

# Wissenschaftsplattform Sustainable Finance



U N I K A S S E L  
V E R S I T Ä T

DIW BERLIN



Frankfurt School  
FS-UNEP Collaborating Centre  
for Climate & Sustainable Energy Finance



Gefördert durch

STIFTUNG  
MERCATOR



Bundesministerium  
für Umwelt, Naturschutz  
und nukleare Sicherheit

**Schmalenbach-Gesellschaft**

**Arbeitskreis „Strategieentwicklung und Controlling in Banken“**

**Sustainable Finance in Forschung und Praxis: Die Frage nach dem Impact –  
Wie erzielen Finanzprodukte eine transformative Wirkung?**

Christian Klein Marco Wilkens

---

# Was bedeutet Sustainable Finance? (am Beispiel Klimawandel)

## Sustainable Finance...

beschäftigt sich mit den **Auswirkungen des Klimaschutzes auf die Finanzwirtschaft.**

(ESG Investing)

👉 **Risikomanagement**



# Was bedeutet Sustainable Finance? (am Beispiel Klimawandel)

## Sustainable Finance...

beschäftigt sich mit der Frage, **wie die Finanzwirtschaft in den Klimaschutz einbezogen werden kann** (und für den Klimaschutz genutzt werden kann).

(Impact Investing)

☞ **Impact**

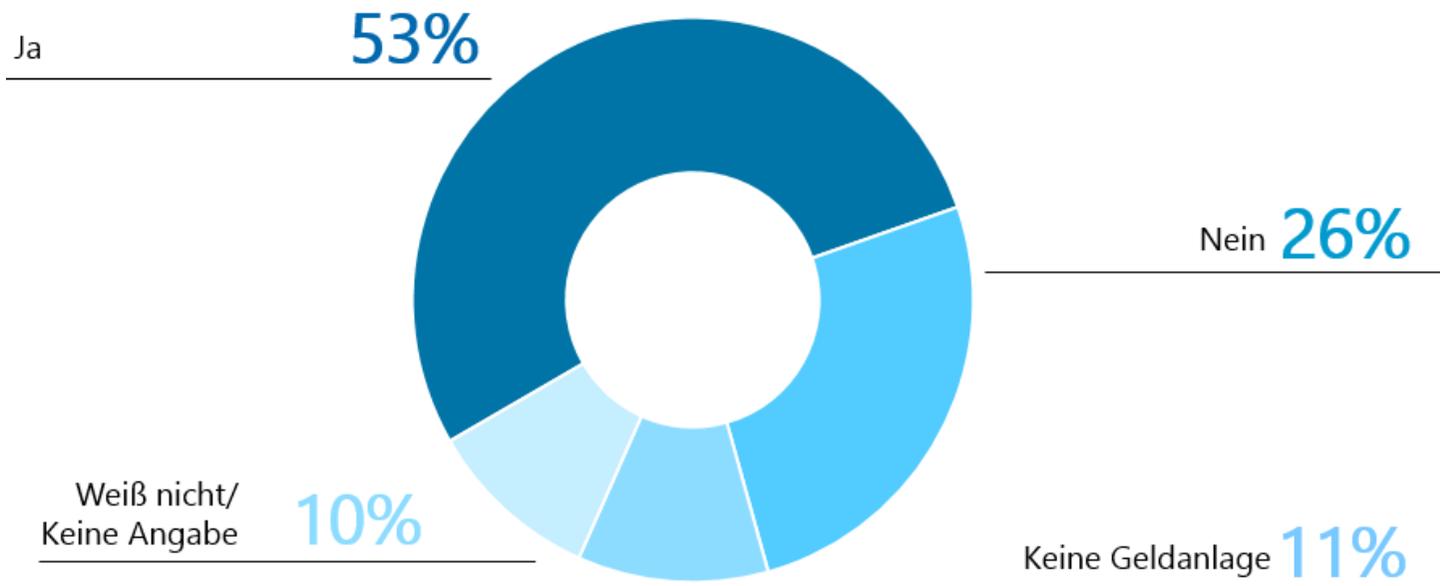


# Was bedeutet Sustainable Finance?

- **Sustainable Finance 1.0:** Ausschlusskriterien
- **Sustainable Finance 2.0:** ESG Kriterien
- **Sustainable Finance 3.0:** Impact

# JEDER ZWEITE VERBRAUCHER IST GRUNDSÄTZLICH BEREIT, GELD NACHHALTIG ANZULEGEN

**Frage:** Würden Sie Ihr Geld grundsätzlich nachhaltig, also nach ethischen, sozialen oder ökologisches Kriterien anlegen?



# Markt "Grüner" Finanzprodukte wächst stetig

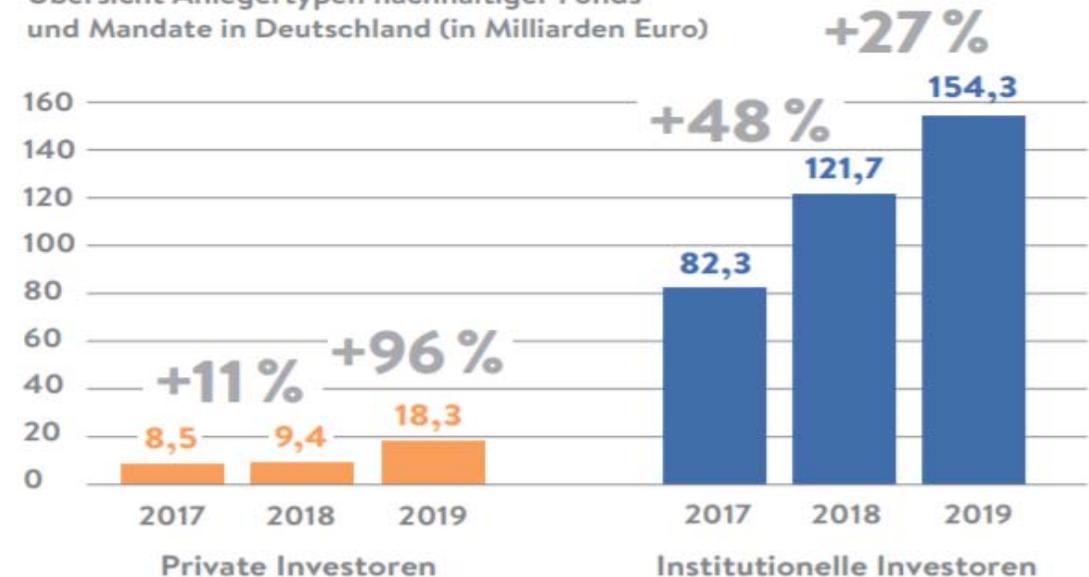
## Nachhaltige Geldanlagen

Nachhaltige Geldanlagen in Deutschland 2019 (in Milliarden Euro)



**Vielfältige neue und innovative  
„Grüne“ Finanzprodukte  
Und entsprechende „Güte-Siegel“**

Übersicht Anlegertypen nachhaltiger Fonds und Mandate in Deutschland (in Milliarden Euro)



[fng-marktbericht.org/wp-content/uploads/2020/06/FNG\\_Marktbericht2020\\_Factsheet\\_DE.pdf](http://fng-marktbericht.org/wp-content/uploads/2020/06/FNG_Marktbericht2020_Factsheet_DE.pdf)

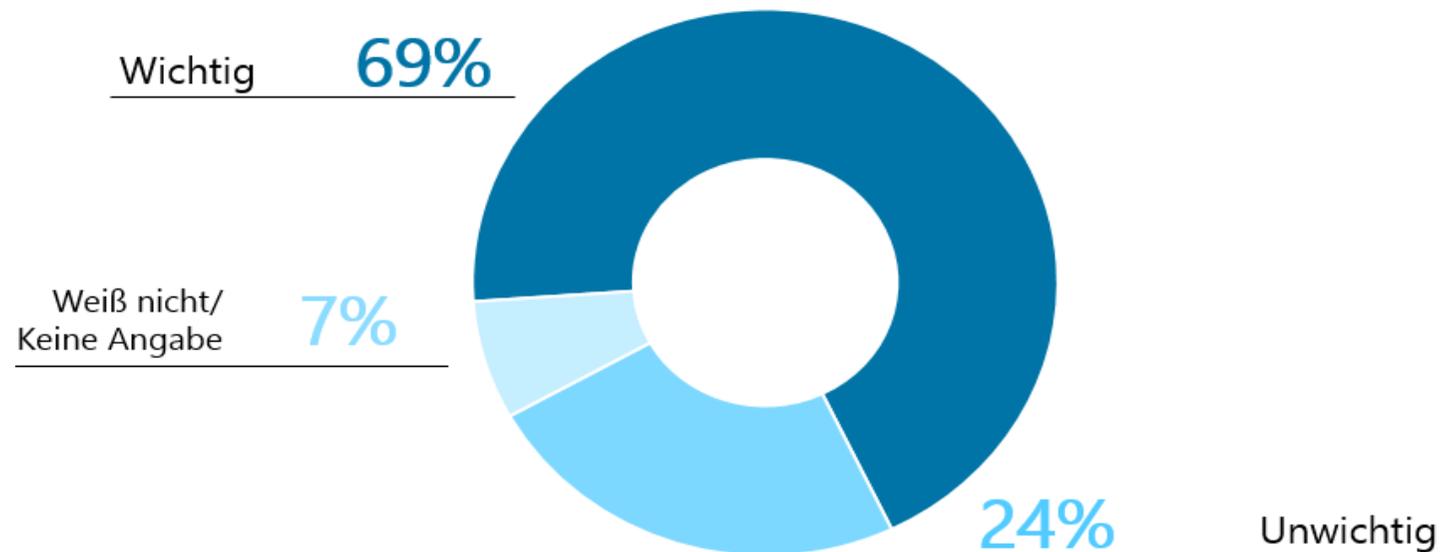
# Neuer Ansatz: Von ESG zu SDG



Hier:  
**Finanzieren die Unternehmen  
und Projekte, „die auf diese  
17 Ziele einzahlen“**

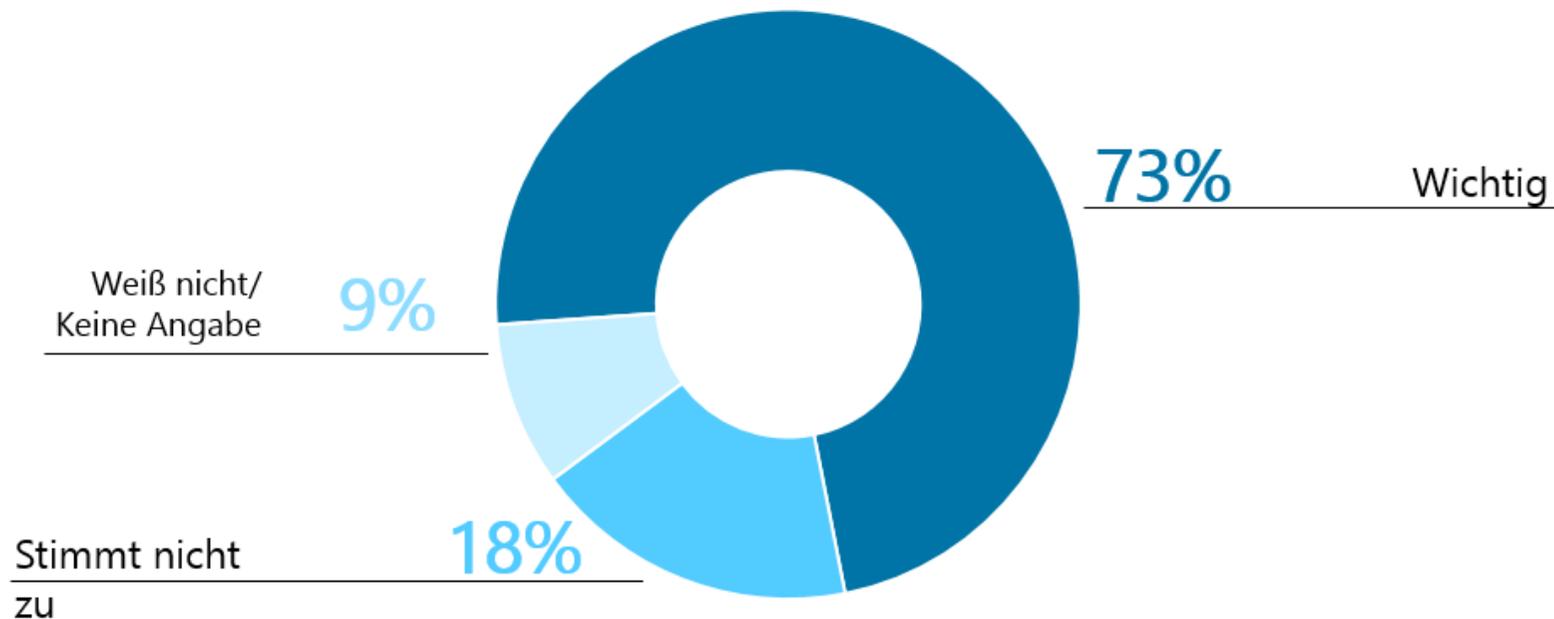
# EIN MESSBARER BEITRAG ZUR NACHHALTIGKEIT IST MEHR ALS ZWEI VON DREI VERBRAUCHERN WICHTIG

**Frage:** Wie wichtig ist Ihnen, dass eine nachhaltige Anlage einen messbaren Beitrag zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen leistet?



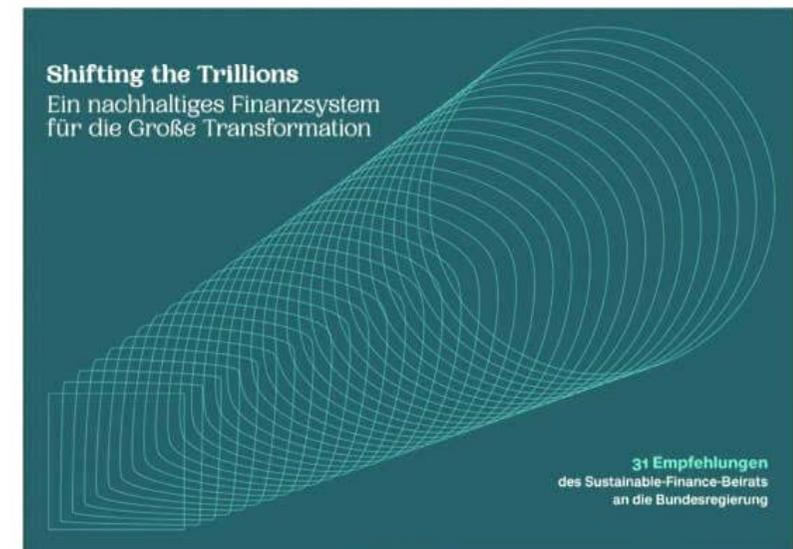
# 73 PROZENT DER VERBRAUCHER FÜR KLARE REGELN BEI WERBEVERSPRECHEN

**Frage:** Wie stehen Sie zu der folgenden Aussage: "Anbieter von Finanzanlagen dürfen eine Anlage nur dann als nachhaltig bezeichnen, wenn diese auch einen messbaren Beitrag zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen leistet"



# Bericht des Sustainable Finance Beirats der Bundesregierung

- „**Impact**“ 73x im Dokument
- Empfehlung 21: **Impact**-Produkte
- Empfehlung 28: Transformations-  
und **Impact**fonds

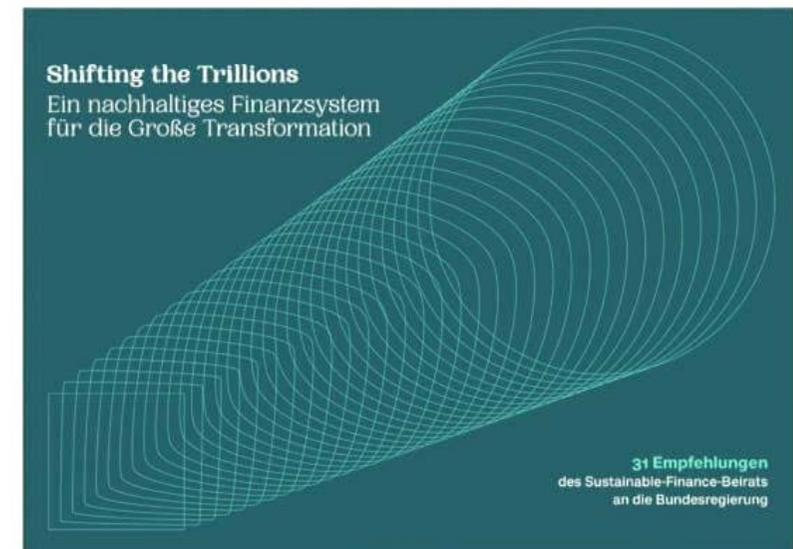


# Definition Impact Investing lt. Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung

*„**Impact** Investments sind Investitionen, die neben dem Erwirtschaften einer finanziellen Rendite **positive soziale und/oder ökologische Wirkungen erzielen und sie nachweisbar messen.**“*

*Ziel von **Impact** Investments ist es, eine **zusätzliche positive Veränderung** hinsichtlich der internationalen Klima- und Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.“*

S. 39.



# Empfehlung des Sustainable Finance Beirats: Forschung

„Die **Wirkung von Finanzmarktprodukten** und Investitionsstrategien (ihre **Impact- und Outcome-Effekte**) sind **noch nicht umfassend erforscht**. Insbesondere fehlt es an **Daten**, um die **Hebelwirkung solcher Produkte** für die Transformation der Realwirtschaft messbar zu machen.

Daher sollten **wissenschaftliche Messmethoden** entwickelt werden, um die **Wirkungsweisen von ESG-Ansätzen** im Finanzmarkt unterscheiden zu können und so eine **größere Markttransparenz** herzustellen.

Gesucht wird eine **Methode, die Impact- und Outcome-Effekte von Finanzmarktprodukten** auf der Fremd- wie auf der Eigenkapitalseite systematisch erfasst.“ S. 27.

# Impact: Die Wirkung von Nachhaltigen Geldanlagen

<https://www.vzbv.de/pressemitteilung/greenwashing-risiko-bei-nachhaltigen-geldanlagen>



vzbv veröffentlicht Gutachten und Umfrage zur Wirkung nachhaltiger Geldanlagen

Quelle: weerapat1003 - Adobe Stock

- Gutachten: Kaum direkte Wirkung „nachhaltiger“ Geldanlagen nachweisbar.
- Für die Mehrheit der Verbraucherinnen und Verbraucher (69 Prozent) ist die Wirkung von nachhaltigen Geldanlagen laut Umfrage wichtig.
- vzbv fordert Maßnahmen gegen Vertriebsmissbrauch.

## Irreführender "Impact-Rechner"? Verbraucherschützer verklagen Deka

Wer 10.000 Euro in den Impact-Aktienfonds der Deka investiert, spart 575 Kilogramm Kohlendioxid und 6,71 Tonnen Abfall. So steht es auf der Website der Sparkassentochter. Doch dafür gebe es keinen Beweis, argumentiert die Verbraucherzentrale Baden-Württemberg – und zieht vor Gericht.

Als nachhaltig beworbene Geldanlagen führen nicht automatisch zu mehr Nachhaltigkeit. Zu diesem Fazit kommt ein Gutachten der Wirtschaftswissenschaftler Prof. Dr. Marco Wilkens und Prof. Dr. Christian Klein im Auftrag des vzbv. Zwar können nachhaltige Geldanlagen durchaus eine positive Wirkung entfalten. Wahrscheinlicher sind dabei indirekte Effekte, zum Beispiel, wenn Verbraucher über eine Geldanlage für das Thema Nachhaltigkeit sensibilisiert werden. Direkte Effekte über den

### wie wirksam ist nachhaltiges Investment?

**vzbv warnt vor Greenwashing bei nachhaltigen Geldanlagen**

Der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) hat ein Gutachten sowie eine Umfrage zur Wirkung nachhaltiger Geldanlagen veröffentlicht. Demnach ist kaum eine direkte Wirkung nachhaltiger Geldanlagen nachweisbar. Der vzbv fordert daher Maßnahmen gegen Vertriebsmissbrauch in Form von Greenwashing.

Is nachhaltig beworbene Geldanlagen führen nicht automatisch zu mehr Nachhaltigkeit. Zu diesem Fazit kommt ein Gutachten der Wirtschaftswissenschaftler Prof. Dr. Marco Wilkens und Prof. Dr. Christian Klein im Auftrag des vzbv.

**WENN DU NICHT MEHR BIST, WAS DU BIST.**

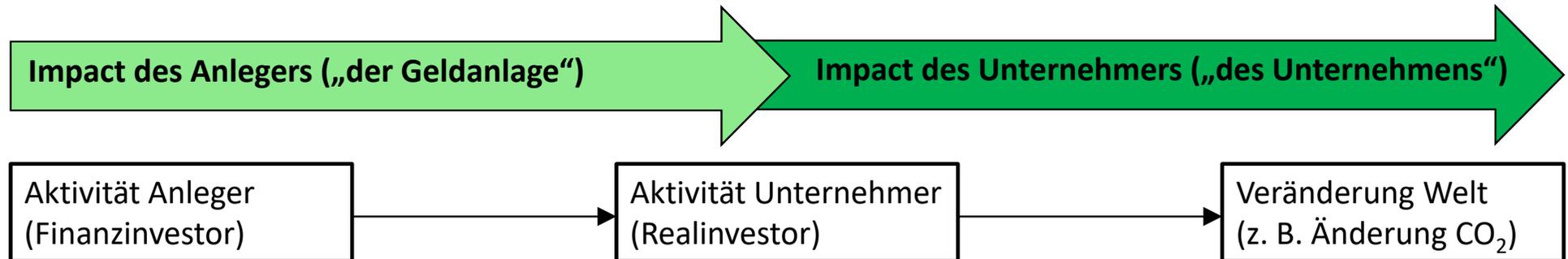
Nachhaltigkeit in der Geldanlage, beworbene Geldanlagen führen. Nachhaltigkeit. Zu diesem Fazit einer Umfrage des Meinungsforschungsinstituts des vzbv, erstellt wurde. Finanz, einem der Gutachtenautoren u Greenwashing.

Die Wirtschaftswissenschaftler Prof. Dr. Christian Klein habe Bundesverband e.V. (vzbv) das verfasst. Die Gutachter kommen zu dem Schluss, dass nachhaltige Geldanlagen nicht automatisch zu mehr Nachhaltigkeit führen.

Frankfurt, dpa

Nachhaltige Geldanlagen boomen - und viele Anbieter werben mit verlockenden Naturbildern. Doch ist, wo Nachhaltigkeit draufsteht, auch immer Nachhaltigkeit drin? Das zumindest bezweifeln Verbraucherschützer und Experten und fordern klarere Kriterien für den wachsenden Markt

# Definition Impact nicht trivial



Ähnlich in Kölbel et al. (2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, Organization & Environment, S. 1-21.

## Generelle Möglichkeiten der Definition von Impact

1. Eine Geldanlage hat einen Impact, wenn darüber finanzierte Unternehmen einen Impact haben  
(→ **Wirkung der Geldanlagen unerheblich**)
2. Eine Geldanlage hat einen Impact, wenn die Geldanlagen dazu führen, dass Unternehmen nachhaltiger werden (→ **Additivität der Geldanlagen**)

Wirkungen müssen „nur“ zu erwarten sein (also nicht im Einzelfall bewiesen)

→ Wirkungskanäle müssen **ökonomisch plausibel** und sollten **empirisch bestätigt** sein

# Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (4. Januar 2021)

Prof. Dr. Marco Wilkens (Universität Augsburg) und Prof. Dr. Christian Klein (Universität Kassel)

## WELCHE TRANSFORMATIVEN WIRKUNGEN KÖNNEN NACHHALTIGE GELDANLAGEN DURCH VERBRAUCHERINNEN UND VERBRAUCHER HABEN?

### I. EINLEITUNG

### II. EINORDNUNG UND ABGRENZUNG DER FRAGESTELLUNG

### III. DREI IMPACT-KLASSEN FÜR GELDANLAGEN

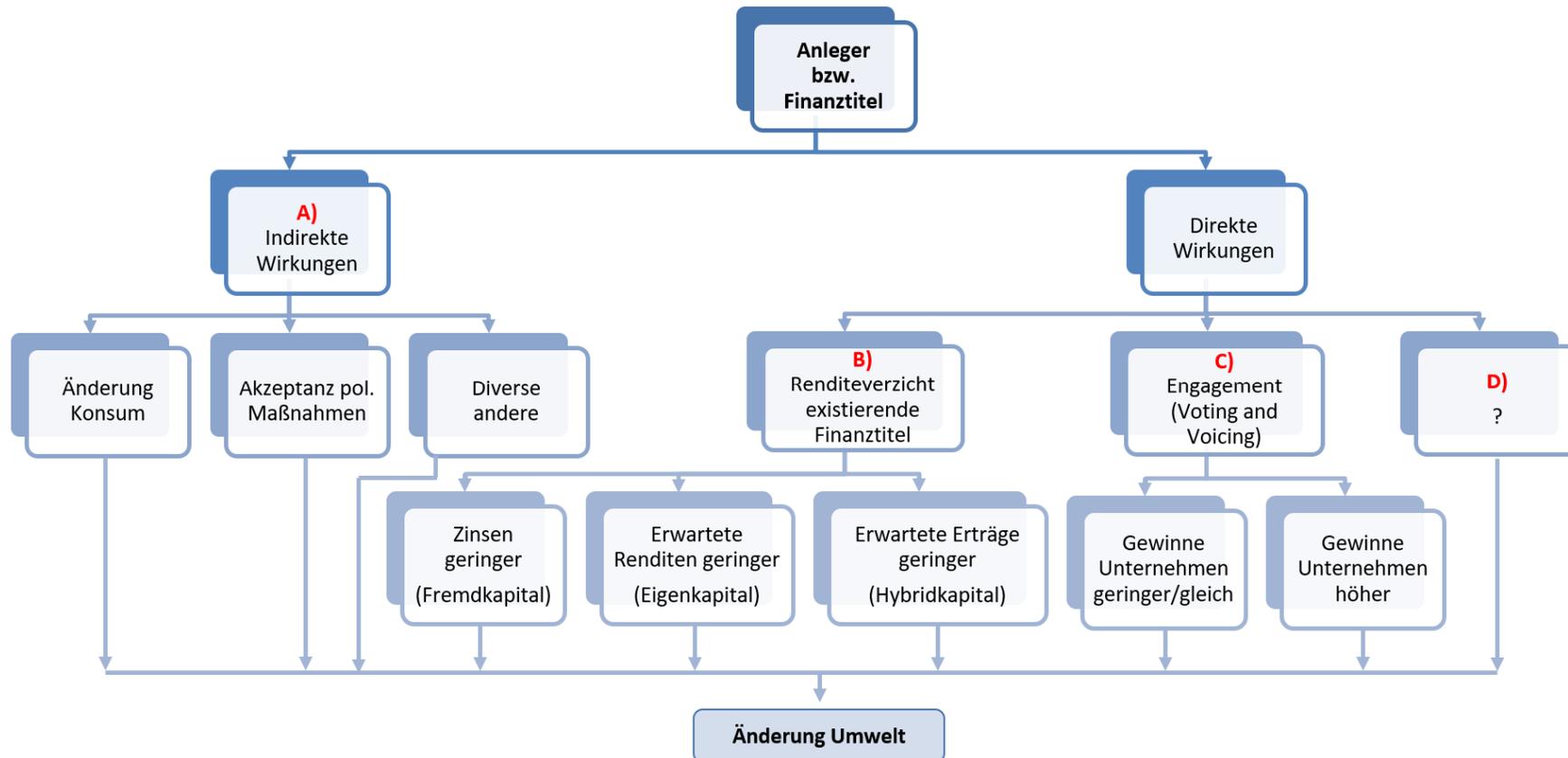
### IV. DAS IMPACT-POTENTIAL VON GELDANLAGEN

1. Direktanlagen in Eigenkapital wie klassische Aktien
2. Direktanlagen in Fremdkapital wie Unternehmensanleihen, Green Bonds und Zertifikate
3. Direktanlagen in Hybridkapital wie Genussscheine
4. Anlagen in Investmentfonds wie Publikumsfonds und ETFs
5. Einlagen bei Nachhaltigkeitsbanken
6. Anlagen bei Lebensversicherungen und Pensionskassen

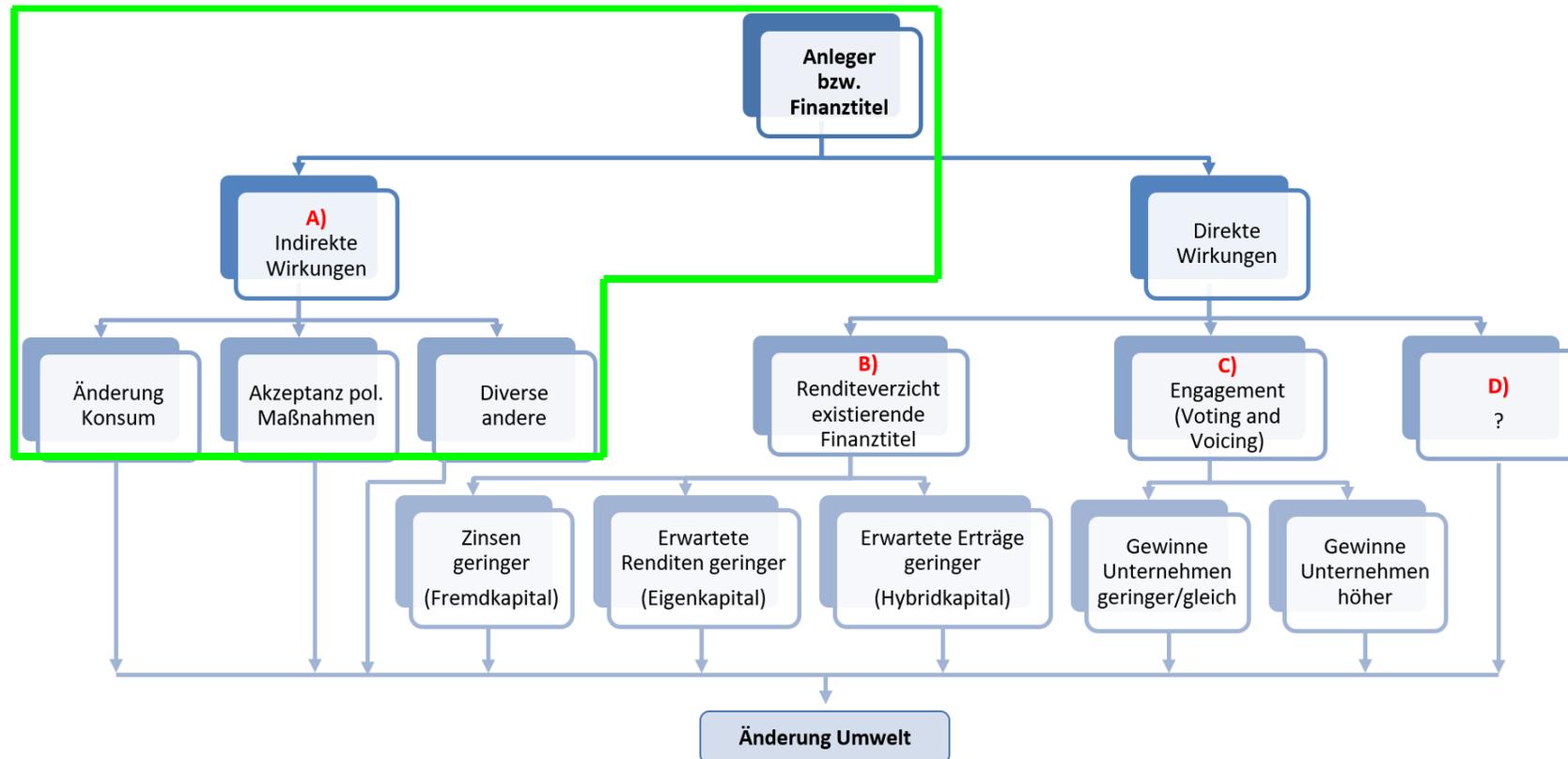
### V. ERGÄNZENDE ÜBERLEGUNGEN ZUM IMPACT-POTENTIAL NACHHALTIGER GELDANLAGEN

### VI. ZUSAMMENFASSUNG

# Mögliche Wirkungskanäle A) bis D) nachhaltiger Geldanlagen



# Mögliche Wirkungskanäle A) bis D) nachhaltiger Geldanlagen



# A) Indirekte Wirkungen nachhaltiger Geldanlagen

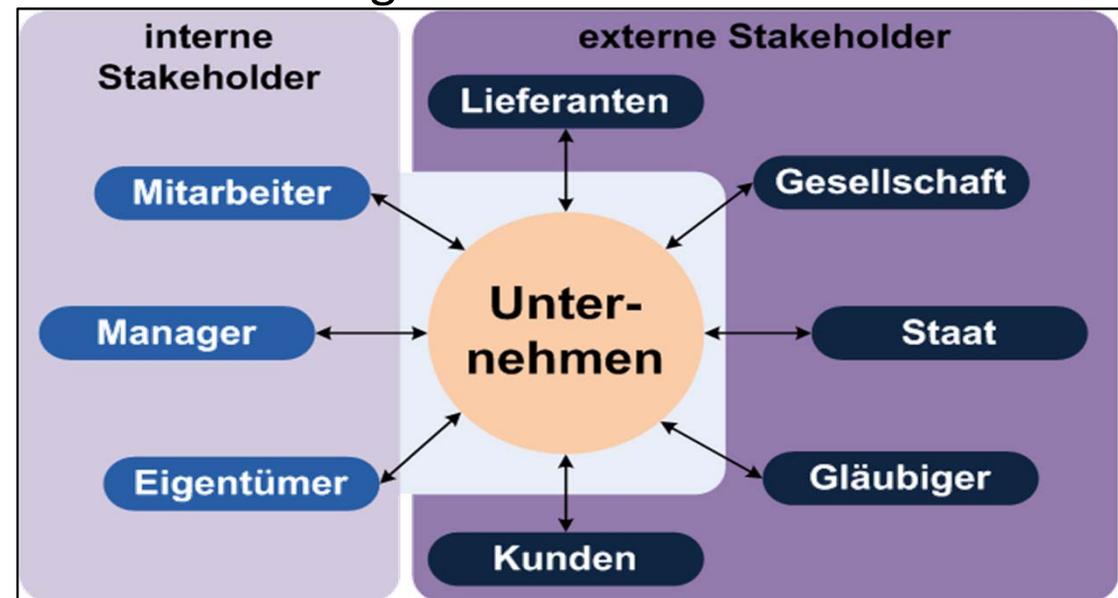
$$(1) \text{ Unternehmenswert} = \sum_{t=1}^T \frac{E(\text{Cashflows})_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

- Indirekte Wirkungen **auf die Cashflows über alle Stakeholder** der Unternehmen
- **Reputationswirkungen** für Unternehmen sehr wichtig

→ Nachhaltige Geldanlagen können verschiedene und hohe **indirekte Wirkungen** haben

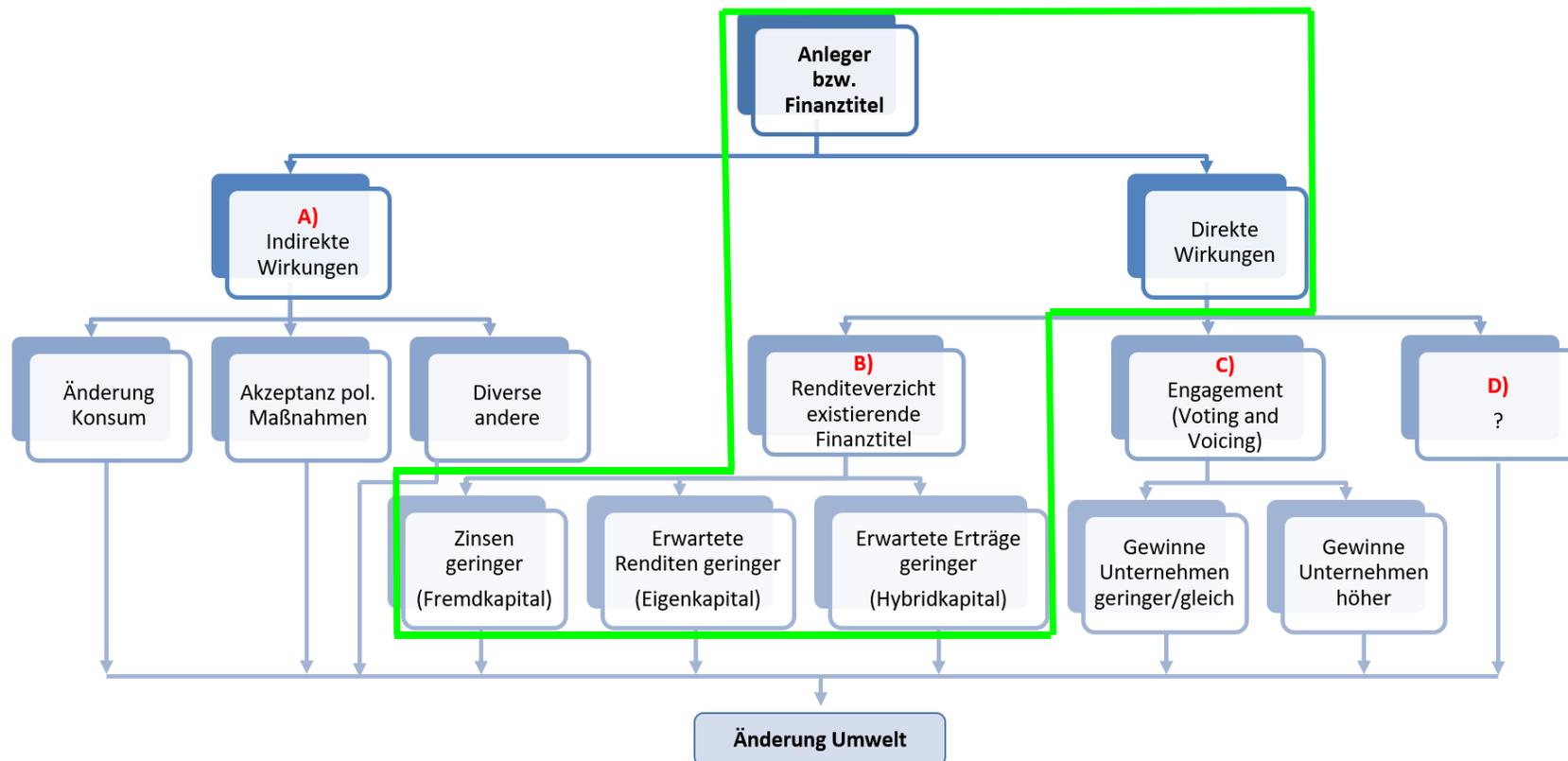
→ **Kaum vollständig quantifizierbar**, das kann Wirkungen erhöhen

→ **Empirische Evidenz (noch) nicht gezeigt**



Quelle: Grochim, <https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=4731853>

# B) Direkte Wirkungen nachhaltiger Geldanlagen über Renditeverzicht



# Eigene „Umfrage“ (ca. 80 Befragte)

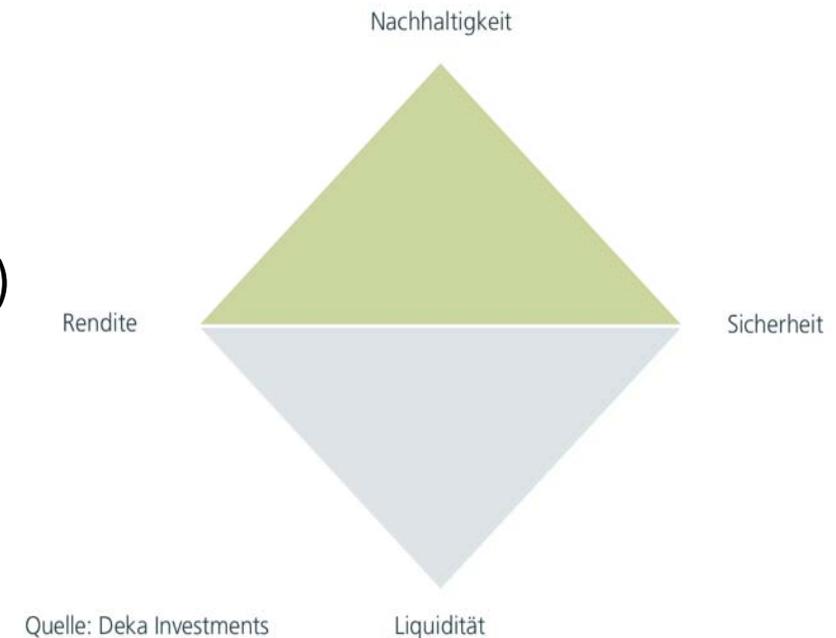
## 5. Sind Sie bereit, für eine nachhaltige Geldanlage auf Rendite zu verzichten?



# Renditebegriffe

- Historische (ex post) Renditen und zukünftig erwartete (ex ante) Renditen  
→ Wir beziehen uns grundsätzlich auf **zukünftig erwartete Renditen**
- **Performance** = Erwartete Rendite und (erwartetes) Risiko
- Potentiell **weiteres Ziel der Geldanlage**: Nachhaltigkeit/Impact
- **Magisches Viereck: Nachhaltigkeit als Trade-off zu Rendite, Sicherheit und Liquidität?**

Vom „magischen Dreieck“ zum „magischen Viereck“



## B) Direkte Wirkungen nachhaltiger Geldanlagen über Renditeverzicht – FK

$$(2) \text{ Nettobarwert einer Realinvestition} = \sum_{t=0}^T \frac{E(\text{Cashflows})_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

**Zinsen für Anleger sind (Finanzierungs-)Kosten für Unternehmen**

Niedrigere Zinsen für nachhaltige Geldanlagen **würden** bedeuten

→ Niedrigere Finanzierungskosten für nachhaltige Unternehmen

→ Nachhaltige Unternehmen werden wettbewerbsfähiger

→ **Mehr (nachhaltige) Realinvestitionen → Wirkung der Geldanlage**

**Aber: Bei Kapitalmarktanlagen sind Zinsen aktuell sehr ähnlich**

**Und: Geldanlagen müssen zusätzliche Realinvestitionen finanzieren (Additivität)**

- Wirkungslos, wenn ohnehin rentable Realinvestitionen finanziert werden
- Wirkungslos, wenn nur klassisches Fremdkapital ersetzt wird
- Wirkungslos, wenn Renditeverzicht bei Unternehmen nicht ankommt

## B) Direkte Wirkungen nachhaltiger Geldanlagen über Renditeverzicht – EK

$$(2) \text{ Nettobarwert einer Realinvestition} = \sum_{t=0}^T \frac{E(\text{Cashflows})_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

### Wirkungslogik ist schwieriger

- Auch für „**gewinnreduzierte nachhaltigkeitsorientierte Unternehmen**“ kann Leitbild der Maximierung des Shareholder Values bestehen bleiben
- Nachhaltiges Eigenkapital **verliert keine Rendite** bei Finanzierung ohnehin rentabler Realinvestitionen
- Wirkungsmechanismus auch bei **Neugründungen und Kapitalerhöhungen** gegeben

**Aber: Bei Kapitalmarktanlagen (historische) Eigenkapital-Renditen sehr ähnlich**

## B) Impact aus Nicht-Investments und Divestments?

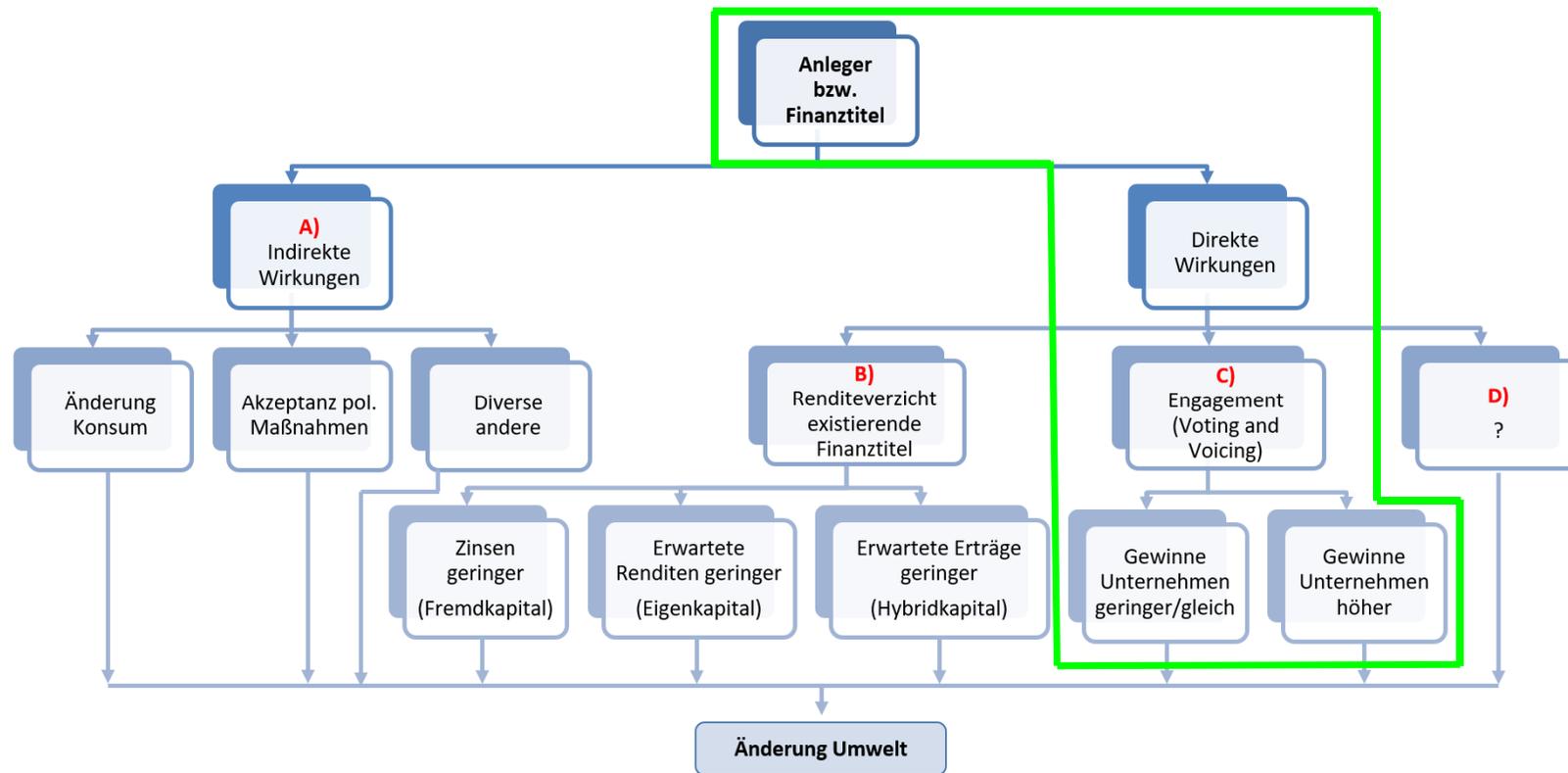
Naives Argument: „**Dann haben die nicht-nachhaltigen Unternehmen kein Kapital mehr und können nicht mehr investieren.**“ → Problem: In der Regel finden sich andere Investoren

**Aber Theorie liegt vor** (stark vereinfacht):

1. Ausgangspunkt: **Diversifizierte Portfolios der Anleger**
2. **Grüne Anleger verkaufen braune Aktien und kaufen grüne Aktien**  
→ Alle Aktionäre weniger gut diversifiziert
3. **Kurse brauner Aktien sinken, grüner Aktien steigen** (bei hinreichenden Volumina)  
→ Einmaliger Renditeeffekt → Renditen grüner Aktien in der Phase **höher**  
→ Dauerhafter Renditeeffekt → Renditen grüner Aktien dauerhaft **niedriger**
4. Segmentierung Kapitalmarkt → **Performanceverlust tragen primär grüne Aktionäre**
5. **Braune Unternehmen werden nachhaltiger** (um Finanzierungskosten zu senken)

**Aber: Empirische Nachweise einer (nennenswerten) Wirkung liegen aktuell nicht vor**

# C) Direkte Wirkungen bei nachhaltigen Geldanlagen über Engagement



# C) Direkte Wirkungen bei nachhaltigen Geldanlagen über Engagement

## Engagement („Voting and Voicing“)

→ Insb. Fonds können als Mit-Eigentümer **Unternehmen beeinflussen**

- Abstimmung auf Hauptversammlungen
- Direkte Ansprache der Vorstände
- **Empirische Evidenz: Einige wenige empirische Untersuchungen weisen Wirkungen nach**

### Principles for Responsible Investments



Im August 2010 haben wir die „Principles for Responsible Investment“ (PRI) unterzeichnet. Diese Prinzipien hat eine Gruppe internationaler institutioneller Investoren unter Federführung der UNEP Finance Initiative und des UN Global Compact erarbeitet.

## Idealfall: Zusätzliche rentable **UND** nachhaltige Realinvestitionen

- Ziel: „Low hanging fruits“ durch Geldanlagen aufdecken und Unternehmen ernten lassen
- Voraussetzung: Unternehmen können/wollen „low hanging fruits“ eigentlich nicht ernten
- **Empirische Evidenz (noch) nicht gezeigt**

# C) Direkte Wirkungen bei nachhaltigen Geldanlagen über Engagement

Rendite

Sicherheit

Quelle: Deka Investments

Liquidität



## Brandbrief: Blackrock-Chef Fink fordert von Konzernen mehr Klimaschutz

Der mächtigste Mann der Finanzmärkte ermahnt

Deutschlands Topmanager: Der Boss des Fondsgiganten fordert mehr Nachhaltigkeit und kündigt weitere Indexfonds an.

## We are integrating ESG considerations into our investment processes

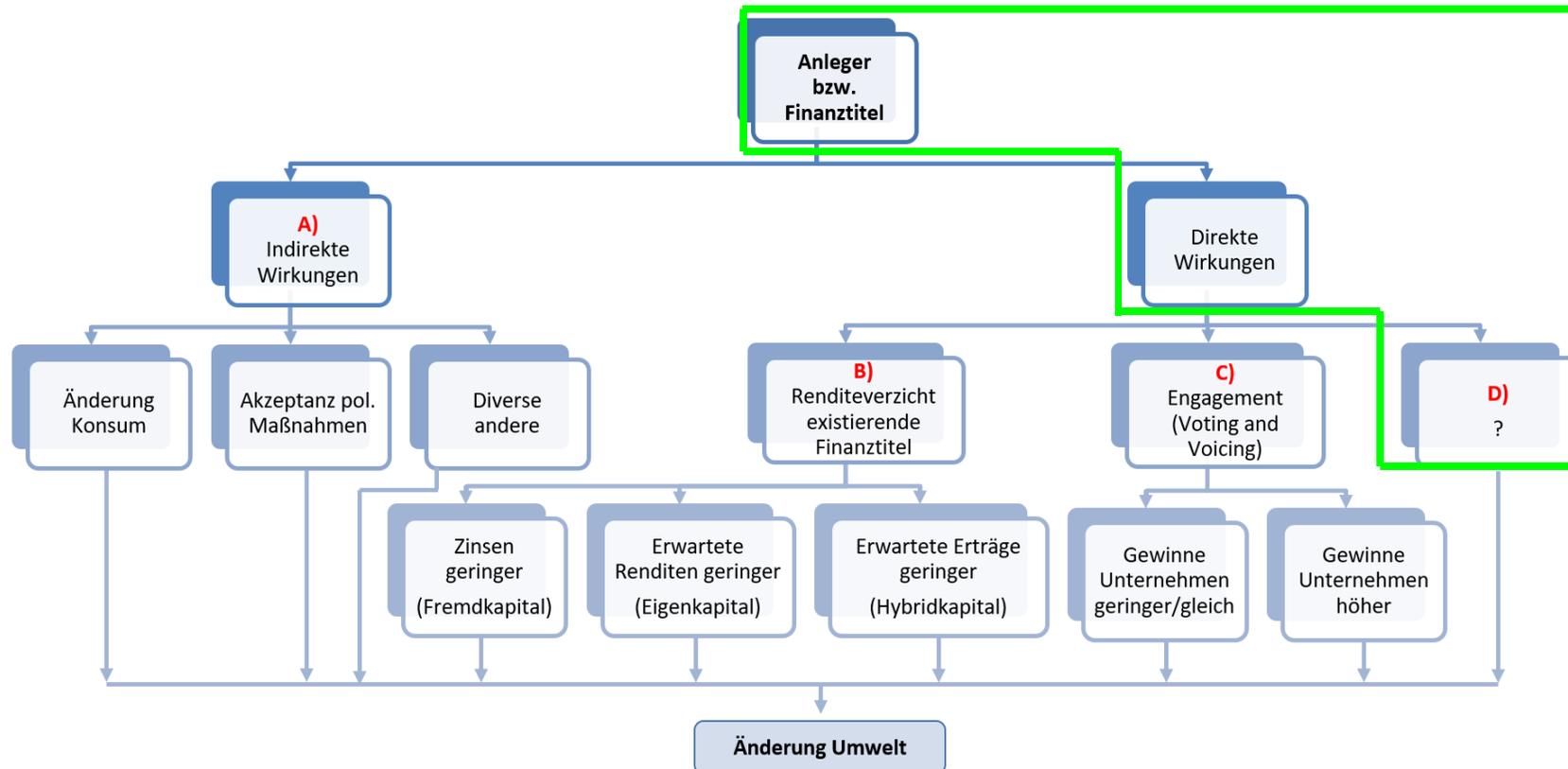
ESG integration is the practice of incorporating ESG information into investment decisions to help enhance risk-adjusted returns, regardless of whether or not a strategy has a sustainable mandate. There is no one-size-fits-all approach but at BlackRock we see it as being about making research, data and insights available to all of our portfolio managers, and working with them to identify potential process enhancements across all investment activities.

Frankfurt. Deutschlands Topmanager haben in dieser Woche Post vom mächtigsten Mann in der Finanzindustrie erhalten. In einem vierseitigen Brief, der dem Handelsblatt vorliegt, macht sich Blackrock-Chef Larry Fink als Anwalt für den Klimaschutz stark.

[www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/vermoegensverwalter-brandbrief-blackrock-chef-fink-fordert-von-konzernen-mehr-klimaschutz/25428180.html?ticket=ST-10715763-EKL5LnWVcnUKwh4MOISB-ap5](http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/vermoegensverwalter-brandbrief-blackrock-chef-fink-fordert-von-konzernen-mehr-klimaschutz/25428180.html?ticket=ST-10715763-EKL5LnWVcnUKwh4MOISB-ap5)

[www.blackrock.com/corporate/sustainability](http://www.blackrock.com/corporate/sustainability)

# D) Weitere direkte Wirkungen nachhaltiger Geldanlagen?



# Fazit

Es existieren **diverse potentielle Wirkungskanäle** für Impact-Finanzprodukte  
→ Aktuell können wir **annehmen**, dass bereits verschiedene Wirkungen vorliegen

**Bedarf:** Weitere (empirische) Überprüfung der einzelnen Wirkungskanäle

1. Was wirkt überhaupt?
  2. Wie stark sind die Wirkungen?
  3. Was kosten die Wirkungen und welche „Nebenwirkungen“ haben diese?
- **Wie kann die Effizienz der Wirkungen maximiert werden?**

Wirkungskanäle sollten beim **Vertrieb von Finanzdienstleistungen** klar dargelegt und begründet werden, damit...

- Anleger in die wirksamsten nachhaltigen Geldanlagen investieren
- Die wirksamsten nachhaltigen Geldanlagen staatlicherseits gefördert werden
- Bewusstes und unbewusstes Greenwashing vermieden wird