustainable Finance“**

Akteur	Definition
UNEP Finance Initiative (UNEPFI)	“[...] integration of sustainability into financial market practice [...]” (UNEPFI 2019).
EU	“‘Green finance’ generally refers to the process of taking due account of environmental and social considerations when making investment decisions, leading to increased investment in longer-term and sustainable activities” (European Commission 2019a).
High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)	“For the Group, sustainable finance is about two imperatives. The first is to improve the contribution of finance to sustainable and inclusive growth as well as the mitigation of climate change. The second is to strengthen financial stability by incorporating environmental, social and governance (ESG) factors into investment decision-making” (HLEG 2018)
Übereinkommen von Paris	„[...] die Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber

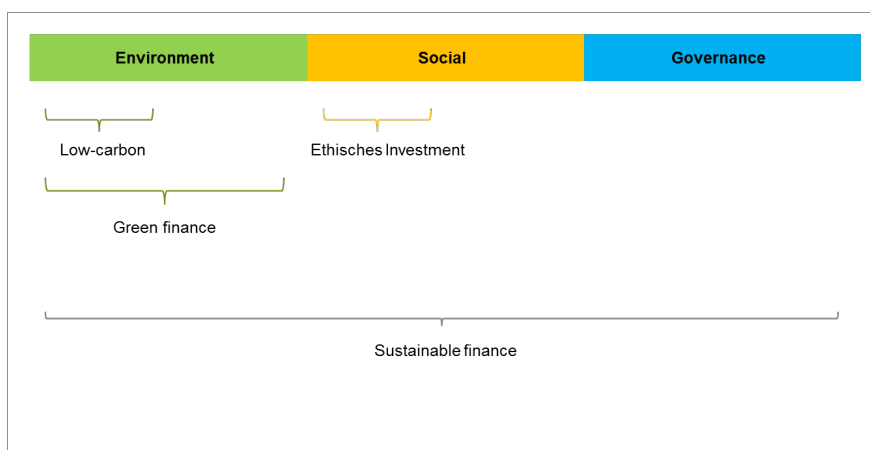
	Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung.“ (Übereinkommen von Paris, Art. 2). ¹⁷
Green and Sustainable Finance Cluster Germany	„Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien im Finanzsystem“ (Green and Sustainable Finance Cluster Germany 2018).
Swiss Sustainable Finance	“Sustainable finance refers to any form of financial service integrating environmental, social and governance (ESG) criteria into the business or investment decisions for the lasting benefit of both clients and society at large.” (Swiss Sustainable Finance 2019).
Gabler Banklexikon	„‘Sustainable Finance‘ (dt. ‚Nachhaltige Finanzwirtschaft‘ bzw. ‚Nachhaltige Finanzierung‘) bezieht sich nach verbreitetem Verständnis auf ein Spektrum finanzwirtschaftlicher Ansätze und Instrumente (s.u.), die sich nicht nur an ökonomischen Kriterien orientieren, sondern – simultan und systematisch – auch an sog. „Nachhaltigkeitskriterien“(oft engl. „ESG“ für „Environmental, Social and Governance“-Kriterien)“ (Gramlich et al. 2019).

Quelle: eigene Darstellung

Wie die Tabelle veranschaulicht, liegt allen hier aufgeführten Definitionen das gemeinsame Verständnis zugrunde, dass ökologische und soziale Belange in Investitionsentscheidungen und bei Kreditvergabe berücksichtigt werden sollen. Des Weiteren beziehen sie sich entweder explizit oder implizit auf finanzwirtschaftliche Akteure und Produkte. Fiskalpolitische Maßnahmen wie etwa Steuern und Subventionen wären nicht inbegriffen (vgl. hierzu Kapitel 2.2).

Konsens besteht zumeist auch mit Blick auf die Abgrenzung des Begriffs „Sustainable Finance“ gegenüber anderen Investitionsstrategien mit Nachhaltigkeitsbezug wie „Green Finance“ oder „ethisches Investment“. So finden bei Sustainable Finance stets alle drei Nachhaltigkeitsdimensionen Environment, Social und Governance Berücksichtigung, wie folgende Abbildung veranschaulicht.

Abbildung 1 Abgrenzung „Sustainable Finance“



Quelle: eigene Darstellung

¹⁷ Zitat ist der Übersetzung ins Deutsche durch das BMU entnommen. Verfügbar unter: https://www.bmu.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Klimaschutz/paris_abkommen_bf.pdf, zuletzt geprüft am 27.11.2019

Unterschiede ergeben sich hingegen zum einen mit Blick auf die gewünschte Zielsetzung: Während einige der Definitionen diese schlichtweg offenlassen, präzisieren andere, dass die Finanzmarktstabilität erhalten oder Finanzströme mit den Klimazielen in Einklang gebracht werden sollen. Größere Unterschiede ergeben sich zum anderen mit Blick auf die Umsetzung, wie wir im Folgenden noch sehen werden (vgl. insbesondere Kapitel 4.1). An dieser Stelle vorweggenommen sei jedoch, dass ein breites Spektrum an Strategien mit Blick auf die Berücksichtigung von ESG-Belangen existiert – darunter Ausschlusskriterien, Positivkriterien und Impact Investing. Entsprechend unterschiedlich sind die Einschätzungen dazu, welchen Marktanteil nachhaltige Geldanlagen aktuell besitzen.

Selten bis gar nicht hingegen wird der Begriff Sustainable Finance verwendet, um eine Abkehr von unserem vorherrschenden Geld- und Finanzsystem oder einen tiefgreifenden Systemwandel zu beschreiben. Zwar sind die Argumente kapitalismus- und wachstumskritischer Forschungsakteure bekannt, wonach unser System eine Verfolgung ökologischer und sozialer Ziele erschwert (z.B. Wachstums-, Akkumulationszwang). Diese Argumente finden jedoch kaum Eingang in die relevanten Debatten zur nachhaltigen Ausrichtung des Finanzsystems. Vielmehr scheint die Annahme zugrunde zu liegen, dass unser aktuelles Finanzsystem mithilfe intelligenter Regulierung, dem Abbau schädlicher Subventionen oder gezielten Anreizen in die richtige Richtung gelenkt und damit nachhaltiger werden könne (vgl. hierzu auch Kapitel 4.8) (Loske und Bausch 2018).

Kritik am Finanzmarktkapitalismus

Der von dem deutschen Soziologen Paul Windolf geprägte Begriff des Finanzkapitalismus bezeichnet eine Form des Kapitalismus, die seit Ende der 1970er Jahre im Zuge des Neoliberalismus aufkam und in der Finanzinstitutionen wachsende Anteile an Wertschöpfung und Beschäftigung einnehmen und zunehmend Kontrolle über die Realwirtschaft ausüben (Windolf 2005).

Die Kritik am Finanzmarktkapitalismus lässt sich einteilen in eine grundlegendere Kritik am Kapitalismus und eine spezifischere Kritik der Entkopplung des Finanzmarkts von der Realwirtschaft bei gleichzeitiger Dominanz derselben. Erstere bemängelt die dem Kapitalismus zugrunde liegende Aufteilung in eine kleine Gruppe von (Produktionsmittel-)Besitzende und eine verhältnismäßig große Gruppe von abhängig Beschäftigten, aus welcher soziale Ungleichheit und die Ausbeutung der abhängig Beschäftigten einhergehe. Weiterhin wird kritisiert, dass kapitalistische Wirtschaftslogiken zuvorderst der Profitmaximierung dienen – auf Kosten der Umwelt und des Ressourcenverbrauchs (Berger 2008; Ahrens 2012).

Der spezifischen Kritik am Finanzmarktkapitalismus liegt zugrunde, dass aufgrund der spekulativen Geschäfte an den Finanzmärkten eine Abkopplung beziehungsweise relative Entkopplung des Finanzmarkts von der Realwirtschaft stattfindet. Entscheidungen werden nicht auf Basis realer Wirtschaftsverhältnisse getroffen, während Umsätze der Finanzwirtschaft nicht mit entsprechenden Wachstumseffekten in der Realwirtschaft einhergehen. Gleichzeitig übt die Finanzwirtschaft aufgrund ihrer großen Anteile an Unternehmen bedeutenden Druck auf die Realwirtschaft aus und zwingt diese, die Logik der Finanzwirtschaft zu übernehmen und ihre Strategien an der Rendite zu orientieren. Der Druck der kurzfristigen Profitmaximierung erhöht sich zusätzlich, da Anteile häufig innerhalb kurzer Zeit wiederverkauft werden. Zentrale Akteure sind zum einen Pensions- und Investmentfonds mit ihren großen Eigentumsanteilen an Aktiengesellschaften sowie Analysten und Ratingagenturen, die Risiken berechnen und Kaufempfehlungen herausgeben (Ahrens 2012; Windolf 2005; Faust et al. 2017).

Wenngleich dieser Sachverhalt aus Sicht der Wissenschaft und anderer Akteure jedenfalls diskussionswürdig ist, verwundert er wenig: Das Gros an aktuellen Hintergrundberichten, Strategiepapieren oder anderen prominenten Publikationen entstammt der Hand finanzwirtschaftlicher oder zumindest wirtschaftsnaher Akteure. Ähnlich verhält es sich für Konferenzen, Runde Tische und andere Dialogformate – auch hier dominieren Akteure der Finanzwirtschaft. Loske und Bausch (2018) konstatieren demnach auch ein klares Defizit an unabhängiger Forschung nicht nur zu systemischen und wertebezogenen Fragen, sondern zu Sustainable Finance im Allgemeinen.

3 Die Notwendigkeit nachhaltiger Finanzen

3.1 Risiko- und Renditemanagement

Der Global Risk Report 2020 des World Economic Forum benennt erstmals in seiner Geschichte fünf Klima- und Umweltthemen als größte Risiken für die Weltwirtschaft: Extreme Wetterereignisse, Versagen bei Klimaschutz und der Anpassung an den Klimawandel, vom Menschen verursachte Umweltschäden, Verlust der biologischen Vielfalt und Zusammenbruch der Ökosysteme sowie große Naturkatastrophen (World Economic Forum 2020).

Auch andere Studien kommen zu dem Schluss, dass globale Trends, verschärfte Gesetze oder auch Marktentwicklungen dazu führen, dass ökologische und soziale Belange für Unternehmen verstärkt existenzielle Bedeutung annehmen. Anders ausgedrückt sind ökologische und soziale Belange zunehmend finanziell wesentlich (Friede et al. 2015; FOEN 2016; UN Environment 2018).

Entsprechend streben immer mehr Investoren danach, Nachhaltigkeitsaspekte (ESG) in ihre traditionellen Anlageprozesse einzubeziehen, um Risiken zu minimieren und die (mittel- und langfristige) Rendite zu erhöhen. Dies gilt prinzipiell für sämtliche Investitionen, darunter die Vergabe von Krediten, Direktinvestitionen in produktive Vermögenswerte oder auch Beteiligungskapital. Wie die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsbelangen in der Praxis erfolgt, wird in Kap. 4 näher ausgeführt.

Exkurs: Klimawandel als Risiko für die Finanzmarktstabilität

Die Deutsche Bundesbank definiert ein stabiles Finanzsystem als solches, das seine zentralen makroökonomischen Funktionen – insbesondere die effiziente Allokation finanzieller Mittel und Risiken sowie die Bereitstellung einer leistungsfähigen Finanzinfrastruktur – jederzeit und reibungslos erfüllt. Dies gilt auch in Stresssituationen und Umbruchphasen (Deutsche Bundesbank 2019).

Immer stärker werden Nachhaltigkeitsaspekte, etwa Klimarisiken, als ein zusätzlicher gefährdender Faktor für die Finanzmarktstabilität diskutiert. Neben Klima- gilt dies prinzipiell natürlich auch für andere Umweltrisiken.¹⁸ Zugrundeliegende Annahme ist, dass die Finanzmarktstabilität unter anderem dann gefährdet ist, wenn externe Kosten von Treibhausgasemissionen bei Investitionen nicht eingepreist werden. Grund hierfür sind Fehlbewertungen, die zu Schocks und Ungleichgewichten führen können. Diese Fehlbewertungen basieren wiederum auf Unsicherheiten, die mit dem Klimawandel in Verbindung stehen. Während verschiedene Systematisierungen der

¹⁸ Zudem beeinflussen selbstverständlich eine ganze Reihe weiterer Faktoren sowohl auf institutsspezifischer, als auch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und die Finanzmarktstabilität. Aufgabe der mikroprudenziellen und makroprudenziellen Aufsicht ist es dann auch, solche Risiken zu erkennen und zu adressieren.

sogenannten Klimarisiken existieren, ist eine der gängigsten Unterscheidungen die zwischen (möglichen) physischen Risiken und Transitionsrisiken (Lutz und Stadelmann 2016; Sullivan 2014; Gupta et al. 2014)¹⁹:

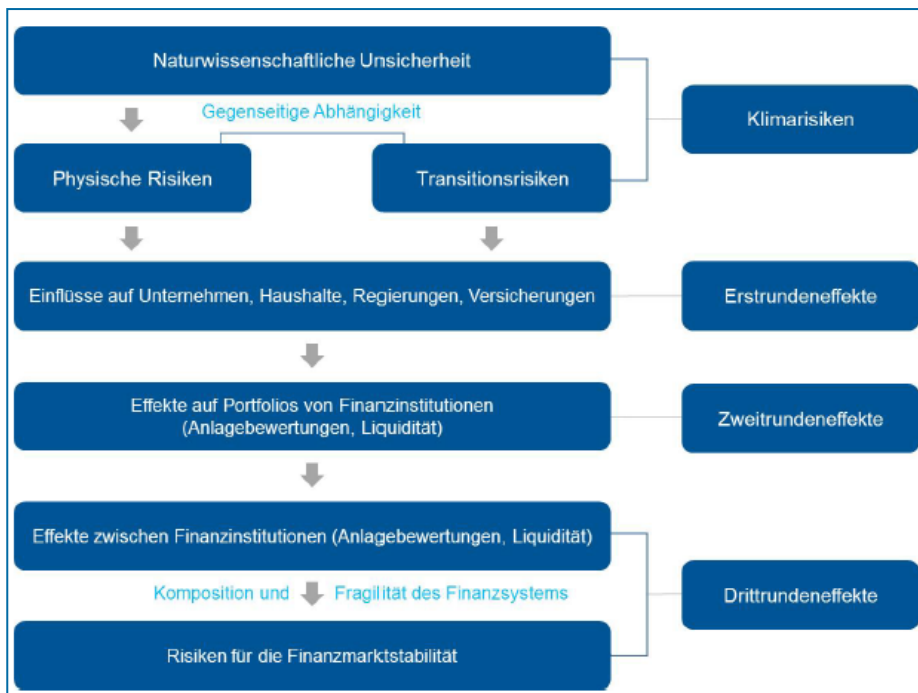
- **Physische Risiken** bezeichnen direkte physikalische Einflüsse auf ökonomische Wertschöpfungsketten beziehungsweise physische Schäden beispielsweise an Gebäuden und Produktionsanlagen oder eine veränderte landwirtschaftliche Produktivität. Physische Risiken können durch extreme Wetterereignisse (bspw. Dürren, Überflutungen), chronische Änderungen (bspw. Anstieg des Meeresspiegels) oder Umbrüche im Klimasystem, sogenannte Kipppunkte herbeigeführt werden.
- **Transitionsrisiken** bezeichnen Risiken, die durch den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft entstehen und damit zu einer Neubewertung von Anlagen führen. Hierzu zählen umweltpolitische Gesetzgebung, die auf eine Abschwächung des Klimawandels abzielen, die Verbreitung kohlenstoffarmer Technologien, die zu einer Veränderung der Produktionskosten führen, oder auch Veränderungen in der Nachfrage. Eine geringere Nachfrage nach Elektrizität aus Kohlekraftwerken würde zum Beispiel zu Abschreibungen von Investitionen aus Kohlekraftwerken führen.

Mitunter werden Haftungs- und Klagerisiken sowie Reputationsrisiken als weitere Kategorien angeführt: Unternehmen können sich aufgrund emissionsbedingter Klimaschäden mit Schadensersatzklagen konfrontiert sehen. Reputationsrisiken können entstehen, wenn die Wahrnehmung von Unternehmen als „Klimasünder“ ihr Image beeinträchtigt und zu Gewinneinbußen führt (Onischka 2009).

Die genannten Kategorien von Risiken wirken sich über verschiedene Kanäle auf Finanzmarktakteure und das Finanzsystem aus (vgl. Abbildung 2). Konkret kann zwischen Erstrunden-, Zweitrunden- und Drittrundeneffekten unterschieden werden (Lutz und Stadelmann 2016):

- **Erstrundeneffekte** bezeichnen physische Auswirkungen auf die Finanzmarktakteure selber (bspw. Stromausfälle bei Banken, zunehmende Schadensbelastung für die Versicherungswirtschaft).
- **Zweitrundeneffekte** bezeichnen indirekte Auswirkungen auf die Portfolios von Finanzmarktakteuren, die durch Effekte in der Realwirtschaft entstehen. Erleiden Unternehmen, in die ein Akteur investiert hat, physische Schäden oder sind diese von einer schärferen CO₂-Bepreisung betroffen, wirkt sich dies auch auf das Portfolio aus.
- **Drittrundeneffekte** bezeichnen wiederum Effekte zwischen Finanzmarktakteuren, d.h. wenn sich Zweitrundeneffekte auf die Anlagen weiterer Finanzmarktakteure auswirken (bspw. Investitionen in betroffene Finanzmarktakteure).

¹⁹ Physische Risiken und Transitionsrisiken weisen eine negative Korrelation auf. Werden politische Maßnahmen ergriffen, um den Klimawandel abzuschwächen, sollte das Risiko negativer physischer Auswirkungen sinken. Gleichzeitig stellen die Maßnahmen an sich ein Transitionsrisiko dar. Umgekehrt ist das Risiko nachteiliger physischer Auswirkungen höher, wo keine (Gegen-)Maßnahmen ergriffen werden.

Abbildung 2 Zusammenhänge zwischen Klimarisiken und Finanzmarktstabilität


Quelle: Lutz und Stadelmann (2016), S. 11

Aufgrund der (relativ) geringen Emissionen von Finanzmarktteuren wird in den Erstrundeneffekten – zumindest in naher Zukunft – kein relevantes Risiko für die Finanzmarktstabilität in Europa gesehen. Betroffen sind in diesem Fall vor allem Versicherungen (Erst- und Rückversicherer), die aufgrund höherer Versicherungsschäden höhere Prämien einfordern müssen. Laut der EU-Kommission erreichten die Versicherungsschäden im Jahr 2017 infolge von Naturkatastrophen mit 110 Mrd. Euro ein Rekordniveau (European Commission 2019b). Längerfristig könnten sich jedoch durchaus gravierende Risiken ergeben, da die Effekte des Klimawandels aktuell nur schwierig einzuschätzen sind.

Transitionsrisiken hingegen sind bereits jetzt von deutlich größerer Relevanz, wengleich auch diese nicht einfach abzuschätzen sind. Wie oben dargestellt, sind Transitionsrisiken unter anderem von technologischen Entwicklungen oder zukünftiger Klimaregulierung abhängig. Würde etwa der CO₂-Preis plötzlich drastisch angehoben, kann ein Transitionsschock entstehen, wenn diese Kosten bisher in der Bewertung von Anlagen nicht berücksichtigt wurden (Lutz und Stadelmann 2016).

Stranded Assets und Carbon Bubble

Als „Stranded Assets“ werden Anlagen bezeichnet, welche aufgrund physischer Auswirkungen oder Entwicklungen im Rahmen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft eine nicht erwartete Abwertung erfahren. So etwa ein Kohlekraftwerk, das aufgrund hoher CO₂-Preise unrentabel wird. Der Begriff „Carbon Bubble“ bezeichnet in diesem Zusammenhang die (mögliche) systematische Überbewertung von Unternehmen in der fossilen Energieproduktion (Carbon Tracker Initiative 2017).

3.2 Finanzierung der Nachhaltigkeitswende

Dem Finanzsystem kommt aufgrund seiner Funktion der Allokation von Eigen- und Fremdkapital eine Schlüsselrolle in der umwelt- und sozialverträglichen Ausgestaltung der Realwirtschaft zu. Es ermöglicht Privathaushalten, Unternehmen und Regierungen, ihre Einnahmen und Vermögenswerte zu lagern und auf diese für gegenwärtige und zukünftige Verwendungen zuzugreifen. Es stellt sicher, dass Kapital für Investitionen, Innovationen und Konsum zur Verfügung steht.

Saubere Energie, ressourcenschonende Infrastruktur und Naturschutz sind dabei nur einige Beispiele für Investitionsfelder für eine nachhaltige Wirtschaft. Schätzungen zufolge sind allein für die Finanzierung der Ziele für nachhaltige Entwicklung in den nächsten zehn Jahren jährliche Investitionen in Höhe von fünf bis sieben Billionen US-Dollar Jahr erforderlich. Öffentliche Gelder werden diesen Investitionsbedarf nicht decken können, so dass private Finanzströme einen wesentlichen Beitrag zur Finanzierung der Zukunft leisten müssen (Weber 2018; UNEP 2015; UNCTAD 2014).

Im Umkehrschluss stellt die Finanzwirtschaft einen gewaltigen Hebel dar, um ökologisch oder sozial schädlichen Unternehmungen die Grundlage zu entziehen („Divestment“) und nachhaltig zu re-investieren. Es ist somit nicht nur ein Mehr an Investitionen von Nöten, sondern ein konsequentes Umlenken der globalen Finanzströme. Gleichwohl sind Maßnahmen im Finanzsystem immer komplementär zu politischen Maßnahmen in anderen Sektoren zu sehen (bspw. Steuern und Subventionen). Auf dieses Wechselspiel wird im Folgenden noch näher eingegangen werden.

4 Sustainable Finance in der Praxis

Nachdem die unterschiedlichen Teilbereiche des Finanzsystems dargestellt wurden (siehe Kapitel 2.1), soll im Folgenden erläutert werden, welche Möglichkeiten der Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei Investitions- und Kreditvergabeentscheidungen es gibt. Das Spektrum reicht hierbei von bloßen Ausschlusskriterien bis hin zur verbindlichen Integration von Nachhaltigkeitskriterien, wobei die Methoden grundsätzlich bei vielen der genannten Akteure, darunter (Förder-)Banken, Vermögensverwalter, Pensionsfonds oder Versicherer, Anwendung finden können. Börsen wiederum können zur Offenlegung bestimmter Informationen verpflichtet.

Wichtig für das weitere Verständnis ist, dass die Begrifflichkeiten keineswegs klar definiert oder gar geschützt sind. Selbst wenn Begriffe wie „Integration von ESG-Kriterien“ eine schematische Einordnung des genutzten Instrumentariums erlauben, bleibt die Notwendigkeit bestehen genau zu prüfen, was sich eigentlich dahinter verbirgt. Bei genanntem Beispiel hängt dies etwa davon ab, wie umfassend die Kriterien sind, wie sie genau ausgestaltet sind und was die „Integration“ der Kriterien in die Entscheidung konkret beinhaltet.

Folgende Tabelle fasst zusammen, welche Handlungsoptionen die unterschiedlichen Akteursgruppen haben. Die einzelnen Optionen bzw. die ihnen zugrundeliegenden Anlagestrategien werden in den folgenden Kapiteln ausführlicher erläutert.

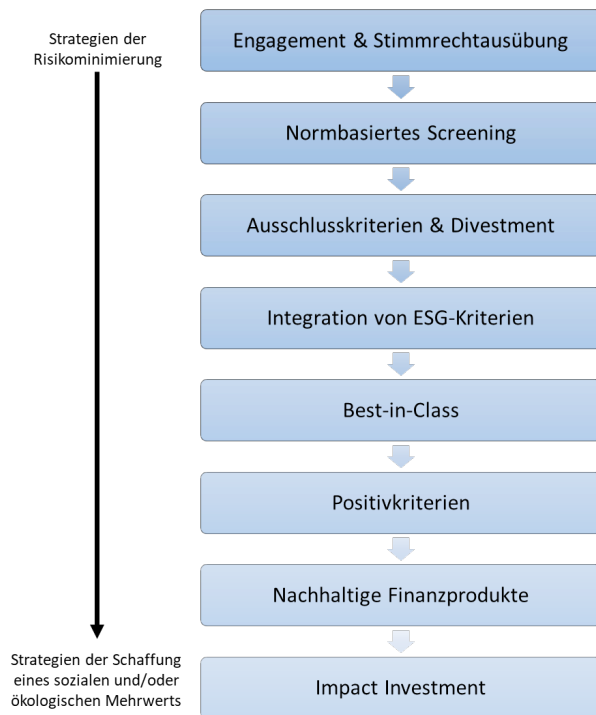
Tabelle 2 Handlungsoptionen zur Umsetzung von Sustainable Finance

Akteursgruppe	Handlungsoption
Anlegerinnen und Anleger (privat/ institutionell)	Nutzen einer der im Folgenden beschriebenen Anlagestrategien Gezielter Kauf nachhaltiger Finanzprodukte
Finanzintermediäre (Bank, Börse, Asset Manager etc.)	Anwendung einer der im Folgenden beschrieben Anlagestrategien im Auftrag von Kundinnen und Kunden Selbstverpflichtung zu Prinzipien nachhaltiger Anlagestrategien Angebot nachhaltiger Finanzprodukte (z.B. grüne Anleihen)
Informationsdienstleister (Rating Agentur, Ranking, Indizes-Entwickler etc.)	Informationsbeschaffung zu Kriterien im Auftrag von Kunden Entwicklung eigener Ratings etc.
Aufsichtsbehörde & weitere staatliche Akteure	Definition von Nachhaltigkeitskriterien (z.B. EU Taxonomie) Rechtliche Verankerung spezifischer Bezeichnungen Entwicklung staatlicher Label für nachhaltige Finanzprodukte Formulierung von Anforderung an / Mandaten für staatliche Banken (z.B. KfW, EIB)

Quelle: Eigene Darstellung

Im folgenden Unterkapitel sind die häufigsten verwendeten Strategien zu nachhaltigem Investieren kurz zusammengefasst. Die zuerst genannten sind dabei in erster Linie Strategien der Risikominimierung, während die zuletzt genannten darauf abzielen, einen sozialen oder ökologischen Mehrwert zu schaffen. Zur Wirksamkeit der einzelnen Strategien kann jedoch keine pauschale Aussage getroffen werden. Vielmehr hängt diese stark vom Ambitionsniveau der Strategie und des Investors ab: Eine umfassende und konsequente Nutzung von Ausschlusskriterien (z.B. emissionsintensive Industrien) kann eine vergleichbare oder auch größere Wirkung entfalten als etwa gezielte Investitionen in erneuerbare Energien.

Abbildung 3 Strategien zu nachhaltigem Investieren



Quelle: Eigene Darstellung

4.1 Engagement und Stimmrechtsausübung

Mit Engagement und Stimmrechtsausübung werden zwei ähnliche Verhaltensweisen beschrieben, die von der jeweiligen Investitionsart abhängen. Deshalb werden sie gemeinsam dargestellt. Im Wesentlichen geht es in beiden Fällen darum, positiven Einfluss auf die Unternehmen auszuüben, an denen man finanziell beteiligt ist. Im Falle von Anleihen erfolgt dies über den direkten Dialog mit dem Unternehmen beziehungsweise dessen Verantwortlichen. Im Fall von Aktien kann dies über die Jahreshauptversammlungen der Aktiengesellschaften erfolgen (EUROSIF 2015, S. 19 und FNG 2019a, S. 11).

Beide Methoden sind ex-post Methoden, das heißt man tätigt zunächst eine Investition und übt seinen Einfluss dann aus, um Verbesserungen zu erreichen. Dies unterscheidet die Methoden wesentlich von den anderen hier dargestellten Vorgehensweisen, die auf eine ex-ante Beurteilung der Investition abzielen. Wie erfolgsversprechend ein solches Vorgehen ist, hängt von unterschiedlichen Faktoren ab, darunter von der Größe des gehaltenen Anteils an einem Unternehmen. Zudem ist fraglich, inwieweit ein solches Vorgehen per se als „nachhaltiges Investieren“ bezeichnet werden sollte – denn zum einen muss die Investition selbst keinerlei Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt haben; zum anderen ist fraglich, inwieweit eine Veränderung bewirkt werden kann.

4.2 Normbasiertes Screening

Normbasierte Screenings machen sich existierende internationale Normen oder Standards zu Nutze. Investitionen werden nur dann getätigt, wenn die Einhaltung der entsprechenden Normen gegeben ist. Die in Deutschland am häufigsten genutzten Standards hierfür sind der UN Global

Compact²⁰, die ILO-Kernarbeitsnormen²¹ sowie die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen²² (FNG 2019a, S. 15).

Es existieren relativ große Schwankungsbreiten, was eine „Einhaltung“ entsprechender Normen genau bedeutet. Üblicherweise wird die Erklärung eines Unternehmens, etwa die Prinzipien des Global Compacts einzuhalten, ausreichen, um das Screening zu erfüllen. Eine genaue Überprüfung der Einhaltung auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen erfolgt dann nicht, es sei denn es liegen konkrete Hinweise auf Verstöße vor (EUROSIF 2015, S. 12). Grundsätzlich können neben den oben genannten aber auch eigene Standards zur Anwendung kommen.

4.3 Ausschlusskriterien & Divestment

Ausschlusskriterien sind die am häufigsten genutzten Kriterien und die am stärksten wachsende nachhaltige Anlagestrategie (Forum Nachhaltige Geldanlagen 2019a, S. 14 und EUROSIF 2015, S. 34). Bei Anwendung von Ausschlusskriterien werden spezifische Investitionen ausgeschlossen, wenn diese gegen vorab festgelegte Aspekte verstoßen. Die häufigsten Ausschlusskriterien in Deutschland sind aktuell Arbeitsrechtsverletzungen, Korruption & Bestechung, Menschenrechtsverletzungen, Umweltzerstörung, Kohle, Waffen & Rüstung, Tabak, Kernenergie, Pornografie und Alkohol (FNG 2019a, S. 14).

Ausschlusskriterien bieten einerseits eine relativ effektive Methode, besonders wenig nachhaltige Investitionen auszuschließen beziehungsweise zu verhindern. Andererseits eignen sie sich in den meisten Fällen nur dazu, punktuelle Aspekte (wie eben Rüstung, Tabak, Alkohol etc.) zu adressieren und sind zudem stark abhängig von der genauen Ausgestaltung. So wäre etwa zu prüfen, was genau sich hinter dem Aspekt „Arbeitsrechtsverletzung“ verbirgt und ab welchem Punkt zum Beispiel ein entsprechendes Unternehmen von Investitionen ausgeschlossen wird. Bei Aspekten wie Tabak oder Alkohol wird häufig eine Schwelle für den damit einhergehenden Umsatz eingezogen, ab der Investitionen nicht mehr getätigt werden. Bei Kohle gibt es zum Teil Unterscheidungen danach, ob Kohlebergbau oder Kohlekraftwerke betrieben werden (FNG 2019b, S. 15).

4.4 Integration von ESG-Kriterien

Die Integration von ESG, also Nachhaltigkeitskriterien, geht einen Schritt über die vorgenannten Mechanismen hinaus. Während Ausschlusskriterien oder ein normbasiertes Screening der finanziellen Analyse und Entscheidung vorgeschaltet sind, bedeutet die Integration von ESG-Kriterien, diese Aspekte in die Finanzanalyse einzubeziehen und in diesem Sinne gleichberechtigt zur Entscheidung heranzuziehen. Dahinter steckt dann auch weniger eine ethisch-moralische Entscheidung, als die Überzeugung, dass sich etwa Klimarisiken auf die wirtschaftliche Entwicklung der Emittenten und damit deren Ertrag und/oder Bonität auswirken.

Bei den konkreten Kriterien, die in die Finanzanalyse einbezogen werden, kann es sich wiederum sowohl um Ausschluss- als auch um Positivkriterien handeln. Auch für die Integration von ESG-Kriterien gilt, dass die genaue Umsetzung darüber entscheidet, wie nachhaltig eine darauf basierende Investitionsentscheidung wirklich ist. Unterschieden werden können unterschiedliche Ausprägungen der ESG-Integration: So können beispielsweise von Dritten zur Verfügung gestellte Informationen genutzt werden, um die Kriterien zu beurteilen. Diese können von Ratingagenturen

²⁰ <https://www.globalcompact.de/de/ueber-uns/Dokumente-Ueber-uns/DIE-ZEHN-PRINZIPIEN-1.pdf>

²¹ <https://www.ilo.org/berlin/arbeits-und-standards/kernarbeitsnormen/lang--de/index.htm>

²² <https://mneguidelines.oecd.org/48808708.pdf>

oder anderen Akteuren stammen. Eine eigene Beurteilung erfolgt in diesem Fall nicht. Ein wesentlicher Nachteil ist, dass die genaue Beurteilungsmethodik nicht immer nachvollziehbar ist und sie im Regelfall nicht die tatsächlichen Sozial- und Umweltwirkungen adressiert (Brunn und Barth 2014, S. 73) und somit auch der genaue Wert der Analyse nicht unbedingt beurteilt werden kann.²³ Andererseits können auch eigene Analysen durchgeführt und systematisch in die Finanzanalysen einbezogen werden. Am weitesten ginge die verpflichtende Berücksichtigung von ESG-Kriterien in der Finanzanalyse: Hier gehen mit den Ergebnissen der Analyse verpflichtend entsprechende Folgen einher, etwa Ausschlüsse bei zu geringer Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten etc. (EUROSIF 2015, S. 17).

4.5 Best-in-Class

Der Best-in-Class Ansatz macht sich zunächst einmal ähnliche Aspekte wie die Integration von ESG-Kriterien zu Nutze: Auf Basis verschiedener Nachhaltigkeitskriterien, die alle drei genannten Bereiche abdecken können, werden unterschiedliche Investitionen bewertet. Auch hier können sowohl Positiv- als auch Negativkriterien zum Tragen kommen. Das wesentliche Merkmal des Best-in-Class Ansatzes ist dann, bei der Bewertung sehr gut abschneidende Investitionen zu tätigen. Häufig wird die Bewertung auf einzelne Industriebranchen beschränkt. Es ist aber auch möglich unterschiedliche Branchen einzubeziehen oder sogar Staaten zu bewerten (FNG 2019b, S. 16).

Auch hier gilt wieder: Wie genau eine solche Entscheidung von statten geht ist unterschiedlich. Häufig wird die Entscheidung in mehreren Schritten getätigt: Zunächst werden beispielsweise die besten fünfzig Prozent identifiziert, unter denen dann die zu tätigende Investition gewählt wird (EUROSIF 2015, S. 11).

Berücksichtigt werden muss auch, dass der Best-in-Class Ansatz nicht zwingend zur Auswahl einer tatsächlich nachhaltigen Investition führt, da es sich um einen relativen Bewertungsansatz handelt: Das heißt, es geht um – im Vergleich zu den anderen bewerteten Investitionen – nachhaltigere Investitionen. Wird der Ansatz in einer grundsätzlich eher wenig sozial und ökologisch ausgerichteten Branche genutzt, kann auch eine solche Investition weiterhin wenig nachhaltig sein. Somit hängt die Gesamtbeurteilung sowohl von den zugrunde gelegten Kriterien, als auch der Art wie die Entscheidung getroffen wird, sowie der einbezogenen Grundgesamtheit ab.

4.6 Positivkriterien

Positivkriterien funktionieren im Grunde wie Ausschlusskriterien in umgekehrter Logik. Während Ausschlusskriterien Aspekte festlegen, die eine Investition verhindern, bestimmen Positivkriterien gezielt Gründe für eine Investition. So können etwa erneuerbare Energien als Positivkriterium oder Thema festgelegt werden, um solche Vorhaben per Kredit zu finanzieren. Andere häufig genutzte Kriterien beziehungsweise Themen sind Wasser, Wald, grüne Technologien etc. (EUROSIF 2015, S. 11).

4.7 Nachhaltige Finanzprodukte

Neben den konkret ausgeführten Anlagestrategien können Anleger auch direkt in nachhaltige Finanzprodukte investieren. Nachhaltige Finanzprodukte sind – analog zu anderen Produktzertifizierungen – bereits entlang bestimmter Kriterien ausgerichtet. Sie ermöglichen damit,

²³ Für detailliertere Informationen zum Weiterentwicklungsbedarf von Nachhaltigkeits-Ratings siehe u.a. <https://sustainability.com/rate-the-raters/>.

je nach Ausrichtung der Produkte, die Anwendung einer der o.g. Strategien, ohne hierfür eigene Recherchen durchzuführen oder Managementprozesse einzurichten.

Ein Beispiel hierfür sind sogenannte „Grüne Anleihen (green bonds)“ oder spezielle Themenfonds. Im Falle von grünen Anleihen wird das investierte Geld gezielt in Projekte investiert, die einen positiven Umweltnutzen generieren wollen²⁴. Damit stellen Green Bonds die Umsetzung von Positivkriterien in ein konkretes Produkt dar. Dies reduziert die Transaktionskosten für die Anlegerinnen und Anleger, da sie keine eigenen Analysen mehr durchführen (lassen) müssen. Auch hier gilt natürlich: Das Produkt ist nur so nachhaltig wie die ihm zugrunde gelegten Kriterien.

Eine weitere Möglichkeit den Aufwand zu reduzieren wäre, gezielt Finanzintermediäre einzubeziehen, die sich entsprechenden Anlageprinzipien verpflichtet haben. Etwa den Principles for Responsible Investment (PRI) der Vereinten Nationen²⁵, wonach sich Anlegerinnen und Anleger unter anderem dazu verpflichten, ESG-Kriterien in die Investitionsentscheidungen einzubeziehen.

4.8 Impact Investment

Impact Investments sind je nach Akteur sehr unterschiedlich definiert. Gemeinsam ist diesen Definitionen, dass es um Investitionen geht, die – neben finanziellen Zielen – gezielt positiven externen sozialen oder ökologischen Nutzen kreieren wollen (The Global Impact Investing Network (GIIN) 2019, S. 5).

Die Herkunft dieser Art von Investitionen ist der soziale Bereich: Hierbei ging es unter anderem um bezahlbares Wohnen, Zugang zu Gesundheitseinrichtungen, Zugang zu Finanzen etc. (EUROSIF 2015, S. 22). Mittlerweile werden aber zunehmend auch ökologische Aspekte unter Impact Investment verstanden (FNG 2019b, S. 17). Was und wann genau eine Investition als Impact Investment angesehen wird ist daher unterschiedlich. In Deutschland dominiert im Bereich Impact Investment der Bereich Mikrofinanz, also der Zugang zu Finanzmitteln für Gruppen, die sonst nicht oder nur schwer Zugang zu diesen haben (The Global Impact Investing Network (GIIN) 2019, S. 15).

5 Hemmnisse, Handlungsbedarfe und Handlungsoptionen

Es existieren diverse Hemmnisse bezogen auf Marktstrukturen, -praktiken und rechtliche Rahmenbedingungen, die die Einbeziehung sozialer und ökologischer Kriterien sowie die Mobilisierung von Kapital für eine nachhaltige Entwicklung behindern. Zum Teil sind diese länderspezifisch oder stellen Hemmnisse dar, die für private Investitionen im Allgemeinen gelten. Dies gilt insbesondere für Entwicklungsländer, in denen die Finanzmärkte möglicherweise unterentwickelt oder noch im Entstehen begriffen sind (Green Climate Fund 2017). Im Folgenden werden jedoch ausschließlich solche Hemmnisse beleuchtet, die eine gewisse Allgemeingültigkeit besitzen und von besonderer Relevanz mit Blick auf eine nachhaltige Ausrichtung der Finanzwirtschaft in Deutschland und Europa sind.

Bei den Lösungsansätzen kommt verschiedenen Akteuren, insbesondere natürlich aber der Politik, eine wesentliche Rolle zu. Zum einen sollte sie eine Vorbildfunktion etwa mit Blick auf (öffentliche) nachhaltige Investitionen einnehmen. Zum anderen nimmt sie über Gesetzgebung, Anreizsetzung

²⁴ Siehe <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/green-bond-99719/version-339747>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

²⁵ Für Details siehe <https://www.unpri.org/>, zuletzt abgerufen am 04.03.2020.

oder auch den Abbau umweltschädlicher Subventionen wesentlichen Einfluss sowohl auf die Real- als auch die Finanzwirtschaft, wie wir im Folgenden noch sehen werden.

Im Folgenden wird zwischen Hemmnissen und Handlungsbedarfen auf Ebene des Risikomanagements einerseits und gezielter nachhaltiger Investitionen andererseits unterschieden, wenngleich die Ebenen nicht immer scharf zu trennen sind. Denn egal ob es um die Standardisierung nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Anlagen, Offenlegungspflichten oder die Einpreisung sozialer und ökologischer Externalitäten geht: Bei allen wird das Ziel verfolgt, dass Finanzakteure Nachhaltigkeitskriterien stärker in ihre Entscheidungen integrieren und Kapitalströme so umlenken, dass Gelder aus nicht nachhaltigen Anlagen abgezogen und in nachhaltige Anlagen investiert werden.

5.1 Integration von ESG-Kriterien ins Risikomanagement

5.1.1 Soziale und ökologische Externalitäten in der Realwirtschaft

Externe Effekte, hier die unzureichende Einpreisung sozialer und ökologischer Kosten in der Realwirtschaft, führen zu analogen Fehlern der Internalisierung im Finanzsystem: Risikoprämien, Preise oder Ratings bilden die durch die wirtschaftliche Aktivität verursachten ökologischen und sozialen Kosten nicht oder nur unvollständig ab. Finanzakteuren fehlt der Anreiz, ihre Gelder aus nicht nachhaltigen Anlagen abzuziehen (HLEG 2018; PRI 2013; Lewis et al. 2016). Aktuelle Bemühungen ESG-Faktoren zu integrieren, erfolgen demnach auch fast ausschließlich auf freiwilliger Basis beziehungsweise wenn Anleger explizite Präferenzen im Zusammenhang mit ESG äußern (vgl. Kap. 4.1).

Mit Blick auf Klimarisiken verhält es sich ähnlich. Lutz und Stadelmann (2016) kommen zu dem Schluss, dass sich die Einpreisung, wenn sie denn stattfindet, zumeist an den heutigen CO₂-Marktpreisen orientiert, die deutlich unter den ökonomischen Kosten des CO₂-Ausstoßes liegen und vor allem stark exponierte Sektoren betreffen. Physische Risiken würden zudem bisher fast ausschließlich von der Versicherungswirtschaft eingepreist und Transitionsrisiken vor allem bei kommerziellen Banken, die stark in fossile Energien investiert sind.

Bemühungen im Finanzsystem alleine greifen demnach zu kurz und stellen keinen Ersatz für politische Maßnahmen in den originär verantwortlichen Sektoren dar, darunter der Abbau umweltschädlicher Subventionen oder eine höhere CO₂-Bepreisung.

5.1.2 Informationsdefizite und Unsicherheiten auf Seiten der Unternehmen

Eine zunehmende Anzahl von Finanzakteuren erkennt mittlerweile an, dass ESG-Belange wesentlich sein können und daher Berücksichtigung finden sollten. Auch in der Theorie bestehen recht klare Vorstellungen darüber, welche Informationen idealerweise benötigt würden, um Risiken zu erkennen und nachhaltige Vermögenswerte zu identifizieren. Jedoch wird die Umsetzung unter anderem durch Informationsdefizite und Unsicherheiten behindert.

Ein wesentliches Hindernis wird darin gesehen, dass Unternehmen bisher keine oder keine umfassenden, konsistenten und vergleichbaren Daten zu langfristigen Risiken und Nachhaltigkeitsbelangen liefern. Insbesondere mangelt es an quantitativen Angaben. Anleger, die prinzipiell an klimabeständigen oder nachhaltigen Anlagen interessiert sind, fehlen somit Informationen zur sozialen und ökologischen Leistung der Unternehmen. Entsprechend gelingt es ihnen nicht, wesentliche Risiken zu bewerten und nachhaltige Vermögenswerte zu identifizieren.

Daten die zumeist fehlen oder in nicht standardisierter Form vorliegen, beziehen sich beispielsweise auf Scope-3-Emissionen oder unterschiedliche Klimaszenarien (TCFD 2017; E3G 2016).

Unsicherheiten bestehen wiederum mit Blick auf die konkreten (physischen) Auswirkungen des Klimawandels auf Unternehmen sowie die politischen und regulatorischen Maßnahmen, die zum Übergang in eine kohlenstoffarme Wirtschaft ergriffen werden. Aktuell gehen etwa nur wenige Investoren davon aus, dass das 1,5-Grad- beziehungsweise 2-Grad-Ziel auch politisch umgesetzt wird (G20 Green Finance Study Group 2016; Lutz und Stadelmann 2016).

Gewisse Fortschritte konnten dennoch erzielt werden. Beispielsweise haben mehrere Länder Rechtsvorschriften erlassen, die Unternehmen (und auch Banken und andere Akteure der Finanzwirtschaft) zur Offenlegung nichtfinanzieller oder ESG-Informationen verpflichten. Zudem haben verschiedene Börsen ESG-Offenlegungspflichten durchgesetzt. Weiterhin gibt es Bemühungen von verschiedenen Seiten, klimabezogene Daten zu standardisieren, so zum Beispiel vom Climate Disclosure Standards Board (CDSB) oder der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) (HSBC 2018; HLEG 2018).

5.1.3 Unscharfe Investorenpflichten

Verschiedene Studien der vergangenen Jahre konnten zeigen, dass eine nachhaltige Ausrichtung sich mindestens nicht negativ, häufiger sogar jedoch positiv auf die finanzielle Leistung von Unternehmen auswirkt – und ökologische und soziale Belange damit finanziell wesentlich sind (Friede et al. 2015; FOEN 2016; UN Environment 2018). Dennoch berücksichtigt aktuell nur ein Bruchteil der Investoren solche Belange (konsequent) in ihren Entscheidungen.

Darüber hinaus halten sich scheinbar hartnäckig Bedenken unter institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern, dass die Berücksichtigung von ESG-Kriterien eine Verletzung ihrer treuhänderischen Pflicht²⁶ darstellen könne, wengleich diverse Studien und Publikationen dies widerlegen (Lewis et al. 2016; HLEG 2018; UNGC et al. 2015). Im Gegenteil kommen diese zu dem Schluss, dass in diversen Rechtssystemen, darunter Australien, Deutschland und das Vereinigte Königreich, die Nichtberücksichtigung langfristiger Investitionswerttreiber, wie z.B. Belange in den Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Governance, bei Investmentpraktiken eine Vernachlässigung der Treuepflicht darstelle (UNGC et al. 2015).

Regierungen sind demnach angehalten, die Verpflichtungen institutioneller Anleger wie Vermögensverwalter, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds oder Anlageberater mindestens klarzustellen, besser noch zu präzisieren. Finanzmarktrelevante Gesetze sollten entsprechend revidiert werden. Vermögensverwalter und institutionelle Anleger sollten zudem zur Offenlegung verpflichtet werden darüber, wie sie ihren Pflichten nachkommen und inwieweit ihre Investitionen an ESG-Belangen ausgerichtet sind (UNGC et al. 2015).

Verschiedene Länder haben bereits positive Pflichten für Investoren zur Berücksichtigung von ESG-Kriterien geschaffen. China etwa verpflichtet Banken, ESG-Belange ins Risikomanagement zu integrieren. In Brasilien müssen Banken über ihre Klimarisikoeexposition berichten (Kern 2019).

²⁶ Treuhänderische Pflichten bezeichnen die Pflicht von institutionellen Investoren, im Interesse ihrer Kundinnen bzw. der Begünstigten zu handeln. Der Begriff „treuhänderische Pflichten“ (engl. fiduciary duty) entstammt Rechtsordnungen des Common Law. Jedoch legen andere Staaten häufig gleichwertige Pflichten fest, so beispielsweise der im deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) enthaltene Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht, der auf Versicherer und Pensionsfonds Anwendung findet (fiduciary duty Deutschland) (Heath et al. 2017).

Deutschland, Österreich und die Schweiz sind in diesem Punkt hingegen eher schwach reguliert (Forum Nachhaltige Geldanlagen 2019b).

Ergänzend hierzu sollte ESG Eingang finden in die Bildung und Ausbildung von Akteuren der Finanzwirtschaft sowie in die Qualifikationsanforderungen insbesondere von Führungskräften. Zwar wurden bereits Fortschritte mit Blick auf die Sensibilisierung für ESG im Finanzsektor erzielt, ebenso wie für die Entwicklung eines Verständnisses darüber, wie sich klimabedingte Risiken und andere ESG-Faktoren auf die finanzielle Leistung von Unternehmen und andere Vermögenswerte auswirken können. Gleichwohl fehlt vielen etablierten Finanzakteuren nach wie vor das erforderliche Wissen, um ESG-Risiken als solche wahrzunehmen und auch entsprechend in Anlageentscheidungen einzubeziehen. Infolgedessen wird das Risikoprofil „brauner“ Vermögenswerte unterschätzt und auf nachhaltige Anlagen verzichtet aus Sorge, dass diese geringere Renditen erzielen als herkömmliche Anlageansätze (G20 Green Finance Study Group 2016; Lewis et al. 2016; FOEN 2016).

5.2 Nachhaltige Investitionen

5.2.1 Kurzfristorientierung im Finanzsektor

Eine weitere Herausforderung liegt im Widerspruch der zeitlichen Handlungshorizonte beziehungsweise der „Tragik des zeitlichen Horizonts“ – ein Begriff, den Mark Carney, Vorsitzender des Finanzmarktstabilitätsrats der G20 und Gouverneur der Bank of England, im Jahr 2015 in einer Rede zu Klimarisiken prägte (Carney 2015).

Wenngleich der Klimawandel und seine nachteiligen Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft heutzutage weithin anerkannt sind, führen der zeitliche Abstand zwischen Ursache und Wirkung dazu, dass heutige Generationen ungenügend Anreize sehen, den nachteiligen Auswirkungen ernsthaft und ausreichend entgegenzuwirken (Carney 2015). Gleiches kann sicherlich auch für andere ökologische und auch soziale Belange konstatiert werden. Gleichzeitig sind umfangreiche Investitionen erforderlich, die sich nicht kurzfristig, sondern über viele Jahre amortisieren (G20 Green Finance Study Group 2016).

Demgegenüber stehen die kurzfristigen Planungshorizonte von Politik, Wirtschaft und – im besonderen Maße – der Finanzwirtschaft. Vermögensverwalter und andere Akteure der Finanzwirtschaft unterliegen kurzfristigen Erfolgszielen, zu denen sie gegenüber Vorständen, Kundinnen und Kunden sowie Aufsichtsbehörden (z.B. Liquiditätsregeln für Banken) Bericht erstatten müssen. Leistungsbeurteilungen und Entlohnung sind in der Regel ebenfalls stark von kurzfristigen Renditen abhängig (HLEG 2018).

Klimabedingte und andere langfristige Risiken überschreiten demnach die kurzfristigen Planungshorizonte der Finanzakteure und finden infolgedessen (fälschlicherweise) keine oder kaum Berücksichtigung. Nachhaltige Investitionsmöglichkeiten erscheinen wiederum weniger attraktiv, da sie nur langfristige Rendite erzielen (PRI 2013; HLEG 2018; UNEP 2015).

Gemäß der HLEG der Europäischen Kommission (2018) hat die Kurzfristigkeit im Finanzsektor in den letzten Jahren noch zugenommen, wie an der durchschnittlichen Haltedauer von Vermögenswerten abzulesen ist. Als besonders bedenklich wird dies im Zusammenhang mit Aktien, Anleihen oder anderen Finanzinstrumenten gesehen, die eigentlich einen langfristigen Anlagehorizont (und zum Teil Stimmrechte) mit sich bringen. Denn wird eine kurzfristige Rendite angestrebt, erhöht dies wiederum den Druck auf Unternehmen – über Aktienkurse oder auf andere

Weise – und führt zu Unterinvestitionen beziehungsweise einer ebenfalls kurzfristig orientierten Gewinnmaximierung (HLEG; Lewis et al. 2016).

Kurzichtigkeit und Kurzfristigkeit des Finanzsektors verhindern jedoch nicht nur die Allokation globaler Kapitalströme in nachhaltige Vermögenswerte. Sie können auch zu einem Interessenkonflikt führen, wenn Kundinnen und Kunden oder Begünstigte an einer nachhaltigen Anlage oder langfristigen Renditemaximierung (bspw. Altersvorsorge) interessiert sind (vgl. hierzu auch Kap. 5.1.3) (HLEG 2018; UNGC et al. 2015).

Wie weiter oben bereits angedeutet, ist die kurzfristige Ausrichtung auf eine Fülle von Faktoren zurückzuführen. Neben gesetzlichen Bestimmungen – etwa zur Rechnungslegung – verstärken diverse Akteure und Praktiken diesen Trend. Im Folgenden sei dies beispielhaft für Ratingagenturen und Indizes illustriert (HLEG 2018):

- Global dominieren gerade einmal drei Agenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) in der Bewertung der Kreditwürdigkeit von Anlagen beziehungsweise Schuldnern und nehmen damit wesentlich Einfluss auf Anlageentscheidungen. Alle drei Ratingagenturen fokussieren auf kurzfristige Risiken und versäumen, ESG-Belange (ausreichend) zu berücksichtigen.
- Am Renten- und Aktienmarkt werden ausgewählte high-profile Indizes (bspw. DAX30, FTSE100) herangezogen, um die Wertentwicklung von Märkten und Portfolios zu beurteilen. Bestimmten passiv gemanagten Fonds dienen diese Indizes zudem als Referenz, die möglichst exakt nachgebildet werden soll (sogenannte Indexfonds). High-profile Indizes nehmen somit wichtigen Einfluss auf die Allokation von Kapital, insbesondere durch Privatanleger²⁷. Abgesehen davon, dass diese Indizes zumeist auf wenige große Unternehmen fokussieren und damit nicht repräsentativ sind, finden Nachhaltigkeitsbelange auch hier keine Berücksichtigung. Zwar gibt es auch eine Reihe speziell auf Nachhaltigkeitsbelange ausgerichtete Indizes²⁸, deren Bedeutung ist (bisher) jedoch weitaus geringer.

So vielfältig die Einflussfaktoren sind, so müssen auch die Lösungsansätze auf verschiedenen Ebenen ansetzen, um die bestehenden Funktionsweisen und Anreizsysteme der unterschiedlichen Akteure zu durchbrechen. Berichte der HLEG (2018) empfehlen in diesem Zusammenhang, bestehende Regularien und Praktiken zunächst einer systematischen Analyse zu unterziehen, um besser zu verstehen, inwiefern sie eine kurzfristige Orientierung fördern beziehungsweise verstärken.

5.2.2 Mangelnde Standardisierung von nachhaltigen Finanzprodukten

In vielen Ländern und Märkten fehlt es an klaren Definitionen und Standards für klimaresistente, grüne oder nachhaltige Anlagen und Finanzprodukte (Bsp. grüne Anleihen). Im Resultat ist der Markt (angeblich) nachhaltiger Anlagen fragmentiert und unzureichend transparent. Investoren fällt es mitunter schwer, Geldströme zuzuteilen (G20 Green Finance Study Group 2016).

Die Entwicklung einer Taxonomie (Klassifikationssystems) bildete dann auch das Herzstück der Empfehlungen der HLEG (2018). Ende 2019 einigten sich EU-Parlament und Ministerrat auf ein entsprechendes Regelwerk, wonach eine wirtschaftliche Aktivität dann als nachhaltig gilt, wenn sie

²⁷ Institutionelle Investoren greifen demgegenüber üblicherweise auf eine größere Zahl von Indizes zurück, darunter auch Nachhaltigkeitsindizes.

²⁸ Vgl. etwa die Nachhaltigkeits- und ESG-Indizes von FTSE Russell. Informationen verfügbar unter: <https://www.ftserussell.com/data/sustainability-and-esg-data/sustainability-esg-indexes>.

wesentlich zu einem der sechs festgelegten Umweltziele²⁹ beiträgt und gleichzeitig keinen erheblichen Schaden im Hinblick auf die anderen fünf Umweltziele verursacht. Darüber hinaus müssen sie robusten, wissenschaftlich fundierten technischen Evaluierungskriterien entsprechen und soziale und Governance-Mindeststandards einhalten (Europäische Kommission 18.12.2019).

Die Taxonomie gilt als Meilenstein. Mithilfe der Taxonomie werden nachhaltige (ebenso wie unnachhaltige) Anlagen transparenter und nachvollziehbarer gemacht, deren Sichtbarkeit erhöht und das Vertrauen von Investoren in nachhaltige Anlagen gestärkt. Der derzeitigen Fragmentierung nachhaltiger Anlagen wird entgegengewirkt. Darüber hinaus kann die Taxonomie die Grundlage für eine Reihe weitere Aktivitäten und Produkte bilden, darunter Indizes, Produktkennzeichnungen oder auch Entscheidungen zur öffentlichen Förderung (HLEG 2018).

Während hierüber ein allgemeiner Rahmen für grüne Investitionen festgelegt wurde, bedarf es noch einer konkreteren Auflistung von nachhaltigen wirtschaftlichen Tätigkeiten und deren Festlegung in entsprechenden Rechtsakten. Für die Ziele Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel liegt bereits ein entsprechender Bericht (Technical Report) der Sachverständigengruppe für ein nachhaltiges Finanzwesen vor (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2019). Die Europäische Kommission sollte ihre Bemühungen in jedem Fall fortsetzen und Berichte für die verbleibenden Umweltziele veröffentlichen.

6 Fazit

Um die Wirtschaft nachhaltiger zu machen, reichen Maßnahmen in der Realwirtschaft nicht aus: Ein Umlenken der Finanzströme ist notwendige Voraussetzung, um Gelder für nachhaltige Investitionen und somit nachhaltiges Wirtschaften bereitzustellen und gleichzeitig ökologisch oder sozial schädlichen Unternehmungen die finanzielle Grundlage zu entziehen.

In den letzten Jahren ist ein deutliches Wachstum von nachhaltigen Investitionsentscheidungen zu verzeichnen (EUROSIF 2015, S. 11 und FNG 2019a, 13 ff). Die Motivation, Nachhaltigkeitskriterien in Finanzentscheidungen einzubeziehen, kann dabei je nach Akteur sehr unterschiedlich sein: Während einige ein intrinsisches Interesse an Nachhaltigkeit haben und mit ihren Entscheidungen soziale oder ökologische Verbesserungen bewirken wollen, sehen andere entsprechende Strategien vor allem als Risikomanagement. Denn in Nachhaltigkeitsbelangen, allen voran dem Klimawandel, werden verstärkt finanzielle Risiken gesehen, welche die langfristige Rentabilität einer Investition bedrohen. Beispiele hierfür sind konkrete physische Schäden durch Umweltereignisse wie Überflutungen oder auch die wirtschaftlichen Auswirkungen steigender CO₂-Preise.

Trotz dieser Erkenntnisse bleibt die Nachhaltigkeit des Finanzsektors – auch Jahre beziehungsweise Jahrzehnte nach Beginn der Nachhaltigkeitsdebatte in den meisten anderen Wirtschaftsbereichen – in der Praxis weiterhin ein Nischenthema: Für Deutschland etwa wird der Anteil am Gesamtmarkt auf zwischen vier bis fünf Prozent geschätzt (FNG 2019a, S. 14). Das Wachstum im Bereich nachhaltiger Anlagen ist dabei praktisch ausschließlich auf institutionelle Anleger zurückzuführen, konkret kirchliche und Wohlfahrtsorganisationen sowie Stiftungen und je nach Land auch Staatsfonds (etwa der Norwegische Pensionsfonds).

Zudem umfassen solche Schätzungen sämtliche Arten „nachhaltiger“ Anlagen, wengleich sich nachhaltige Anlagestrategien und nachhaltige Finanzprodukte in ihrem Ambitionsniveau deutlich

²⁹ 1) Klimaschutz; 2) Anpassung an den Klimawandel; 3) nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen; 4) Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft; 5) Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung; 6) Schutz und Wiederherstellung der biologischen Vielfalt und der Ökosysteme

unterscheiden und keinesfalls grundsätzlich als nachhaltig anzusehen sind.³⁰ So zählt beispielsweise eine Investitionsentscheidung, bei der vorab die Finanzierung von Waffen ausgeschlossen wurde, automatisch zur Kategorie „nachhaltige Finanzen“. Die genannten Zahlen stellen also eine optimistische Überschätzung des tatsächlichen Anteils „nachhaltigen“ Anlagen am Finanzmarkt dar.

Ein wichtiger Schritt ist vor diesem Hintergrund das europäische Klassifikationssystem für nachhaltige Finanzen dar, die so genannte „Taxonomie“³¹. Sie kann als eine Art Kompass verstanden werden, mit dessen Hilfe wirtschaftliche Aktivitäten in Bezug auf bestimmte Umweltthemen als nachhaltig oder nicht nachhaltig eingestuft werden. Erstmals werden so Unternehmen, Projektträger und Emittenten darin unterstützt, wirtschaftliche Aktivitäten einheitlich zu bewerten. Bislang existieren detaillierte Kriterien allerdings nur für den Klimaschutz und Übergang zu einer kohlenstofffreien bzw. kohlenstoffarmen Wirtschaft. Für weitere Umweltthemen steht die konkrete Ausgestaltung noch aus.

Für einen grundlegenden Wandel der Finanzwirtschaft in Richtung Nachhaltigkeit genügt die Taxonomie jedoch nicht. Zum einen ist sie begrenzt auf sechs spezifische ökologische Nachhaltigkeitsdimensionen. Somit spielen soziale Aspekte keine Rolle und es wird kein ganzheitliches Verständnis von Nachhaltigkeit zugrunde gelegt.

Zum anderen ist die Taxonomie auf Tätigkeiten ausgerichtet, die „einen wesentlichen Beitrag“ zu den vorgegebenen Umweltthemen leisten. Die Finanzierung ausgewählter Aktivitäten mit positivem ökologischem Impact führt jedoch nicht automatisch dazu, dass anderen nicht nachhaltigen Aktivitäten die (finanzielle) Grundlage entzogen wird. Wie weiter oben dargestellt, verfolgen bisher nur wenige Finanzakteure nachhaltige Anlagestrategien beziehungsweise machen diese einen geringen Anteil ihrer Portfolios aus. Investoren sind in der Regel nicht gezwungen, (einen Teil) ihre(r) Gelder in nachhaltige Anlagen zu investieren. Es braucht demnach verbindliche Vorgaben, nach welchen Finanzakteure Nachhaltigkeitsbelange in ihrer Risikoanalyse berücksichtigen oder Investoren (zu einem gewissen Anteil) nachhaltige Aktivitäten finanzieren müssen.

Was als weiterer Baustein nachhaltiger Finanzen fehlt, ist die Adressierung jener Unternehmen, deren Aktivitäten laut Definition keinen „wesentlichen“ Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen leisten. Denn für eine nachhaltigere Wirtschaft insgesamt, müssen sich auch diese so nachhaltig wie möglich verhalten. Die Finanzwirtschaft stellt auch hier einen wichtigen Hebel dar.

Um gezielt in vergleichsweise nachhaltige Unternehmen zu investieren, sind verschiedene Optionen denkbar: Eine Möglichkeit wären branchenspezifische Mindeststandards – verglichen mit der Taxonomie ein Nachhaltigkeitsstandard mit deutlich geringerem Anspruch. Solche Standards haben den Vorteil überprüfbar und objektiv zu sein. Andererseits ist die Etablierung solcher Standards aufwändig und die Standards müssten regelmäßig angepasst werden, um ambitioniert zu bleiben. Ebenfalls denkbar wäre eine stärker prozedurale Vorgehensweise: Anknüpfend an die „Best in Class“-Strategie könnten Investoren die Besten einer Branche gezielt unterstützen, auch wenn die Branche an sich nicht als nachhaltig bewertet werden kann. Zur Bewertung, welche Unternehmen

³⁰ Verteilung nachhaltiger Anlagestrategien in Deutschland: Mit 25,9% dominieren Engagement & Stimmrechtsausübung, gefolgt von Ausschlusskriterien (23%), normbasierten Screenings (20,4%), ESG-Integration (16,9%), Best-In-Class (8,2%), nachhaltige Themenfonds (3,4%), sowie Impact Investment (2,3%). Siehe hierzu FNG 2019a, S. 14.

³¹ vgl. hierzu S. 2, Europäische Kommission (2020): Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf, zuletzt geprüft am 15.04.2020

zu den fortschrittlichen ihrer Branche gehören, könnten bestehende Indizes, ESG-Tools o.ä. herangezogen werden.

Abschließend ist zu konstatieren, dass der Bereich nachhaltige Finanzen zwar im Aufstreben begriffen ist und mit der Taxonomie auf europäischer Ebene erstmals ein einheitliches und objektiv überprüfbares Bewertungsschema besteht und fortentwickelt wird. Andererseits wird deutlich, dass die Taxonomie nicht genügt, um ein wirksames Umlenken von Finanzströmen und damit eine nachhaltigere Ausrichtung der Realwirtschaft zu erreichen. Hierfür werden dringend weitere Instrumente sowie verbindliche Vorgaben benötigt.

7 Literaturverzeichnis

Ahrens, Merle (2012): Vergleich der Kritik am (Finanzmarkt)Kapitalismus und der Occupy-Kritik. Online verfügbar unter <https://www.wiso.uni-hamburg.de/fachbereich-sowi/professuren/beyer/archiv/wao-2012-ahrens.pdf>, zuletzt geprüft am 25.02.2020.

Berger, Johannes (2008): Kapitalismusanalyse und Kapitalismuskritik. In: Andrea Maurer (Hg.): Handbuch der Wirtschaftssoziologie. Wiesbaden: VS Verlag, S. 363–381.

Brandt, Mathias (2014): Staatsgelder für Landwirte. Statista. Online verfügbar unter <https://de.statista.com/infografik/2222/anteil-aller-subventionen-an-den-agrareinkommen-in-der-eurozone/>.

Brunn, Christoph; Barth, Regine (2014): CSR Impact – Practitioners Handbook. From CSR to CIAM: Corporate Impact Assessment and Management. An Illustrative Guide for Executives, Managers and Enterprise Stakeholders Seeking to Enhance the Positive Impacts of Responsible Business in Society. Öko-Institut. Darmstadt.

Carbon Tracker Initiative (Hg.) (2017): Stranded Assets. Online verfügbar unter <https://www.carbontracker.org/terms/stranded-assets/>, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

Carney, Mark (2015): Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability. Lloyd's of London, 29.09.2015. Online verfügbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>, zuletzt geprüft am 27.11.2019.

Deutsche Bundesbank (Hg.) (2019): Was ist das Finanzsystem? Begriffe und Definitionen. Online verfügbar unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/finanz-und-waehrungssystem/finanz-und-waehrungsstabilitaet/begriffe-und-definitionen/begriffe-und-definitionen-600020>, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

E3G (Hg.) (2016): A Sustainable Finance Plan for the EU. Online verfügbar unter https://www.e3g.org/docs/A_Sustainable_Finance_Plan_for_the_EU.pdf, zuletzt geprüft am 21.06.2019.

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (Hg.) (2019): Taxonomy Technical Report. Financing a sustainable European economy. Online verfügbar unter https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf, zuletzt geprüft am 27.11.2019.

Europäische Kommission (18.12.2019): Nachhaltiges Finanzwesen: Kommission begrüßt Einigung auf EU-weites Klassifikationssystem für nachhaltige Investitionen (Taxonomie). Brüssel. Online verfügbar unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_19_6793, zuletzt geprüft am 10.02.2020.

European Commission (Hg.) (2019a): Green finance. Online verfügbar unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_en, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

European Commission (Hg.) (2019b): Nachhaltiges Finanzwesen: EU-Finanzsektor soll starker Akteur im Kampf gegen den Klimawandel und für nachhaltiges Wirtschaften werden. Online verfügbar unter https://ec.europa.eu/germany/news/20180524-nachhaltiges-finanzwesen-finanzsektor-starker-akteur-kampf-gegen-den-klimawandel_de, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

EUROSIF (2015): European SRI Study 2014. Brussels. Online verfügbar unter <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>, zuletzt geprüft am 04.03.2020.

Faust, Michael; Kädtler, Jürgen; Wolf, Harald (Hg.) (2017): Finanzmarktkapitalismus? Der Einfluss der Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation.: Campus.

FNG (2019a): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2019. Deutschland, Österreich und die Schweiz. Forum Nachhaltige Geldanlagen. Berlin. Online verfügbar unter https://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng-marktbericht_2019.pdf, zuletzt geprüft am 04.03.2020.

FNG (2019b): Nachhaltige Kapitalanlagen – eine Einstiegshilfe. Berlin. Online verfügbar unter https://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/FNG_Nachhaltige_Kapitalanlagen_-_eine_Einstiegshilfe_Online.pdf, zuletzt geprüft am 04.03.2020.

FOEN (Hg.) (2016): Proposals for a Roadmap towards a Sustainable Financial System in Switzerland.

Forum Nachhaltige Geldanlagen (2019a): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2019 - Deutschland, Österreich und die Schweiz. Online verfügbar unter <https://forum-ng.org/de/fng-marktbericht/fng-marktbericht-2019.html>.

Forum Nachhaltige Geldanlagen (2019b): Nachhaltige Kapitalanlagen – eine Einstiegshilfe. Online verfügbar unter http://forum-ng.org/images/stories/Publikationen/FNG_Nachhaltige_Kapitalanlagen_-_eine_Einstiegshilfe_Online.pdf, zuletzt geprüft am 27.11.2019.

Friede, Gunnar; Busch, Timo; Bassen, Alexander (2015): ESG and financial performance. Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. In: *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4), S. 210–233.

G20 Green Finance Study Group (Hg.) (2016): G20 Green Finance Synthesis Report. Online verfügbar unter http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf, zuletzt geprüft am 21.06.2019.

Gramlich, L.; Gluchowski, P.; Horsch, A.; Schäfer, K.; Waschbusch, G. (Hg.) (2019): Gabler Banklexikon. Sustainable Finance. Online verfügbar unter <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/sustainable-finance-99711>, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

Green and Sustainable Finance Cluster Germany (Hg.) (2018): Zukunft gestalten - grüne und nachhaltige Finanzierung in Deutschland. Online verfügbar unter <https://gsfc-germany.com/wp-content/uploads/2018/08/GSFCG-ReportDE0818web.pdf>, zuletzt geprüft am 27.11.2019.

Green Climate Fund (Hg.) (2017): Analysis of barriers to crowding-in and maximizing the engagement of the private sector, including Private Sector Advisory Group recommendations. Online verfügbar unter https://www.greenclimate.fund/documents/20182/751020/GCF_B.17_03_-_Analysis_of_barriers_to_crowding_in_and_maximizing_the_engagement_of_the_private_sector_including_Private_Sector_Advisory_Group_recommendations.pdf/05d6f6aa-524e-4a3c-8ca6-15d45a3c699b, zuletzt geprüft am 21.06.2019.

Gupta, S.; Harnisch, J.; Barua, D. C.; Chingambo, L.; Frankel, P.; Garrido Vázquez, R. J. et al. (2014): Cross-cutting Investment and Finance Issues. In: O. Edenhofer, R. Pichs-Madruga, Y. Sokona, E. Farahani, S. Kadner, K. Seyboth et al. (Hg.): *Climate Change 2014: Mitigation of Climate Change. Contribution of Working Group III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*: Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom and New York, NY, USA.

- Heath, Alyssa; Neuneyer, Dustin; Martindale, Will (2017): Treuhänderische Pflicht im 21. Jahrhundert. Roadmap für Deutschland. Hg. v. UNEP FI, PRI und generation foundation.
- HLEG (2018): Financing a sustainable European economy. Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Secretariat provided by the European Commission. High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Brussels.
- HSBC (Hg.) (2018): HSBC Sustainable Financing and ESG Investing report. Online verfügbar unter <https://www.gbm.hsbc.com/insights/sustainable-financing/sustainable-financing-and-esg-investing-report>, zuletzt geprüft am 21.06.2019.
- Hübner, Gerd (2015): So teilt sich der weltweite Finanzmarkt auf. Finanzen100. Online verfügbar unter https://www.finanzen100.de/finanznachrichten/wirtschaft/statistik-so-teilt-sich-der-weltweite-finanzmarkt-auf_H778376918_77478/, zuletzt geprüft am 04.03.2020.
- Kern, Alexander (2019): Can banking regulation address climate change? Milken Institute Review. Online verfügbar unter <https://www.milkenreview.org/articles/can-banking-regulation-address-climate-change>, zuletzt geprüft am 27.11.2019.
- Lewis, Elizabeth; Pinchot, Ariel; Christianson, Giulia (2016): Navigating the sustainable investment landscape. Hg. v. World Resources Institute. Washington, DC: World Resources Institute. Online verfügbar unter <https://www.wri.org/publication/sustainable-investment-landscape>, zuletzt geprüft am 21.06.2019.
- Loske, Reinhard; Bausch, Camilla (2018): Geld, Finanzwirtschaft und Nachhaltigkeit. Nachhaltigkeitsforschung sozial-ökologisch gestalten. Ergebnis der Agenda-Konferenz für die Sozial-ökologische Forschung 19./20. September 2018 in Kassel. Finalisierte Themenpapiere. Online verfügbar unter <https://www.fona.de/de/aktuelles/veranstaltungen/2018/agendakonferenz-prozess.php>, zuletzt geprüft am 27.11.2019.
- Lutz, Viola; Stadelmann, Martin (2016): Mögliche Auswirkungen des Klimawandels auf die Finanzmarktstabilität. Hg. v. South Pole Carbon Asset Management. Online verfügbar unter <https://yoursri.com/media-new/download/20161021-bmf-final-deutsch.pdf>, zuletzt geprüft am 21.06.2019.
- Lütz, Susanne (2008): Finanzmärkte. In: Andrea Maurer (Hg.): Handbuch der Wirtschaftssoziologie. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, S. 341–360.
- Onischka, Mathias (2009): Definition von Klimarisiken und Systematisierung in Risikokaskaden. Mainstreaming von Klimarisiken und -chancen im Finanzsektor. Hg. v. Wuppertal Institut für Klima, Umwelt und Energie. Online verfügbar unter https://wupperinst.org/uploads/tx_wupperinst/CM_Def_Klimarisiken.pdf, zuletzt geprüft am 10.02.2020.
- PRI (Hg.) (2013): Overcoming strategic barriers to a sustainable financial system.
- Rockström, Johan; Steffen, Will; Noone, Kevin; Persson, Åsa; Chapin, F. Stuart; Lambin, Eric et al. (2009): Planetary Boundaries. Exploring the Safe Operating Space for Humanity. In: *Ecology and Society* 14 (2), zuletzt geprüft am 06.11.2014.
- Sullivan, Rory (2014): Climate Change: Implications for Investors and Financial Institutions. Key Findings from the Intergovernmental Panel on Climate Change Fifth Assessment Report.
- Swiss Sustainable Finance (Hg.) (2019): What is Sustainable Finance? Online verfügbar unter https://www.sustainablefinance.ch/en/what-is-sustainable-finance-_content---1--1055.html, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

TCFD (Hg.) (2017): Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Final Report. Online verfügbar unter <https://www.fsb-tcfd.org/publications/final-recommendations-report/>, zuletzt geprüft am 21.06.2019.

The Global Impact Investing Network (GIIN) (2019): Sizing the Impact Investing Market. New York. Online verfügbar unter https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf, zuletzt geprüft am 04.03.2020.

UN Environment (Hg.) (2018): Making waves. Aligning the financial system with sustainable development. Online verfügbar unter http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/04/Making_Waves_lowres.pdf, zuletzt geprüft am 21.06.2019.

UNCTAD (2014): World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan. New York & Geneva.

UNEP (Hg.) (2015): The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development.

UNEPFI (Hg.) (2019): About United Nations Environment Programme Finance Initiative. Online verfügbar unter <https://www.unepfi.org/about/>, zuletzt aktualisiert am 27.11.2019.

UNGC; UNEP FI; PRI (Hg.) (2015): Fiduciary duty in the 21st century.

Weber, Olaf (2018): The Financial Sector and the SDGs. Interconnections and Future Directions. CIGI Papers No. 201. Hg. v. Center for International Governance Innovation.

Windolf, Paul (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen.

World Economic Forum (Hg.) (2020): The Global Risks Report 2020. Online verfügbar unter <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>, zuletzt geprüft am 09.03.2020.