



HSBA

Zahlen, Daten und Fakten zum Sustainable-Finance- Standort Deutschland im europäischen Vergleich

Eine Studie für Germany Finance

Prof. Dr. Stefan Prigge und Prof. Dr. Peter Scholz

Anastasija Djokic, Felix Knabe, Linus Leiendecker,
Mathieu Pietz, Nico Rivinius, Julius Voigt

HSBA Hamburg School of Business Administration, HSBA Finance Club und DHBW Mosbach
Hamburg, Juni 2023

Zahlen, Daten und Fakten zum Sustainable-Finance-Standort Deutschland im europäischen Vergleich

Eine Studie für Germany Finance

erstellt von

Prof. Dr. Stefan Prigge* und Prof. Dr. Peter Scholz**

Anastasija Djokic, Felix Knabe, Linus Leiendecker, Mathieu Pietz, Nico Rivinius, Julius Voigt

HSBA Hamburg School of Business Administration, HSBA Finance Club und DHBW Mosbach

Kontaktautoren

*** Prof. Dr. habil. Stefan Prigge**
HSBA Hamburg School of Business Administration
Willy-Brandt-Straße 75
20459 Hamburg
+49 40 822 160 151
stefan.prigge@hsba.de

**** Prof. Dr. Peter Scholz**
DHBW Duale Hochschule Baden-Württemberg
Neckarburkener Straße 8
74821 Mosbach
+49 6261 939 121
peter.scholz@mosbach.dhbw.de

Hamburg, Juni 2023

Inhaltsverzeichnis

1	Executive Summary.....	1
2	Zielsetzung, Definitionen, Limitationen, Vorgehen, Aufbau.....	3
3	Nachhaltigkeitssystematik.....	5
4	Sustainable Finance im engeren Sinne.....	7
4.1	Public Markets.....	7
4.1.1	Public Equity.....	7
4.1.2	Public Debt.....	11
4.1.3	Asset Management.....	14
4.2	Private Markets.....	17
4.2.1	Private Equity (einschließlich Venture Capital).....	17
4.2.2	Private Debt.....	22
4.2.3	Banken.....	24
4.2.4	Versicherungen.....	26
5	Sustainable Finance im weiteren Sinne: Das Ökosystem.....	29
6	Exkurs: Der Global-Green-Finance-Index (GGFI).....	34
7	Fazit und Ausblick.....	38
8	Literaturverzeichnis.....	39

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Risikokategorien des ESG-Risiko-Ratings von Sustainalytics	7
Tabelle 2: Übersicht der ESG-Scores im Ländervergleich.....	8
Tabelle 3: Anteil grüner IPOs am Gesamtvolumen an IPOs pro Land (Zeitraum 2012-2021).....	10
Tabelle 4: Weltweite Emissionsvolumina von Green Bonds 2021	11
Tabelle 5: Emissionsvolumina von Green Bonds im Ländervergleich	12
Tabelle 6: Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds mit FNG-Siegel.....	14
Tabelle 7: FNG-Güte für Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds	15
Tabelle 8: Abgrenzung grüner von nicht-grünen Startups (Green Startup Monitor).....	17
Tabelle 9: ESG-Vierländervergleich für die jeweils drei größten Versicherungen	27
Tabelle 10: Aktivitäten gemäß Sustainable Stock Exchanges Initiatives.....	31
Tabelle 11: Anteil der jeweils 100 größten Unternehmen mit Nachhaltigkeitsberichterstattung	32
Tabelle 12: Emissionsvolumen von Green Bonds in Prozent der Nettoneuverschuldung (Zentralstaatsebene) 2021	32
Tabelle 13: Anzahl der Regulierungsmaßnahmen mit Bezug zu Responsible Investment	33
Tabelle 14: Mitgliedschaft in Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investment.....	33

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Sustainable Finance im engeren Sinne	6
Abbildung 2: Das Sustainable-Finance-Ökosystem (Sustainable Finance im weiteren Sinne).....	6
Abbildung 3: Gewichtete Mittelwerte der ESG-Scores nach Ländern	8
Abbildung 4: Gewicht von Emittenten in drei MSCI-Indizes von unterschiedlicher Nachhaltigkeitsintensität	9
Abbildung 5: Anteil grüner IPOs pro Land am globalen Volumen grüner IPOs (Zeitraum 2012-2021) 10	
Abbildung 6: Prozentualer Anteil des von Artikel-8- und Artikel-9-Publikumsfonds verwalteten Vermögens am von allen Publikumsfonds verwalteten Vermögen 2021	15
Abbildung 7: Entwicklung und Potential deutscher Startups hinsichtlich Nachhaltigkeit	18
Abbildung 8: Anteil grüner PE-Investitionen nach Land des Investitionsempfängers (Zeitraum 2012-2021).....	19
Abbildung 9: Anteil grüner PE-Investitionen nach Land des Investors (Zeitraum 2012-2021)	19
Abbildung 10: Grüne PE-Investitionen der G7-Länder (2012-2021)	20
Abbildung 11: Grüne VC-Investitionen der G7-Länder (2012-2021).....	20
Abbildung 12: Kreditvergabe der KfW 2019-2021	24
Abbildung 13: Nachhaltigkeit deutscher Banken	25
Abbildung 14: Aufteilung des Gesamtvolumens der Kapitalanlagen auf die Versicherungsunternehmen 2021.....	26
Abbildung 15: Aufteilung des Gesamtvolumens der nachhaltigen Kapitalanlagen auf die Versicherungsunternehmen 2021.....	27
Abbildung 16: Konstruktion des Global-Green-Finance-Index.....	34
Abbildung 17: Gliederung der GGFI-Indikatoren.....	35

1 Executive Summary

Während in Europa und global meist einzelne Finanzplätze national dominieren, ist die Situation in Deutschland föderaler organisiert: Neben Frankfurt/Main haben auch Berlin, Hamburg, München, NRW und Stuttgart Gewicht als Finanzstandort. Um die Stärke bei Green-and-Sustainable-Investments des gesamtdeutschen Finanzmarkts herauszustellen, wurde die Hamburg School of Business Administration (HSBA) von Germany Finance beauftragt, eine Vergleichsstudie zu erstellen, die den deutschen Finanzmarkt mit den wichtigsten europäischen Peers vergleicht: Amsterdam, London, Luxemburg und Paris.

Eine große Herausforderung bei diesem Vergleich ist die Messbarkeit von Nachhaltigkeit im Finanzmarktkontext. Dafür muss der Begriff zunächst definiert werden. Während Nachhaltigkeit in der Regel alle ESG (Environmental, Social, Governance) Kriterien abdeckt, muss davon ausgegangen werden, dass in dieser Studie primär der Aspekt der „Grünen“ Investments berücksichtigt wird. Ferner kann man Sustainable Finance im engeren Sinne interpretieren, d.h. auf Finanzprodukte mit einem nachhaltigen Bezug; und Sustainable Finance im weiteren Sinne, d.h. das gesamte nachhaltige Ökosystem betrachten. In unserer Studie analysieren wir beide Bereiche.

Nachhaltigkeit/ESG ist eines der absoluten Trendthemen am Kapitalmarkt und dürfte es für die nächsten Jahre auch bleiben. Angesichts dessen kann der derzeitige Stand an Transparenz und öffentlich verfügbaren Daten nur als enttäuschend beschrieben werden. Dieser sehr große Nachholbedarf ist nicht auf Deutschland beschränkt. Die Unschärfe des Begriffs Nachhaltigkeit und die unzureichende Datenlage erschweren den internationalen Vergleich.

Mit diesen Limitationen im Hinterkopf haben sich für die verschiedenen Sektoren des Finanzsystems folgende Eindrücke ergeben:

Public Equity: Wie auch in allen folgenden Kategorien sind Datenverfügbarkeit und Messbarkeit eine wichtige Einschränkung bei der Analyse. Unternehmen werden per se nicht gegründet mit dem einzigen Ziel nachhaltig zu sein, sondern um Gewinne zu erwirtschaften. Betrachtet man die Nachhaltigkeit der größten Unternehmen in Europa, liegen Frankreich und die Niederlande vor Deutschland. Dahinter rangieren Luxemburg und UK. Bei den grünen IPOs hingegen liegt Deutschland vorne, was für ein wachsendes Nachhaltigkeitsbewusstsein sprechen könnte.

Public Debt: Zuletzt ist der Markt für Green Bonds stark gewachsen. Die europäischen Leader sind Frankreich und Deutschland. Frankreich hat den Vorteil des First Movers, während in Deutschland das Investitionsvolumen jüngst stark angestiegen ist.

Asset Management: Nicht zuletzt durch die in den letzten Monaten und Jahren gestiegene Wahrnehmung durch die Medien sind nachhaltige Geldanlagen vermehrt in den Fokus der Investoren gerückt. Wie so oft sind Messbarkeit und Transparenz der Nachhaltigkeitskriterien ein Problem bei der Klassifizierung von Geldanlagen. Frankreich war vergleichsweise früh an der Entwicklung beteiligt und hat in Europa einen "First Mover Advantage". Rein von der Anzahl der aufgelegten Fonds liegt Luxemburg weit vorne, was ein Stück weit aber der vereinfachten Regulatorik bei Investmentfonds geschuldet sein könnte. Bezogen auf das verwaltete Vermögen liegt der Anteil nachhaltiger Publikumsfonds in Deutschland unter EU-Durchschnitt und auch unter den Zahlen für die Niederlande, Frankreich und Luxemburg.

Private Equity und Venture Capital: Auch hier ist die Datenlage schwierig. Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) gibt an, ab 2023 ein ESG-Modul in seine jährliche Datenerhebung zu integrieren. Es gibt Indizien, dass Nachhaltigkeit in der deutschen Startup-Szene

eine wesentliche Rolle spielt. Bei PE- und VC-Investitionen steht Deutschland im internationalen Vergleich eher im Hintergrund.

Private Debt: Die Datenlage erlaubt keinen internationalen Vergleich und für Deutschland nur grobe Tendenzaussagen. Analog zu Green Bonds sind Green/Sustainable Loans entstanden, mit denen Kreditnehmer konkrete Nachhaltigkeitsvorhaben in Form von Darlehen oder Schuldscheindarlehen finanzieren können. Mit den Sustainability Linked Loan Principles hat sich ein Standard für die Fremdkapitalfinanzierung etabliert, der nicht auf die Nachhaltigkeit einzelner Projekte, sondern des Kreditnehmers insgesamt abstellt. Ferner zeigt sich am Markt die zunehmende Nutzung von ESG-Zinstabellen, mit denen der zu zahlende Zins an Nachhaltigkeitsindikatoren gekoppelt wird.

Banken: Insgesamt gewinnen wir den Eindruck, dass die Geschäftsmodelle und -politik deutscher Banken im europäischen Vergleich überdurchschnittlich nachhaltig sind, gefolgt von den französischen, niederländischen und mit etwas Abstand den britischen Banken. Maßgeblichen Anteil haben auch die nationalen Förderbanken.

Versicherungen: Der Versicherungssektor stellt kaum Informationen über den Anteil nachhaltiger Kapitalanlagen zur Verfügung. Unsere eigene Schätzung für deutsche Versicherungen kommt für 2021 auf einen Anteil von gut 11%. Auf Basis der ESG-Scores von Sustainalytics stehen die drei größten deutschen Versicherungen hinter ihren Pendants aus den Niederlanden, Großbritannien und Frankreich.

Ökosystem: Die Leistungsfähigkeit von Finanzplätzen in Sachen Nachhaltigkeit in den oben genannten Finanzsektoren hängt maßgeblich von der Leistungsfähigkeit des dazu gehörigen Ökosystems ab. Als „Team hinter dem Team“ stellt es z.B. gut qualifiziertes Personal bereit, versorgt die Akteure mit qualitativ hochwertigen Dienstleistungen (beispielsweise in Recht oder bei Ratings) oder fördert Märkte mit adäquater Regulierung. Im Gegensatz zu den oben genannten Finanzsektoren sind für die Evaluierung des Ökosystems quantitative Indikatoren meist wenig geeignet. Im Vordergrund müssten qualitative Erwägungen stehen, z.B. in Experteninterviews erhoben. Dieser Ansatz liegt jenseits der Möglichkeiten dieser Studie. Allerdings haben wir aus der Literatur eine Landkarte des Ökosystems abgeleitet und die verschiedenen Dimensionen in fünf Blöcke gegliedert: Marktorganismen & Marktteilnehmer, Dienstleistungssektor, Staat, Bildung & Forschung und Weitere Aspekte. Die Landkarte ist nicht als erschöpfend anzusehen, aber sie bietet Unterstützung beim Definieren von Handlungsfeldern, wo wettbewerbsfähigkeitsfördernde Initiativen gestartet werden könnten.

Alles in allem ergibt sich unter Vorbehalt von Datenqualität und -verfügbarkeit der Eindruck, dass der französische Finanzmarkt in vielen Bereichen einen First Mover Advantage hatte und nachhaltige Investments dort auf breite Akzeptanz stoßen. Deutschland hingegen hat in vielen Bereichen in der jüngeren Vergangenheit großes Wachstum verzeichnet und holt in Quantität wie Qualität auf. Die Niederlande waren in unserer Untersuchung insbesondere bei den Finanzintermediären wie Banken und Versicherungen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen positiv aufgefallen. Luxemburg scheint aufgrund etwas weniger strikter Regulierung vor allem ein Enabler von innovativen, nachhaltigen Finanzprodukten zu sein. Den größten Aufholbedarf hat aus unserer Sicht der britische Finanzmarkt, auf dem Nachhaltigkeit oft noch nicht eine gewichtige Rolle spielt.

2 Zielsetzung, Definitionen, Limitationen, Vorgehen, Aufbau

Zielsetzung

Mit diesem Report soll die Leistungsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland in Sachen Nachhaltigkeit erhoben und international verglichen werden. Im Zentrum steht die empirisch abgesicherte und systematische Bestandsaufnahme des Angebots an nachhaltigen Finanzprodukten und -dienstleistungen in Deutschland. Aber es wäre eine zu enge Sicht, sich auf solche Zahlen zu beschränken. Denn die Leistungsfähigkeit eines Finanzplatzes in Sachen Nachhaltigkeit zeigt sich auch daran, wie stark sein Ökosystem diesbezüglich ist, z.B. in der Regulierung oder in den entsprechenden Qualifikationen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Um die Stärken und Schwächen des Finanzplatzes Deutschland besser abschätzen zu können, ziehen wir, wo möglich, Angaben für europäische Finanzplätze heran, namentlich Amsterdam, London, Luxemburg und Paris.

Definitionen

Nachhaltigkeit ist ein heutzutage mit vielen verschiedenen Bedeutungen aufgeladener Begriff. Sehr wirkmächtig ist die Definition aus dem Brundtland-Bericht: „Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.“ (Report of the World Commission on Environment and Development, 1987, Tz. 27) In dem Brundtland-Bericht findet sich auch die Unterscheidung in ökologische, soziale und ökonomische Nachhaltigkeit. Pollman (2022) zeichnet nach, wie ab 2004/05 der Term ESG entstand und seinen Siegeszug antrat.

Limitationen

Für die Zwecke dieses Berichts war eine pragmatische Herangehensweise alternativlos: Die Datenlage ist schwierig. Deshalb mussten wir dem folgen, wie die Datenanbieter Nachhaltigkeit definieren und abgrenzen. Daraus ergibt sich eine wesentliche Limitation: Schon bei den Daten für Deutschland ist genau darauf zu achten, wie Nachhaltigkeit in der konkreten Statistik zu verstehen ist. Das gilt umso mehr im internationalen Vergleich: Aufgrund der schwierigen Datenlage kann es sein, dass die Daten für die verschiedenen Länder zu einem bestimmten Thema unterschiedlich definiert sind und damit nur eingeschränkt miteinander verglichen werden können. Wenn wir mit Daten arbeiten, die auf der ESG-Systematik basieren und wir dort eine der drei Dimensionen priorisieren mussten, dann haben wir uns auf die Umweltdimension fokussiert und am ehesten die Governance-Dimension vernachlässigt.

Die Klage über die schwierige Datenlage mit wenigen frei verfügbaren Daten, die dann auch oft nicht derselben Nachhaltigkeitsdefinition folgen, zieht sich durch viele Publikationen dieser Art, die wir gesichtet haben, z.B. The City UK und BNP Paribas (2022). Das Network for Greening the Financial System der Zentralbanken und Aufsichtsorgane evaluiert die Datensituation und identifiziert Datenlücken (NGFS, 2021a).

Vorgehen

Das Projekt begann mit einer ersten Sichtung der Quellenlage und Interviews mit Expertinnen und Experten aus einzelnen Finanzbranchen, aber auch aus Academia. Auf diese Weise haben wir uns einen Überblick verschafft, welche Dimensionen berücksichtigt werden sollten, um die Leistungsfähigkeit

eines Finanzplatzes in Sachen Nachhaltigkeit umfassend abzubilden. Dieser Arbeitsabschnitt mündete in unserer Nachhaltigkeitssystematik. Hier unterscheiden wir zwischen Sustainable Finance im engeren Sinne (Abschnitt 4) und im weiteren Sinne (Abschnitt 5). Danach lag der Fokus auf der Suche nach Indikatoren, um die Nachhaltigkeitssystematik wo möglich quantitativ zu erfassen. Diese Suche umfasste sowohl weitere Dokumentenanalyse als auch die Recherche bei und zum Teil den direkten Kontakt mit Institutionen wie der Bundesbank oder dem Bundesverband Investment und Asset Management (BVI). Auf dieser Basis ruht unser Report.

Aufbau

Der Report ist folgendermaßen aufgebaut: Abschnitt 0 stellt unsere Nachhaltigkeitssystematik vor. Sie gibt zugleich die Gliederung für die Analyse von Sustainable Finance im engeren Sinne (Abschnitt 4) und im weiteren Sinne (Abschnitt 5) vor. Nach einem Exkurs zum Global-Green-Finance-Index (GGFI) in Abschnitt 6 schließt das Fazit in Abschnitt 7 den Report.

3 Nachhaltigkeitssystematik

Sustainable Finance im engeren Sinne und Sustainable Finance im weiteren Sinne (Ökosystem)

Sehr schnell zeigte sich beim Blick in relevante Publikationen, was für das Abbilden der Leistungsfähigkeit eines Finanzplatzes in Sachen Nachhaltigkeit unverzichtbar ist: Zahlen, Daten und Fakten zu öffentlichen und privaten Märkten für Eigen- und Fremdkapital sowie zu den großen Finanzdienstleistungsbereichen Asset Management, Bankwesen und Versicherungswesen. Allerdings weisen die Empfehlungen im Bericht des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung (2021) und die Handlungsfelder und Maßnahmen in der Sustainable-Finance-Strategie der Deutschen Bundesregierung (2021) darauf hin, dass die Betrachtung nicht bei diesen Dimensionen stehen bleiben darf, sondern weiter gefasst sein muss.¹ Deshalb betrachten wir neben den oben genannten Dimensionen (Sustainable Finance im engeren Sinne) auch das Ökosystem, innerhalb dessen Sustainable Finance geschieht und das damit die Leistungsfähigkeit des Finanzplatzes ebenfalls bestimmt (The City UK und BNP Paribas, 2022, S. 58-59). Das Ökosystem wird auch als Sustainable Finance im weiteren Sinne bezeichnet.

Dimensionen (und Indikatoren)

Im ersten Schritt ist zu klären, welche Dimensionen der Sustainable Finance zu betrachten sind, um die Leistungsfähigkeit eines Finanzplatzes in Sachen Nachhaltigkeit abschätzen zu können. Danach sind dann die — nach Möglichkeit quantitativen — Indikatoren festzulegen, um die Leistungsfähigkeit in den jeweiligen Dimensionen zu messen. In diesem Abschnitt geht es um die Nachhaltigkeitssystematik, also die strukturierte Sammlung der wesentlichen Dimensionen.

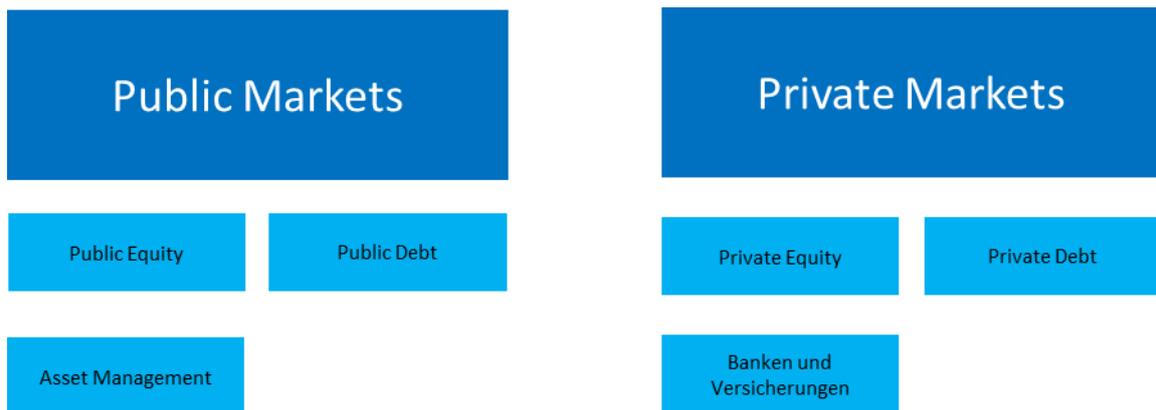
Dimensionen von Sustainable Finance im engeren Sinne

Im Bereich Sustainable Finance im engeren Sinne liegt es auf der Hand, dass die Relevanz von Nachhaltigkeit in den wesentlichen Aktivitätsbereichen eines Finanzsystems abzubilden ist; siehe Abbildung 1. Dem entsprechend gehören zu den Dimensionen die öffentlichen Märkte für nachhaltige Anleihen und nachhaltige Aktien samt dem entsprechenden Asset Management sowie die Nachhaltigkeit der privaten Märkte für Eigenkapital (Private Equity mit Venture Capital als Teilmenge) und Fremdkapital. Ferner sind Banken- und Versicherungssektor ebenfalls Dimensionen von Sustainable Finance im engeren Sinne.²

¹ Interessanterweise nennt die Deutsche Bundesregierung (2021, S. 38) als Maßnahme 24: „Indikatoren erarbeiten, um die Entwicklungen am Sustainable Finance-Standort besser zu messen und zu analysieren.“

² Jeweils einige der Dimensionen finden sich z.B. in AFME (2022), Bank for International Settlement (2021, S. 18-19) [Umfrage unter mehr als 60 Zentralbanken zu Sustainable Finance], BVI (2022), Climate Bonds Initiative (2022), Deutsche Bundesbank (2019), Deutsche Bundesregierung (2021), EFAMA (2021; 2022), FNG (2022), Global Sustainable Investment Alliance (2021), Morningstar (2022), NGFS (2021), Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021), The City UK und BNP Paribas (2022).

Abbildung 1: Sustainable Finance im engeren Sinne



Dimensionen von Sustainable Finance im weiteren Sinne

Während sich die Dimensionen von Sustainable Finance im engeren Sinne größtenteils „von selbst“ ergeben, ist das dazu gehörige Ökosystem wesentlich schwieriger zu umreißen. Abschnitt 5 wird sich näher damit befassen. An dieser Stelle mag zur ersten Orientierung Abbildung 2 genügen.

Abbildung 2: Das Sustainable-Finance-Ökosystem (Sustainable Finance im weiteren Sinne)



Indikatoren

Im nächsten und letzten Schritt sind dann Indikatoren für die Dimensionen zu finden, um sie quantifizierbar zu machen (Zahlen, Daten, Fakten). Diesen Schritt gehen wir in den beiden nächsten Kapiteln.

4 Sustainable Finance im engeren Sinne

4.1 Public Markets

4.1.1 Public Equity

Es gibt keine offizielle Definition von Nachhaltigkeit im Bereich Public Equity. Anders als beim Asset Management oder bei Public Debt gibt es keine Investitionen, die mit der Absicht geschaffen werden, nachhaltig zu sein. Dennoch haben sich im wissenschaftlichen Diskurs die folgenden vier Ansätze herauskristallisiert, um die Nachhaltigkeit eines Unternehmens zu bestimmen:

1. ESG-Scores
2. Zugehörigkeit in einem ESG-Screened-Index oder -Fonds
3. Zugehörigkeit zu einer nachhaltigen Branche
4. EU-Taxonomie (Konformität)

Vorgehensweise und Analyse

Um die Nachhaltigkeit im Sektor Public Equity zu messen, wird das sogenannte ESG-Risiko-Rating von der Nachhaltigkeits-Ratingagentur Sustainalytics, einer Tochtergesellschaft des Finanzinformations- und Analyseunternehmens Morningstar Inc., bezogen. Unser Ansatz beruht darauf, dass die 50 Aktien mit der höchsten Marktkapitalisierung in jedem der fünf Zielländer anhand des ESG-Risiko-Ratings betrachtet werden. Dazu wurden die Marktkapitalisierungsdaten auf companiesmarketcap.com und finanzen.net herangezogen. Im nächsten Schritt wurden die ESG-Risiko-Ratings der Unternehmen von Sustainalytics erhoben.

Exkurs zum ESG-Risiko-Rating

Das ESG-Risiko-Rating von Sustainalytics misst branchenspezifisch relevante ESG-Risiken und wie das Unternehmen mit diesen Risiken umgeht, d.h. welche konkreten Maßnahmen ergriffen werden. Das Rating berücksichtigt insgesamt 20 ESG-Themen, sogenannte Material ESG Issues (MEIs), die für eine Branche relevant sind, wie zum Beispiel die Einhaltung der Menschenrechte, Ressourcenschonung und Umweltperformance (Sustainalytics, 2022a). Dementsprechend bewertet das ESG-Risiko-Rating, „wie hoch der Anteil der nicht kontrollierten ESG-Risiken eines Unternehmens“ ist (WU-Bibliothek, 2022). Dabei ist das ESG-Risiko-Rating eines Unternehmens ein quantitativer Wert zwischen 0 und 100 und wird in eine der fünf in Tabelle 1 dargestellten Risikokategorien eingeordnet. Je näher die Punktzahl an 0 ist, desto besser ist die Bewertung et vice versa (Sustainalytics, 2022b). Das ESG-Risiko-Rating von Sustainalytics ermöglicht einen branchenübergreifenden Vergleich von Unternehmen.

Tabelle 1: Risikokategorien des ESG-Risiko-Ratings von Sustainalytics

Negligible	Low	Medium	High	Severe
0 - 10	20 - 30	20 - 30	30 - 40	40+

Quelle: Sustainalytics (2022b).

Analyse der Nachhaltigkeit von Public Equity: Größte Unternehmen

Aufbauend auf den ESG-Scores von Sustainalytics wurde die Nachhaltigkeit der börsennotierten Unternehmen von Frankreich, Niederlande, dem Vereinigten Königreich, Deutschland und Luxemburg ermittelt. Als Grundgesamtheit wurden hierbei die 50 nach Marktkapitalisierung größten Unternehmen des jeweiligen Landes gewählt. Als valide Beobachtung wurden weiterhin nur Unternehmen mit vorliegenden ESG-Scores gewertet. Somit kommt es zu einer abweichenden Anzahl an Beobachtungen (n) pro Land. Eine Übersicht der deskriptiven Statistik ist Tabelle 2 zu entnehmen. Deutschland liegt hierbei – gemessen am gewichteten Mittelwert – im Mittelfeld, wobei Frankreich und die Niederlande bessere ESG-Scores aufweisen und das Vereinigte Königreich und Luxemburg jeweils schlechtere. Es fällt jedoch auch auf, dass die Standardabweichung mit 5,81 (Deutschland) bis 8,74 (Luxemburg) vergleichsweise hoch liegt.

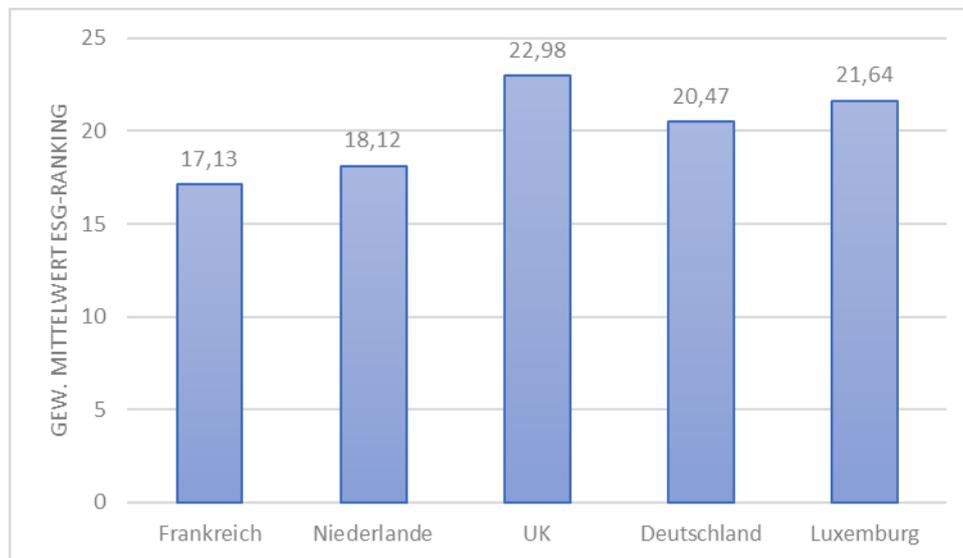
Tabelle 2: Übersicht der ESG-Scores im Ländervergleich

Land	Mittelwert	St. Abw.	gew. Mittelwert	n
Frankreich	18,77	7,11	17,13	48
Niederlande	19,90	6,98	18,12	47
UK	20,43	6,61	22,98	50
Deutschland	20,49	5,81	20,47	48
Luxemburg	22,46	8,74	21,64	30

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Sustainalytics. Hinweis: Ein höherer ESG-Score repräsentiert ein schlechteres ESG-Niveau.

Eine Visualisierung der Ergebnisse ist Abbildung 3 zu entnehmen.

Abbildung 3: Gewichtete Mittelwerte der ESG-Scores nach Ländern

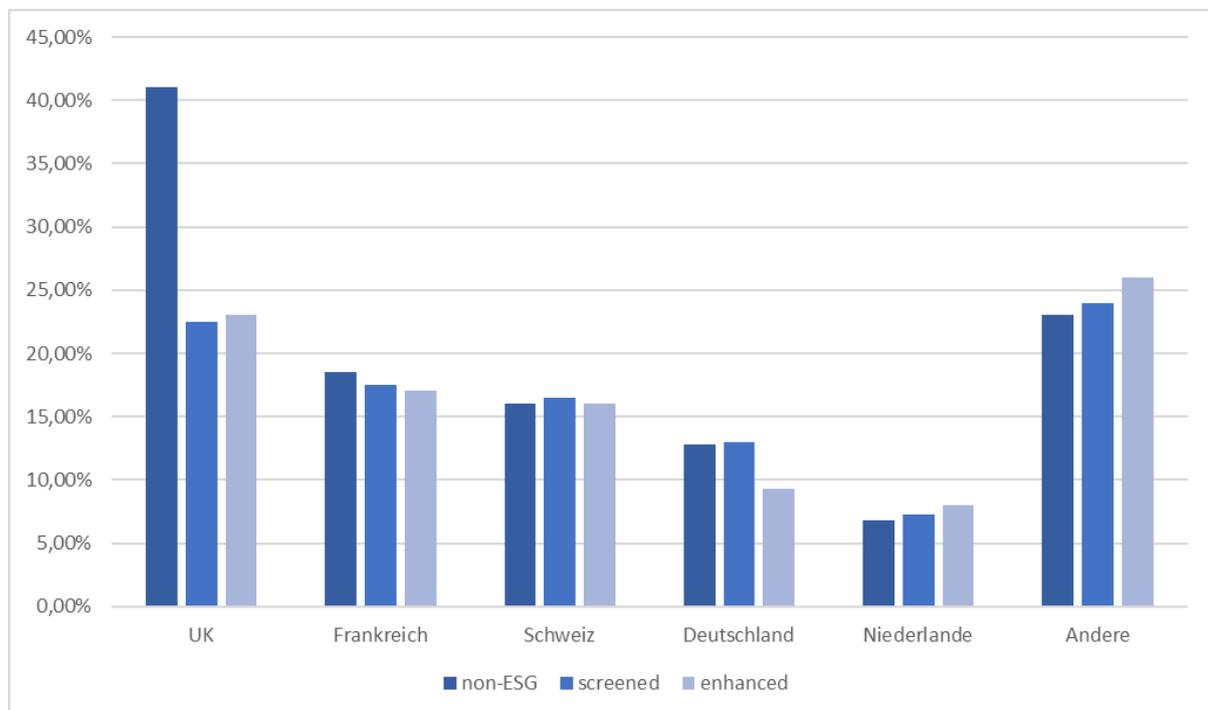


Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Sustainalytics. Hinweis: Ein höherer ESG-Score repräsentiert ein schlechteres ESG-Niveau.

Analyse der Nachhaltigkeit von Public Equity: Aktienindizes

Ein Vergleich des Gewichts, das Unternehmen aus den verschiedenen Ländern an MSCI-Indizes haben, ist ein weiterer Indikator für die Nachhaltigkeitsorientierung des jeweiligen Aktienmarktes. Verglichen wird das Gewicht in drei MSCI-Indizes, nämlich dem Non-ESG-Index, dem ESG-Screened-Index und dem ESG-Enhanced-Index (Abbildung 4). Großbritannien ist bei diesem Vergleich ein negatives Beispiel, da der Anteil am Non-ESG-Index bei über 40% liegt und die Gewichte an den beiden nachhaltigeren Indizes bei etwa 22% liegen. Positiv zu bewerten sind in diesem Beispiel die Niederlande, da sie das einzige der fünf Vergleichsländer sind, für das das Indexgewicht mit zunehmender Nachhaltigkeit des Index zunimmt. Für Deutschland ist zu erkennen, dass wie im Falle Frankreichs der Anteil am ESG-Enhanced-Index unter dem Gewicht im ESG-Screened-Index liegt. In diesem Bereich gibt es also Verbesserungspotential für den deutschen Markt. Die im nächsten Unterabschnitt zu grünen IPOs angeführten Daten für Deutschland deuten eine Entwicklung der Emittentenlandschaft in diese Richtung an.

Abbildung 4: Gewicht von Emittenten in drei MSCI-Indizes von unterschiedlicher Nachhaltigkeitsintensität



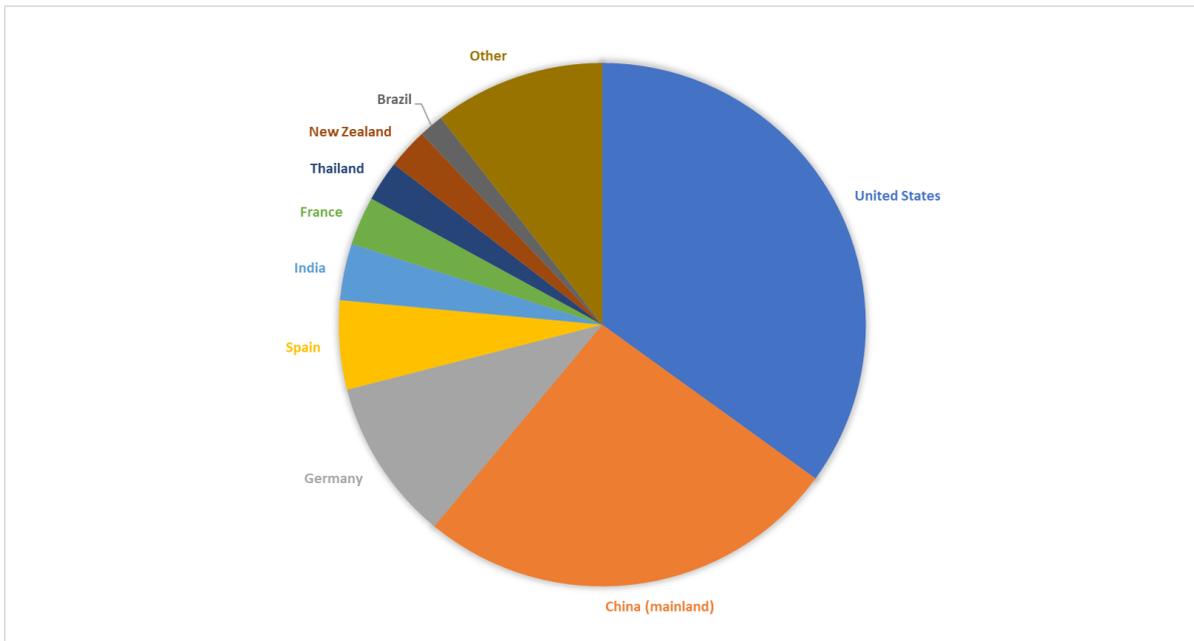
Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis vom MSCI-Daten.

Analyse der Nachhaltigkeit von Public Equity: IPOs

Auch die Entwicklung grüner IPOs ist ein interessanter Indikator für Nachhaltigkeit im Bereich Public Equity. Deshalb wird im Folgenden auf die Studie „Green Finance: A Quantitative Assessment of Market Trends“ eingegangen (The City UK und BNP Paribas, 2022). Sie analysiert genauer grüne IPOs im internationalen Vergleich. Die Analysen der Studie basieren auf Daten von Refinitiv Workspace.

Abbildung 5 stellt den Anteil grüner IPOs pro Land an den weltweiten grünen IPOs im Zeitraum 2012 bis 2021 dar (The City UK und BNP Paribas, 2022, S. 44). Die USA (Platz 1), China (Platz 2) und Deutschland (Platz 3) dominieren mit nahezu 75% die weltweiten grünen IPO-Aktivitäten. Unter den Top Ten ist hinsichtlich der Vergleichsländer noch Frankreich auf Platz 6 vertreten.

Abbildung 5: Anteil grüner IPOs pro Land am globalen Volumen grüner IPOs (Zeitraum 2012-2021)



Quelle: The City UK und BNP Paribas (2022), S. 44.

In Tabelle 3 wird ein Überblick über den Anteil der grünen IPOs (in USD) an den gesamten IPOs pro Land in relativen Größen für den Zeitraum 2012 bis 2021 zusammengefasst. Mit einem Anteil von 8,6% grüner IPOs liegt Deutschland vor Frankreich, den USA und China.

Tabelle 3: Anteil grüner IPOs am Gesamtvolumen an IPOs pro Land (Zeitraum 2012-2021)

Land	IPO (\$m)	Green IPO (\$m)	Green IPO (Relativ)
Deutschland	63.325,30	5.440,30	8,6%
Frankreich	40.657,20	1.979,90	4,9%
United States	892.126,10	17.747,80	2,0%
China (Mainland)	1.361.394,90	13.252,10	1,0%

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an The City UK und BNP Paribas (2022), S. 45.

Fazit und Limitationen

Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien haben in den letzten Jahren im Public-Equity-Sektor stark an Bedeutung gewonnen. Dennoch gibt es in diesem Sektor bis jetzt noch keine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit. Im Rahmen dieser Studie wurde deshalb das ESG-Risiko-Rating von Sustainalytics herangezogen und bei den Target-Ländern analysiert. Diese Analyse hat gezeigt, dass Deutschland im europäischen Vergleich im Mittelfeld liegt. In dieselbe Richtung weist die Untersuchung von MSCI-Indizes. Darüber hinaus wurde die Entwicklung grüner IPOs im internationalen Vergleich berücksichtigt, bei dem Deutschland zu den Vorreitern gehört.

Die Limitationen dieser Studie ergeben sich in erster Linie aus der Datengrundlage. Dies zeigt sich beispielsweise bei der Betrachtung der ESG-Scores im Ländervergleich. Wie bereits angemerkt ist die Standardabweichung in der betrachteten Grundgesamtheit vergleichsweise hoch. Eine Ausweitung der Grundgesamtheit könnte dem idealerweise entgegenwirken. Auch könnten die Ergebnisse weiter verifiziert werden, wenn die Betrachtung um ESG-Scores von anderen Rating-Agenturen ergänzt wird.

4.1.2 Public Debt

Green Bonds sind ein Fokusbereich von Sustainable Finance betrachtet, da sie auf das Gesamtvolumen betrachtet einen überdurchschnittlich großen Teil ausmachen (The City UK und BNP Paribas, 2022). Was genau Green Bonds definiert, hängt von dem Standard oder der Klassifizierung ab, an der man sich orientiert. Maßgeblich ist jedoch bei jedem Standard die Verwendung der Emissionserlöse für nachhaltige Projekte und Investitionen. Der durch die EU-Kommission im Zuge des European Green Deal vorgeschlagene European Green Bond Standard (EUGBS) bietet eine Möglichkeit grüne Anleihen einzuordnen. Neben offiziellen Standards gibt es unabhängige dritte Organisationen, welche ihre eigenen Klassifizierungen vornehmen. Ein nennenswertes Beispiel ist die Climate Bond Initiative, welche Anleihen, die sich selbst als „grün“ bezeichnen, nach eigenen Kriterien beurteilt. Unter das Thema Public Debt können weitere Strukturierungsformen gezählt werden. Ein Beispiel sind die Sustainability Linked Bonds. Hier kann etwa die Höhe der Verzinsung von der Erreichung von Nachhaltigkeitszielen abhängig sein. Da Green Bonds jedoch mit Abstand den größten Teil von Green Finance ausmachen, wird sich in diesem Abschnitt darauf fokussiert.

European Green Bond Standard (EUGBS)

Der Vorschlag der EU-Kommission beinhaltet vier Anforderungen für die Verleihung des Titels „EU Green Bond“. Zum einen muss der Emissionserlös für wirtschaftliche Tätigkeiten eingesetzt werden, die der EU-Taxonomie entsprechen. Des Weiteren müssen alle Transaktionen veröffentlicht und geprüft werden. Über die Allokation der Erlöse muss bis zur vollständigen Verwendung Bericht erstattet werden. Schließlich muss die Einhaltung der Anforderungen durch zuständige nationale Behörden und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde überwacht werden (Storck und Rojahn, 2022).

Weltweiter Trend

Der weltweite Markt für Green Bonds ist durch außergewöhnlich starkes Wachstum von 45,4% p.a. (Compound Annual Growth Rate [CAGR] 2014-2021) in den letzten Jahren geprägt und kam 2021 somit auf ein Gesamtemissionsvolumen von USD 509 Mrd. Der europäische Markt ist mit 52% Marktanteil und USD 265 Mrd. Emissionsvolumen größter Treiber im Markt, gefolgt von der Region Asien-Pazifik mit 26%. Die Asien-Pazifik-Region zeichnet sich durch überdurchschnittliches Wachstum von 87% p.a. (CAGR 2014-2021) aus, verzeichnete aber 2020 einen Rückgang von rd. US D10 Mrd. im Emissionsvolumen von Green Bonds. Nordamerika scheint mit 18% Marktanteil und leicht unterdurchschnittlichem Wachstum von 44% p.a. im Bereich Green Bonds hinterherzuhinken. Weitere Green-Bond-Emissionen wurden in Lateinamerika und Afrika getätigt; diese stellen mit zusammen rd. 2% Marktanteil aber keine relevanten Marktspieler dar, wie Tabelle 4 zeigt. (Statista, 2022b).

Tabelle 4: Weltweite Emissionsvolumina von Green Bonds 2021

	Welt	Europa	Asia-Pacific	Nordamerika	Supranational	Lateinamerika / Asien
Volumen 2021 (\$bn)	509	265	130	93	8	13
Anteil 2021		52%	26%	18%	2%	3%

Quelle: Daten aus Statista (2022b), S. 4-5; basierend auf Daten der Climate Bonds Initiative. Anmerkung: Infolge von Rundung addieren sich die Anteile zu mehr als 100%.

Emittenten von Green Bonds sind hauptsächlich Unternehmen, 2021 wurden rd. 43% der Green Bonds von Unternehmen emittiert. Finanzinstitute emittierten rd. 19% der Green Bonds, gefolgt von staatlichen Emittenten mit 14%, Behörden und Förderbanken (z.B. KfW) mit 11% und Gemeinden/Kommunen mit 7%. Darüber hinaus ergänzen supranationale Emittenten mit 5% die Liste, hierzu zählt vor allem die European Investment Bank (EIB). Staaten und Regierungen sind also eine vergleichsweise kleine Emittentengruppe, während der größte Hebel für Wachstum im Bereich Green Bonds bei Unternehmen (inklusive Finanzinstituten) liegt (Statista, 2022b, S. 8, basierend auf Daten von Environmental Finance).

Green Public Debt in Deutschland

Deutschland ist ein zentraler Spieler im Markt für Green Bonds, 2021 wurden Green Bonds im Wert von USD 63,2 Mrd. in Deutschland emittiert. Somit trägt der deutsche Markt rd. 24% Marktanteil des europäischen Marktes und rd. 12% des weltweiten Marktes bei. Dabei wurden rd. 40% der in den letzten sieben Jahren emittierten Green Bonds in Deutschland im Jahr 2021 emittiert, was indikativ für das schnelle Marktwachstum in diesem Bereich spricht. Über die letzten sieben Jahre verteilt wurden insgesamt USD 157,1 Mrd. Green-Bond-Volumen in Deutschland emittiert (Environmental Finance, 2022). Ein zentraler Treiber des Wachstums war die erste Emission der Bundesrepublik im Jahr 2020 im Wert von rd. EUR 11,5 Mrd. 2021 wurde ein identisches Volumen von Seiten der Bundesrepublik emittiert, wodurch sie der zweitgrößte deutsche Emittent in diesem Jahr nach der KfW war. Die KfW emittierte 2021 rd. USD 18,6 Mrd. und somit rd. 30% des Gesamtemissionsvolumens in Deutschland. An dritter Stelle steht die Landwirtschaftliche Rentenbank mit US D4,2 Mrd. (Statista, 2022b, S. 27, basierend auf Daten von Environmental Finance).

Europäischer Vergleich Green Public Debt

Im weltweiten Ranking der Länder nach emittierten Green-Bond-Volumina 2021 (Tabelle 5) stehen die USA mit USD 81,9 Mrd. an erster Stelle. China emittierte mit einem Gegenwert von USD 68,1 Mrd. das zweithöchste Volumen, dicht gefolgt von Deutschland mit den genannten USD 63,2 Mrd. Darauf folgen in den Top-10-Ländern größtenteils europäische Länder, die sieben der Top-10-Emittenten ausmachen. An vierter Stelle ist Frankreich mit USD 36,3 Mrd. platziert. Großbritannien sortiert sich mit USD 33,9 Mrd. knapp hinter Frankreich ein, gefolgt von den Niederlanden mit USD 23,4 Mrd. Mit Italien ist ein weiterer zentraler europäischer Finanzplatz an sechster Stelle platziert, hier wurden 2021 rd. USD 19,6 Mrd. Green-Bond-Volumen emittiert. Grundsätzlich ist der außerordentliche Vorsprung Deutschlands auf den sonstigen europäischen Wettbewerb hervorzuheben. In Deutschland wurde 2021 rd. 74% mehr Green-Bond-Volumen als in Frankreich, dem nächsten europäischen Wettbewerber, emittiert.

Tabelle 5: Emissionsvolumina von Green Bonds im Ländervergleich

	USA	CNA	GER	FRA	UK	NED	ESP	ITA	SWE	KOR
Vol 2021 (\$bn)	81,9	68,1	63,2	36,3	33,9	23,4	22,0	19,6	16,2	12,5
Vol 2014-2021 (\$bn)	303,9	199,1	157,1	167,2	49,1	78,8	57,7	38,4	58,3	22,0
Vol 2021 (% von 2014-2021)	27%	34%	40%	22%	69%	30%	38%	51%	28%	57%

Quelle: Daten aus Statista (2022b), S. 6 und Statista (2022c), S. 7; basierend auf Daten der Climate Bonds Initiative.

Im Vergleich des geschilderten Rankings des Emissionsvolumens 2021 mit dem Länder-Ranking des kumulierten Emissionsvolumens von 2014 bis 2021 lässt sich erkennen, welche Länder ‚First-Mover‘ im Green-Bond-Markt waren und welche Länder diesen Markt erst in den letzten Jahren signifikant ausgebaut haben (Tabelle 5). Hierfür wird das jeweilige Verhältnis des Emissionsvolumens 2021 zum kumulierten Emissionsvolumen 2014 bis 2021 betrachtet. Das Ranking der kumulierten Volumina wird ebenfalls von den USA angeführt, mit USD 303,9 Mrd., gefolgt von China mit USD 199,1 Mrd. Allerdings wird der dritte Platz von Frankreich mit USD 167,2 Mrd. belegt, gefolgt von Deutschland mit USD 157,1 Mrd. Dadurch wird deutlich, dass Frankreich der europäische Vorreiter im Bereich Green Bonds in den letzten sieben Jahren war, Deutschland allerdings durch höheres Wachstum der Volumina in der kumulierten Betrachtung aufholt. Während das Emissionsvolumen in Frankreich für das Jahr 2021 nur rd. 22% des kumulierten Volumens der letzten sieben Jahre ausmacht, waren es in Deutschland rd. 40%. Auf dem fünften Platz sind supranationale Emittenten, in diesem Fall primär die European Investment Bank (EIB), mit einem Volumen von USD 106,8 Mrd. platziert. Die Niederlande finden sich auf dem sechsten Platz mit USD 78,8 Mrd., Großbritannien auf dem neunten Platz mit USD 49,1 Mrd. und Italien auf Platz zehn mit USD 38,0 Mrd. wieder. In Großbritannien wurden somit 2021 69% der kumulierten 7-Jahres-Emissionsvolumina emittiert, was das späte und überdurchschnittlich hohe Wachstum im Vergleich zu den europäischen Wettbewerbern aufzeigt.

Betrachtet man die relativen Emissionen von Green Bonds im Vergleich zu absoluten Emissionen von Anleihen, führt Deutschland im Jahr 2020 die Rangliste der G7-Staaten an. Im Jahr 2021 liegt mit nur geringem Abstand Kanada vor Deutschland, das mit etwa 15% immer noch den zweiten Platz einnimmt (The City UK und BNP Paribas, 2022, S. 39).

Fazit

Der weltweite Markt für Green Bonds hat einen außergewöhnlich großen Anstieg zu verzeichnen. Von den am Emissionsvolumen gemessenen Top-10-Ländern sind sieben europäische Länder. In Europa selbst wird der Green-Bond-Markt von Frankreich und Deutschland angeführt. Frankreich hat hier den Vorteil des First Movers. In Deutschland hingegen ist das Emissionsvolumen grüner Anleihen vor allem in der jüngeren Vergangenheit stark angestiegen. Der Trend spricht also für Deutschland. Des Weiteren schneidet Deutschland beim Vergleich von relativen Green-Bond-Emissionen ebenfalls als Spitzenreiter ab.

4.1.3 Asset Management

Im Asset Management wird in der Regel zwischen zwei Arten von nachhaltigen Produkten unterschieden. Zum einen ESG-Screened-Fonds und zum anderen ESG-Enhanced-Fonds. Erstere Bezeichnung bezieht sich auf Produkte, welche keine unnachhaltigen Positionen enthalten, und letztere auf Produkte, welche eine aktiv nachhaltige Strategie verfolgen. Auf EU-Ebene wurde dafür die Klassifizierung in Artikel-8-Fonds (screened) und Artikel-9-Fonds (enhanced) im Rahmen der Offenlegungs-VO vorgegeben. Einer der größten Kritikpunkte ist hierbei, dass die Klassifizierung durch den Produkthanbieter selbst erfolgt und sich derzeit nur an losen Kriterien orientieren muss. Eine verbindliche Regulierung kann künftig durch die Integration der Taxonomie-VO erfolgen. Als Antwort auf dieses Problem kann auf unabhängige Siegel und Rankings zurückgegriffen werden. Hierfür bieten sich beispielsweise das FNG-Siegel des Forums Nachhaltige Geldanlagen oder der Morning Star Carbon Risk Score an.

Fonds im europäischen Vergleich

Als Maßstab für die Güte von Fonds wurden Daten des Forums Nachhaltige Geldanlagen herangezogen. In diesem Ausschnitt des europäischen Vergleiches ist zu erkennen, dass Luxemburg die meisten Fonds mit einem FNG-Siegel anbietet. Sowohl bei den Artikel-8-Fonds als auch bei den Artikel-9-Produkten stammen mehr als 50% der Fonds aus Luxemburg. Deutschland kommt bei den Artikel-8-Produkten auf einen Anteil von ca. 15%, wohingegen es bei den Artikel-9-Fonds nur noch knapp über 5% sind. Die gesamte Anzahl von Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds ist etwas mit einem Verhältnis von 70 zu 30 verteilt. Frankreich und Lichtenstein sind die einzigen Länder, in denen bei dieser Unterteilung mehr Artikel-9-Fonds als Artikel-8-Fonds angeboten werden (Tabelle 6).

Tabelle 6: Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds mit FNG-Siegel

Ausgabeland	Artikel-8-Fonds	Artikel-9-Fonds	Summe
Deutschland	135	22	157
Frankreich	7	34	41
Irland	60	20	80
Liechtenstein	7	25	32
Luxemburg	497	254	751
Österreich	239	40	279
Schweiz	4	n/a	4
Summe	949	395	1344

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten des FNG-Siegels 2022 (<https://fng-siegel.org/einfuehrung/>).

Das Forum Nachhaltige Geldanlagen differenziert noch weiter zwischen den FNG-Siegeln, nämlich zwischen Siegeln nach der Anzahl der Sterne, die von null bis drei reicht. Nach diesem Kriterium nehmen die deutschen Artikel-8-Fonds den letzten Platz ein, bei den Artikel-9-Fonds reicht es auch nur zu einem Platz im Mittelfeld. Insbesondere Österreich tut sich hier hervor. Aber auch Frankreich steht in beiden Disziplinen vor Deutschland, bei allerdings sehr geringen Fondszahlen (Tabelle 7).

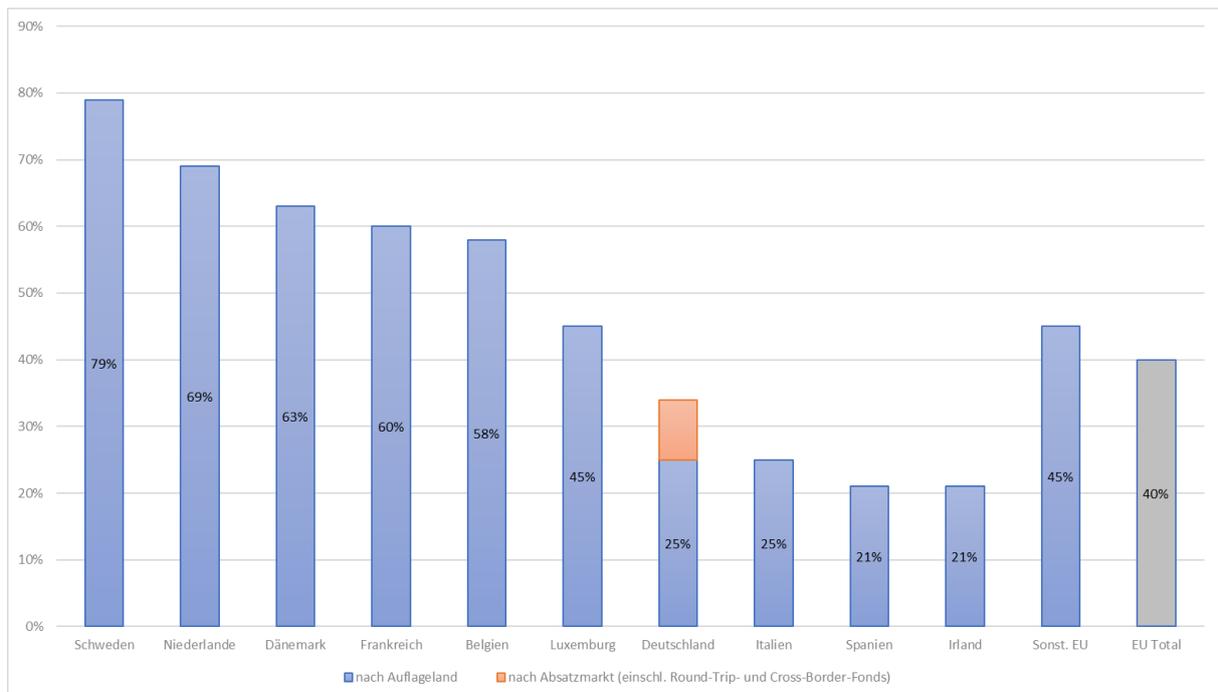
Tabelle 7: FNG-Güte für Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds

Ausgabeland	Artikel-8-Fonds	Artikel-9-Fonds	gew. Durchschnitt
Deutschland	1,30	2,09	1,41
Frankreich	2,00	2,32	2,27
Irland	1,77	3,00	2,08
Liechtenstein	1,86	1,28	1,41
Luxemburg	1,76	1,88	1,80
Österreich	2,48	2,83	2,53
Schweiz	2,00	n/a	2,00
gew. Durchschnitt	1,88	2,04	1,93

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten des FNG-Siegels 2022 (<https://fng-siegel.org/einfuehrung/>). Anmerkung: Die Skala geht von 0 (Basis) bis 3 (sehr hoch).

Die Darstellungen bezogen sich bisher auf die Anzahl der Fonds oder ihre Güte. Nun soll auch das dahinter stehende verwaltete Vermögen bei Publikumsfonds in die Betrachtung einbezogen werden. Demnach befanden sich per Ende 2021 34% des Anlagevermögens in Publikumsfonds in Artikel-8-Fonds oder Artikel-9-Fonds (Abbildung 6). In diese Zahl sind in Deutschland aufgelegte Fonds sowie im Ausland für den deutschen Markt aufgelegte Fonds enthalten. Der Anteil von 34% liegt unter dem EU-Durchschnitt von 40% und auch unter den Werten für die Niederlande (69%), Frankreich (60%) und Luxemburg (45%). Der BVI Bundesverband Investment und Asset Management (2022, S. 69) erklärt den niedrigeren Prozentsatz in Deutschland damit, dass deutsche Fonds bei der Selbsteinstufung vorsichtiger seien als die ausländischen Anbieter. Das mag so sein, diese Erklärung steht aber in gewissem Kontrast zu den Daten des FNG-Siegels in Tabelle 7.

Abbildung 6: Prozentualer Anteil des von Artikel-8- und Artikel-9-Publikumsfonds verwalteten Vermögens am von allen Publikumsfonds verwalteten Vermögen 2021



Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management (2022), S. 69.

Fazit und Limitationen

Wie auch in anderen Subthemen der nachhaltigen Geldanlage, stellt die aktuelle Klassifizierung durch mangelnde Transparenz eine der größten Herausforderungen dar. Die Ende 2022 zu beobachtende Rückklassifizierung von Fonds demonstriert eindrücklich die Unsicherheiten, die ein System der Selbsteinstufung als Artikel-8- oder Artikel-9-Fonds mit sich bringt. Vor diesem Hintergrund sind auch die obigen Zahlen mit Vorsicht zu bewerten.

Am Anlagevolumen in Publikumsfonds gemessen spielen nachhaltige Anlagen in Deutschland bislang eine im europäischen Vergleich unterdurchschnittliche Rolle. Auch hinsichtlich der Güte der Artikel-8-Fonds und Artikel-9-Fonds tauchen deutsche Fonds in der unteren Hälfte der Rangliste auf. Auffällig ist die hohe Anzahl von Fonds in Luxemburg, was möglicherweise durch die Regulatorik begünstigt wird. Aber auch die Güte der Luxemburger Fonds ist unterdurchschnittlich.

4.2 Private Markets

4.2.1 Private Equity (einschließlich Venture Capital)

Im Private-Equity-Sektor ist das Thema Nachhaltigkeit schwerer zu quantifizieren, da es keine klaren Richtlinien gibt und die Daten nicht öffentlich verfügbar sind. Dennoch gibt es einen klaren Trend zu einer zunehmenden Bedeutung der Berücksichtigung von ESG-Kriterien im Private-Equity-Sektor (Möller und Hansen, 2022). Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) wird ab nächstem Jahr eine Datenerhebung zum Thema Sustainability durchführen. Hierfür befindet sich ein ESG-Modul in der Entwicklung, das die anderen Module der regelmäßigen BVK-Statistiken ergänzen soll.

Studie des Borderstep Instituts für Innovation und Nachhaltigkeit GmbH und des Bundesverbands Deutsche Startups e.V.

Im folgenden Abschnitt werden zwei Studien erörtert, die sich mit der Nachhaltigkeit im PE-Sektor befassen. Das Borderstep Institut für Innovation und Nachhaltigkeit GmbH und der Bundesverband Deutsche Startups e.V. veröffentlichen seit 2018 jährlich die Studie „Green Startup Monitor (GSM)“, die sich auf die Entwicklung und das Potential der deutschen grünen Gründerszene fokussiert. Laut der Studie wird ein Startup als grün definiert, wenn es die folgenden vier Merkmale erfüllt (Fichter und Olteanu, 2022, S. 4):

1. Startups sind jünger als 10 Jahre
2. sind (sehr) innovativ und/oder
3. haben ein (geplantes) Mitarbeiter-/Umsatzwachstum
4. und leisten einen Beitrag zu den ökologischen Zielen einer Green Economy.

Abbildung 7 veranschaulicht die Entwicklung und Selbstwahrnehmung von Startups in Deutschland zum Thema Nachhaltigkeit im Zeitraum 2019 bis 2021. Die Ergebnisse basieren auf Antworten von 1.889 Startups. Die Abgrenzung grüner von nicht-grünen Startups wurde mittels Eigeneinschätzung der Startups in drei Schritten ermittelt, die in Tabelle 8 illustriert werden:

Tabelle 8: Abgrenzung grüner von nicht-grünen Startups (Green Startup Monitor)

1) Filterfrage	2) Plausibilitätsprüfung 1	3) Plausibilitätsprüfung 2
„Unsere Produkte/ Dienstleistungen lassen sich der Green Economy zuordnen, weil sie gezielt einen Beitrag zum Umwelt-, Klima- und Ressourcenschutz leisten.“ (stimme zu / stimme voll und ganz zu)	„Welche Unternehmensstrategien sind für Dein Startup aktuell wichtig? Eine positive gesellschaftliche oder ökologische Wirkung erzielen.“ (eher – sehr wichtig)	„Bitte beurteile die folgenden Aussagen hinsichtlich der Performance Deines Startups: Wir integrieren ökologische und/oder gesellschaftliche Wirkung in unsere Key-Performance-Indikatoren (KPIs).“ (stimme zu / stimme voll und ganz zu)

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Fichter und Olteanu (2022), S. 35.

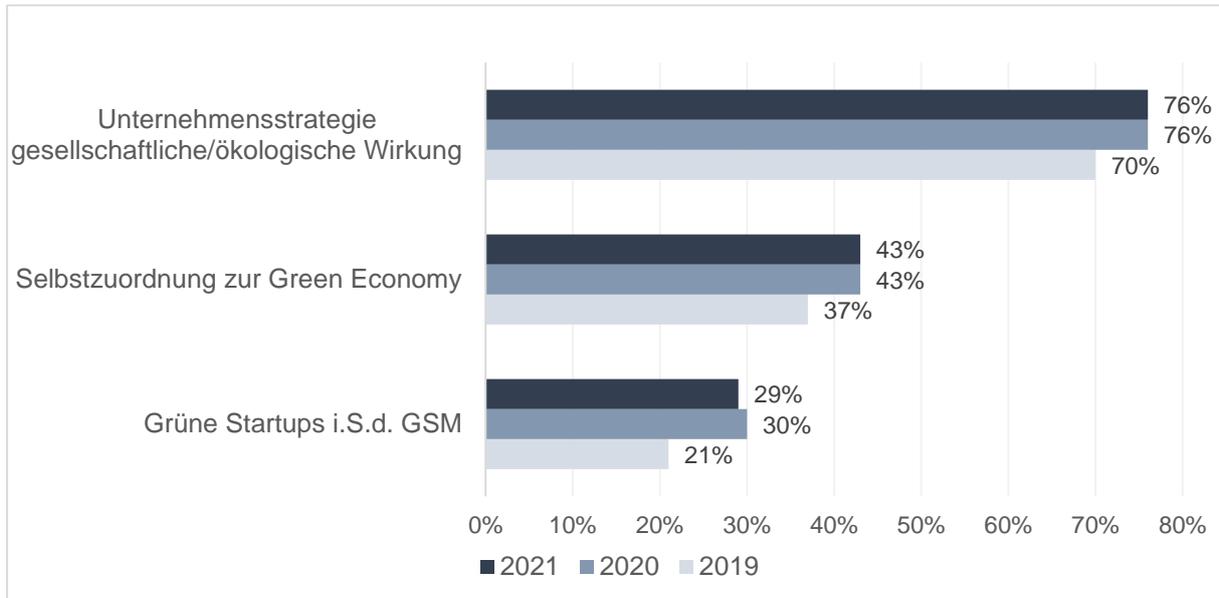
Insgesamt werden Ergebnisse für folgende drei Themen erzielt:

- 1.) Die **Unternehmensstrategie des Startups hat eine gesellschaftliche/ökologische Wirkung** (eher bis sehr wichtig): Von 2019 bis 2020 ist ein Anstieg von 70% auf 76% zu vermerken — auch 2021 wird ein Level von 76% gehalten. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass es für mehr als drei Viertel der Startups (76%) wichtig oder sehr wichtig ist, eine positive

gesellschaftliche/ökologische Wirkung zu erzielen und sie dies auch in ihren Unternehmensstrategien verankert haben.

- 2.) **Selbstzuordnung zur Green Economy:** Hier wurde geprüft, wie Startups sich selbst zur Green Economy zuordnen. 2021 haben sich 43% der befragten Startups (812 von 1.889 Startups) selbst als zur Green Economy gehörig eingestuft.
- 3.) **Grüne Startups im Sinne des GSM:** Von 2019 zu 2020 ist ein Anstieg des Anteils grüner Startups i.S.d. GSM von 21% auf 30% zu vermerken, der sich 2021 bei 29% stabilisiert.

Abbildung 7: Entwicklung und Potential deutscher Startups hinsichtlich Nachhaltigkeit



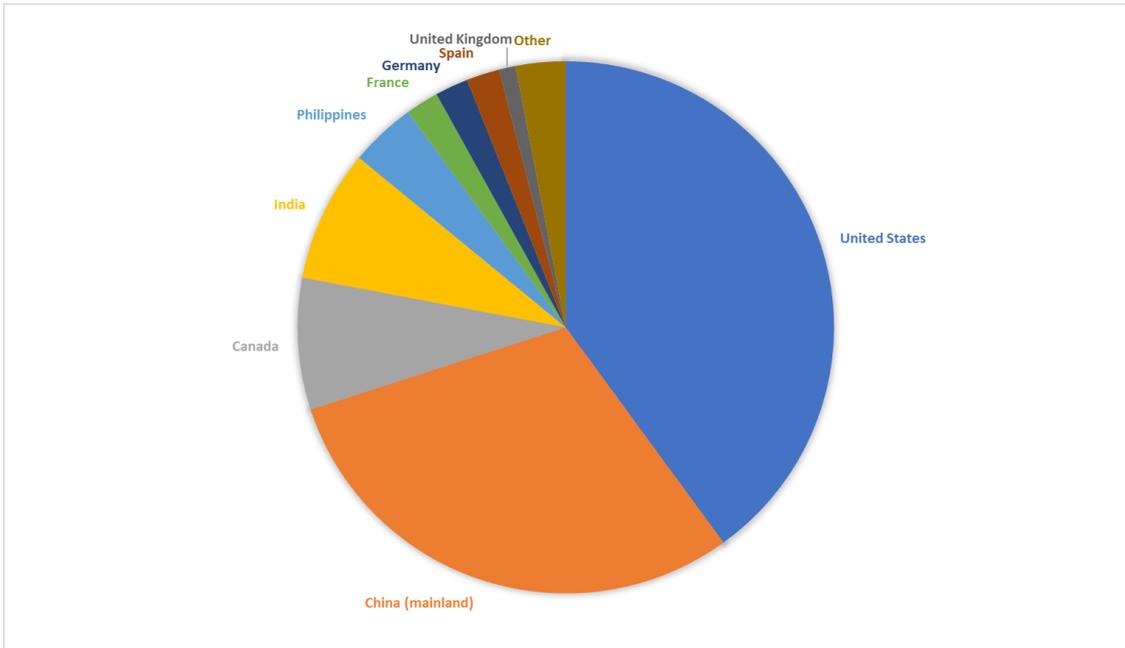
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Fichter und Olteanu (2022), S. 7.

Studie von TheCityUK in Kooperation mit BNP Paribas

In der Studie „Green Finance: A quantitative assessment of market trends“ vom März 2022 (The City UK und BNP Paribas, 2022) werden sowohl grüne PE- als auch VC-Investitionen im internationalen Vergleich abgebildet. Die nachfolgenden Abbildungen zeigen ausschließlich einen relativen Vergleich zwischen den Ländern.

Das Kreisdiagramm in Abbildung 8 thematisiert die grünen PE-Investitionen nach Land des Investitionsempfängers in der Zeitspanne 2012 bis 2021. Die grünen PE-Investitionen flossen hierbei fast ausschließlich in die USA, China und Kanada — mit einem Anteil von nahezu 80% der gesamten grünen PE-Investitionen. Allein auf die USA entfielen dabei rund 40% des weltweiten Gesamtvolumens. Unter den Top 10 sind sowohl Frankreich (Platz 6) und Deutschland (Platz 7) als auch das Vereinigte Königreich (Platz 9) vertreten. Deren Anteile sind im Vergleich zu den USA, China und Kanada gering.

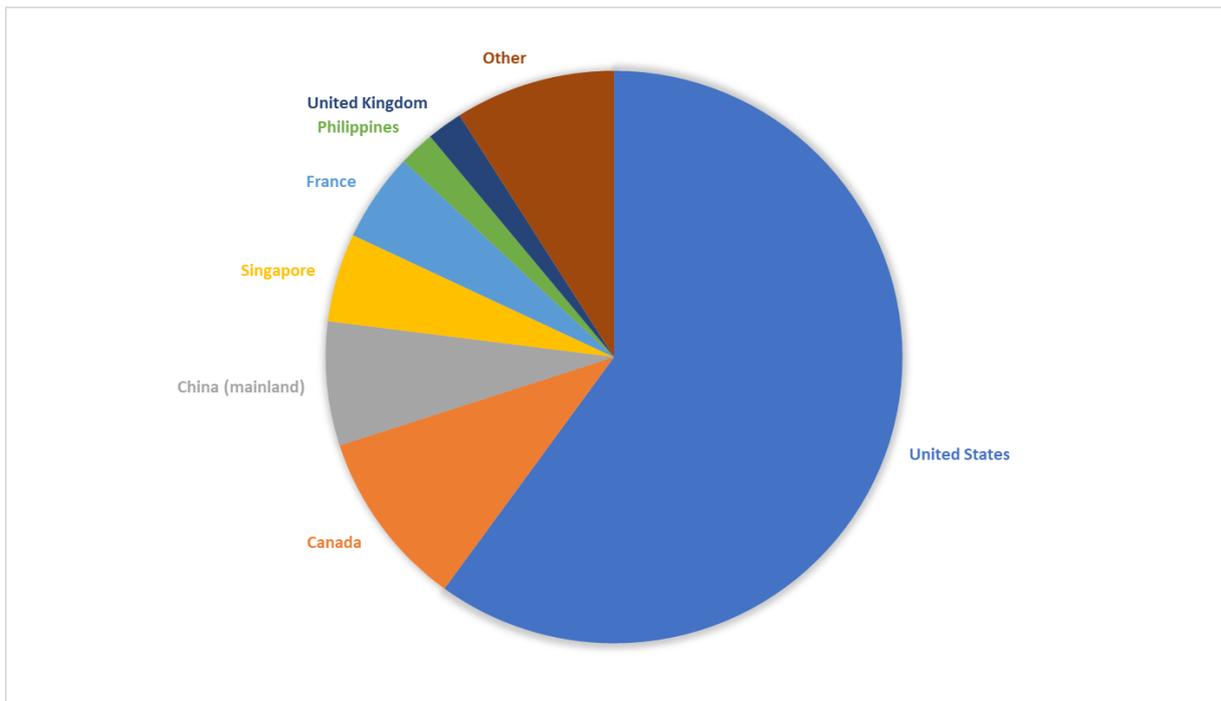
Abbildung 8: Anteil grüner PE-Investitionen nach Land des Investitionsempfängers (Zeitraum 2012-2021)



Quelle: The City UK und BNP Paribas (2022), S. 46.

Anders als in Abbildung 8 geht es in Abbildung 9 um den Anteil grüner PE-Investitionen nach dem Land des Investors im Zeitraum 2012 bis 2021. Auch hier tätigten die USA, Kanada und China mehr als 75% der gesamten grünen PE-Investitionen. Auf die USA entfielen 60,1% der gesamten grünen PE-Investitionen. Anders als in Abbildung 8 ist Deutschland hier nicht unter den Top Ten — Frankreich (Platz 5) und das Vereinigte Königreich (Platz 7) aber schon.

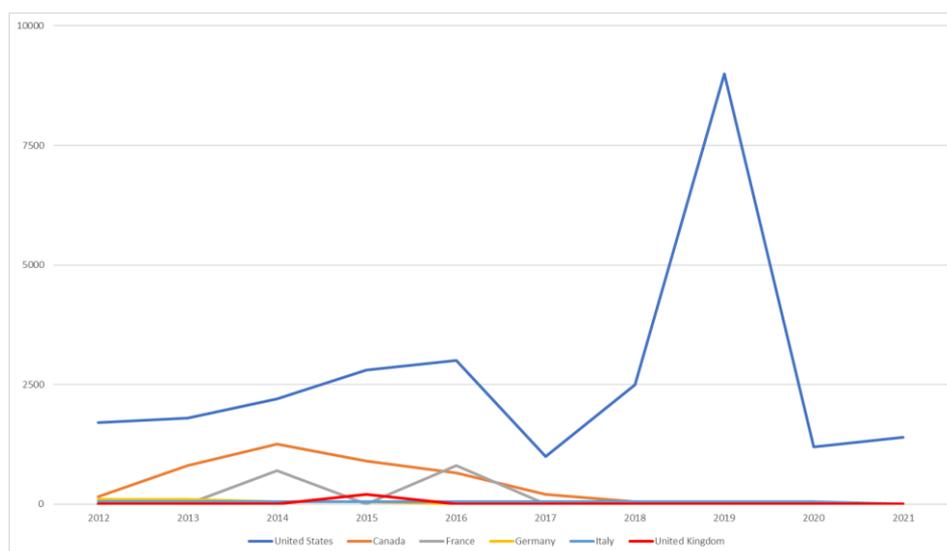
Abbildung 9: Anteil grüner PE-Investitionen nach Land des Investors (Zeitraum 2012-2021)



Quelle: The City UK und BNP Paribas (2022), S. 48.

Im Folgenden wird auf zwei Abbildungen eingegangen, in denen die grünen VC- und PE-Aktivitäten der G7-Länder gegenübergestellt werden. Abbildung 10 zeigt die grünen PE-Investitionen (in USD) der G7-Länder im Zeitraum 2012 bis 2021. Im betrachteten Zeitraum fällt besonders auf, dass die USA höhere Summen in grüne PE-Aktivitäten tätigen als die restlichen G7-Länder — unter anderem erreichen die USA 2019 mit über USD 7.500 Mio. den höchsten Peak hinsichtlich PE-Aktivitäten. In Europa ist Frankreich der Vorreiter mit zwei kleineren Peaks 2014 und 2016.

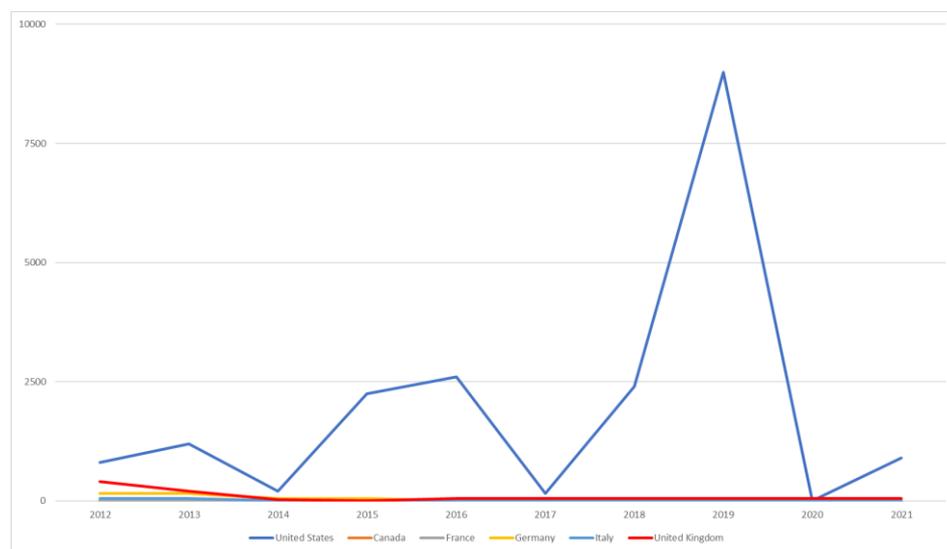
Abbildung 10: Grüne PE-Investitionen der G7-Länder (2012-2021)



Quelle: The City UK und BNP Paribas (2022), S. 51.

Abbildung 11 illustriert grüne VC-Investitionen (in USD) der G7-Länder im Zeitraum 2012 bis 2021, wobei insbesondere die USA erneut als starker grüner Investor auffallen. Im direkten Vergleich zu den USA zeigt sich, dass die restlichen G7-Länder im genannten Zeitraum keine oder nur marginale grüne VC-Investitionen getätigt haben.

Abbildung 11: Grüne VC-Investitionen der G7-Länder (2012-2021)



Quelle: The City UK und BNP Paribas (2022), S. 57.

Fazit und Limitationen

Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien spielen im Sektor Private Equity und Venture Capital eine zunehmend relevante Rolle. Dennoch sind derzeit wenige öffentliche Daten verfügbar, was eine Quantifizierung von Nachhaltigkeit deutlich erschwert. Es fehlt an absolute Daten, um fundierte Aussagen über Nachhaltigkeit im PE- und VC-Markt treffen zu können.

Die Studie „Green Startup Monitor“ zeigt, dass Nachhaltigkeit in der Startup-Szene eine wesentliche Rolle spielt und dass es in den letzten drei Jahren einen Zuwachs an grünen Startups in Deutschland gegeben hat.

Die von The City UK und BNP Paribas herausgegebene Studie spiegelt die Tatsache wider, dass Deutschland im internationalen Vergleich bei PE- und VC-Investitionen eher im Hintergrund steht. Die USA und China — die größten Volkswirtschaften der Welt — dominieren eindeutig die PE- und VC-Märkte für grüne Finanzierungen.

In Anbetracht der beiden Studien ist festzuhalten, dass es großen Nachholbedarf für grüne PE- und VC-Investitionen in Deutschland gibt. Es wird empfohlen, im nächsten Jahr erneut mit dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) Kontakt aufzunehmen und dessen Datenerhebung hinsichtlich Nachhaltigkeit auszuwerten.

4.2.2 Private Debt

Private Debt bezieht sich auf die Fremdfinanzierung und Kredite, die von privaten und institutionellen Investoren gewährt werden. Banken sind exkludiert. Somit stellt Private Debt den institutionellen Teilmarkt des Gesamtmarktes Private Sector Debt dar.

Analog zum Private-Equity-Markt ist auch der Private-Debt-Markt schwer quantifizierbar. Grund hierfür ist die hohe Intransparenz, da etwaige Verträge und Finanzierungen meist nicht öffentlich bekannt sind. Darüber hinaus gibt es im Private-Debt-Markt keinen einheitlichen Standard zur Integration von Nachhaltigkeitsaspekten, wie er zum Beispiel im Public-Debt-Markt über Green Bonds oder im Asset Management über die SFDR-Klassen (Artikel 8, 9) vorhanden ist. Grundsätzlich lässt sich aber auch im Private-Debt-Markt ein klarer Trend hin zur ESG-Integration erkennen. Immer mehr Finanzierer und Investoren führen eine aktivere Integration von ESG-Faktoren in den Investmentprozess durch und berücksichtigen bei der Auswahl der Assets immer häufiger Kriterien mit Nachhaltigkeitsbezug.

Sustainability Linked Loans

Grüne Private-Debt-Finanzierungen können grundsätzlich in verschiedene Kategorien unterteilt werden. Die sogenannten Sustainability Linked Loans (nachfolgend SLL) sind eine Möglichkeit, um Nachhaltigkeitsaspekte in die privatwirtschaftliche Finanzierung einfließen zu lassen. Die Kategorisierungen dieser SLL erfolgt durch die Sustainability Linked Loan Principles (nachfolgend SLLP), einem Prinzipienrahmen herausgegeben von der LSTA (Loan Syndications and Trading Association). Die SLLP sehen vor, dass für die Vergabe des Darlehens bestimmte, umweltbezogene Indikatoren definiert werden. Der Vorteil dieser SLLs besteht darin, dass die genehmigten Finanzierungsmittel nicht an einen bestimmten, einschränkenden Zweck gebunden sind, wie es beispielsweise bei Green Bonds der Fall ist. Vielmehr wird der Kreditnehmer in Gesamtheit betrachtet und die Nachhaltigkeit des gesamten Unternehmens gemessen. Die Ausgabe der Finanzierungsmittel ist einzig an diese gesamtheitliche ESG-Performance gebunden, der Kreditnehmer kann die Mittel der Finanzierung frei nutzen (Sustainalytics, 2022).

Zweckgebundene grüne Darlehen (Green Loans)

Eine zweite Form der nachhaltigen Private-Debt-Finanzierung sind zweckgebundene grüne Darlehen, auch „Green Loans“ genannt. Diese zweckgebundenen Darlehen verhalten sich analog zu Green Bonds. Die Verwendung der Mittel aus solchen Darlehen ist auf nachhaltige Zwecke beschränkt, das Geld muss also nachweislich für grüne Projekte verwendet werden. Neben zweckgebundenen grünen Darlehen kann dieses Prinzip auch auf Schuldscheindarlehen (Green SSD) angewandt werden (LBBW, 2022).

ESG-Zinstabellen

Im Jahr 2021 wurde darüber hinaus die Verwendung von ESG-Zinstabellen im Markt präsent. Die sogenannten „ESG margin ratchets“ sind eine Zusatzklausel, die in einen normalen Darlehensvertrag integriert wird. Zinstabellen werden in ihrer Normalform schon länger im Markt verwendet. Darüber wird die zu zahlende Zinsmarge variabel gestaltet und an gewisse Indikatoren gekoppelt. In der Normalform wird häufig der Verschuldungsgrad des Kreditnehmers dafür herangezogen. Erreicht dieser Verschuldungsgrad eine der festgelegten Grenzen, verändert sich die Marge in Korrespondenz

mit der verhandelten Zinstabelle. Darüber wollen Darlehensgeber sich absichern und den Darlehensnehmer incentivieren, den Verschuldungsgrad und damit das Ausfallrisiko zu reduzieren. Dieses Prinzip wurde 2021 vermehrt mit nachhaltigkeitsbezogenen Faktoren verbunden. Somit wird dem Kreditnehmer die Möglichkeit gegeben, eine Reduktion der zu zahlenden Zinsmarge zu erlangen, sofern der festgesetzte Indikator erreicht wird. Über diese Systematik ist es auch möglich, eine Erhöhung der Marge im Falle von zu schlechter ESG-Performance geltend zu machen. Nachdem die ESG-Zinstabellen im Jahr 2019 in nur rd. 2% des Gesamtvolumens europäischer institutioneller Darlehen Anwendung fanden, waren es 2020 schon knapp 5%. Im Jahr 2021 wurde dann ein signifikantes Wachstum in der Verwendung dieser Zinstabellen auf EUR 17,5 Milliarden Darlehensvolumen verzeichnet, was rund 20% des Gesamtvolumens entspricht (European Leveraged Finance Association, 2021, S. 2).

Ergebnisse aus Umfragen

Um den grundsätzlichen Trend zu mehr Nachhaltigkeit im Bereich Private Debt zu messen, werden vermehrt Umfragen der Marktteilnehmer verwendet. Umfragen von Natixis Corporate & Investmentbanking und EY Luxemburg verdeutlichen die gestiegene Aufmerksamkeit bei der Integration von Nachhaltigkeit. 52% der Investoren gaben an, ESG als einen der drei Hauptfaktoren für erfolgreiches Investment in Private Debt zu sehen. Die aktive Integration von ESG-Kriterien in die Investitionsentscheidung wird demnach bei 67% der Private-Debt-Investoren durchgeführt, verglichen mit rund 76% bei PE-Investoren (Müller, 2022). Auf der Schuldseite sehen darüber hinaus rund 70% der Investoren das Risikomanagement und langfristige Renditen durch ESG-Integration in Infrastruktur- und Immobilien-Assets gestärkt. Mit 90% hält die große Mehrheit des Marktes ESG Monitoring Tools für eine der drei wichtigsten Digitalisierungsentwicklungen in Private Debt in den nächsten fünf Jahren (Lin, Sharpe und Girard, 2022).

Fazit und Limitationen

Generell zeigt sich der Trend zur stärkeren Integration von Nachhaltigkeit auch im Private-Debt-Markt. Hierbei werden Nachhaltigkeitsfaktoren immer häufiger in den Investmentprozess eingebunden. Darüber hinaus wird verstärkt von spezialisierten Darlehenssystematiken Gebrauch gemacht. Vor allem ESG-Zinstabellen wurden signifikant häufiger in die Kreditfunktion mit aufgenommen. Es bleibt festzuhalten, dass die derzeitige Intransparenz des Marktes und die damit einhergehende Schwierigkeit, an konsistente Daten der lokalen Märkte zu gelangen, keine konkreteren Analysen zulassen und das Untersuchungsergebnis limitieren. Somit konnte kein innereuropäischer Ländervergleich durchgeführt werden. Ein weiterer Faktor, welcher den Ländervergleich erschwert, ist das Fehlen eines universellen Nachhaltigkeitsstandards im Private-Debt-Markt.

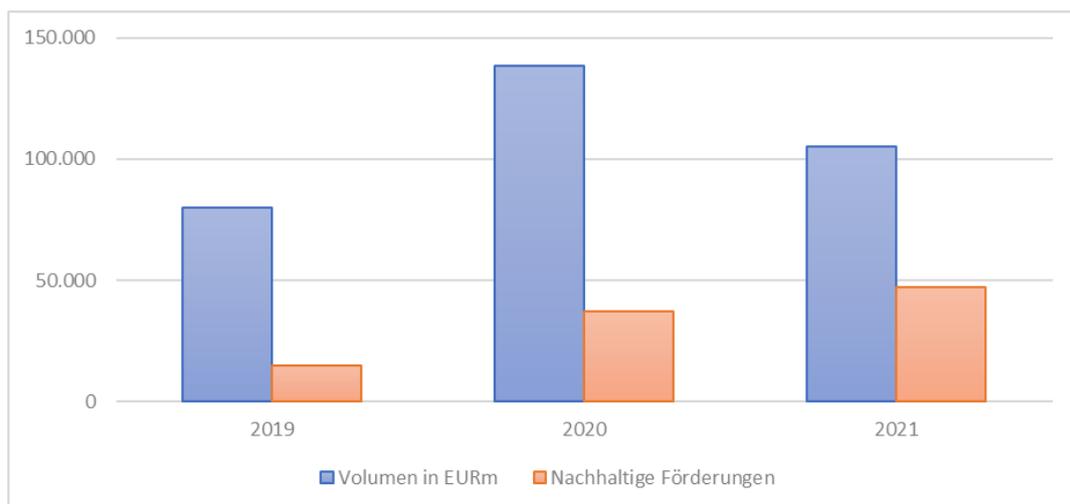
4.2.3 Banken

Neben dem Vertrieb von nachhaltigen Produkten können sich Banken auch durch ihren Gesamtauftritt und ihre Geschäftspolitik als nachhaltiges Institut präsentieren.

Die deutsche Förderbank KfW

Die deutsche Förderbank KfW, wurde im Jahr 1948 gegründet und hat somit eine lange Tradition; als aktuell drittgrößte Bank in Deutschland ist sie auch gut etabliert und legt seit ca. 2006 vermehrt Förderprogramme für energieeffizientes Bauen und Sanieren auf. Über die vergangenen Jahre verzeichnet die KfW ein lineares Wachstum bei der Ausgabe von nachhaltigen Krediten. Im Jahr 2021 belief sich dieser Wert auf nahezu EUR 50 Mrd. Der Fortschritt der steigenden Nachfrage nach nachhaltigen Krediten wird besonders im Vergleich der Jahre 2020 zu 2021 erkennbar. Während das ausgegebene Kreditvolumen um ca. 20% abnahm, steigerte sich das nachhaltige Kreditgeschäft um mehr als 50% (Abbildung 12). Nach Angaben der KfW sei hierbei allerdings auch ein Einmaleffekt aufgetreten. Im Rahmen der Covid19-Pandemie hatte die Bundesregierung die Rahmenbedingungen der Kreditvergabe und Rückzahlung angepasst, um die Nachfrage und somit die gesamte Wirtschaft zu unterstützen (KfW, 2019-2021).

Abbildung 12: Kreditvergabe der KfW 2019-2021



Quelle: KfW (2019-2021).

Europäische Förderbanken

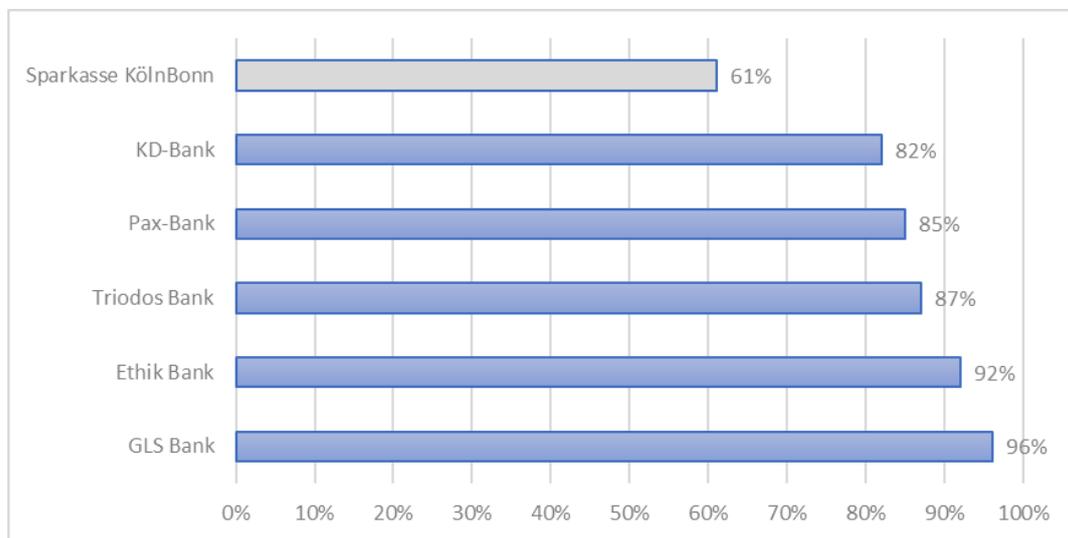
Des Weiteren gibt es die europäischen Förderbanken, die nachhaltige Investitionsprogramme auflegen. Im Jahr 2019 wurde beispielsweise die gemeinsame Initiative für die Kreislaufwirtschaft (JICE) als Joint Venture fünf nationaler Förderbanken (Deutschland, Frankreich, Italien, Polen und Spanien) unter der Beteiligung der Europäischen Investitionsbank gegründet (Reuters, 2019). In Frankreich ist die Situation mit Deutschland vergleichbar, die Caisse des Dépôts ist über 200 Jahre alt und investiert Gelder u.a. in nachhaltige Projekte wie z.B. erneuerbare Energie. In Großbritannien wurde z.B. im Jahr 2012 die Green Investment Bank gegründet, die mittlerweile unter dem Namen Green Investment Group privatisiert wurde. In den Niederlanden ist unseres Wissens nach keine staatliche Förderbank aktiv (Bethge, 2018). Vergleicht man die relativen Größen der jeweiligen Institute, so sticht jedoch die deutsche KfW hervor. Bei einem Ranking basierend auf der relativen Größe würde demnach Deutschland auf Platz 1 stehen, gefolgt von Frankreich auf Platz 2 und

Großbritannien auf Platz 3, da in UK die Bank mittlerweile privatisiert ist. Auf den Plätzen 4 und 5 würden Luxemburg und die Niederlande geführt (Deutsche Bank Research, 2016).

Ökobanken und nachhaltige Geschäftsmodelle

Zurzeit gibt es keine einheitliche Definition, was genau eine Ökobank ausmacht. Dementsprechend gibt es auch noch kein allgemein anerkanntes, standardisiertes Ranking (utopia.de, o.J.). Auf der Website utopia.de werden insgesamt acht Kriterien genannt, die eine Bank als Ökobank deklarieren lassen, sofern „möglichst viele Kriterien“ erfüllt sind. Aus unserer Sicht sind die Kriterien jedoch grundsätzlich sinnvoll. Ein Kriterium von utopia.de ist eine Bewertung von mindestens 80% beim FairFinanceGuide Ranking (aktuell Stand April 2022; Fair Finance Guide Deutschland, 2022); Abbildung 13 zeigt die sechs bestplatzierten Banken. Die Triodos Bank ist eine in den Niederlanden gegründete Ökobank, die zu den umsatzstärksten Ökobanken gehört (Attack, o.J.) und ist in verschiedenen europäischen Ländern aktiv.

Abbildung 13: Nachhaltigkeit deutscher Banken



Quelle: Fair Finance Guide Deutschland (2022).

In einer Studie haben Nosratabadi et al (2020) mittels einer Case Study die Nachhaltigkeit von Geschäftsmodellen europäischer Banken untersucht. Basierend auf ihrem Ansatz kommen sie zu dem Schluss, dass u.a. die Geschäftsmodelle norwegischer und deutscher Banken nachhaltiger sind als die von britischen und französischen Banken.

FinTech-Sektor

Betrachten wir den FinTech-Sektor, stechen aktuell zwei Start-ups im Bereich nachhaltiges Banking hervor: Das deutsche Unternehmen Tomorrow sowie das niederländische Pendant bunq, wobei zumindest werblich beim deutschen Mitbewerber die Nachhaltigkeit mehr in den Fokus gerückt wird.

Fazit und Limitationen

Die Nachhaltigkeit von Banken und ihrer Geschäftsmodelle lässt sich kaum messen. Auf Basis softer Faktoren ergibt sich der Eindruck, dass der deutsche Bankensektor im Vergleich der fünf Länder auf dem Pfad in Richtung Nachhaltigkeit bislang am weitesten vorangeschritten ist. Auch bei den öffentlichen Förderbanken nimmt Deutschland mit der KfW einen Spitzenplatz ein.

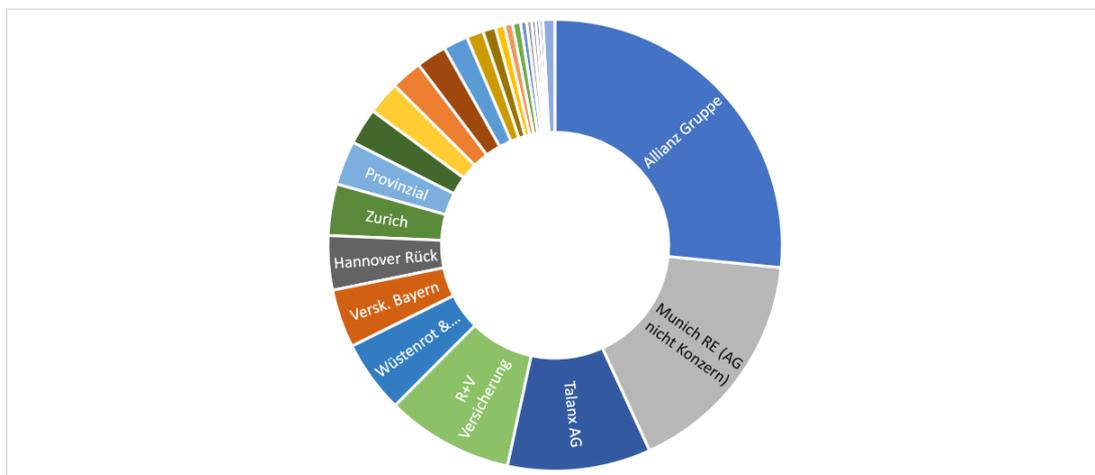
4.2.4 Versicherungen

Durch den sehr hohen Bestand an zu verwaltendem Kapital (EUR 1,811 Billionen per Ende 2021; Statista (2022a)) kann die deutsche Versicherungswirtschaft als großer Hebel bei nachhaltigen Anlagen fungieren. Im Folgenden werden zunächst 38 deutsche Versicherer auf ihre Nachhaltigkeit analysiert. Danach wird mithilfe von Daten von Sustainalytics ein Ländervergleich zur Nachhaltigkeit in den Versicherungswirtschaften in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und in den Niederlanden durchgeführt.

Nachhaltigkeitsanalyse 38 deutscher Versicherungsunternehmen

Zunächst wurden auf Grundlage der Geschäftsberichte der einzelnen Versicherungen die Summe der Kapitalanlagen dargestellt. Das Gesamtvolumen 2021 beträgt hierbei EUR 1,449 Billionen (2020 waren es EUR 1,400 Billionen), damit sind ungefähr 80% des deutschen Marktvolumens in der Stichprobe enthalten. Von diesem Gesamtvolumen geht mehr als die Hälfte auf die drei größten Versicherungen zurück: Allianz (EUR 385,1 Milliarden/26,58%), Munich RE (EUR 240,3 Milliarden/16,59%), Talanx AG (EUR 147,84 Milliarden/10,2%). Die genaue Aufteilung wird in Abbildung 14 dargestellt.

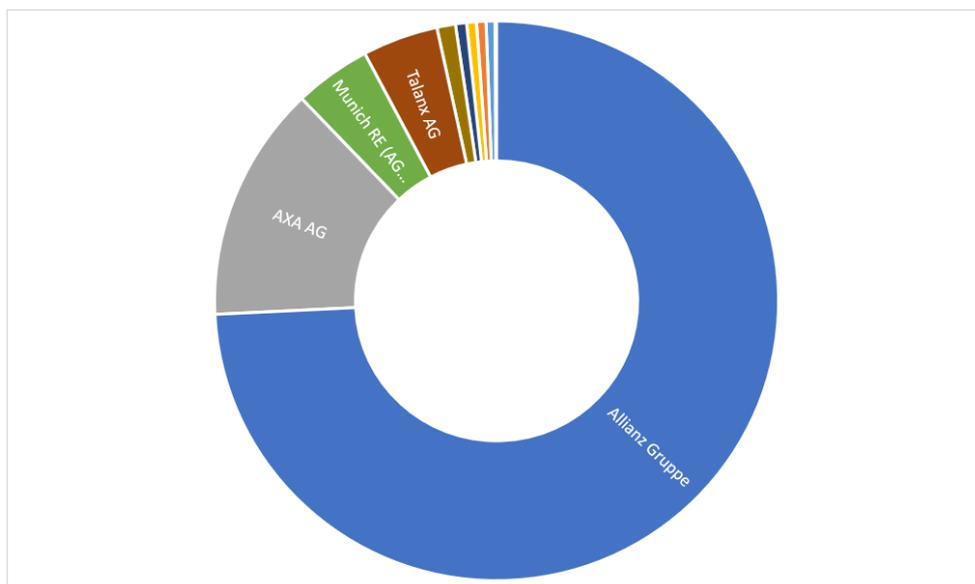
Abbildung 14: Aufteilung des Gesamtvolumens der Kapitalanlagen auf die Versicherungsunternehmen 2021



Quelle: Daten aus den Geschäftsberichten der Versicherungen.

Zusätzlich haben wir versucht, aus den Nachhaltigkeitsberichten konkrete Finanzdaten zu nachhaltigen Anlagen zu finden. Hier besteht jedoch große Intransparenz. Lediglich 63% der Versicherer haben einen öffentlichen Nachhaltigkeitsbericht, wobei nur in 41,7% der Berichte konkrete Finanzdaten enthalten sind. Die R+V Versicherung, die Hannover Rück oder die HUK-Coburg sind Beispiele von Versicherern, deren Berichte keine konkreten Finanzdaten enthalten und lediglich allgemeine Informationen zum Thema Nachhaltigkeit darlegen. Erschwerend kommt hinzu, dass viele Versicherungen den Begriff Nachhaltigkeit unterschiedlich definieren. Auf Basis derjenigen Nachhaltigkeitsberichte, die konkrete Finanzdaten zu nachhaltigen Anlagen enthielten, konnten wir für 2021 ein Volumen nachhaltiger Anlagen von EUR 165,8 Milliarden (2020 EUR 151,6 Milliarden) ermitteln. Wie der Abbildung 15 entnommen werden kann, entfallen 74,23% der ermittelbaren nachhaltigen Anlagen auf die Allianz. Auf den gesamten Versicherungssektor bezogen machen die ermittelbaren nachhaltigen Anlagen 11,44% der gesamten Kapitalanlagen aus (2020 waren es 10,83%). Zu vermuten ist, dass der tatsächliche Anteil in der Stichprobe höher liegt, aber mangels Transparenz nicht ermittelt werden konnte.

Abbildung 15: Aufteilung des Gesamtvolumens der nachhaltigen Kapitalanlagen auf die Versicherungsunternehmen 2021



Quelle: Daten aus den Geschäfts- und Nachhaltigkeitsberichten der Versicherungen.

Vierländervergleich zur Nachhaltigkeit

Um die Nachhaltigkeit des deutschen Versicherungssektors mit anderen europäischen Finanzstandorten vergleichen zu können, wurden für jedes der vier Länder (Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Niederlande) die jeweils nach Marktkapitalisierung drei größten Versicherer genommen und mit dem ESG-Score von Sustainalytics bewertet (siehe Tabelle 9 **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**). Zu beachten ist, dass ein höherer Score ein schlechteres ESG-Niveau anzeigt. Die deutschen Versicherer haben mit durchschnittlich 17,9 den höchsten und damit schlechtesten ESG-Score und landen auf dem vierten Platz, knapp hinter Frankreich (17,85). Großbritannien (15,53) liegt auf Platz zwei, und die Niederlande stehen mit 12,83 an der Spitze. Folglich sind die deutschen Versicherungen in diesem Vergleich der Top-Drei-Versicherungen am wenigsten nachhaltig.

Tabelle 9: ESG-Vierländervergleich für die jeweils drei größten Versicherungen

	Rang	Unternehmen	Umsatz (2021) in Mrd. EUR	Marktkapitalisierung in Mrd. EUR	ESG-Score
DE	1	Allianz Group	148,5	77,0	16,7
	2	Munich Re	59,6	38,2	17,7
	3	Talanx AG	41,4	10,8	19,3
	Rang	Unternehmen	Umsatz (2021) in Mrd. EUR	Marktkapitalisierung in Mrd. EUR	ESG-Score
FRA	1	AXA Group	100,0	60,8	16,7
	2	CNP Assurances	47,6	14,6	19,0
	3	SCOR SE	17,6	2,8	-
	Rang	Unternehmen	Umsatz (2021) in Mrd. EUR	Marktkapitalisierung in Mrd. EUR	ESG-Score
GB	1	Prudential Plc	19,3	38,0	18,2
	2	Aviva Plc	33,2	20,4	11,4
	3	Legal & General Group Plc	45,5	20,1	17,0
	Rang	Unternehmen	Umsatz (2021) in Mrd. EUR	Marktkapitalisierung in Mrd. EUR	ESG-Score
NL	1	NN Group N.V.	5,6	12,2	14,8
	2	AEGON N.V.	25,7	9,9	14,6
	3	ASR Nederland N.V.	7,1	6,0	9,1

Quelle: ESG-Daten von Sustainalytics; Abruf November 2022. Hinweis: Ein höherer ESG-Score repräsentiert ein schlechteres ESG-Niveau.

Fazit und Limitationen

Durch die enorme Datenintransparenz sowie einen nicht eindeutig definierten Nachhaltigkeitsbegriff seitens der Versicherungen besteht für eine validere Auswertung großer Nachholbedarf. Oftmals werden Definitionen nur rudimentär beschrieben und Details ausgelassen, sodass großer Interpretationsspielraum besteht. Selbiges gilt für detaillierte Finanzdaten. Sofern vorhanden, wurde in den meisten Nachhaltigkeitsberichten lediglich das Engagement des Unternehmens in Bezug auf die Umwelt und in sozialen Projekten dargestellt. Häufig wurde über vieles berichtet — von getätigten Spenden über die Einsparung von Papier bis hin zur Menge von eigenerzeugtem Strom — jedoch nicht über den Anteil der Kapitalanlagen, der in nachhaltigen Anlagen investiert wird. Generell lässt sich zwar eine Tendenz hin zu einer nachhaltigen Entwicklung in der Versicherungsbranche feststellen, jedoch muss diese Entwicklung noch deutlicher und transparenter öffentlich kommuniziert werden.

5 Sustainable Finance im weiteren Sinne: Das Ökosystem

Das Ökosystem als Wettbewerbsfaktor

Warum endet die Betrachtung der Leistungsfähigkeit in Sachen Nachhaltigkeit nicht mit den Zahlen, Daten und Fakten in Abschnitt 3? Um eine Sportanalogie zu bemühen: Das Ökosystem ist das Team hinter dem Team. Die Zahlen, Daten und Fakten aus dem vorherigen Abschnitt zeigen das Ergebnis „auf dem Platz“; hier geht es nun um die Standortbedingungen eines Finanzsystems für Sustainable Finance.

So betrachtet ist das Ökosystem ein Faktor im Wettbewerb der Sustainable-Finance-Standorte. Diese Sichtweise wird auch durch die Praxis gestützt:

- Der Benchmark-Bericht von CityUK und BNP Paribas (The City UK und BNP Paribas, 2022) konzentriert sich zwar auf quantitative Indikatoren und mithin auf Sustainable Finance im engeren Sinne, aber er beschreibt auf zwei Seiten auch das Ökosystem. Diese zwei Seiten basieren wiederum auf einem eigenständigen Report von City of London und The Global City (2021), der sich auf 21 Seiten ausschließlich mit dem Ökosystem befasst. Ganz eindeutig geht es in diesem Bericht darum, die Stärken herauszustellen, die London als Sustainable Finance-Standort durch sein Ökosystem aufweist.
- Der Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021) und die darauf aufsetzende Sustainable-Finance-Strategie der Bundesregierung (Deutsche Bundesregierung, 2021) sehen Sustainable Finance und das dazugehörige Ökosystem ebenfalls als Wettbewerbsfaktor.
- Auch in die viel beachteten internationalen Rankings von Finanzzentren wie dem Global-Financial-Centres-Index (GFCI) oder dem Global-Green-Finance-Index (GGFI) gehen Ökosystem-Indikatoren ein. Ihnen wird somit auch in diesen Rankings Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzplätze zugesprochen. (Mehr zu den beiden Indizes, insbesondere zum GGFI, in Abschnitt 6).

Dimensionen

Behält man den Zweischritt aus Dimensionen und Indikatoren auch für das Ökosystem bei, sind zuerst die Dimensionen zu klären. Wie bereits oben in Abschnitt 3 kurz angerissen, ist die Struktur hier nicht so naheliegend wie für Sustainable Finance im engeren Sinne. Je nachdem, wie weit der Kreis gezogen wird, wird die Skizze des Ökosystems mehr oder weniger umfassend sein.

Unsere Systematik wurde natürlich von den beiden britischen Quellen (City of London und The Global City, 2021; The City UK und BNP Paribas, 2022) inspiriert, aber auch andere Ansätze sind eingeflossen. So haben sich Zentralbanken und Aufsichtsbehörden im Network for Greening the Financial System (NGFS) zusammengeschlossen und ihre Vorstellungen erarbeitet, wie ein Dashboard Green Finance aussehen könnte (NGFS, 2021). Es unterscheidet sechs Bereiche, von denen zwei die Realwirtschaft betreffen (Real Economy, Risk), die nicht Bestandteil unseres Konzepts ist. Der Bereich Mobilisation (Finanzströme, hauptsächlich Green Bonds) fällt in unserem Konzept unter Sustainable Finance im engeren Sinne. Die drei verbleibenden Bereiche Reporting, Regulation und Global Initiatives (verstanden als Mitgliedschaften in internationalen Initiativen) berücksichtigen wir in unserem Ökosystem. Die Deutsche Bundesregierung (2021, S. 10, 36-37 et passim) verortet den Staat in Finanzmarktregulierung und Finanzmarktaufsicht, aber auch als Finanzmarktakteur (Anlage und Emission) und in Form öffentlicher Bürgschafts- und Garantieprogramme sowie öffentlicher

Förderbanken. Daneben betont sie die Bedeutung von Wissen und Kompetenz bei den in allen Bereichen des Finanzsektors Tätigen, von Wissensvermittlung und von grundlegender Forschung.

Unsere daraus abgeleitete eigene Systematik haben wir bereits auf S. 6 in Abbildung 2 eingeführt. Wir haben die Dimensionen als fünf Blöcke gruppiert.

- **Marktorganisatoren & Marktteilnehmer:** Umfasst neben Börsen & Marktorganisatoren, Emittenten und Investoren auch Asset Manager, Banken und Versicherungen. Die drei zuletzt Genannten sind hier der Vollständigkeit halber aufgeführt, weil sie eindeutig zu den Marktteilnehmern gehören, sie wurden aber schon bei Sustainable Finance im engeren Sinne berücksichtigt.
- **Dienstleistungssektor:** Gerade City of London und The Global City (2021) und The City UK und BNP Paribas (2022) stellen die große Bedeutung heraus, die der Verfügbarkeit qualifizierter Dienstleistungen insbesondere in den Bereichen Beratung, Rating und Rechnungslegung & Prüfung beizumessen ist. Die Dateninfrastruktur ist dem Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021, S. 22) ein besonderes Anliegen.
- **Staat:** Der Staat beeinflusst in mehreren Rollen die Entwicklung des Ökosystems, nämlich als Emittent von z.B. Green Bonds, als Anleger, als Beteiligter an der Regulierung und nicht zuletzt durch Förderungen und Nachhaltigkeitsanreize, in Deutschland z.B. über die Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- **Bildung & Forschung:** Bildung steht für die Entwicklung einer Sustainable Finance Literacy (zum Konzept der Sustainable Finance Literacy siehe Filippini, Leipold & Wekhof, 2022) in der breiten Bevölkerung sowie entsprechend für ausgebildete Personen, die im Finanzsektor arbeiten; Lehre und Forschung tragen hierzu bei.
- **Weitere Aspekte:** Dieser Block sammelt weitere Dimensionen und enthält derzeit die Dimensionen Netzwerke (z.B. innerhalb einzelner Sektoren, aber auch sektorübergreifend beispielsweise zwischen Forschung, Finanzsektor und Regulierern) und internationale Organisationen wie die Ansiedlung des International Sustainability Standards Board (ISSB) in Frankfurt, die das regionale und möglicherweise auch nationale Sustainable-Finance-Ökosystem verbessern könnte.

Diese Systematik ist nicht als erschöpfend zu verstehen. Aber sie bietet Unterstützung beim Definieren von Handlungsfeldern, wo wettbewerbsfähigkeitsfördernde Initiativen gestartet werden könnten.

Indikatoren

Das Ökosystem kann nur sehr schlecht allein durch quantitative Indikatoren abgebildet werden. City of London und The Global City (2021) operieren auf 21 Seiten mit vielen Fallstudien und strukturierten verbalen Beschreibungen, aber mit sehr wenigen Zahlen. Das steht in starkem Kontrast zur Herangehensweise von The City UK und BNP Paribas (2022) bei Sustainable Finance im engeren Sinne. Und das aus gutem Grund: Zahlen sind oft zu simpel, sie können keine Facetten darstellen. Idealerweise erfolgt die Datenerhebung über Experteninterviews, die dann mit Zahlen ergänzt und fundiert werden. Das lag aber jenseits der Möglichkeiten dieser Studie.

Um obige Einschätzung zu quantitativen Indikatoren zu untermauern und auch konkreter zu machen, folgen nun beispielhaft einige quantitative Indikatoren für das Ökosystem. Eine Besonderheit ist, dass bis auf einen tatsächlich alle Indikatoren in der Praxis verwendet werden; bei der Ausnahme handelt es sich um die Empfehlung aus einem Experteninterview. Insofern geben die Beispiele Einblick in die

Praxis der Indikatoranwendung und zeigen zugleich die Limitationen solcher Indikatoren für das Beurteilen des Ökosystems auf.

Beispiel 1: Block Marktorganistoren & Marktteilnehmer, Dimension Börsen: Aktivitäten gemäß Sustainable Stock Exchanges Initiatives

Die Sustainable Stock Exchange Initiatives sind ein Partnerprogramm der Vereinten Nationen. Der Indikator fließt auch in den Global-Financial-Centres-Index und in den Global-Green-Finance-Index ein. Die Basisinformation, welche Börsen sich besonders der Nachhaltigkeit verpflichtet sehen, ist sicherlich relevant. Aber die einfache Ja/Nein-Erfassung verdeutlicht auch die damit verbundenen Schwächen. Z.B. können sich hinter dem obligatorischen ESG-Reporting sehr unterschiedliche Anforderungen verbergen, die von einem oberflächlichen Bericht bis zu tatsächlich entscheidungsnützlichen Informationen reichen können. Ähnliches lässt sich zu fast allen Eigenschaften sagen.

Tabelle 10: Aktivitäten gemäß Sustainable Stock Exchanges Initiatives

Eigenschaft	Deutsche Börse	Euronext Paris	LSE, Euronext (London)	Bourse de Luxemburg	Euronext (Amsterdam)
Mitgliedschaft SSE	X	X	X/X	X	X
ESG-Reporting für Listing obligatorisch	-	X	-/X	X	X
Schriftliche Anleitung für ESG Reporting	X	X	X/X	X	X
Aktienindex mit Nachhaltigkeitsbezug	X	X	X/X	X	X
Segment für Nachhaltigkeitsanleihen	X	X	X/X	X	X

Quelle: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/>: abgerufen am 6.11.2022.

Beispiel 2: Block Marktorganistoren & Marktteilnehmer, Dimension Emittenten/ Nachhaltigkeitsberichterstattung: Anteil der jeweils 100 größten Unternehmen mit Nachhaltigkeitsberichterstattung

KPMG ermittelt seit einigen Jahren (zuletzt in KPMG (2022)) für derzeit 58 Länder, wie viele der 100 größten Unternehmen eines Landes eine Nachhaltigkeitsberichterstattung vorlegen. City of London und The Global City (2021, S. 30) nutzen diesen Indikator. Wieder kann man anmerken, dass hier nur die Quantität, aber nicht die Qualität der Nachhaltigkeitsberichterstattung berücksichtigt wird. Dennoch sind der leichte Rückstand der Niederlande und der sehr große Rückstand von Luxemburg auf die drei anderen Länder auffällig und bemerkenswert.

Tabelle 11: Anteil der jeweils 100 größten Unternehmen mit Nachhaltigkeitsberichterstattung

	2020	2022		2020	2022		2020	2022
Angola	30%	27%	Kanada	92%	94%	Schweiz	80%	82%
Argentinien	88%	67%	Kasachstan	59%	64%	Singapur	81%	100%
Australien	92%	89%	Kolumbien	83%	83%	Slowakei	76%	81%
Belgien	72%	84%	Luxemburg	65%	69%	Spanien	98%	95%
Brasilien	85%	86%	Malaysia	99%	99%	Sri Lanka	66%	76%
Chile	0%	74%	Mexiko	100%	84%	Südafrika	96%	96%
China	78%	89%	Neuseeland	69%	80%	Südkorea	78%	99%
Costa Rica	56%	65%	Niederlande	88%	90%	Taiwan	93%	94%
Deutschland	92%	100%	Nigeria	85%	78%	Thailand	84%	97%
Estland	0%	41%	Norwegen	77%	91%	Tschechien	66%	74%
Finnland	90%	94%	Österreich	74%	72%	Türkei	56%	44%
Frankreich	97%	95%	Pakistan	90%	91%	Ungarn	83%	79%
Griechenland	59%	66%	Panama	60%	71%	Uruguay	0%	57%
Großbritannien	94%	99%	Peru	81%	85%	USA	98%	100%
Indien	98%	88%	Philippinen	0%	87%	VAE	51%	73%
Irland	88%	95%	Polen	77%	82%	Venezuela	0%	16%
Island	52%	91%	Portugal	72%	85%	Vietnam	0%	87%
Israel	0%	43%	Rumänien	66%	74%	Zypern	23%	36%
Italien	86%	94%	Saudi Arabien	36%	31%			
Japan	100%	100%	Schweden	98%	98%			

Quelle: KPMG (2022), S. 78.

Beispiel 3: Block Staat, Dimension Staat als Emittent: Emissionsvolumen von Green Bonds in Prozent der Nettoneuverschuldung (Zentralstaatsebene) 2021

Einen sehr ähnlich konstruierten Indikator nutzen z.B. auch das Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (2021, S. 4). In diesem Fall ist ein quantitativer Indikator auch für sich allein bereits aussagekräftig.

Tabelle 12: Emissionsvolumen von Green Bonds in Prozent der Nettoneuverschuldung (Zentralstaatsebene) 2021

Land	Emissionsvolumen Green Bonds
Deutschland	9,44%
Frankreich	11,09%
UK	8,70%
Luxemburg	Überschuss
Niederlande	3,56%

Quellen: Staatsverschuldung: IWF World Economic Outlook Database

<https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>; abgerufen am 6.11.2022; Green Bonds: Diverse Quellen, meist das jeweilige Finanzministerium.

Beispiel 4: Block Staat, Dimension Regulierung: Anzahl der Regulierungsmaßnahmen mit Bezug zu Responsible Investment

Die Website zu den UN Principles for Responsible Investment (www.unpri.org) führt eine Datenbank zu finanzregulatorischen Maßnahmen mit Bezug zu Sustainable Finance. Dieser Indikator wird auch vom Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System genutzt (NGFS Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (2021a, S. 5)). Auch wenn von

offizieller Stelle gebraucht, sind die Limitationen dieses rein quantitativen Indikators offensichtlich. Eine besonders starke Limitation sei hier herausgegriffen: Aus Sicht des Network for Greening the Financial System scheint zu gelten, dass eine höhere Anzahl an regulatorischen Maßnahmen als wünschenswert angesehen wird. Aus Regulatorenperspektive mag diese Sichtweise verständlich sein, aber dennoch ist kritisch anzumerken, dass die Qualität der regulatorischen Maßnahmen dabei unberücksichtigt bleibt.

Tabelle 13: Anzahl der Regulierungsmaßnahmen mit Bezug zu Responsible Investment

Land	Regulierungsmaßnahmen
Deutschland	31
Frankreich	24
UK	21
Luxemburg	14
Niederlande	22

Quelle: <https://www.unpri.org/policy/regulation-database>; Datenbank wurde zuletzt I/2022 aktualisiert; abgerufen am 6.11.2022.

Beispiel 5: Block Bildung & Forschung, Dimension Forschung: Mitgliedschaft in Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investment

Dieser Beispielindikator wird bislang noch nicht angewendet. Prof. Dr. Alexander Bassen, Universität Hamburg und ehemaliges Mitglied des Sustainable-Finance-Beirats, nannte ihn als eine Möglichkeit in unserem Experteninterview. Bei der Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investment handelt es sich um den internationalen Zusammenschluss von Hochschulen mit besonderem Schwerpunkt in Sustainable Finance. Auch hier sind die Grenzen des rein quantitativen Indikators offenkundig. Hier seien nur zwei genannt: So wird die Größe der einzelnen Mitglieder (z.B. nach Forschenden, Studierenden, Forschungsoutput) nicht berücksichtigt. Auch mögen starke Universitäten in Sustainable Finance der Allianz aus strategischen Gründen nicht beitreten wollen. All solche Aspekte ließen sich durch einen in Teilen auch qualitativen Ansatz eher ergründen. Aber trotz der Limitationen könnte der Indikator dennoch ein guter Anlass sein zu hinterfragen, warum Großbritannien mit sieben und Frankreich mit drei Universitäten vertreten sind, Deutschland aber nur mit einer.

Tabelle 14: Mitgliedschaft in Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investment

Land	Mitglieder
Deutschland	1
Frankreich	3
UK	7
Luxemburg	0
Niederlande	1
Andere	9
Gesamt	21

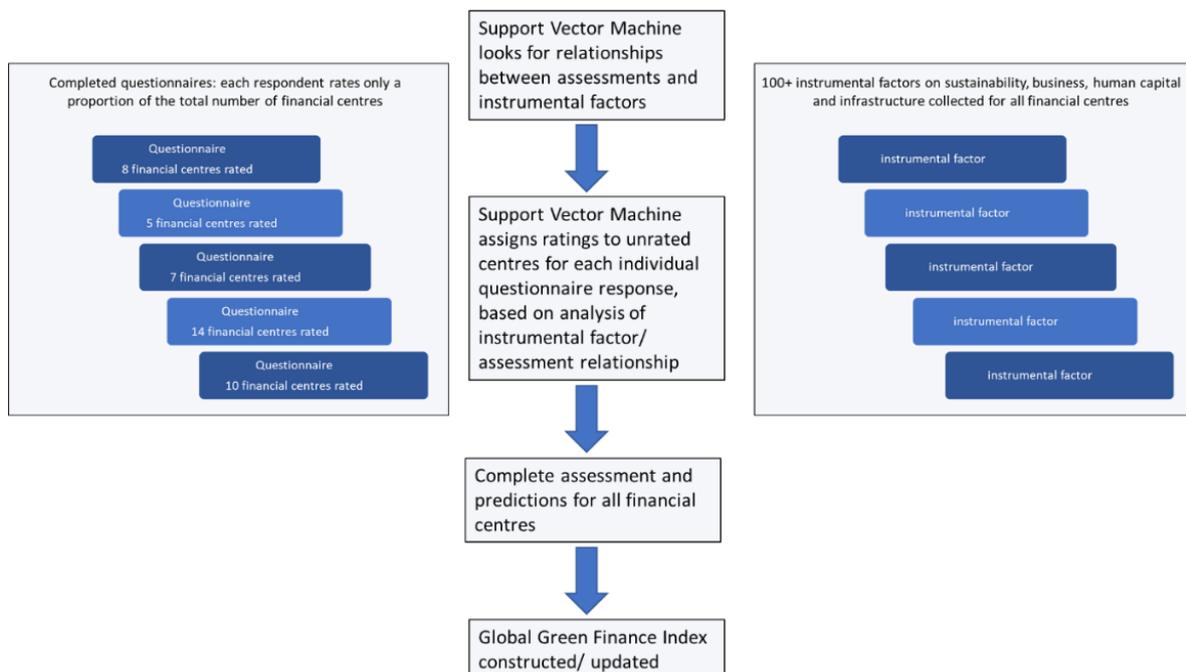
Quelle: <https://sustainablefinancealliance.org/>; abgerufen am 6.11.2022.

6 Exkurs: Der Global-Green-Finance-Index (GGFI)

Warum dieser Exkurs und warum an dieser Stelle? Der GGFI (und der „Stammindex“ Global-Financial-Centres-Index [GFCI]) scheinen für Germany Finance große Bedeutung zu haben. Der Name GGFI suggeriert, dass Green Finance (Sustainable Finance) mit hohem Gewicht in den GGFI eingeht. Da er auf Indikatoren basiert und mithin quantitativ an die Sache herangeht, könnte sich die Frage stellen, ob man für unseren Report nicht einfach die entsprechenden Indikatoren vom GGFI als Basis hätte nehmen können. Die genaue Analyse wird zeigen, dass im GGFI wenig Green Finance steckt und dass unser Report, bei allen Datenschwierigkeiten, hinsichtlich Green Finance umfassender ist.

Der GGFI soll die Finanzzentren darstellen, und zwar “according to their green finance performance” (Z/Yen, o.J., Tz. 4). Er wird halbjährlich veröffentlicht. Da der GGFI international viel beachtet wird, sei hier seine Konstruktion kurz beleuchtet, um die Verbindung zum Messkonzept unseres Reports zu verdeutlichen.

Abbildung 16: Konstruktion des Global-Green-Finance-Index



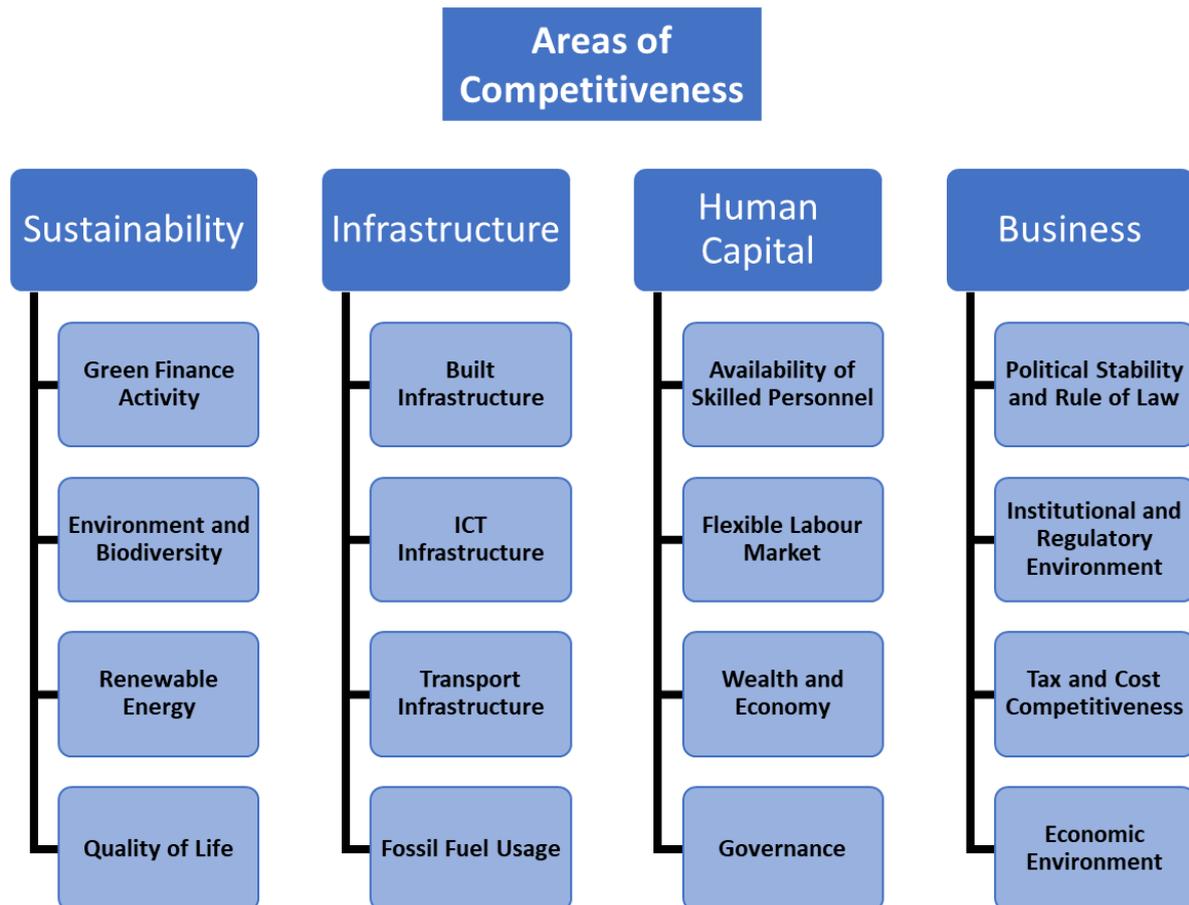
Quelle: Z/Yen (o.J.), Tz. 25.

Abbildung 16 stellt die Indexkonstruktion dar. Der Index basiert auf zwei Datenquellen: Zunächst werden weltweit Finanzmarktteilnehmer gebeten, einen elf-seitigen Online-Fragebogen auszufüllen (Stand November 2022), um ihre Einschätzung der Green-Finance-Performance der Finanzzentren zu dokumentieren, mit denen sie vertraut sind. In einem zweiten Schritt wird mit Hilfe eines Verfahrens des Maschinentlernens (ML) geschätzt, wie die Finanzmarktteilnehmer jene Finanzzentren eingeschätzt hätten, für die sie den Fragebogen nicht ausgefüllt haben (was typischerweise die Mehrzahl der Finanzzentren sein dürfte). Zu diesem Zweck verknüpft das ML-Verfahren die vorliegenden Einschätzungen eines Befragungsteilnehmers mit den Ausprägungen von aktuell 147 Indikatoren für die Finanzzentren, die der Befragungsteilnehmer beurteilt hat. Anschließend schätzt das ML-Verfahren auf Basis dieser 147 Indikatoren, wie der Befragungsteilnehmer die anderen Finanzzentren eingeschätzt hätte. Vermutlich sind also die meisten Beurteilungen, die in den GGFI eingehen, solche Schätzwerte. Um es zur Verdeutlichung konkret zu machen: Wenn

Befragungsteilnehmer 1 die Zentren A, B und C beurteilt hat, verknüpft das ML-Verfahren diese Beurteilungen mit den 147 Indikatorwerten für A, B und C und schätzt dann auf Basis der Indikatorwerte für Finanzzentrum D, wie Teilnehmer 1 Finanzzentrum D vermutlich beurteilt hätte. Schließlich werden sämtliche tatsächlichen und geschätzten Beurteilungen zum GGFI aggregiert.

Aus Sicht des vorliegenden Reports ist interessant, welche Indikatoren in das ML-Verfahren eingehen. Die 147 Indikatoren teilen sich in die vier Bereiche Sustainability, Human Capital, Business und Infrastructure auf. Diese vier Bereiche werden noch weiter in jeweils vier Unterbereiche untergliedert (Abbildung 17).

Abbildung 17: Gliederung der GGFI-Indikatoren



Quelle: Z/Yen (2022), S. 17.

Im Folgenden wird geprüft, inwieweit in den jeweiligen Bereichen Indikatoren mit direktem Finanzsystembezug mit und ohne Nachhaltigkeitsbezug vertreten sind.

Bereich Sustainability (46 Indikatoren)

- 8 Indikatoren zu Green/Climate/Climate-Aligned Bonds in verschiedenen Abgrenzungen
- 2 Indikatoren zu Börsen (Vorhandensein eines Segments für Green Bonds; Mitgliedschaft in der United Nations Sustainable Stock Exchanges (SSE) Initiative)
- 2 allgemeine Indikatoren zu Finanzen im weiteren Sinne mit Nachhaltigkeitsbezug (Financial Centres Green Alignment - Regulators and Stock Exchanges, GRESB Green Real Estate and Infrastructure Investment Score)

Bereich Human Capital (47 Indikatoren)

Keine Indikatoren mit direktem Finanzbezug, aber sieben Indikatoren zum Finanzökosystem, alle ohne Nachhaltigkeitsbezug.

- 5 Indikatoren zum Ausbildungsniveau
- 1 Indikator zur Regulierung (Regulatory Quality)
- 1 Indikator zur internationalen Vernetzung/Integration (Number of International Association Meetings)

Bereich Business (38 Indikatoren)

12 Indikatoren mit Finanzbezug, aber alle ohne Nachhaltigkeitsbezug.

- 5 Indikatoren zu Finanzvolumina und -aktivitätsniveau an öffentlichen Märkten (Broad Stock Index Levels, Capitalisation of Stock Exchanges, Value of Bond Trading, Value of Share Trading, Volume of Share Trading)
- 3 Indikatoren zum Bankensektor (Domestic Credit to Private Sector (% of GDP), Net External Positions of Banks, Percentage of Firms Using Banks to Finance Investment)
- 2 zusammengesetzte Indikatoren (The Global Financial Centres Index, The Global Fintech Index)
- 1 Indikator zu Investmentfonds (Total Net Assets of Regulated Open-End Funds)
- Realzinssatz

Bereich Infrastructure (16 Indikatoren)

Kein Indikator mit genuinem Bezug zum Finanzsektor.

Von den 147 Indikatoren weisen nur 31 einen Finanzsystembezug auf, davon haben wiederum nur die 12 Indikatoren aus dem Bereich Sustainability auch einen Nachhaltigkeitsbezug. Sicherlich mag man bei dem einen oder anderen der 147 Indikatoren zu einer anderen Einschätzung bezüglich Finanz- und Nachhaltigkeitsbezug kommen. Aber selbst unter Berücksichtigung dieser Unschärfe ist der Anteil von Indikatoren mit Finanzsystembezug mit und ohne Nachhaltigkeitsbezug überraschend gering für einen Global-Green-Finance-Index.

Nun könnte es sein, dass es zwar wenige Indikatoren mit Bezug zu Finanzierung und Nachhaltigkeit sind, diese aber mit einem hohen Gewicht in den GGFI eingehen. Aufgrund der Indexkonstruktion gibt es zwar keine „offiziellen“ Gewichte der einzelnen Indikatoren. Aber Z/Yen (2022, S. 69) weist die 15 Indikatoren mit der höchsten Korrelation zum GGFI aus, ferner separat die 15 Sustainability-Indikatoren mit der höchsten Korrelation zum GGFI. Der Indikator mit der stärksten Korrelation mit dem GGFI war der Global-Financial-Centres-Index (GFCI);³ im Bereich Business ist er auch in der obigen Erörterung der GGFI-Indikatoren enthalten. Da es sich bei dem GFCI um ein Sammelmaß handelt und er die stärkste Korrelation zum GGFI aufweist, ist die obige Aussage zur geringen Bedeutung von Indikatoren mit Finanzsystembezug etwas zu relativieren. Allerdings verfestigt sich der Eindruck weiter, dass die Bedeutung von Indikatoren mit gleichzeitigem Finanz- und Nachhaltigkeitsbezug im GGFI relativ gering ist: Denn unter den 15 Sustainability-Indikatoren mit der höchsten Korrelation zum

³ Überhaupt drängt sich der Eindruck auf, dass sich GGFI und GFCI stark überlappen: Nicht nur ist der GFCI der Indikator von den 147 Indikatoren des GGFI mit der höchsten Korrelation; umgekehrt ist der GGFI der Indikator von den 151 Indikatoren des GFCI mit der zweithöchsten Korrelation (Z/Yen, 2022a, S. 51). Auch weisen die Indikatoren der beiden Indizes sehr große Überschneidungen auf. Sogar einige der wenigen GGFI-Indikatoren mit gleichzeitigem Finanz- und Nachhaltigkeitsbezug sind auch GFCI-Indikatoren.

GGFI gibt es nur einen Indikator, der in unserer obigen Analyse der einzelnen Bereiche aufgezählt wurde: ein Indikator zu Green Bonds auf Platz 15.

Fazit: Green Finance spielt eine unerwartet kleine Rolle im Global-Green-Finance-Index. Der Fokus liegt auf Green Bonds. Dagegen bleibt die Nachhaltigkeit der Bereiche Public Equity (lediglich Mitgliedschaft in Sustainable Stock Exchanges (SSE) Initiative berücksichtigt), Asset Management, Private Debt, Privat Equity/Venture Capital sowie Banken und Versicherungen unberücksichtigt. Es fehlen viele Indikatoren, die man in einem Index mit diesem Namen eigentlich erwarten würde. Angesichts dieses Ergebnisses überrascht es nicht, dass die Überlappung zwischen den Indikatoren des GGFI und unseren Dimensionen und Indikatoren für Sustainable Finance im engeren Sinne recht gering ist.

7 Fazit und Ausblick

„Jede Geldanlage geht einher mit der Entscheidung für oder gegen eine nachhaltige Welt.“

Jürgen Koppmann (Sprecher des Vorstandes der UmweltBank AG)

Nicht erst seit Fridays-for-Future gehören nachhaltige Investments zu den aktuellen Megatrends. Obwohl sich diese in Deutschland zuvor noch etwas schwergetan haben, waren sie vor allem im europäischen Ausland schon länger ein wichtiger Baustein der Geldanlage. Ohnehin ist Europa führend, wenn man die Investitionen in nachhaltigen Investments betrachtet: Rund USD 3,4 Billionen sind in Europa in nachhaltigen Geldanlagen investiert. Das ist rund zehnmal mehr als das Volumen in den Vereinigten Staaten von Amerika (Statista, 2022).

Finanzmärkte gewährleisten, dass bei der Allokation von Kapital die effizientesten Projekte zuerst berücksichtigt werden. Daher ist es sehr begrüßenswert, dass inzwischen die Nachhaltigkeit von Investments eine immer größere Rolle spielt. Rankings dienen in diesem Zusammenhang der wichtigen Aufgabe, diese positive Entwicklung sichtbar zu machen. Nachdem Z/Yen den Global-Financial-Centres-Index bereits seit vielen Jahren publiziert, wird seit 2018 auch der Global-Green-Finance-Index veröffentlicht, der insbesondere die Nachhaltigkeit der Finanzplätze widerspiegeln soll.

Die derzeitige Situation ist geprägt durch unscharfe Nachhaltigkeitsdefinition, mangelnde Transparenz, wenig Daten und die Selbsteinstufung von Institutionen und Anlageprodukten. Diese Gemengelage ist angesichts des stark wachsenden Interesses an Nachhaltigkeit bei Anlegern und Öffentlichkeit anfällig für Green Washing. Nur wenn der Markt schnell aus dieser unsicheren Phase herauswächst, kann er seine Allokationsaufgabe gut erfüllen.

Die empirische Untersuchung basiert auf Daten, die überwiegend frei im Netz verfügbar sind. Trotz gewissenhafter Recherche können wir keine Garantie für Qualität und Konformität der Daten übernehmen. Des Weiteren konnte nicht jede Hypothese aufgrund fehlender Daten empirisch getestet werden. Trotz dieser Einschränkungen glauben wir, dass wir ein umfassendes Bild der Nachhaltigkeit der selektierten Finanzplätze beschreiben können.

Insbesondere die frankophonen Finanzplätze wie Belgien und Frankreich haben bereits relativ früh die Bedeutung von nachhaltigen Investments erkannt und haben demnach den Vorteil der First-Mover. In vielen Bereichen ist insbesondere Frankreich weit vorne dabei, sei es bei Green Bonds oder auch Investmentfonds. Auch deren Förderbank(en) engagieren sich für die Finanzierung von nachhaltigen Projekten. Dies ist auch der Fall in Deutschland, wo die KfW viele nachhaltige Projekte fördert. Allerdings spielt die Nachhaltigkeit bei deutschen Anlegern erst in der jüngeren Vergangenheit eine größere Rolle, daher ist der Markt noch kleiner, aber er wächst mit vergleichsweise hohen Raten. In den Niederlanden fiel uns besonders die Rolle der Finanzintermediäre mit nachhaltiger Geschäftspolitik auf, sei es bei Banken oder Versicherungen; der Finanzmarkt selbst schien dagegen etwas abzufallen. Die Rolle von Luxemburg ist schwerer zu bewerten. Insbesondere da beispielsweise viele Institutionen und Kapitalgesellschaften ihre Finanzinstrumente in Luxemburg auflegen, da dort die Regulierung häufiger etwas weniger streng ist als in anderen europäischen Ländern. Dadurch dürfte Luxemburg vor allem die Rolle als "Enabler" für innovative Finanz-Emissionen zufallen. Etwas abgeschlagen kam uns der britische Finanzplatz vor. Weder bei Unternehmen noch bei Finanzprodukten oder Intermediären hatte Großbritannien eine führende Rolle. Jedoch gab es meist nennenswerte Volumina, womit in Zukunft auf jeden Fall Potential besteht, dieses auszubauen.

8 Literaturverzeichnis

AFME Association for Financial Markets in Europe (2022): ESG Finance Report. European Sustainable Finance. Q 4 2021 and 2021 Full Year. <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Sustainable%20Finance%20Report%20-%20Q421%20and%202021FY.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Attac (o.J.): Alternativbanken. <https://www.attac.de/kampagnen/bankwechsel/bank-wechseln/alternativbanken>; zuletzt abgerufen am 13.12.2022.

Bank for International Settlement (2021): Sustainable Finance Data for Central Banks. Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics. IFC Report No. 14. https://www.bis.org/ifc/publ/ifc_report_14.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Bethge, Iris (2018): Förderbanken in Europa — Förderbanken für Europa. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 71. Jg., S. 510-512. <https://www.kreditwesen.de/kreditwesen/themenschwerpunkte/aufsaeetze/foerderbanken-europa-foerderbanken-fuer-europa-id48912.html>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management (2022): BVI 2022. Daten. Fakten. Perspektiven. https://www.bvi.de/uploads/tx_bvibcenter/BVI_7567_2022_Jahrbuch_2022_RZ_Webversion.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

City of London und The Global City (2021): Championing Sustainable Finance: the UK's Global Offer. Juli 2021. https://www.theglobalcity.uk/PositiveWebsite/media/Research-reports/Sustainable-Finance-Opportunities_1-7-21.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Climate Bonds Initiative (2022): Sustainable Debt Market. Summary H1 2022. August 2022. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h1_2022_02c.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Deutsche Bank Research (2016): Investitionen und Wachstum stärken: Die Rolle der Förderbanken in Europa. https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000441772/Investitionen_und_Wachstum_st%C3%A4rken%3A_Die_Rolle_der_.pdf;REWEBSESSIONID=E01AE5D9743360FE8AB00A7E4CE4DD10?undefined&reaload=y6YkXPOjTTAyRBRg5S2dBJqmFnd0qcez~oOy9xgSbVIXya319muN9bg~uJzVu/DP; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Deutsche Bundesbank (2019): Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme. In: Monatsberichte, 71. Jahrgang, Nr. 10, S. 13-33. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/811956/a6679064dbcbabbddfb9cc0da880061/mL/2019-10-nachhaltige-finanzanlage-data.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Deutsche Bundesregierung (2021): Deutsche Sustainable-Finance-Strategie. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?blob=publicationFile&v=6; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

EFAMA European Fund and Asset Management Association (2021): Asset Management in Europe, 13th edition. Dezember 2021. https://www.efama.org/sites/default/files/files/Asset%20Management%20Report%202021_5.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

EFAMA European Fund and Asset Management Association (2022): Fact Book 2022. <https://efama.vcpgraphics.online/efama-fact-book-2022>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Environmental Finance (2022): Sustainable Bond Insight 2022. <https://www.environmental-finance.com/assets/files/research/sustainable-bond-insight-2022.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

European Leveraged Finance Association (2021): The Growth of ESG in Private Debt Markets: Current Challenges, Proposed Next Steps, and ELFA's ESG in Private Debt Survey. Insights No. 18. <https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/10/ELFA-Insights-18-The-Growth-of-ESG-in-Private-Debt-Markets-Current-Challenges-Proposed-Next-Steps-and-ELFAs-ESG-in-Private-Debt-Survey.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Fair Finance Guide Deutschland (2022): Wie fair und nachhaltig sind deutsche Banken? <https://www.fairfinanceguide.de/>; zuletzt abgerufen am 30.11.2022)

Fichter, Klaus und Yasmin Olteanu (2022): Green Startup Monitor 2022. Berlin: Borderstep Institut für Innovation und Nachhaltigkeit gemeinnützige GmbH und Bundesverband Deutsche Startups e. V. <https://www.borderstep.de/wp-content/uploads/2022/03/GreenStartupMonitor2022.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Filippini, Massimo, Markus Leipold und Tobias Wekhof (2022): Sustainable Finance Literacy and the Determinants of Sustainable Investing. Swiss Finance Institute, Research Paper Series No. 22-02. https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID4001523_code623849.pdf?abstractid=3997285&mirid=1; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

FNG Forum Nachhaltige Geldanlagen (2022): Marktbericht nachhaltige Geldanlagen 2022. https://www.forum-ng.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht_NG_2022-online.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Global Sustainable Investment Alliance (2021): Global Sustainable Investment Review 2020. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

KfW Kreditanstalt für Wiederaufbau (2019-2021): Nachhaltigkeitsberichte [für die Jahre 2019, 2020 und 2021]. <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/nachhaltigkeitsbericht.kfw.de/archiv/>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

KPMG (2022): Big Shifts, Small Steps. Survey of Sustainability Reporting 2022. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

LBBW (2022): Unternehmensfinanzierungen nach ESG-Kriterien. https://www.lbbw.de/konzern/landesbank-baden-wuerttemberg/nachhaltigkeit/unternehmensfinanzierung/unternehmensfinanzierung_adsexpgtow_d.html; zuletzt abgerufen am 9.12.2022.

Lin, Chiayen, William Sharpe und Thomas Girard (2022): ESG Integration in Private Debt, Challenges and Opportunities. Natixis Green & Sustainable Hub Newsletter. 5.8.2022. <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/esg-integration-in-private-debt-challenges-and-opportunities>; zuletzt abgerufen am 9.12.2022.

Möller, Viola, und Julius Hansen (2022): Private Equity und Nachhaltigkeit — Der Zukunftsfähigkeit von Geschäftsmodellen auf der Spur. BDO Deutschland, 30.06.2022.

https://www.bdo.de/getattachment/Insights/News-bdo/PEak-News/Peak-News-Private-Equity-und-Nachhaltigkeit-%E2%80%93-Der-/Broschure_Private_Equity_Nachhaltigkeit.pdf.aspx?lang=de-DE;
zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Morningstar (2022): SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2022 in Review. <https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Müller, Vanessa (2022): How can Debts Funds Integrate Sustainability in Their Lending Process? EY Luxemburg, 5.7.2022. https://www.ey.com/en_lu/private-debt/how-can-debts-funds-integrate-sustainability-in-their-lending-pr; zuletzt abgerufen am 9.12.2022.

NGFS Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (2021): Dashboard on Scaling up Green Finance. März 2021. Version vom Oktober 2022 verfügbar unter: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_dashboard_scaling_up_green_finance_october_2022.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

NGFS Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (2021a): Note on the Dashboard on Scaling up Green Finance and Data Gaps. März 2021. https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/04/01/821048_ngfs_dashboard.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Nosratabadi, Saeed, Gergo Pinter, Amir Mosavi und Sandor Semperger (2020): Sustainable Banking; Evaluation of the European Business Models. In: Sustainability, 12(6), S. 2314; <https://doi.org/10.3390/su12062314>.

Pollman, Elizabeth (2022): The Making and Meaning of ESG. ECGI Law Working Paper N° 659. Oktober 2022. https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/themakingandmeaningofesg/ecgi.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. 1987. <http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Reuters (2019): Europas Förderbanken pumpen zehn Mrd Euro in Nachhaltigkeitsinitiative. <https://www.reuters.com/article/eu-nachhaltigkeit-banken-idDEKCN1UD24L>; zuletzt abgerufen am 13.12.2022.

Statista (2022): Asset Size of Sustainable Funds Worldwide as of September 2021, by Region. <https://www.statista.com/statistics/1296334/sustainable-funds-asset-size-by-region/>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Statista (2022a): Entwicklung des Kapitalanlagebestandes der Versicherungswirtschaft in Deutschland von 1980 bis 2021. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/161391/umfrage/entwicklung-des-kapitalanlagebestandes-der-versicherungswirtschaft-seit-2005/>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Statista (2022b): Green Bonds in Europe. <https://www.statista.com/study/70103/green-bonds-market-in-europe/>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Statista (2022c): Green Bonds Worldwide. <https://www.statista.com/study/108882/green-bonds-worldwide/>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Storck, Christian und Martin Rojahn (2022): Der EU Green Bond Standard — Status quo und offene Fragen. In: Environment — Social — Governance 2022. Beilage 02 zu Der Betrieb, Mai 2022, S. 45-46.

Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021): Shifting the Trillions. Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation.

Sustainalytics (2022): Sustainable Finance Solutions. Second-Party Opinion on Sustainability-Linked Loans. <https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/sustainable-finance-and-lending/second-party-opinions>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Sustainalytics (2022a): Material ESG Issues Resource Center: Understanding and Applying Sustainalytics' ESG Risk Ratings' Material ESG Issues. <https://www.sustainalytics.com/material-esg-issues-resource-center>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Sustainalytics (2022b): ESG Risk Ratings: A consistent approach to assess material ESG risk. <https://www.sustainalytics.com/esg-data>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

The City UK und BNP Paribas (2022): Green Finance: A Quantitative Assessment of Market Trends. <https://www.thecityuk.com/media/10lhcnctn/green-finance-a-quantitative-assessment-of-market-trends-1.pdf>; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

utopia.de (o.J.): Die besten Ökobanken. <https://utopia.de/bestenlisten/die-besten-gruenen-banken/>; zuletzt abgerufen am 30.11.2022.

WU-Bibliothek (Wirtschaftsuniversität Wien) (2022): "Sustainalytics.". <https://www.wu.ac.at/bibliothek/recherche/datenbanken/info/sustainalytics/>; zuletzt abgerufen am 15.11.2022.

Z/Yen (2022): The Global Green Finance Index 9. https://www.longfinance.net/documents/2938/GGFI_9_Report_2022.04.28_v1.1.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Z/Yen (2022a): The Global Financial Centres Index 32. https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_32_Report_2022.09.22_v1.0_.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.

Z/Yen (o.J.): Global Green Finance Index Methodology. https://www.longfinance.net/media/documents/GGFI_METHODODOLOGY_DESCRIPTION_2022.10.27_v1.0.pdf; zuletzt abgerufen am 14.12.2022.



Kontakt
+49 40 822160 910
info@hsba.de
www.hsba.de

Die HSBA ist die duale Business School in Hamburg.

Gemeinsam mit über 300 Partnerunternehmen bieten wir duale Bachelor- und berufsbegleitende Master-Studiengänge für mehr als 1000 Studierende an. Darüber hinaus verfügen wir über ein kooperatives Promotionsprogramm, angewandte Forschung und Weiterbildung auf Hochschulniveau. Die HSBA ist staatlich anerkannt, vom Wissenschaftsrat akkreditiert und erzielt in Rankings regelmäßig Spitzenergebnisse. 2018 wurde die HSBA zudem durch die Foundation of International Business Administration Accreditation (FIBAA) erfolgreich systemakkreditiert. Der Campus der HSBA befindet sich direkt am Rödingsmarkt im Herzen Hamburgs.

Bachelor-Studiengänge

- BSc Business Administration
- BSc Business Informatics
- BSc International Management
- BSc Logistics Management
- BA Versicherungsmanagement

Master-Studiengänge

- MSc Business Development
- MSc Digital Transformation & Sustainability

Weitere Angebote

- Weiterqualifizierung & Weiterbildung
- Forschung
- Kooperatives Promotionsprogramm (PhD / DBA)
- Junge Akademie
- Raumvermietung



HSBA

DIE DUALE BUSINESS SCHOOL
IN HAMBURG