



# Sustainable Finance wird erwachsen

10. Oktober 2022

**Autoren**

Ursula Walther  
ursula.walther@db.com

Jan Schildbach  
+49 69 910-31717  
jan.schildbach@db.com

**Editor**

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

Original in engl. Sprache: 2. Sept. 2022



Sustainable Finance steht für ein nachhaltiges Finanzsystem, das die Aspekte Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung (sog. „ESG-Aspekte“) berücksichtigt. Für den Finanzsektor gewinnt Sustainable Finance zunehmend an Bedeutung. Die weltweiten Vermögenswerte mit einem ESG-Label wuchsen bis Ende 2020 auf ein Volumen von USD 35 Bill. und könnten bis Ende 2022 auf USD 41 Bill. ansteigen. Allerdings sind solche Schätzungen mangels klarer Definitionen mit Vorsicht zu interpretieren.

Sustainable Finance baut großteils auf konventionellen Anlageklassen auf (vor allem Aktien, aber auch Anleihen). Je nach ESG-Eigenschaften und der verwendeten nachhaltigen Anlagestrategie werden Vermögenswerte in Portfolios aufgenommen bzw. daraus ausgeschlossen. Die gängigsten Strategien sind „ESG-Integration“, „negatives Screening“ und „Shareholder Engagement“.

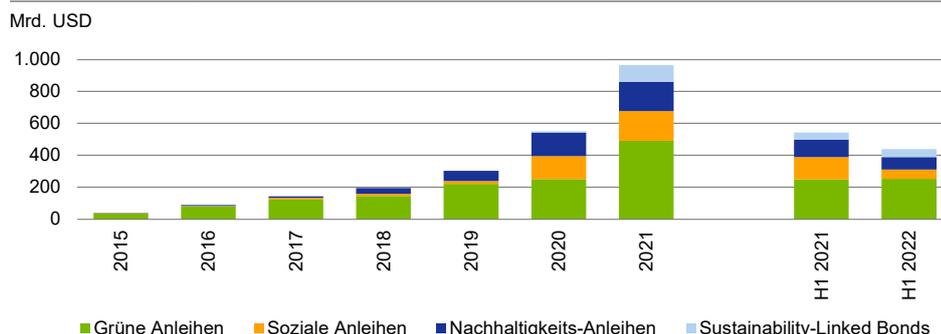
Investmentfonds mit einem ESG-Label verwalten weltweit Vermögenswerte von rund USD 3 Bill. Die meisten dieser Fonds tragen ein breit gefasstes Nachhaltigkeitslabel. Das gesamte Emissionsvolumen von *nachhaltigen Anleihen* belief sich 2021 auf USD 1 Bill., wovon grüne Anleihen die Hälfte ausmachten.

Trotz des kräftigen Wachstums bestehen noch Hindernisse für Sustainable Finance: (1) Eine allgemein akzeptierte Definition von „ESG“ oder „nachhaltige Investition“ fehlt; (2) es mangelt an Daten zu ESG-Kennzahlen; (3) es gibt Unsicherheit über die langfristige politische Gestaltung der ökologischen Wende.

Die Regulierung versucht, mit der Marktdynamik Schritt zu halten. Ziel der Regulierungsbehörden ist es, den Kapitalfluss in nachhaltige Aktivitäten zu erleichtern und einen kohärenten und robusten Rahmen zu schaffen. Dies umfasst die Ausarbeitung von Taxonomien, Offenlegungsvorgaben und produktbezogene Regulierung (z.B. Standards für grüne Anleihen).

Sustainable Finance wird weiter wachsen und konzeptionell reifer werden. Die fundamentalen Treiber sind nach wie vor intakt und könnten sogar noch stärker werden, sobald ein klarer regulatorischer Rahmen vorhanden ist. Kurzfristig sorgen jedoch ein schwieriges makroökonomisches Umfeld und die Vielzahl der neuen regulatorischen Anforderungen für Gegenwind.

Emission nachhaltiger Anleihen – starkes Wachstum und zunehmende Vielfalt



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research



## Sustainable Finance – wie die ökologische Wende durch den Finanzsektor gelenkt werden soll

Im Pariser Klimaabkommen von 2015 hat sich die Welt zum Ziel gesetzt, die Erderwärmung auf deutlich unter 2°C, möglichst sogar 1,5°C zu begrenzen. Allerdings haben sich die Maßnahmen und Bemühungen um eine Dekarbonisierung der Wirtschaft global betrachtet bisher als unzureichend erwiesen. Schätzungen der Internationalen Energieagentur (IEA) zufolge erreichten die globalen CO<sub>2</sub>-Emissionen im Jahr 2021 aufgrund der Konjunkturerholung nach der Corona-Pandemie den Rekordstand von 36,3 Gigatonnen. Vor diesem Hintergrund wird zunehmend erwartet, dass auch der Finanzsektor seinen Beitrag zur ökologischen Wende leistet. Vereinfacht gesagt sollen Banken, Vermögensverwalter und Anleger zunehmend statt auf „braune“, CO<sub>2</sub>-intensive Vermögenswerte auf „grüne“, CO<sub>2</sub>-arme Anlagen setzen.

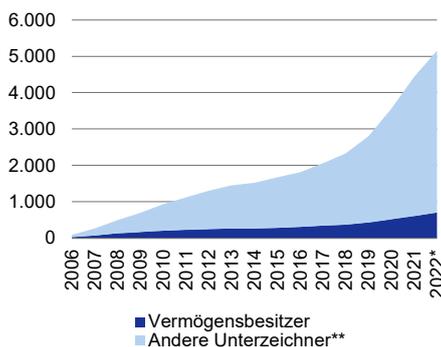
Der Finanzsektor ist bestrebt, den ökologischen Umbau der Wirtschaft zu unterstützen. Für die Branche gewinnt Sustainable Finance in der Tat stetig an Bedeutung. Das hat vor allem zwei Gründe:

- Der Sektor wird sich der potenziell erheblichen Auswirkungen des Klimawandels immer stärker bewusst und berücksichtigt daher bei seinen Entscheidungen zunehmend **Klimarisiken** – und zwar sowohl im Hinblick auf den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck der eigenen Geschäftstätigkeit als auch insbesondere bei der Kapitalallokation an Kunden. Klimarisiken umfassen zum einen physische Risiken infolge des Klimawandels (z.B. eine höhere Wahrscheinlichkeit von Überschwemmungen und Dürren) und zum anderen Übergangsrisiken, die sich aus einem sich ändernden regulatorischen Umfeld ergeben (z.B. steigende CO<sub>2</sub>-Preise oder Verbote bestimmter Technologien). Auch die Aufsichtsbehörden interessieren sich inzwischen für solche Risiken. Das jüngste Beispiel dafür ist der im ersten Halbjahr 2022 durchgeführte EZB-Klimastresstest.
- Der Finanzsektor scheint bei der Hinwendung zu Sustainable Finance auch von **wertebasierten Motiven** geleitet zu sein. So deuten Umfragen<sup>1</sup> darauf hin, dass sowohl Emittenten als auch Anleger in den Markt für grüne Anleihen einsteigen mit dem Wunsch (1) zu zeigen, dass sie es mit ihren ökologischen und sozialen Versprechen ernst meinen, (2) dem Trend zu folgen und sich neue Kundensegmente zu erschließen und (3) Geschäftsrisiken, insbesondere Reputationsrisiken, zu reduzieren. Diese Beweggründe sind mindestens ebenso bedeutsam wie eventuelle direkte finanzielle Vorteile.

„Principles for Responsible Investment“ – Zuwachs an Unterzeichnern

1

Kumulierte Anzahl der Unterzeichner



\* Stand: 25. September 2022

\*\* Vermögensverwalter und Dienstleister

Quellen: PRI, Deutsche Bank Research

Zahlreiche Finanzmarktteilnehmer haben sich im Rahmen verschiedener Initiativen dazu verpflichtet, zu mehr Nachhaltigkeit im Sektor beizutragen. Bekannte Beispiele sind die „Principles for Responsible Investment“ (PRI, vgl. Grafik 1) und die „Glasgow Financial Alliance for Net Zero“ (GFANZ). Der Letzteren haben sich bisher über 500 Banken, Vermögensverwalter und -besitzer, Versicherungsgesellschaften, Dienstleister und Berater angeschlossen.

Diese Studie befasst sich mit der Frage, wo Sustainable Finance heute steht und wie die weitere Entwicklung aussehen dürfte. Im Fokus stehen dabei (1) die jüngsten Veränderungen im Sustainable Finance-Markt und der Unterschied zur konventionellen Finanzierung, (2) Hindernisse, die im Zuge des weiteren Wachstums von Sustainable Finance noch zu überwinden sind, und (3) aktuelle regulatorische Initiativen.

<sup>1</sup> Vgl. z.B. Maltais, Aaron, und Björn Nykvist (2020). Understanding the role of green bonds in advancing sustainability. In: Journal of Sustainable Finance & Investment, S. 1-20.



## Die verschiedenen Facetten von Sustainable Finance

ESG – wofür steht das Kürzel?

2

Säulen	Zentrale Themen (Auswahl)
<b>E</b> nvironment (Umwelt)	Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel, Bewahrung der Biodiversität, Wasser- und Landnutzung, Verschmutzung und Abfallmanagement
<b>S</b> ocial (Soziales)	Menschenrechte, Arbeitnehmerrechte, Gesundheit, Weiterbildung, Inklusion und Diversität, Produktverantwortung, Beziehungen zur Gesellschaft
<b>G</b> overnance (gute Unternehmensführung)	Unternehmensführung, einschl. Managementstrukturen, Rechnungslegung, Rechenschaftspflicht und Transparenz, Risikomanagement und Korruptionsbekämpfung

Quelle: Deutsche Bank Research, auf Basis von EU-Kommission, IWF und Weltbank

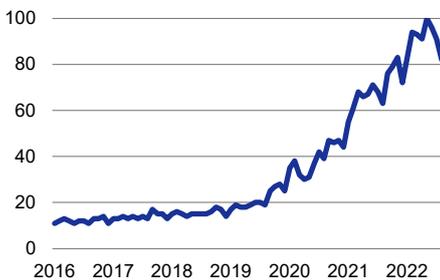
Sustainable Finance steht für ein nachhaltiges Finanzsystem, das die Aspekte Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung berücksichtigt („ESG-Aspekte“, von „environment, social and governance“, Grafiken 2 und 3). Es geht also bei Weitem nicht nur um Klimaschutz, wenngleich diese Komponente viel Aufmerksamkeit erhält. In den vergangenen Jahren haben immer mehr Banken, Vermögensverwalter und Anleger damit begonnen, ESG-Faktoren bei ihren Anlageentscheidungen zu berücksichtigen. Dabei orientieren sie sich am Pariser Klimaschutz-Abkommen und den nachhaltigen Entwicklungszielen (SDGs) der Vereinten Nationen. Das hat dazu geführt, dass das weltweite Volumen der Vermögenswerte mit einem ESG-Label auf USD 35 Bill. im Jahr 2020 angewachsen ist, was einem Drittel aller (professionell) verwalteten Vermögenswerte entspricht. Bis zum Ende des laufenden Jahres könnte es laut Bloomberg Intelligence und der Global Sustainable Investment Alliance weiter auf USD 41 Bill. ansteigen. Diese beeindruckenden Zahlen müssen jedoch im Kontext gesehen werden:

- Trotz der Fokussierung auf Klimaschutz bleiben die Mittelzuflüsse für Klimainvestitionen immer noch geschätzt um das 3-6-Fache hinter dem zurück, was zur Erfüllung des Pariser Abkommens erforderlich wäre.<sup>2</sup>
- Weil global einheitliche Definitionen fehlen und eine gewisse Intransparenz herrscht, ist es schwierig, Sustainable Finance präzise abzugrenzen, sowohl inhaltlich als auch dem Volumen nach. Bisher baut Sustainable Finance großteils auf konventionellen Anlageklassen auf (vor allem Aktien, aber auch Anleihen). Diese Vermögenswerte werden auf ihre ESG-Eigenschaften hin überprüft und je nach der verwendeten nachhaltigen Anlagestrategie in Portfolios aufgenommen bzw. daraus ausgeschlossen.

ESG klettert auf der Aufmerksamkeitskala ganz nach oben

3

Beliebtheit des Begriffs „ESG“ bei Google-Suchanfragen, Skala von 0-100 (max. Beliebtheit)



Quellen: Google Trends, Deutsche Bank Research

**Nachhaltige Anlagestrategien – vom Ausschluss bis hin zu Impact Investing.** ESG-Erwägungen lassen sich mit Hilfe verschiedener, häufig komplementär verwendeter Strategien in Investitionsentscheidungen einbeziehen (Grafiken 4 und 5). Eine der ersten Strategien war **negatives Screening**. Dabei werden Vermögenswerte, die als schädlich angesehen werden oder nicht den Werten des Anlegers entsprechen, aus dem Portfolio ausgeschlossen (z.B. Tabak oder Waffen). Diese eher einfache Strategie ist noch immer beliebt, trägt aber per se nicht zu Nachhaltigkeitszielen bei. Es handelt sich vielmehr um eine Art des verantwortungsbewussten Investierens, die minimalen Anforderungen gerecht werden will. Eine ähnliche Strategie ist **normenbasiertes Screening**, bei der bestimmte Vermögenswerte, die internationalen Standards nicht entsprechen, herausgefiltert werden.

Angesichts des eingeschränkten Nutzens dieser Ansätze wurden andere Strategien wie z.B. **ESG-Integration** entwickelt. Dabei werden ESG-Faktoren systematisch in die Investimentanalyse und -entscheidung eingebunden. Zu diesem Zweck muss die ESG-Performance eines Unternehmens beurteilt werden, z.B. indem die ESG-Ratings externer Anbieter und eigenes Research anhand von nichtfinanziellen Unternehmensberichten miteinander kombiniert werden. Die daraus resultierenden ESG-Scores sind häufig sehr unterschiedlich. Das ist auf mehrere Gründe zurückzuführen: (1) unterschiedliche Methoden, die mangels einer allgemein anerkannten Definition auf unterschiedliche ESG-Aspekte abstellen, und (2) fehlende Daten, da die Berichterstattung der Unternehmen großteils freiwillig erfolgt, sodass Anleger und Ratingagenturen Annahmen treffen bzw. Schätzungen vornehmen müssen.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) (2022). Climate Change 2022. Mitigation of Climate Change. Working Group III. Sixth Assessment Report, April.

<sup>3</sup> OECD (2021). ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations.

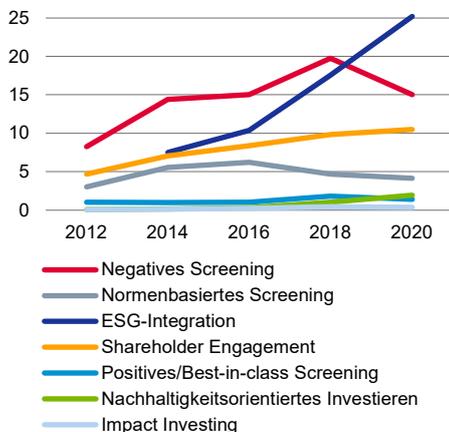


## Sustainable Finance wird erwachsen

### Nachhaltige Anlagestrategien weltweit – ESG-Integration am beliebtesten

4

Gesamtes investiertes Volumen, in Bill. USD



Anm.: Investiertes Volumen kann unter mehrere Strategien fallen.

Quellen: GSIA, IWF, Deutsche Bank Research

### Überblick: Nachhaltige Anlagestrategien

5

Strategie	Beschreibung	Angestrebtes Ziel
Negatives Screening	Wertebasierter Ausschluss bestimmter Sektoren, Praktiken oder Unternehmen aus dem investierbaren Universum (z.B. Tabak, Waffen)	Schaden vermeiden
Normenbasiertes Screening	Ausschluss von Vermögenswerten, bei denen die zugrunde liegende Geschäftspraxis internationalen Normen (z.B. ILO-Standards) nicht entspricht	
ESG-Integration	Systematische und ausdrückliche Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Finanzanalyse und Anlageentscheidung	Nutzen für alle Stakeholder
Shareholder Engagement	Einflussnahme als Anteilseigner auf das Verhalten der Unternehmen, u.a. durch direkten Dialog und Stimmabgabe bei Hauptversammlungen	
Positives / Best-in-class Screening	Investieren nur in Vermögenswerte, die im Vergleich zu Wettbewerbern unter ESG-Gesichtspunkten besser abschneiden	zu Lösungen beitragen
Nachhaltigkeitsorientiertes Investieren	Investieren in Themen und Vermögenswerte, die direkt im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit stehen (z.B. umweltfreundliche Gebäude)	
Impact Investing	Investieren, um eine (bestimmte) soziale und/oder ökologische Wirkung zu erzielen	

Quelle: Deutsche Bank Research, auf Basis von GSIA (2021), Quatrini (2021) und Nordea (2020)<sup>4</sup>

Je nachdem, wie die ESG-Scores in die Anlageentscheidung eingebunden werden, trägt die ESG-Integration in unterschiedlichem Umfang zu Nachhaltigkeitszielen bei. Die Anleger können z.B. entscheiden, in die Unternehmen mit dem höchsten ESG-Score im jeweiligen Sektor zu investieren (**Best-in-class-Ansatz**) oder in Unternehmen mit guten und tendenziell steigenden ESG-Scores (**positives Screening**).

Anleger, die – neben einer Rendite – auch eine messbare ökologische oder soziale Wirkung ihrer Investition anstreben, setzen auf **Impact Investing**. Das Volumen dieses Segments ist relativ begrenzt, da es dabei häufig um spezifische Projekte geht, oft auch finanziert durch Private Equity, Private Debt oder Wagniskapital. Eine weitere, zunehmend beliebte Strategie ist das **Shareholder Engagement**. Dabei versuchen die Anleger, das Nachhaltigkeitsverhalten eines Unternehmens zu beeinflussen, (1) durch direkte Gespräche mit der Unternehmensführung oder (2) indem sie mit dem Einbringen von Vorschlägen und ihrer Stimmabgabe bei der Hauptversammlung ihre Macht als Anteilseigner nutzen.

**Nachhaltige Investmentfonds – zumeist mit breit gefasstem Nachhaltigkeitslabel.** Die Investmentfondsbranche hat auf der Grundlage dieser Screening-Ansätze begonnen, ESG-Kriterien zu berücksichtigen und Fonds mit einem ESG-Label aufzulegen. Weltweit waren laut Morningstar Ende 2021 knapp USD 3 Bill. in Nachhaltigkeitsfonds angelegt, wovon rund 80% auf Europa entfallen. Nachhaltige Fonds wachsen zwar rascher als ihre traditionellen Wettbewerber, aber ihr Anteil am gesamten von Investmentfonds verwalteten Vermögen ist mit rund 7% relativ gering (Schätzungen des IWF für Ende 2020). Die meisten dieser Fonds tragen ein breit gefasstes Nachhaltigkeitslabel (80% des Gesamtvolumens aller Fonds mit ESG-Label), und nur relativ wenige haben ein explizites Umwelt- oder Klimaschutz-Label (16% bzw. 4%).<sup>5</sup> Der Großteil der nachhaltigen

<sup>4</sup> Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2021). Global Sustainable Investment Review 2020; Quatrini, Simone (2021). Challenges and opportunities to scale up sustainable finance after the COVID-19 crisis. In: Ecosystem Services, Bd. 48, S. 1-15; Nordea (2020). The Guide to Sustainable Investing.

<sup>5</sup> IWF (2021). Global Financial Stability Report: COVID-19, Crypto, and Climate – Navigating Challenging Transitions, Oktober.

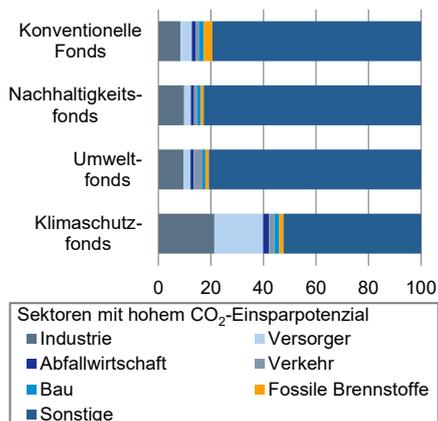


## Sustainable Finance wird erwachsen

### Klimaschutzfonds setzen auf Branchen mit hohem CO<sub>2</sub>-Einsparpotenzial

6

Sektorale Zusammensetzung verschiedener Fondstypen, in % (Q4 2020)

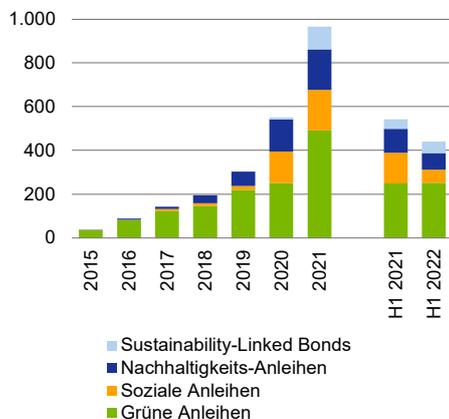


Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

### Emission nachhaltiger Anleihen – starkes Wachstum und zunehmende Vielfalt

7

Mrd. USD



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Investmentfonds wird aktiv gemanagt, wengleich das Volumen passiver Fonds stetig zunimmt.<sup>6</sup>

Mit Blick auf Investitionen in verschiedenen Branchen sind die Unterschiede zwischen Klimaschutzfonds und traditionellen Fonds am größten. Erstere halten im Durchschnitt größere Positionen in Wirtschaftszweigen mit einem hohen CO<sub>2</sub>-Einsparpotenzial (vgl. Grafik 6). Es handelt sich dabei um emissionsintensive Branchen, die ihren Ausstoß in den kommenden Jahren voraussichtlich deutlich verringern werden. Daher weisen Fonds mit einem Klimalabel im Durchschnitt eine *höhere* CO<sub>2</sub>-Intensität im Portfolio<sup>7</sup> auf als konventionelle Fonds. Bei Fonds mit einem Nachhaltigkeitslabel liegt die CO<sub>2</sub>-Intensität dagegen *unter* dem Durchschnitt. Dennoch wird befürchtet, dass nachhaltige Fonds bisher noch nicht wirklich mit dem Pariser Abkommen im Einklang stehen. Das Fehlen von regulatorischen Vorgaben für nachhaltige Investmentfonds galt lange als Wachstumshindernis für diesen Bereich. Mit den kürzlich verabschiedeten Offenlegungsvorgaben für Fonds und Vermögensverwalter in der EU und einem im Mai vorgelegten Vorschlag der SEC für ähnliche Regelungen in den USA sollte sich dies ändern.

**Nachhaltige Anleihen – zumeist grün, aber zunehmend vielfältig.** Auch am Anleihemarkt entwickelt sich ein nachhaltiges Segment, zu dem grüne, soziale, Nachhaltigkeits-, an Nachhaltigkeitsziele gekoppelte Anleihen und Transition Bonds gehören. Mit einem Volumen von rund USD 1 Bill. (vgl. Grafik 7) lag der Anteil von nachhaltigen Anleihen an den gesamten Anleiheemissionen im Jahr 2021 bei rund 11%.<sup>8</sup> Nach wie vor machen solche Papiere jedoch nicht einmal 2% des gesamten Anleihe-Umlaufvolumens aus.<sup>9</sup> Die meisten nachhaltigen Anleihen entsprechen freiwilligen Standards wie den „Sustainable Bond Principles“ der International Capital Market Association (ICMA). Es bleibt abzuwarten, in welchem Umfang der Markt den vorgeschlagenen, freiwilligen EU-Standard für grüne Anleihen akzeptiert.

— **Grüne Anleihen.** Mit einem Emissionsvolumen von rund USD 500 Mrd. im Jahr 2021 sind grüne Anleihen wohl die bekanntesten nachhaltigen Anleihen. Sie sind ähnlich strukturiert wie traditionelle Anleihen, enthalten allerdings eine Klausel, der zufolge die Emissionseinnahmen für grüne Investitionen zu verwenden sind. 2021 flossen knapp 80% der Mittel aus grünen Anleihen in Projekte aus den Bereichen erneuerbare Energien, grüne Gebäude, sauberer Transport und Energieeffizienz.<sup>10</sup> Die Offenlegung der Verwendung der Emissionseinnahmen, häufig gekoppelt mit einer externen Beurteilung, steigert das Vertrauen in grüne Anleihen als nachhaltiges Finanzierungsinstrument. Europa, wo die ökologische Wende zunehmend an Bedeutung gewinnt, hat sich zur dominanten Emissionsregion entwickelt; 2021 wurden dort 56% des Gesamtvolumens platziert (vgl. Grafik 8). Das rasche Wachstum des Marktes für grüne Anleihen beruht nicht zuletzt auf dem hohen Interesse von Finanzinstituten und nichtfinanziellen Unternehmen. Sie begaben 2021 über die Hälfte aller neuen grünen Anleihen (Grafik 9). Emittenten von grünen Anleihen verfügen tendenziell über eine gute Bonität<sup>11</sup> und hätten ihre „grünen Vorhaben“ zu insgesamt vergleichbaren Kosten auch über traditionelle Anleihen finanzieren können. Betrachtet man nur die reinen Finanzierungskosten, so deuten Studien auf die Existenz eines „Greeniums“ hin, d.h. die Kapitalkosten für den Emittenten sind niedriger,

<sup>6</sup> Deutsche Bank Research (2022). Flow Tracker: US Industry Mutual Fund & ETFs, 19. Juli.

<sup>7</sup> Die CO<sub>2</sub>-Intensität wird in Tonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalente relativ zum Umsatz gemessen, vgl. IWF (2021).

<sup>8</sup> Moody's (2022). Sustainable bonds to hit record \$1.35 trillion in 2022, 31. Januar.

<sup>9</sup> IIF, Global Debt Monitor und Global Sustainable Debt Monitor.

<sup>10</sup> Moody's (2022).

<sup>11</sup> Pictet und IIF (2022). Bonds that build back better. The pivotal role of fixed income markets in the ESG revolution, Januar.

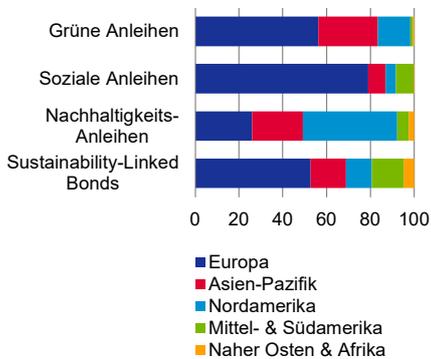


## Sustainable Finance wird erwachsen

### Europa ist führend bei der Emission nachhaltiger Anleihen

8

2021, Anteile in %



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

### Grüne Anleihen – Wachstum getrieben durch den Privatsektor

9

Emissionsvolumen nach Sektor, in Mrd. USD

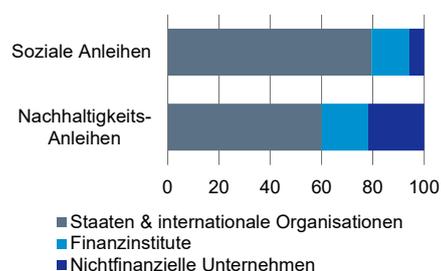


Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

### Soziale und Nachhaltigkeits-Anleihen – hauptsächlich von Staaten ausgegeben

10

Emissionsvolumen 2021 nach Sektor, Anteile in %



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

wenn er eine grüne statt einer konventionellen Anleihe begibt.<sup>12</sup> Dieser Kostenunterschied ist vor allem auf die große Nachfrage nach grünen Anleihen zurückzuführen. Allerdings fallen für die Emittenten von grünen Anleihen neben den möglicherweise niedrigeren Finanzierungskosten zusätzliche Kosten für das Monitoring, die Berichterstattung und externe Beurteilungen an. Es ist daher nicht zu erwarten, dass grüne Anleihen Kapital in grüne Technologien oder Projekte lenken, die unter Kostengesichtspunkten noch nicht wettbewerbsfähig sind. Ihr Mehrwert liegt vielmehr darin, dass Mittel speziell für grüne Investitionen bereitgestellt werden, sodass sowohl Emittenten als auch Anleger ihr Engagement für Nachhaltigkeitsziele unter Beweis stellen können.<sup>13</sup>

- **Soziale und Nachhaltigkeits-Anleihen** (Sustainability Bonds) funktionieren ähnlich wie grüne Anleihen. Die Einnahmen aus sozialen Anleihen werden für soziale Zwecke verwendet. Durch die Finanzierung von Maßnahmen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie erhielten solche Anleihen vor allem in Europa einen Schub. Nachhaltigkeits-Anleihen kombinieren Elemente von grünen und sozialen Anleihen. Sie sind vor allem in Nordamerika beliebt. Obwohl 2021 die meisten Nachhaltigkeits-Anleihen vom öffentlichen Sektor und supranationalen Organisationen begeben wurden, könnten sie künftig auch bei privaten Unternehmen an Boden gewinnen (Grafiken 8 und 10).
- **An Nachhaltigkeitsziele gekoppelte Anleihen** (Sustainability-Linked Bonds). Im Gegensatz zu grünen Anleihen sind die Einnahmen aus der Emission solcher Papiere nicht an ein spezifisches Projekt gebunden, sondern der Emittent sagt das Erreichen eines Nachhaltigkeitsziels zu. Meistens handelt es sich dabei um die Reduzierung von Treibhausgasemissionen. Dabei kommt ein Bonus-Malus-Mechanismus zum Tragen: In der Regel muss der Emittent höhere Kupons zahlen, wenn er das Ziel verfehlt. Sustainability-Linked Bonds sind für Unternehmen attraktiv, die zwar ihre eigene ökologische Wende eingeleitet haben, aber nicht über ein größeres grünes Projekt verfügen, das sie durch eine grüne Anleihe finanzieren könnten. Mit der Einführung der ICMA-Prinzipien für Sustainability-Linked Bonds im Juni 2020 und der Entscheidung der EZB, sie als Sicherheiten zu akzeptieren, wurde der Weg für Emissionen im großen Stil frei. So stieg ihr Emissionsvolumen 2021 auf über EUR 100 Mrd. an. Platziert wurden sie nahezu ausschließlich von nichtfinanziellen Unternehmen aus verschiedenen, zumeist energieintensiven Sektoren.<sup>14</sup> Sustainability-Linked Bonds gelten als Wachstumsbereich. Einige Punkte lassen die Anleger jedoch noch zögern: Es ist nicht klar, ob diese Anleiheform Unternehmen einen hinreichenden Anreiz bietet, sich nachhaltig zu verhalten, zumal die Kuponerhöhung meistens ziemlich moderat ist (in der Regel 25 Bp.). Darüber hinaus ist es schwierig, relevante, messbare, ehrgeizige (mit dem Pariser Abkommen in Einklang stehende) und gleichzeitig erreichbare Ziele festzulegen.<sup>15</sup>
- **Transition Bonds**. Diese neuartigen ESG-Anleihen sollen ebenfalls Unternehmen mit hohen Emissionen beim Übergang zu grüneren Tätigkeiten oder Produktionsmethoden unterstützen. Seit der ersten Platzierung im Jahr 2017 sind bis Ende 2021 nur wenige Emissionen mit einem Gesamtvolumen von USD 7 Mrd. erfolgt. Manche Beobachter sehen großes Potenzial, andere halten das Label Transition Bonds für überflüssig und nicht klar genug definiert. Bisher können sich solche Anleihen auf das ICMA „Climate Transition Finance Handbuch“ aus dem Jahr 2020 stützen. Für die

<sup>12</sup> Z.B. Löffler et al. (2021). Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium”. In: Eurasian Economic Review (2021). Bd. 11, S. 1-24.

<sup>13</sup> Maltais und Nykvist (2020).

<sup>14</sup> Moody's (2022).

<sup>15</sup> Pictet und IIF (2022).



## Sustainable Finance wird erwachsen

Emittenten kommt es darauf an, konkrete und glaubwürdige Dekarbonisierungspfade vorzulegen, die dem Pariser Abkommen entsprechen.

Neben nachhaltigen Anleihen gibt es auch **nachhaltige Kredite**, die ein geringeres, aber immer noch beträchtliches Volumen haben. Sie werden ähnlich wie die Anleihen als grüne oder an Nachhaltigkeitsziele gekoppelte Kredite kategorisiert. Im Jahr 2021 wurden nachhaltige Kredite in Höhe von rund USD 400 Mrd. vergeben.<sup>16</sup>

**Hoher Inflationsdruck und geopolitische Konflikte führen zu vorübergehender Verlangsamung.** Wie der Markt insgesamt hat auch Sustainable Finance mit Gegenwind durch den hohen Inflationsdruck, die geldpolitische Straffung der Zentralbanken (Zinserhöhungen, Beendigung von Anleihekaufprogrammen) und die zunehmende Unsicherheit wegen des Krieges in der Ukraine zu kämpfen. Am Markt für nachhaltige *Anleihen* setzte die Verlangsamung bereits in H2 2021 ein, nachdem in H1 noch rekordhohe Emissionen von USD 542 Mrd. verzeichnet worden waren. In der ersten Hälfte des laufenden Jahres ging das Emissionsvolumen weiter zurück auf USD 440 Mrd. (-19% ggü. Vj., vgl. Grafik 7), wobei sich grüne Anleihen relativ gut hielten. Gleichzeitig haben sich die Zuflüsse in ESG-Fonds im Vergleich zum Vorjahr mehr als halbiert. Es gab jedoch weiter Zuflüsse, im Gegensatz zu traditionellen Fonds, wo es netto zu Abflüssen kam.<sup>17</sup>

Gleichzeitig ist wegen des Krieges in der Ukraine gerade im Sustainable-Finance-Markt die Diskussion wieder aufgeflammt, welche Arten von Investitionen ein ESG-Label abdecken sollte. Dies bezieht sich vor allem auf russische Vermögenswerte sowie die Finanzierung von Rüstungsgütern oder Atomkraft. Manche sprechen sich für eine weit gefasste Definition aus. Andere meinen, ESG-Labels seien nur dann sinnvoll, wenn eine klare Linie gezogen wird, und verweisen darauf, dass auch Vermögenswerte ohne ESG-Label nicht generell von Finanzierungsmöglichkeiten abgeschnitten seien. Wo die entsprechende Linie gezogen werden sollte, ist eine Kernfrage von Sustainable Finance, und die Regulierungsbehörden versuchen, hier durch Taxonomien mehr Klarheit zu schaffen.

Die Klärung solcher konzeptionellen Fragen sollte Sustainable Finance neuen Schwung verschaffen. In jedem Fall sind die fundamentalen Treiber der ökologischen Wende weiterhin intakt, sodass die aktuelle Verlangsamung von kurzer Dauer sein dürfte. Dies gilt umso mehr, wenn die Marktbedingungen wieder günstiger werden.

### Hindernisse für das weitere Wachstum von Sustainable Finance

Trotz der sehr dynamischen Entwicklung von Sustainable Finance gibt es noch einige Hindernisse für weiteres Wachstum:

- **Unklare Abgrenzungen schmälern das Marktvertrauen.** Da keine allgemein akzeptierte Definition der Begriffe „ESG“ oder „Nachhaltigkeit“ existiert, herrscht auch keine Einigkeit darüber, was genau unter einer nachhaltigen Investition zu verstehen ist. Vermögensverwalter, Emittenten und Ratingagenturen verwenden jeweils eigene und häufig etwas unterschiedliche Definitionen. Das macht es für die Anleger schwierig, genau zu erkennen, was sich im Einzelfall hinter dem Label „ESG“, „nachhaltig“ oder „grün“ verbirgt. Diese mangelnde Klarheit droht das Vertrauen der Märkte in nachhaltige Finanzierungen zu schmälern. Damit im Zusammenhang stehen auch Bedenken hinsichtlich eines „Greenwashings“, d.h. nicht fundierter Aussagen über die Nachhaltigkeit eines Unternehmens oder Produkts. Die Anleger schauen bei diesem Thema inzwischen deutlich genauer hin. Dies könnte einerseits

<sup>16</sup> IIF, Global Sustainable Debt Monitor.

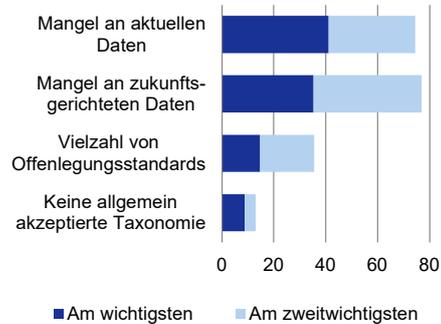
<sup>17</sup> IIF (2022). Signs of Recovery in ESG Markets. In: IIF Green Weekly Insight, 7. Juli.



## Sustainable Finance wird erwachsen

### Mangel an Daten wird als größtes Hindernis für Sustainable Finance gesehen 11

Wichtigste Hindernisse für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken bei der Anlageentscheidung, in % der Befragten



Quelle: IWF (2021), Umfrage unter 38 Portfoliomanagern, Vermögensverwaltern und Vermögensbesitzern

- **Unzureichende ESG-Daten der Unternehmen.** Der Datenmangel stellt eine weitere große Hürde für Anleger und Vermögensverwalter dar, die wissen möchten, wie nachhaltig bestimmte Unternehmen und Vermögenswerte tatsächlich sind (vgl. Grafik 11). Bisher werden solche Angaben, z.B. zum Umfang der Treibhausgasemissionen, nur freiwillig und dementsprechend lückenhaft veröffentlicht. Klimarisiken werden beispielsweise am häufigsten von großen Unternehmen, oft aus energieintensiven Sektoren, offengelegt.<sup>18</sup> In vielen Fällen fehlt es vor allem an zukunftsgerichteten Kennzahlen, anhand derer sich der Dekarbonisierungspfad eines Unternehmens besser einschätzen ließe. Insgesamt gibt es Bedenken wegen der eingeschränkten Vergleichbarkeit und zuweilen ungenügenden Qualität der verfügbaren Daten.
- **Unsicherheit über politische Vorgaben.** Sustainable Finance ist nur ein Element beim Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft. Eine umfassende, kohärente und langfristig orientierte politische Strategie ist ebenso wichtig. Der europäische „Green Deal“ ist dafür ein Beispiel. Er soll durch das von der Kommission vorgeschlagene Gesetzespaket „Fit für 55“ umgesetzt werden; unter anderem sollen das Emissionshandelssystem der EU ausgeweitet und Verbrennermotoren bis 2035 verboten werden. Auch außerhalb der EU werden derzeit ähnliche politische Vorhaben erarbeitet, wovon Sustainable Finance in Zukunft profitieren sollte. So könnten z.B. eine CO<sub>2</sub>-Bepreisung oder das Auslaufen umweltschädlicher Subventionen die Anreize für nachhaltige Investitionen erhöhen. Zudem sorgen solche langfristigen politischen Strategien für mehr Klarheit über den Dekarbonisierungspfad und verringern damit Übergangsrisiken, also Anlagerisiken, die sich aus möglichen Veränderungen der politischen Strategien auf dem Weg hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft ergeben.

### ESG-Regulierung in wichtigen Ländern 12

	Offenlegungsregeln			Taxonomien	
	Finanzsektor	Nichtfinanzielle Unternehmen Börsennotierte Firmen	Nicht börsennotierte Firmen	Grün	Sozial
EU	■	■	■	■	■
GB	■	■	■	■	
USA	■	■			
China*	■	■		■	■

■ Regelung in Kraft, meist graduelle Einführung  
■ Regelung in Vorbereitung

\* Offenlegungsregeln für wichtige Emittenten und einige börsennotierte Unternehmen

Quelle: Deutsche Bank Research

## Regulierung versucht, mit der Marktdynamik Schritt zu halten

Während Sustainable Finance wächst, nehmen auch die Bemühungen um eine Regulierung zu. Ziel der Regulierungsbehörden ist es insbesondere, den Kapitalfluss in nachhaltige Aktivitäten zu erleichtern und die oben genannten Hindernisse anzugehen. In diesem frühen Stadium konzentrieren sich die regulatorischen Maßnahmen zunächst auf die Ausarbeitung von Taxonomien, Offenlegungsvorgaben und produktbezogene Regulierung (z.B. Standards für grüne Anleihen).

### Taxonomien – Klassifizierung nachhaltiger Aktivitäten

**Weltweite Verbreitung.** Taxonomien klassifizieren Aktivitäten, die zu Nachhaltigkeitszielen beitragen. Sie schaffen Klarheit darüber, was offiziell als „nachhaltige Investition“ einzustufen ist, und dienen häufig als Grundlage für Offenlegungsvorgaben oder Produktstandards. Das wohl bekannteste Beispiel ist die EU-Taxonomie, die Kriterien und Grenzwerte für ökologisch nachhaltige wirtschaftliche Aktivitäten festlegt. Ebenfalls zu den Pionieren gehört China mit seiner grünen Taxonomie, welche Vermögenswerte und Projekte auflistet, die mit grünen Anleihen finanziert werden können. Auch Japan oder Malaysia verfügen bereits über grüne Taxonomien, und rund 20 weitere Länder erarbeiten derzeit

<sup>18</sup> The Conference Board (2022). Sustainability Disclosure Practices in the Russell 3000, S&P 500, and S&P MidCap 400. 2022 edition.



EU-Taxonomie – kurzer Überblick

13

Nach der EU-Taxonomie gilt eine Investition als ökologisch „nachhaltig“, wenn sie die folgenden vier Bedingungen erfüllt:

1. Sie leistet einen wesentlichen Beitrag zu mindestens einem der sechs Umweltziele:
  - Klimaschutz
  - Anpassung an den Klimawandel
  - Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen
  - Übergang zur Kreislaufwirtschaft
  - Verhinderung bzw. Kontrolle von Umweltverschmutzung
  - Schutz und Wiederherstellung von Biodiversität und Ökosystemen
2. Sie beeinträchtigt keines der oben genannten Ziele erheblich („Do no significant harm“).
3. Sie erfüllt soziale Mindeststandards.
4. Sie entspricht den technischen Screening-Kriterien der delegierten Rechtsakte.

Quelle: Deutsche Bank Research, basierend auf der Taxonomie-Verordnung der EU

solche Rahmenwerke.<sup>19</sup> Ebenso entwickeln mehrere Länder soziale Taxonomien. China hat einen „Technischen Bericht zur SDG-Finanztaxonomie“ erstellt, und in der EU hat die Plattform für nachhaltiges Finanzwesen im Februar einen Rahmen für eine soziale Taxonomie vorgeschlagen.

**EU-Taxonomie – ein wichtiger Meilenstein, der sich weiterentwickeln wird.** Die EU-Taxonomie definiert, was eine „nachhaltige Investition“ ist (Grafik 13). So schafft sie mehr Klarheit und legt Leitlinien für den Markt fest. Jedoch zeigt die Diskussion über die Entscheidung der EU-Kommission, auch Atomkraft und Erdgas unter bestimmten Bedingungen als nachhaltig einzustufen, dass die Taxonomie zu keinem Konsens geführt hat in der Frage, was als grüne Investition gilt. Manche Anleger bevorzugen weiterhin striktere Screening-Kriterien. Im Grunde dreht sich die Diskussion darum, wie Übergangstechnologien im Taxonomie-Rahmenwerk behandelt werden sollen. Das bisherige, duale Schema („grün“/„nicht grün“) zur Einstufung von Aktivitäten erfasst die laufende ökologische Wende und den dafür erforderlichen Kapitalbedarf in der Tat nicht vollständig. Die Plattform für nachhaltiges Finanzwesen hat im März ein differenzierteres Schema für eine erweiterte Taxonomie vorgeschlagen, um die Finanzierung von Übergangstechnologien zu erleichtern.

Ein zentrales Element der Taxonomie sind die technischen Screening-Kriterien, die genau beschreiben, was als nachhaltige Aktivität anzusehen ist. Diese müssen die richtige Balance finden zwischen Klarheit einerseits und Komplexität, leichter Handhabbarkeit und regulatorischer Belastung andererseits. Bisher wurden solche Kriterien für zwei Ziele ausgearbeitet: Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel. Der entsprechende delegierte Rechtsakt umfasst insgesamt 350 Seiten. Die Kriterien für die verbleibenden vier Umweltziele müssen noch definiert werden. Zusätzlich wird die Komplexität dadurch erhöht, dass die Taxonomien dynamisch und anpassungsfähig sein und die Einbindung neuer Technologien und Erkenntnisse ermöglichen sollen. Gleichzeitig sollen sie den Anlegern eine verlässliche Klassifizierung bieten.

**Befürchtungen wegen einer möglichen regulatorischen Fragmentierung** nehmen zu, da immer mehr Länder ihre eigenen Taxonomien erarbeiten. Durch unterschiedliche Definitionen von „grünen Anlagen“ entstehen ernsthafte Hürden für die globalen Finanzmärkte und insbesondere für grenzüberschreitende Investitionen. Das Problem ist zwar erkannt, aber eine globale Taxonomie liegt bisher noch in weiter Ferne und wäre realistischerweise ohnehin nur der kleinste gemeinsame Nenner. In einem ersten Schritt haben die EU und China ihre Taxonomien miteinander verglichen, woraus sich die noch nicht abgeschlossene und nicht bindende „Common Ground Taxonomy“ ergeben hat. Darüber hinaus dient die EU-Taxonomie einigen Ländern als Maßstab. Großbritannien sowie Südafrika, Mexiko und einige andere Schwellenländer orientieren sich bei der Erstellung ihrer eigenen Taxonomien an der EU.<sup>20</sup> Die von der EU ins Leben gerufene „International Platform on Sustainable Finance“ (IPSF) verfolgt eine weitere Harmonisierung.

**Offenlegungsregeln – konsistente und relevante Informationen einfordern**

**Offenlegung wird zunehmend verpflichtend.** Bisher werden ESG-Daten auf freiwilliger Basis offengelegt, weshalb sie lückenhaft, inkonsistent und nicht vergleichbar sind. Deshalb haben inzwischen verschiedene Regulierungsbehörden Maßnahmen ergriffen, um die Transparenz zu erhöhen und damit die Effizienz der Märkte zu stärken. Eine standardisierte Berichterstattung wird es Anlegern ermöglichen, die Nachhaltigkeitskennzahlen von ansonsten ähnlichen

<sup>19</sup> Vgl. Climate Bonds Initiative (2022). Global green taxonomy development, alignment, and implementation, Februar.  
<sup>20</sup> Climate Bonds Initiative (2022).



## Sustainable Finance wird erwachsen

Unternehmen zu vergleichen. Offenlegungsvorgaben können zudem dafür sorgen, dass sich die Unternehmen selbst über Nachhaltigkeitsrisiken klar werden. Damit verbunden ist die Hoffnung, dass wichtige Nachhaltigkeitskennzahlen besser gesteuert werden, wenn sie erst einmal gemessen werden. Für die Unternehmen bringen diese Regeln zunächst allerdings viel Arbeit mit sich. Europa ist bei den Offenlegungsanforderungen führend, gefolgt von den USA.

— **EU – Offenlegungsregeln für die Finanzbranche, bald auch für andere Sektoren.** Die EU-Offenlegungsverordnung (SFDR) verpflichtet Akteure an den Finanzmärkten einschließlich Finanzberatern dazu, offenzulegen, in welchem Umfang sie Nachhaltigkeitserwägungen bei ihren Anlageprodukten berücksichtigen.<sup>21</sup> Zentrale Elemente sind (1) die Offenlegung nachteiliger Auswirkungen der Investition auf die Nachhaltigkeit („principal adverse impacts“, PAI), was für große Finanzunternehmen (mit über 500 Mitarbeitern) obligatorisch ist,<sup>22</sup> und (2) ein Beleg dafür, dass als nachhaltig gekennzeichnete Produkte tatsächlich den Anforderungen der Taxonomie entsprechen. Die Offenlegungsverordnung trat im März 2021 in Kraft und ist in vollem Umfang ab dem 1. Januar 2023 anzuwenden.

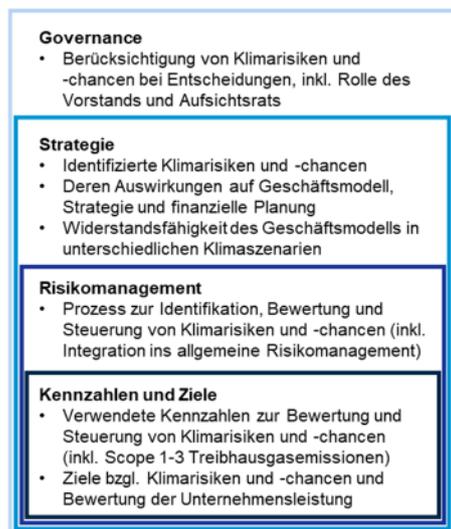
Darüber hinaus weitet die EU derzeit mit dem Entwurf einer **Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen** (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) die Offenlegungsanforderungen für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors deutlich aus. Die CSRD soll die Richtlinie über die Angabe nichtfinanzieller Informationen (Non-Financial Information Disclosure Directive, NFRD) ersetzen und führt Folgendes ein: (1) den Grundsatz der „doppelten Materialität“ (Beurteilung der Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf das Unternehmen sowie umgekehrt der Auswirkungen des Unternehmens auf Gesellschaft und Umwelt), (2) eine verpflichtende Berichterstattung gemäß der Offenlegungsverordnung und der EU-Taxonomie, und (3) eine Prüfpflicht. Der Vorschlag muss noch vom Rat und vom Parlament verabschiedet und dann in nationales Recht umgesetzt werden. Die Berichterstattungspflicht nach der CSRD soll ab 2024 gelten, wobei die Richtlinie gestaffelt nach Unternehmensgröße und -art eingeführt werden soll und bis 2028 Ausnahmen für KMU gelten.<sup>23</sup>

— **Großbritannien – Pionier der Offenlegung.** Großbritannien hat als erstes G20-Land verbindliche Offenlegungsvorgaben gemacht. Sie basieren auf dem weithin akzeptierten Rahmenwerk der „Taskforce on Climate-Related Financial Disclosure“ (TCFD) (Grafik 14). Derzeit gilt diese Pflicht für börsennotierte Unternehmen und einige andere Finanzmarktteilnehmer, die von der Financial Conduct Authority (FCA) beaufsichtigt werden. Außerdem wird derzeit ein sogenanntes Sustainability Disclosure Requirement (SDR) entwickelt, bei dem es um Offenlegungspflichten von Nachhaltigkeitsaspekten geht. Sie werden als Antwort auf die EU-Offenlegungsanforderungen gesehen und sollen basierend auf dem TCFD-Rahmenwerk die Offenlegungsanforderungen für nichtfinanzielle Unternehmen und Finanzinstitute unter einen Hut bringen.

— **USA – neue SEC-Vorgaben in Vorbereitung.** Im Frühjahr hat die SEC ein Konsultationsverfahren zu **Offenlegungsanforderungen von Klimarisiken für börsennotierte Unternehmen** durchgeführt. Bis zum Jahresende sollen die

TCFD: Ein auf 4 Säulen beruhender Rahmen für Offenlegungen

14



Quellen: TCFD, Deutsche Bank Research

<sup>21</sup> Die Offenlegungsverordnung unterscheidet zwischen (1) Fonds ohne explizites ESG-Mandat, (2) Fonds, die „ökologische oder soziale Merkmale bewerben“ (Artikel 8, auch als „hellgrün“ bezeichnet), und (3) Fonds, die eine nachhaltige Investition anstreben (Artikel 9, auch als „dunkelgrün“ bezeichnet).

<sup>22</sup> Die PAI-Berichterstattung erfolgt in standardisierter Form und berücksichtigt Treibhausgasemissionen, Auswirkungen auf die Biodiversität, Wasser, Abfälle sowie soziale und arbeitsrechtliche Gesichtspunkte.

<sup>23</sup> Europäischer Rat (2022). Neue Vorschriften für die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen: vorläufige politische Einigung zwischen Rat und Europäischem Parlament. Pressemitteilung, 21. Juni.



neuen Vorgaben vollständig ausgearbeitet sein. Dem Entwurf zufolge sollen Unternehmen über Klimarisiken für ihr jeweiliges Geschäft Bericht erstatten. Dazu gehören auch Angaben zum Management dieser Risiken, zum Umfang der Treibhausgasemissionen (Scope 1-3) und gegebenenfalls zu Dekarbonisierungsplänen und zum verwendeten Rahmenwerk für Szenarioanalysen. Die neuen Regeln sollen schrittweise bis 2026 eingeführt werden und sehen keine Haftung für nach Treu und Glauben geschätzte Scope-3-Emissionen vor.<sup>24</sup>

Im Mai schlug die SEC ein weiteres Regelwerk vor, um mehr Klarheit über **Fonds mit ESG-Label** zu schaffen. Erstens sollen die Fonds entsprechend einer angepassten „Namensregel“ dazu verpflichtet sein, den in ihrem jeweiligen Namen verwendeten ESG-Begriff zu konkretisieren und sicherzustellen, dass mindestens 80% der vom Fonds gehaltenen Vermögenswerte dieser Definition entsprechen. Zweitens sollen für Fonds mit einem ESG-Label schärfere Offenlegungsregeln gelten. Insbesondere sollen sie dazu verpflichtet sein, Angaben über die jeweils verwendete nachhaltige Anlagestrategie zu machen.

- **China – Offenlegungsanforderungen werden ausgeweitet:** Im Gegensatz zur Vorreiterrolle des Landes bei der Taxonomie und bei grünen Anleihen sind die ESG-Offenlegungsanforderungen in China im internationalen Vergleich noch relativ dünn.<sup>25</sup> Seit Anfang 2022 gelten neue Vorgaben des Ökologie- und Umweltministeriums, denen zufolge große Emittenten und einige börsennotierte Unternehmen ihre Emissionen und das Management von Umweltrisiken offenlegen müssen.

**ISSB-Standard als globale Grundlage?** Da derzeit an vielen Stellen Offenlegungsregelwerke entwickelt werden, gibt es Befürchtungen, dass es zu einer regulatorischen Fragmentierung kommen könnte. Das International Sustainability Standards Board (ISSB) arbeitet daher an einer Harmonisierung der Vorgaben. Es hat ein Konsultationsverfahren zu zwei Vorschlägen zu Offenlegungspflichten von Nachhaltigkeits- und Klimaaspekten durchgeführt und möchte sie bis zum Jahresende abschließend ausarbeiten. Diese Vorschläge werden die Basis für neue IFRS-Rechnungslegungsstandards sein. Die ISSB-Standards könnten aus mehreren Gründen zu einer globalen Grundlage werden: (1) Das ISSB genießt breite Unterstützung, z.B. von den G20, (2) die Entwürfe der Standards wurden veröffentlicht, während wichtige Länder noch an ihren Offenlegungsanforderungen arbeiten, und (3) die Standards gestatten es den Ländern, mit ihren eigenen Anforderungen darüber hinauszugehen.

### Ausblick: Sustainable Finance wird weiter wachsen und reifer werden – unterstützt durch Regulierung und Technologie

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien durch die Finanzbranche bringt zunächst beträchtliche Kosten mit sich. Es wird auch zukünftig in vielen Unternehmen innerhalb und außerhalb des Finanzsektors beträchtliche Ressourcen erfordern, um

- 1) Strategien, Governance-Strukturen und Verfahren mit den eigenen Nachhaltigkeitszielen in Einklang zu bringen,
- 2) relevante Nachhaltigkeitskennzahlen zu messen, offenzulegen und zu steuern,
- 3) mit dem sich entwickelnden regulatorischen Rahmenwerk Schritt zu halten.

<sup>24</sup> Forbes (2022). The SEC's proposed climate disclosure rules, 31. März.

<sup>25</sup> Fitch Ratings (2021). Proposed Rules May Strengthen China's ESG Disclosure. Fitch Wire, 28. Oktober.



## Sustainable Finance wird erwachsen

---

Derweil besteht weiterhin die Gefahr einer regulatorischen Fragmentierung. Das würde noch mehr Ressourcen binden, und im schlimmsten Fall könnte Sustainable Finance zu einer reinen Pflichtübung verkommen. Allerdings ist es auch keine Option, Sustainable Finance im aktuellen Schwebезustand zu lassen. Die neuen Vorgaben werden für mehr Klarheit und Transparenz sorgen. Zudem trägt die Arbeit internationaler Standardisierungsgremien wie des ISSB zur Koordinierung und Harmonisierung der Regeln bei. Das könnte einen Rahmen schaffen, der zu globalen Finanzmärkten passt. Derzeit geht es noch darum, die **Kennzahlen** möglichst gut zu definieren. Mittelfristig wird jedoch die **Wirkung** von Sustainable Finance im Vordergrund stehen. Insgesamt sollte dies zu einem einheitlicheren Markt beitragen und dabei helfen, Vertrauen aufzubauen und Sustainable Finance auf eine robustere Grundlage zu stellen.

**Mehr als Klimaschutz.** Bei den regulatorischen Vorhaben wie z.B. der EU-Taxonomie oder dem vorgeschlagenen ISSB-Standard hat der Klimaschutz aktuell Priorität. Nachhaltigkeit ist jedoch ein sehr viel breiteres Thema. Daher bemühen sich die Regulierungsbehörden, weitere Aspekte mit einzubeziehen. Beim Thema Umwelt rückt die Biodiversität verstärkt ins Blickfeld.<sup>26</sup> So hat die EU-Plattform für nachhaltiges Finanzwesen kürzlich Empfehlungen dazu veröffentlicht, wie die Taxonomie auch die Themen Biodiversität, Wasser, Verschmutzung und Kreislaufwirtschaft berücksichtigen kann. Zudem arbeitet die „Taskforce on Nature-related Financial Disclosure“ (TNFD) an einem Rahmenwerk, das es ermöglichen soll, das Risiko eines Biodiversitätsverlusts in Geschäfts- und Anlageentscheidungen einzubeziehen. Auch soziale Fragen erhalten inzwischen mehr Aufmerksamkeit; so hat z.B. die Plattform für nachhaltiges Finanzwesen vor Kurzem einen Vorschlag für eine soziale Taxonomie erarbeitet.

**Sustainable Finance profitiert von Technologie.** Daten spielen für Sustainable Finance eine zentrale Rolle. Insofern dürfte der Markt zunehmend von moderner Technologie profitieren. Künstliche Intelligenz (KI) kann z.B. dabei helfen, relevante ESG-Daten aus umfangreichen, zumeist unstrukturierten und qualitativen Quellen wie Unternehmensberichten und Internetseiten herauszufiltern und zu analysieren. Zu diesem Zweck wird KI derzeit vor allem von professionellen Datenanbietern eingesetzt. Ebenso können moderne Technologien Unternehmen bei der Erfassung relevanter ESG-Daten unterstützen. Beispiele wären Verschmutzungssensoren, die ans Internet der Dinge angeschlossen werden können, oder Blockchain-Technologie zur Überwachung der Lieferketten. Unternehmen sowohl innerhalb als auch außerhalb des Finanzsektors können sich die Möglichkeiten fortgeschrittener Datenanalyse zunutze machen, um Dekarbonisierungspfade zu modellieren und die Auswirkungen von Klimarisiken auf Geschäftsmodelle abzuschätzen.

**Insgesamt wird Sustainable Finance weiter wachsen und konzeptionell reifer werden.** Mittel- bis langfristig wird das weitere Wachstum getragen vom fundamentalen Trend des Klimawandels, den zunehmenden Bemühungen von Ländern und Unternehmen um eine CO<sub>2</sub>-neutrale Wirtschaft sowie dem anhaltenden Interesse der Anleger. Kurzfristig entsteht allerdings Gegenwind durch (1) ein schwieriges makroökonomisches Umfeld (steigende Inflationsraten und Zinsen, Furcht vor Rezession, Krieg in der Ukraine) und (2) die Vielzahl neuer regulatorischer Anforderungen, die den ESG-Markt klarer strukturieren sollen.

Ursula Walther (ursula.walther@db.com)

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

---

<sup>26</sup> Helm, Thomas (2022). Biodiversity concerns set to be the next frontier after climate change. IFLR, 21. Februar.



## EU-Monitor

- ▶ Sustainable Finance wird erwachsen ..... 10. Oktober 2022
- ▶ Stablecoins: DeFi, Libra und mehr ..... 8. April 2022
- ▶ Bezahlen in Europa 2020: Angleichung an der Ladenkasse,  
Zementierung nationaler Unterschiede online ..... 1. Dezember 2021
- ▶ Der digitale Euro:  
Politische Ambitionen treffen auf ökonomische Realitäten 2. Juli 2021
- ▶ Staatsfinanzierung durch heimische Banken – was tun?  
Risiken reduzieren, um die EU-Bankenunion zu stärken 30. April 2021
- ▶ EU-Krisenpaket: Erhöhte Haushaltsobergrenze  
und (neue) Einnahmequellen für die EU ..... 13. August 2020
- ▶ Digitalpolitik:  
KI, Big Data und die Zukunft der Demokratie ..... 12. September 2019
- ▶ Libra – eine globale Herausforderung  
im Zahlungsverkehr und für Zentralbanken? ..... 21. August 2019
- ▶ Künstliche Intelligenz im Bankensektor:  
Ein bisher kaum genutzter Hebel für Rentabilität ..... 4. Juli 2019

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2022. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 1612-0256; ISSN (Online): 1612-0264