



Die Wirkungskanäle von Sustainable Finance

Früher belächelt, heute ein Hoffnungsträger der Green Economy

Von Prof. Dr. Christian Klein und Prof. Dr. Marco Wilkens

Unter Sustainable Finance werden zwei Entwicklungen in der Disziplin Finance subsumiert, die für Unternehmen immer relevanter werden. Die erste beschäftigt sich mit der Frage, welche Auswirkungen sich für Unternehmen aus Veränderungen des Unternehmensumfelds in Richtung Nachhaltigkeit und hier insbesondere der Transformation der Wirtschaft in Richtung Green Economy ergeben. Im Zusammenhang mit dem Klimawandel stellt sich zum Beispiel die Frage, welche Konsequenzen ein Erreichen der Pariser Klimaziele auf die Geschäftsmodelle von Unternehmen hätte. Die zweite Entwicklung in Sustainable Finance beschäftigt sich damit, ob und wie die an der Finanzwirtschaft Beteiligten einen Beitrag zur Nachhaltigkeit leisten können, wie also zum Beispiel Kapitalanleger Unternehmen veranlassen können, ihre Geschäftsmodelle mit den Pariser Klimazielen in Einklang zu bringen.

Sustainable Finance basierte einige Jahrzehnte lang auf eher freiwilligen Bekenntnissen und Maßnahmen von Unternehmen und Kapitalanlegern und spielte daher eine eher untergeordnete Rolle, die teilweise sogar belächelt wurde. Aktuell werden aber immer mehr regulatorische Rahmenbedingungen geschaffen, die die Ziele von Sustainable Fi-

nance in gesellschaftlich verbindliche Normen für Unternehmen gießen und damit verpflichtend machen. Daher wird es für Unternehmen immer relevanter, sich mit den aktuellen Entwicklungen auf diesem Gebiet zu beschäftigen.

Game Changer EU

Die EU nimmt in dieser Hinsicht eine zentrale Rolle ein. Von den beschlossenen beziehungsweise geplanten Maßnahmen werden immense Auswirkungen auf Unternehmen erwartet. Insbesondere die EU-Taxonomie wird zum Game Changer, denn alle relevanten Unternehmen werden künftig quantifizieren müssen, welcher Anteil ihrer Wirtschaftsaktivitäten und Investitionen „Taxonomie-konform“ ist, also vereinfachend gesagt, dem Transformationsprozess in Richtung Green Economy gerecht wird.

Darüber hinaus werden weitere Maßnahmen der EU das Umfeld für Unternehmen grundlegend ändern, wie neue Publikationsvorschriften in Form der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) und der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). An diese dann öffentlich verfügbaren Informationen lässt sich vieles knüpfen. So werden zum Beispiel Assetmanager auswei-

sen müssen, welcher Anteil ihrer Portfolios „Taxonomie-konform“ ist. Darüber hinaus wird es „staatliche Siegel“ für Finanzprodukte geben, wie sie bereits vom EU-Eco-Label bekannt sind. Und schließlich ist beschlossen, dass auf nachhaltige Finanzprodukte in der Anlageberatung explizit hinzuweisen ist (MiFID II). Diese Aufzählung regulatorischer Maßnahmen ließe sich leicht fortsetzen.

Mit diesen Maßnahmen sollen die Finanzströme mit dem Ziel der Finanzierung des Transformationsprozesses der Wirtschaft zur Green Economy umgeleitet werden. Darauf weisen immer häufiger und lauter die Europäische Union und in letzter Zeit auch die Bundesregierung explizit hin. Der Finanzwirtschaft wird sogar eine „zentrale Rolle“ bei der Transformation der Wirtschaft zugewiesen. Das Potential für Sustainable Finance, einen Beitrag zur Nachhaltigkeit der Wirtschaft zu leisten, wird damit auf ein neues Niveau gehoben.

Im Mainstream angekommen

Nicht zuletzt durch die massive regulatorische Unterstützung ist Sustainable Finance im Mainstream der Finanzpraxis und Wissenschaft angekommen. Aktuell werden aber einige kritische Stimmen laut: So wird daran

gezweifelt, dass Sustainable Finance überhaupt einen Beitrag zur Lösung der Nachhaltigkeitsprobleme dieser Welt liefern könnte. Prominent sind hier insbesondere die Äußerungen von Tariq Fancy, einem ehemaligen Mitarbeiter von Blackrock. Zugleich werfen Verbraucherzentralen einzelnen Fondsgesellschaften vor, dass Werbebotschaften wie „Wenn Sie in den Fonds ABC 10.000 Euro investieren, dann reduzieren Sie den CO₂-Ausstoß in Deutschland um x Tonnen“ irreführend sind – und erregen damit große Aufmerksamkeit.

Welchen Einfluss wird Sustainable Finance auf die Wirtschaft und letztlich die Unternehmen und die Umwelt tatsächlich haben? Sollten Unternehmer die Entwicklungen rund um Sustainable Finance nicht einfach als kurzfristige Modeerscheinung ansehen und diese Entwicklung einfach aussitzen? Oder sollten sie schon im eigenen Interesse schnell auf den Zug in Richtung Nachhaltigkeit aufspringen?

Was wissen wir?

Die entfachte Diskussion zur Wirkung von Sustainable Finance ist begrüßenswert, denn viel zu lange wurde nicht zuletzt von Teilen der Finanzindustrie mit der Eigenschaft der Nachhaltigkeit von Finanzprodukten geworben – ohne hinreichend zu hinterfragen, ob und wie mit Finanzprodukten wirklich Veränderungen in der Realwirtschaft erzielt werden können. Letztlich sollten wir aber daran interessiert sein, nur diejenigen Instrumente und Methoden aus dem „Baukasten Sustainable Finance“ einzusetzen und zu fördern, die in der Realität auch etwas bewirken. Ansonsten besteht die Gefahr, dass lediglich Kosten für alle Beteiligten generiert werden, dies von anderen wirkungsvolleren Maßnahmen ablenkt und zum Greenwashing von Unternehmen, Anlegern und der Politik genutzt wird.

Aber was wissen wir wirklich über die reale Wirkung von Sustainable Finance? In prinzipieller Hinsicht zwar viel, in empirischer Hinsicht aber noch relativ wenig.

Auf der Habenseite der Wissenschaft können wir verbuchen, dass die möglichen Wirkungskanäle für Sustainable Finance identifi-

ziert sowie gut beschrieben und systematisiert sind. Diese möglichen Wirkungskanäle sind wesentlich umfangreicher, als es die neoklassische Finance-Theorie vermuten lässt (siehe hierzu auch das Gutachten der Autoren im Auftrag des Bundesverbands der Verbraucherzentralen).

Zu unterscheiden sind direkte und indirekte Wirkungskanäle von Sustainable Finance. Direkte Wirkungen liegen vor, wenn über den Kauf beziehungsweise Verkauf und das Halten von Finanztiteln Auswirkungen auf die Kapitalkosten von Unternehmen generiert werden oder wenn über Mitspracherechte der Aktionäre die Unternehmenspolitik beeinflusst wird („Voting and Voicing“). Auch das Bereitstellen von Risikokapital für grüne Start-ups zählt hierzu, sofern diese sonst keine Finanzierung erhalten, sowie analog die schon länger bekannten Maßnahmen auf dem Gebiet Micro-Finance. Indirekte Wirkungen ergeben sich insbesondere, wenn Sustainable Finance zu Änderungen der Cashflows von Unternehmen führt. Auf beide Kategorien von Wirkungen sollten sich Unternehmen einstellen.

Auf der Sollseite der Wissenschaft ist festzustellen, dass bisher noch recht wenige und zugleich oft nur recht spezifische Studien existieren, die zeigen konnten, dass über diese möglichen Wirkungskanäle bereits in der Vergangenheit empirisch messbare Wirkungen erzielt wurden. Das bedeutet im Umkehrschluss aber natürlich nicht, dass in der Vergangenheit keine Wirkungen erzielt wurden beziehungsweise in der Zukunft keine Wirkungen erzielt und empirisch gemessen werden können.

Warum ist die Wissenschaft nicht weiter? Zum einen fängt die Wissenschaft erst jetzt in der Breite damit an, sich mit der empirischen Messung der Nachhaltigkeitswirkung zu be-

schäftigen. Zum anderen setzen messbare Wirkungen voraus, dass bereits über eine längere Zeit und in einem hinreichend großen Umfang Strategien im Bereich Sustainable Finance umgesetzt wurden und diese sich in historischen Daten niedergeschlagen haben. Insofern ist zu erwarten, dass die Wirkungskanäle in Zukunft auch in empirischer Hinsicht besser validiert werden können.

Direkte Wirkungen auf Unternehmen

Ein zentraler direkter Wirkungskanal von Sustainable Finance zielt darauf ab, die Kapitalkosten von Unternehmen zu beeinflussen. So könnte versucht werden, nachhaltige Unternehmen mit niedrigeren Kapitalkosten zu belohnen und umgekehrt. Niedrigere Kapitalkosten für Unternehmen bedeuten zugleich niedrigere Renditen für Kapitalanleger. Aktuell sehen wir tatsächlich etwas geringere Renditen von grünen gegenüber vergleichbaren nicht-grünen Anleihen. Das bedeutet, dass grüne Unternehmen etwas bessere Finanzierungsbedingungen haben. Daraus resultierende Wettbewerbsvorteile könnten zu mehr nachhaltigen Investitionen führen. Unternehmen sollten sich also bewusst sein, dass der Grad der Nachhaltigkeit ihrer Unternehmen die Kurse und Renditen ihrer Finanz-





titel und damit ihre Kapitalkosten beeinflussen könnten.

Ebenso ist offensichtlich, dass durch Shareholder-Engagement, also eine Nutzung der Aktionärsrechte für Nachhaltigkeitsbelange, durchaus direkte Wirkungen erzielt werden können. Dass ein solches Engagement grundsätzlich erfolgreich sein kann, ist inzwischen hinreichend nachgewiesen. Und auch hier lassen die aktuellen Entwicklungen erwarten, dass die Stärke dieses Wirkungskanals zunehmen wird. Konkret bedeutet das insbesondere für nicht-nachhaltige Unternehmen, dass sie sich zunehmend mit „kritischen Aktionären“ beschäftigen müssen und so der Druck in Richtung nachhaltiger Geschäftsmodelle zunimmt.

Indirekte Auswirkungen auf Unternehmen

Insbesondere die indirekten Wirkungskanäle von Sustainable Finance werden oft übersehen und unterschätzt. Ein einfaches Beispiel hierfür ist, dass sich Kapitalanleger im Kontext ihrer Anlageentscheidungen mit Aspekten der Nachhaltigkeit beschäftigen und in der Konsequenz ihr Konsumverhalten ändern. Verhaltensänderungen können sich

aber auch direkt auf Unternehmensebene ergeben. Beispielsweise zeigen Studien, dass Unternehmen, die über ihre Nachhaltigkeitsbemühungen berichten (müssen), auch ihre Nachhaltigkeitsbemühungen erhöhen. Dies kann sich auch auf die Rekrutierung von Mitarbeitern auswirken. Denn wer möchte, bildlich gesprochen, für ein Unternehmen arbeiten, das in den Top 10 der dreckigsten Unternehmen öffentlich gerant ist?

Je mehr Informationen über den Grad der Nachhaltigkeit der Unternehmen öffentlich bekannt sind, desto größer werden diese indirekten Wirkungen auf die Unternehmen sein. Gerade Reputationswirkungen sollten von Unternehmen daher nicht unterschätzt werden, auch wenn deren Auswirkungen in der Regel empirisch kaum quantifizierbar sein werden.

Großes Potential

Wir sehen großes Potential in den verschiedenen Wirkungskanälen von Sustainable Finance, die hier nur beispielhaft veranschaulicht werden konnten. Daher sind wir sehr optimistisch, dass über Sustainable Finance ein nennenswerter Beitrag zur Lösung der aktuellen Probleme unserer Welt geleistet werden kann. Am drängendsten dürften in diesem Zusammenhang die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens sein. Aber auch die Themen Biodiversität, Kreislaufwirtschaft, Wasserverfügbarkeit und so weiter werden zeitnah relevant für alle Unternehmen werden – die EU hat all dies auf ihrer Agenda, die EU-Taxonomie wird auch diesbezüglich bald vorliegen.

Die Politik hat in den vergangenen zwei Jahren sehr viel im Sinne von Sustainable Finance angestoßen. Das ist erfreulich, darf jedoch nicht dazu führen, dass andere regulatorische Maßnahmen unterbleiben. Sustai-

nable Finance darf insbesondere nicht zum Papierschein für persönliche, unternehmerische und politische Bemühungen zur Lösung aller globalen Probleme verstanden werden. Sowohl die Finanzpraxis als auch die Wissenschaft sollten sich daher weiter darum bemühen zu überlegen, wie Sustainable Finance die größtmögliche Wirkung entfalten kann.

Zusammenfassend ist allen Unternehmen zu empfehlen, die aktuellen Entwicklungen in Richtung Nachhaltigkeit aufmerksam zu verfolgen und entsprechend zu berücksichtigen. Die derzeitigen Dynamiken legen ein proaktives Handeln nahe, auch um die damit verbundenen Chancen nutzen zu können.

Prof. Dr. Christian Klein leitet an der Universität Kassel das Fachgebiet Nachhaltige Finanzwirtschaft und ist Mitglied der Wissenschaftsplattform Sustainable Finance (wpsf.de). Seine Forschungsschwerpunkte liegen unter anderem in der Messung des Beitrags, den nachhaltige Anlageprodukte zur Erreichung der Sustainable Development Goals leisten können, und in der zugrundeliegenden Motivation von Investoren mit nachhaltigem Ansatz. Seit 2021 führt er den Vorsitz des Nachhaltigkeitsbeirats der Bayer AG.

Prof. Dr. Marco Wilkens ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanz- und Bankwirtschaft an der Universität Augsburg. Darüber hinaus ist er Mitglied der Wissenschaftsplattform Sustainable Finance (wpsf.de), des Zentrums für Klimaresilienz Augsburg und der Beiräte von VfU und FNG. Seine Forschungs- und Drittmittelaktivitäten liegen in der quantitativen Kapitalmarktforschung mit den Schwerpunkten Sustainable Finance, Climate Finance und Impact nachhaltiger Finanzprodukte.