

Swiss Finance Institute Roundups

Klimabedingte Risiken – Schwerpunkt Banken und Kreditrisiko

Editorial



Finanzinstitute gestalten derzeit ihre Geschäftsmodelle um, um den Herausforderungen der Nachhaltigkeit zu begegnen. In diesem SFI Roundup untersuchen Wissenschaftler und Praktiker die erzielten Fortschritte und gehen auf die noch zu bewältigenden Hindernisse ein. Banken und Investoren beziehen Klimarisiken zunehmend in ihre Entscheidungsprozesse ein. Dennoch werden diese Risiken zur Zeit auf den Finanzmärkten nicht immer richtig bewertet. Eine stärkere Koordinierung zwischen öffentlichen und privaten Initiativen könnte dazu beitragen, dass das zur Erreichung der globalen Ziele notwendige Kapital in nachhaltige Investitionen fließt. Die geteilten Expertenmeinungen beleuchten die Rolle, die die nachhaltige Finanzierung beim Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft spielen kann.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Autoren

**Alexandra Lau**

Alexandra Lau ist Mitglied der Geschäftsleitung und Leiterin Geschäftsbereich Corporate Development & Sustainable Asset Management bei der Basellandschaftlichen Kantonalbank (BLKB). Sie ist ebenfalls Mitglied des Beirats der Klimastiftung Schweiz und des Vorstands von Swiss Sustainable Finance. Sie hat einen MA in International Affairs and Governance von der Universität St. Gallen.

**Zacharias Sautner**

Zacharias Sautner ist SFI Senior Chair und Professor für Sustainable Finance an der Universität Zürich. Zuvor hatte er Professuren an der Universität Amsterdam und an der Frankfurt School of Finance and Management inne. Er ist Forschungsberater für Klimafinanzierung bei der Europäischen Zentralbank und Direktor der European Finance Association. Er hat an der Universität Mannheim im Bereich Finanzierung promoviert.

**Erwan Morellec**

Erwan Morellec ist SFI Senior Chair und Finanzprofessor an der École Polytechnique Fédérale de Lausanne. Während seiner langjährigen Karriere lehrte er an der Universität Lausanne, am MIT (Sloan) und an der University of Rochester. Seine Forschungsschwerpunkte sind Corporate Finance, Corporate Governance und nachhaltige Finanzierung. Er hat an der HEC Paris im Bereich Finanzierung promoviert.

**Tadas Zukas**

Tadas Zukas ist Global Lead Senior Legal Counsel Sustainability/ESG bei der Bank Vontobel. Er ist zudem Fellow am Center for Sustainable Finance and Private Wealth an der Universität Zürich und Mitglied der Arbeitsgruppe Nachhaltige Finanzen der Schweizerischen Bankiervereinigung. Er hat an der Universität Luzern in Rechtswissenschaften promoviert.

**Steven Ongena**

Steven Ongena ist SFI Senior Chair und Professor für Bankwesen an der Universität Zürich. Er ist Forschungsberater für mehrere europäische Zentralbanken und hat zahlreiche Auszeichnungen erhalten. Seine Forschungsschwerpunkte sind empirische Finanzintermediation und angewandte Finanzökonomie. Er hat an der Universität von Oregon im Bereich Volkswirtschaft promoviert.

Rahmenbedingungen für nachhaltige Finanzierung

Es herrscht allgemein keine Einigkeit darüber, was der Begriff "nachhaltige Finanzierung" (English: sustainable finance) umfasst. Wie definieren Sie ihn?

► **Steven Ongena:** Unter nachhaltiger Finanzierung verstehe ich die Allokation von Finanzkapital in einer Weise, die unter anderem darauf abzielt, die ökologischen und sozialen Kosten der Wirtschaftstätigkeit zu verringern. Sie umfasst alle Arten von Finanzanlagen, wie Aktien, Anleihen, Kredite und Immobilien. Dabei werden strategische, taktische und operative Überlegungen berücksichtigt. Es ist schwierig, eine perfekte Definition zu finden, da es einen Kompromiss zwischen Präzision und Länge und damit Nützlichkeit gibt, aber ein Konsens ist wichtig, um Missverständnisse zu vermeiden.

► **Tadas Zukas:** Ich verwende die Definition aus dem Europäischen Aktionsplan für nachhaltiges Finanzwesen von 2018, der die wichtigsten Merkmale moderner nachhaltiger Finanzierung hervorhebt: "Der Begriff 'nachhaltiges Finanzwesen' bezieht sich in der Regel auf die Berücksichtigung umweltbezogener und sozialer Erwägungen bei Investitionsentscheidungen, was zu mehr Investitionen in längerfristige und nachhaltige Aktivitäten führt". Was die Rolle der Governance betrifft, so erklärt der Aktionsplan weiter, dass die "Governance ist ein Instrument, um umweltpolitische und soziale Ziele in öffentliche und private Investitionsentscheidungen mit einzubeziehen". Es ist wichtig zu betonen, dass die Definition nicht nur die Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (Englisch: Environmental, Social, and Governance oder ESG) abdeckt, sondern auch einen funktionalen Fokus hat, da Investitionen letztlich in nachhaltige Projekte fließen und auf Langfristigkeit ausgerichtet sein sollten. Bei der Umsetzung des Aktionsplans stellt die Verordnung über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Finanzierungen (Englisch: Sustainable Finance Disclosure Regulation oder SFDR) klar, dass Investitionen nur dann als nachhaltig bezeichnet werden sollten, wenn sie eine wirtschaftliche Aktivität unterstützen, die zu einem Umwelt oder sozialen Ziel beiträgt, wenn sie keinem dieser Ziele wesentlich schaden. Und wenn die Unternehmen, in die investiert wird, gute Governance-Praktiken anwenden. Das bestimmende Merkmal der modernen nachhaltigen Finanzierung ist der Fokus auf die Erzielung positiver Ergebnisse für den Planeten und die Gesellschaft. Dieses Konzept beinhaltet die Integration von Nachhaltigkeitsrisiken, die als finanzielle Risiken definiert werden.

► **Zacharias Sautner:** Meiner Meinung nach bedeutet nachhaltige Finanzierung die Integration von ESG-Faktoren in Investitions- und Kreditvergabeprozesse. Diese Bemühungen können vom Motiv der Schaffung finanzieller Werte angetrieben werden, d. h. von finanziellen Erträgen und Risiken, oder von ethischen und moralischen Motiven, die philanthropische und moralische Überlegungen

umfassen. Zwischen diesen beiden Arten von Motiven kann es zu Überschneidungen kommen: Investierende, die sich auf finanzielle Werte konzentrieren, können durchaus auch aus einer ethischen und moralischen Werteperspektive positive Beiträge leisten.

Was sind die verschiedenen Arten von nachhaltiger Finanzierung?

► **Erwan Morellec:** Anlegende können über viele unterschiedliche Finanzinstrumente Zugang zu nachhaltiger Finanzierung erhalten. Bei aktiven Aktienstrategien verfolgen Anlegende eine Strategie des Engagements, um die Geschäftsführung und den Verwaltungsrat eines Unternehmens zu nachhaltigeren Praktiken zu bewegen. Bei passiven Strategien werden bestimmte Investitionen ausgeschlossen und andere bevorzugt, wobei das Ziel darin besteht, die relativen Kapitalkosten zu verändern und die Unterstützung für nicht nachhaltige Unternehmen zu verringern. Zu den fremdkapitalbasierten Strategien gehören Lösungen wie Green Debt, bei denen Anlegende bestimmte grüne Projekte finanzieren, und nachhaltigkeitsbezogene Kredite, bei denen die Kosten für Fremdkapital an die Erreichung vorgegebener Nachhaltigkeitsziele gekoppelt sind.

► **Zacharias Sautner:** Die Investitionslandschaft bietet eine breite Palette von Ansätzen, darunter Impact Investing und ESG-Investing. Impact Investing legt den Schwerpunkt auf ethische und moralische Werte und konzentriert sich auf das Erreichen bestimmter ökologischer oder sozialer Ergebnisse, auch wenn dies bedeutet, dass die Renditen unter den sonst am Markt zu erzielenden Renditen liegen. ESG-Investitionen konzentrieren sich auf die finanziellen Werte und beinhalten in der Regel die Verwendung von ESG-Risikofiltern. Bei ESG-Investitionen wird zwischen "Impact Alignment" und "Impact Generation" unterschieden (nicht zu verwechseln mit Impact Investing). "Impact Alignment" bedeutet, in Unternehmen zu investieren, die unter ESG-Risikogesichtspunkten bereits gut abschneiden, während "Impact Generation" bedeutet, in Unternehmen zu investieren, die ihr ESG-Risikoprofil verbessern können. Dabei kommt es zu aktivem Engagement mit den Entscheidungsträgern im Unternehmen, um bessere Risikoergebnisse zu erzielen.

► **Alexandra Lau:** Bei der nachhaltigen Finanzierung geht es um die Integration von ESG-Kriterien in die finanzielle Entscheidungsfindung, um langfristige, ethische Investitionen zu fördern, die zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen. Das Spektrum reicht von der Vermeidung von Schäden bis zur aktiven Verfolgung eines positiven Impacts. Auch wenn die spezifischen Details variieren können, zielt die nachhaltige Finanzierung im Allgemeinen darauf ab, Projekte und Unternehmen zu unterstützen, die auf die Ziele der nachhaltigen Entwicklung ausgerichtet sind, den Klimawandel abmildern und die soziale Gerechtigkeit fördern. Dieser Ansatz

erfordert eine ganzheitliche Sichtweise, bei der nicht nur die finanziellen Erträge, sondern auch die umfassenderen Auswirkungen einer Investition auf die Gesellschaft und die Umwelt berücksichtigt werden. Dazu gehören auch Transparenz und Rechenschaftspflicht bei der Berichterstattung über die ESG-Performance, damit die Stakeholder die Fortschritte verfolgen und die Unternehmen für ihr Nachhaltigkeitsengagement zur Verantwortung ziehen können. Noch vor einigen Jahren konzentrierten sich die Banken fast ausschließlich auf nachhaltige Investitionen. Inzwischen berücksichtigen die Banken im Rahmen der nachhaltigen Finanzierung zunehmend das gesamte Spektrum der Finanzdienstleistungen.

Was sind die Unterschiede zwischen nachhaltigem Investieren und nachhaltiger Finanzierung?

► **Alexandra Lau:** Nachhaltiges Investieren bedeutet, Entscheidungen auf der Grundlage von ESG-Faktoren zu treffen, während nachhaltige Finanzierung bedeutet, dass ESG-Faktoren in Kreditentscheidungen oder in die Finanzierung von Projekten und Initiativen mit nachhaltigen Zielen integriert werden.

► **Erwan Morellec:** Nachhaltiges Investieren beinhaltet in der Regel aktienbasierte Strategien, die darauf abzielen, Unternehmen durch passive oder aktive Methoden zur Erreichung von Umweltzielen zu bewegen. Nachhaltige Finanzierungen umfassen in der Regel Fremdfinanzierungen.

► **Tadas Zukas:** Nachhaltiges Investieren ist eine Unterkategorie der nachhaltigen Finanzierung. Es gibt viel Verwirrung um die Kennzeichnung "nachhaltig" und was es für Verbrauchende und Investierende wirklich bedeutet. Letztes Jahr hat die britische Finanzaufsichtsbehörde (Englisch: UK Financial Conduct Authority) ihre Offenlegungspflichten zur Nachhaltigkeit (Englisch: Sustainability Disclosure Requirements – SDR) und Investitionskennzeichnungen (Englisch: Investment Labels) veröffentlicht. Durch die Definition von Kennzeichnungen soll Verbrauchenden geholfen werden, ESG-Fonds zu verstehen und ihnen zu vertrauen. Die neue Kennzeichnungsregelung verfolgte einen nuancierten Ansatz in dieser Frage. In keinem der Kennzeichnungen wurde nur das Wort "nachhaltig" verwendet, sondern stattdessen wird das Wort "Nachhaltigkeit" immer in Kombination mit einem zweiten, klärenden Wort verwendet. Anlegende sollen durch diese Änderung besser verstehen, dass eine Investition in gekennzeichnete Produkte nicht immer bedeutet, dass ihr Geld in bereits nachhaltige Vermögenswerte fließt, sondern zum Beispiel auch in solche, die ihr Nachhaltigkeitsprofil im Laufe der Zeit verbessern wollen (gekennzeichnet als "Sustainability Improvers"). Der EU-Rahmen für nachhaltige Finanzierung scheint ebenfalls Raum für solche Nuancen zu lassen. Diese sind wichtig, damit sich das Finanzwesen besser anpassen kann.



Meilensteine und Warnungen vor Nicht-Nachhaltigkeit

Im Jahr 1798 sagte der englische Ökonom Thomas Malthus voraus, dass "die Vermehrungskraft der Bevölkerung unbegrenzt grösser ist als die Kraft der Erde, den Lebensunterhalt für den Menschen zu produzieren". Obwohl Malthus im neunzehnten und zwanzigsten Jahrhundert im Wesentlichen falsch lag, glauben Sie, dass seine Prophezeiung heute kurz vor der Erfüllung steht?

► **Steven Ongena:** Es ist sehr wichtig, die Malthusianische Theorie an diesem Punkt unserer wirtschaftlichen Entwicklung ernster zu nehmen. Allerdings werden Diskussionen über die Demografie oft vermieden, da es sich um ein heikles Thema handelt. Das Bevölkerungswachstum hat erhebliche Auswirkungen auf die Kohlenstoffemissionen, den Verlust der Biodiversität und den allgemeinen Gesundheitszustand der Umwelt. Obwohl die technologischen Fortschritte in vielerlei Hinsicht beeindruckend sind, könnte es für unseren Planeten fatal sein, sich zur Bekämpfung des Klimawandels und des Verlustes der Biodiversität ausschliesslich auf die Technologie zu verlassen. Die Aufgabe, grosse Mengen an CO₂ – es handelt sich um Milliarden von Tonnen – aus der Atmosphäre zu entfernen, und die Aufgabe, das gesamte Plastik aus den Ozeanen zu entfernen, stellen grosse Herausforderungen dar. Ausserdem sind einige der Meinung, dass fossile Brennstoffunternehmen technologiebasierte Lösungen zu positiv darstellen und dass die Realität nicht immer mit den aufgestellten Behauptungen übereinstimmt.

1972 veröffentlichte der Club of Rome die Studie "Die Grenzen des Wachstums", in der die Auswirkungen von Kohlenstoffemissionen, Chemikalien und radioaktiven Abfällen auf die Umwelt aufgezeigt wurden. Darin wurde davor gewarnt, dass die von diesen erzeugte hohe Belastung nicht tragfähig ist, und vorhergesagt, dass die Ressourcen der Erde das Wirtschaftswachstum und Bevölkerungswachstum über das Jahr 2100 hinaus nicht mehr tragen könnten. Welchen Einfluss hatte dieses Buch auf die Diskussionen über Nachhaltigkeit?

► **Zacharias Sautner:** "Die Grenzen des Wachstums" liefert wichtige Argumente dafür, wie bestimmte Formen der Wirtschaftsentwicklung der Umwelt schaden können. Es verweist auf die Gefahr negativer Nebeneffekte wie Klimawandel und Verlust der Biodiversität für unsere Wirtschaft und Gesellschaft. Einige Menschen wurden jedoch skeptisch, als die Weltuntergangsvorhersagen des Club of Rome nicht sofort eintrafen. Diese Skepsis hat einen Teil der aktuellen Debatte über ESG-Themen untergraben. Einige Kritikerinnen und Kritiker berufen sich in irreführender Weise auf den Bericht des Club of Rome, um zu behaupten, dass die Dinge gar nicht so schlimm sind, wie sie z. B. von Klimaforschenden dargestellt werden. Diese Irreführung kann zu einem unglücklichen Aufschieben von Klimaschutzmassnahmen führen.

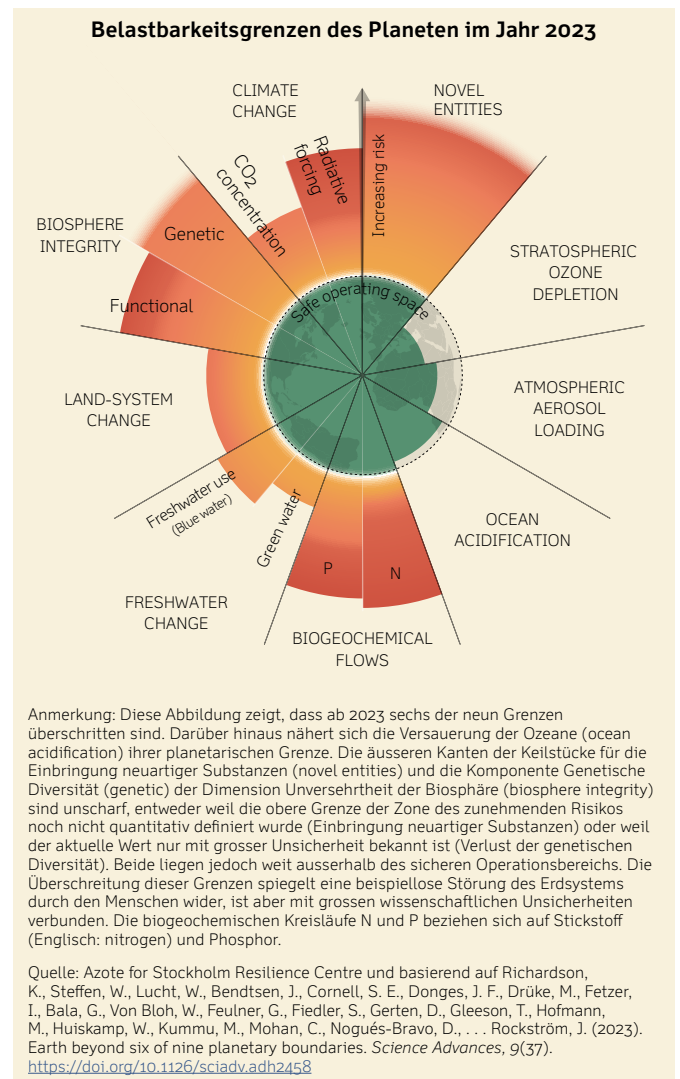
► **Tadas Zukas:** Obwohl sie nicht direkt mit der Arbeit des Club of Rome zusammenhängen, sind Konzepte, die sich mit den Grenzen des Wachstums in einem qualitativen Sinne befassen, formell Teil des modernen europäischen Rahmens für nachhaltige Finanzierung. Diese Entwicklung wird am besten durch die formale Aufnahme des Konzepts der "Belastbarkeitsgrenzen des Planeten" in der Rahmenordnung der neuen europäischen Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Englisch: Corporate Sustainability Reporting Directive oder CSRD) veranschaulicht, die als Teil des Aktionsplans für nachhaltige Finanzierung entstanden ist. Die Europäischen Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung (Englisch: European Sustainability Reporting Standards oder ESRS) definieren planetarische Grenzen als ein Konzept, das es uns ermöglicht, "es den Menschen, einen sicheren Handlungsraum im Hinblick auf das Funktionieren der Erde abzuschätzen. Dabei werden die Belastbarkeitsgrenzen für jeden wichtigen Prozess des Geosystems quantifiziert, die nicht überschritten werden sollten, um untragbare weltweite Umweltveränderungen zu vermeiden".

1987 veröffentlichten die Vereinten Nationen den Bericht "Unsere gemeinsame Zukunft" (auch bekannt als Brundtland-Bericht). In diesem riefen sie zum Handeln auf, da die Anzahl der Menschen und ihre Aktivitäten unbeabsichtigte Folgen für unseren Planeten haben und die Geschwindigkeit des Wandels unserer Gesellschaft die Fähigkeit der wissenschaftlichen Disziplinen, diese zu verstehen, sowie unsere derzeitigen Möglichkeiten zur Bewertung und Beratung übersteigt. Ist es uns in den letzten 35 Jahren gelungen, aus den bisherigen Mustern auszubrechen?

► **Alexandra Lau:** Ich glaube nicht, dass die Geschwindigkeit des Wandels die Fähigkeit der Wissenschaft übersteigt, Risiken in ihrer ganzen Komplexität zu analysieren und entsprechende Ratschläge zu geben. Der technologische Fortschritt, den wir erleben, ist unglaublich, und Forscher kennen die Fakten zu einem breiten Spektrum von Risiken, sowie die Faktoren, die zu deren Erhöhung oder Verringerung führen, sehr genau. Es gibt Lösungen, um die ökologischen und sozialen Risiken, denen wir ausgesetzt sind, zu verringern. Es scheint jedoch, dass die Gesellschaft nicht in der Lage ist, die notwendigen politischen Entscheidungen zu treffen, um diese Lösungen rechtzeitig und in dem erforderlichen Umfang umzusetzen.

2015 wurden die 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung (Englisch: Sustainable Development Goals oder SDGs) der Vereinten Nationen veröffentlicht, die 169 verschiedene soziale und ökologische Zielgrössen umfassen. Ist es von Vorteil, so viele Zielgrössen zu haben?

► **Tadas Zukas:** Die SDGs der Vereinten Nationen sind ein ziemlich komplexes Rahmenwerk, aber sie bieten eine umfassende Liste der gesellschaftlichen und ökologischen Herausforderungen, mit denen wir derzeit konfrontiert sind. Die SDGs richten sich in erster Linie an Staaten. Es liegt an den Wählenden, Verbrauchenden, Regierungsbehörden und Investierenden, Prioritäten zu setzen, welche Herausforderungen sie angehen wollen, und zu bestimmen, wie sie zur Schaffung positiver Veränderungen beitragen können. Der neue europäische Rechtsrahmen für nachhaltige Finanzierung ist ein Beispiel dafür, wie man die SDGs ernst nehmen kann. Wenn Sie genau hinschauen, werden Sie feststellen, dass nicht nur der Aktionsplan für nachhaltige Finanzierung selbst, sondern auch seine wichtigsten Verordnungen wie die Taxonomieverordnung, die SFDR und MiFID II (Englisch: Markets In Financial Instruments Directive II) in ihren Einleitungen auf die SDGs verweisen. Es sollte nicht vergessen werden, dass der neue europäische Regelungsrahmen für nachhaltige Finanzierung letztlich zum Ziel hat, die Finanzindustrie in die Lage zu versetzen und zu befähigen, einen besseren Beitrag zur Erreichung der Ziele des Pariser Abkommens und der SDGs zu leisten.



Im Jahr 2016 wurde das Pariser Abkommen unterzeichnet. Dessen langfristiges Ziel ist es, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur unter 2,0°C zu halten und, wenn möglich, auf 1,5°C zu begrenzen. Bei unserer derzeitigen Emissionsrate wird geschätzt, dass wir unser CO₂ Budget für die 1,5°C-Schwelle innerhalb der nächsten fünf Jahre und für die 2,0°C-Schwelle in etwas mehr als 20 Jahren aufgebraucht haben werden. Erscheinen die Ziele des Pariser Abkommens realistisch?

► **Erwan Morellec:** Das Pariser Abkommen sieht spezifische Massnahmen und politische Verpflichtungen vor. Diese Verpflichtungen sind jedoch komplex und sie sind anfällig für Veränderungen in der politischen Führung. In den USA zum Beispiel unterstützte Obama das Abkommen, aber Trump zog sich aus ihm zurück, und später trat Biden ihm wieder bei. Seit den Forschungen von Nordhaus in den 1970er Jahren ist klar, dass die Besteuerung von Kohlenstoff der Schlüssel zur Bewältigung des Klimawandels ist. Die Implementierung einer Steuer in angemessener Höhe ist jedoch sehr schwierig. Daher spielt die nachhaltige Finanzierung eine entscheidende Rolle beim Übergang zu umweltfreundlichen Praktiken und bei der Aufteilung der finanziellen Verantwortung zwischen dem Finanzsektor und der Gesellschaft. All diese Anstrengungen müssen jedoch auf kohärente und konsistente Weise durchgeführt werden.

► **Steven Ongena:** Der Klimawandel ist ein komplexer und nichtlinearer Prozess, der für Menschen schwer zu verstehen ist, vor allem, wenn man bedenkt, dass wir dazu neigen, linear zu denken und uns auf das Kurzfristige zu konzentrieren. Als besorgter

Bürger mache ich mir vor allem Sorgen über die Fähigkeit unserer Gesellschaft, die richtigen Entscheidungen als Reaktion auf den Klimawandel zu treffen und umzusetzen. Ich glaube, dass wir vor enormen Herausforderungen stehen.

► **Zacharias Sautner:** Untersuchungen zeigen, dass Investierende klimabezogene Risiken bei ihren Investitionsentscheidungen seit der Unterzeichnung des Pariser Abkommens ernster nehmen. Dieser Wandel hat Unternehmen dazu gebracht, ihre Kohlenstoffemissionen zu reduzieren. Es scheint jedoch immer unwahrscheinlicher, dass wir in der Lage sein werden, die 1,5°C-Grenze des Pariser Abkommens einzuhalten. Trotzdem ist es nach wie vor von entscheidender Bedeutung, erhebliche Anstrengungen zur Verringerung der Kohlenstoffemissionen zu unternehmen und so schnell wie möglich zu einer Welt ohne Kohlenstoffemissionen zu gelangen. Ich möchte hervorheben, dass wir, ähnlich wie beim Klimawandel, auch beim Verlust der Biodiversität vor grossen Herausforderungen stehen. Anlegende machen sich zunehmend Sorgen über die von einigen Unternehmen verursachten negativen Auswirkungen auf die Biodiversität. Es gibt neue wissenschaftliche Belege dafür, dass sich die Ankündigung des Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework im Jahr 2022 negativ auf die finanziellen Bewertungen von Unternehmen auswirkt, die der Biodiversität erheblich schaden. Dieser Effekt ist vergleichbar mit dem, den wir im Zusammenhang mit dem Pariser Abkommen von 2016 für Unternehmen mit einem grossen CO₂-Fussabdruck beobachtet haben.



Nachhaltigkeitsbezogene Risiken – ein Leitfaden

Müssen nachhaltige Finanzierungen erfolgreicher sein als herkömmliche Finanzierungen, damit sie am Markt Bestand haben?

► **Alexandra Lau:** Es kommt ganz darauf an, wie man Erfolg definiert. Das traditionelle Finanzwesen ist in dem Sinne erfolgreich, dass es finanzielle Ressourcen effizient dorthin lenkt, wo sie in der Wirtschaft gebraucht werden. Wenn wir Erfolg als Widerstandsfähigkeit definieren, dann ist klar, dass die nachhaltige Finanzierung gegenüber externen Schocks widerstandsfähiger ist als die herkömmliche Finanzierung. Nachhaltige Finanzierung berücksichtigt ein umfassenderes Spektrum an Informationen und damit auch Risikofaktoren, wie z. B. natürliche, gesellschaftliche und staatliche Risiken. Informationen spielen eine entscheidende Rolle bei Finanzentscheidungen, etwa beim Kauf eines Hauses oder bei Investitionen in bestimmte Anlageklassen. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsdaten bei der Bewertung eines Vermögenswerts führt unweigerlich zu einer besseren Entscheidungsfindung als die Nichtberücksichtigung solcher Daten. Daher bin ich der festen Überzeugung, dass sich die nachhaltige Finanzierung auf lange Sicht als effektiver erweisen wird als die traditionelle Finanzierung.

Das Risiko stand schon immer im Mittelpunkt von Investitionsentscheidungen. Beruht die nachhaltige Finanzierung einfach auf einer umfassenderen und genaueren Definition von Risiko?

► **Erwan Morellec:** Das Finanzwesen basiert auf zwei Schlüsselfaktoren: Risiko und Rendite. Je grösser das Anlagerisiko ist, desto höher ist die erwartete Rendite. Nach traditioneller Auffassung lässt sich das Risiko in fünf grosse Kategorien einteilen: Marktrisiko, Liquiditätsrisiko, Kreditrisiko, Geschäftsrisiko und Investitionsrisiko. ESG-bezogene Faktoren wirken sich auf alle diese Kategorien aus. Die Nichtberücksichtigung von ESG-Risiken in der allgemeinen Risikodefinition führt zu einer verzerrten Sichtweise und lässt aktuelle und zukünftige Ereignisse ausser Acht. Unabhängig davon, ob jemandem die Umwelt am Herzen liegt oder nicht, kann eine unzureichende Risikomessung zu finanziellen Verlusten führen.

► **Alexandra Lau:** Ich stimme zu, dass nachhaltige Finanzierungen ein breiteres Spektrum an Risikofaktoren berücksichtigen, die im Rahmen der derzeitigen politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen bei traditionellen Finanzierungen nicht in vollem Umfang berücksichtigt werden. Theoretisch ist die nachhaltige Finanzierung also aus ganzheitlicher Sicht effektiver. Allerdings gibt es noch einige praktische Herausforderungen zu bewältigen. Es müssen Fortschritte beim Zugang zu relevanten Daten gemacht werden, bevor wir ESG-Kriterien genau managen können: Bessere Daten sind unverzichtbar für die Erstellung von Szenarien, um potenzielle künftige Risiken zu ermitteln und zu berücksichtigen. Darüber

hinaus gewinnen neue Risiken, wie z. B. das Risiko der Verringerung der Biodiversität an Bedeutung. Auch diese Entwicklung muss berücksichtigt werden.

► **Tadas Zukas:** Die moderne nachhaltige Finanzierung definiert Nachhaltigkeitsrisiken, insbesondere klimabezogene finanzielle Risiken, als finanzielle Risiken. Die selbstverständliche Einbeziehung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement ist eines der drei Hauptziele des Europäischen Aktionsplans. Langfristig glaube ich, dass diese Entwicklung dazu führen wird, Nachhaltigkeitsrisiken in die herkömmliche Finanzierung zu integrieren, da diese Risiken ein wichtiger Aspekt des Risikomanagements sind. Akteure und Akteurinnen, die das Vorhandensein klimabezogener Risiken ignorieren, schaden sich letztlich selbst. Ein solches Versäumnis erhöht z. B. die Wahrscheinlichkeit, dass sie Gelder in Vermögenswerte investieren, die möglicherweise zu gestrandeten Vermögenswerten werden. Die Berücksichtigung wesentlicher finanzieller Risiken im Zusammenhang mit der Nachhaltigkeit ist Teil der treuhänderischen Pflicht.

Was sind die verschiedenen Arten von klimabedingten Risiken?

► **Erwan Morellec:** Das Konzept des Klimarisikos umfasst zwei Hauptkomponenten: das physische Risiko und das Übergangsrisiko. Physische Risiken beziehen sich auf Ereignisse wie Überschwemmungen, Hitzewellen, Dürren und den Anstieg des Meeresspiegels. Diese Risiken sind meist objektiv und können leicht gemessen werden. Übergangsrisiken umfassen die Herausforderungen, die unsere Gesellschaft und Wirtschaft den Übergang zu einer grünen, kohlenstoffarmen Zukunft meistern müssen. Sie umfassen politische und regulatorische Risiken, technologische Risiken und andere Risikoarten. Jedes Unternehmen ist von physischen und Übergangsrisiken unterschiedlich stark betroffen, und dieser Unterschied sollte bei der Bewertung des Kreditrisikos und der Festlegung von Kreditzinsen berücksichtigt werden.

Wie wirkt sich das physische Risiko auf das Kreditrisiko aus?

► **Steven Ongena:** Banken fangen an, die Auswirkungen klimabedingter Risiken zu spüren und sehen sich mit Verlusten in ihren Kreditportfolios konfrontiert. Selbst in Europas mildem Klima hat die Schwere der Überschwemmungen in West- und Mitteleuropa sowie der Waldbrände in Südeuropa in den letzten zehn Jahren deutlich zugenommen. Diese Katastrophen beeinträchtigen Unternehmen, gefährden Bankkredite und wirken sich letztlich auch auf die Banken selbst aus. Jüngste Untersuchungen zeigen, dass US-amerikanische und europäische Banken bei der Festlegung ihrer Kreditzinsen zunehmend physische Risiken berücksichtigen.

► **Alexandra Lau:** Naturkatastrophen wie Überschwemmungen und Dürren wirken sich in der Regel auf Gebäude und die Landwirtschaft aus, mit weiteren indirekten Auswirkungen auf Unternehmen und Banken. Für eine Bank mit einem grossen Hypothekenportfolio kann das Risiko besonders gross sein, wegen der Auswirkungen der Naturkatastrophen auf den zugrunde liegenden Gebäudebestand. Aus der Sicht einer Bank muss bewertet werden, wie viel Schaden ein von der Bank finanziertes Gebäude im Falle einer Naturkatastrophe erleiden würde. Auf der Grundlage einer umfassenden Modellierung von Risikoszenarien innerhalb meiner Bank gehen wir davon aus, dass das Risiko in den nächsten zehn Jahren aufgrund der geografischen Risikoexposition, des Versicherungsschutzes und des Eigenkapitals der Hauseigentümerinnen und -eigentümer in unserer Region nicht signifikant ist. Dennoch muss ich zugestehen, dass unsere Methoden einer solchen Risikobewertung derzeit noch begrenzt sind, was die Aussagekraft jeder Risikoanalyse einschränkt.

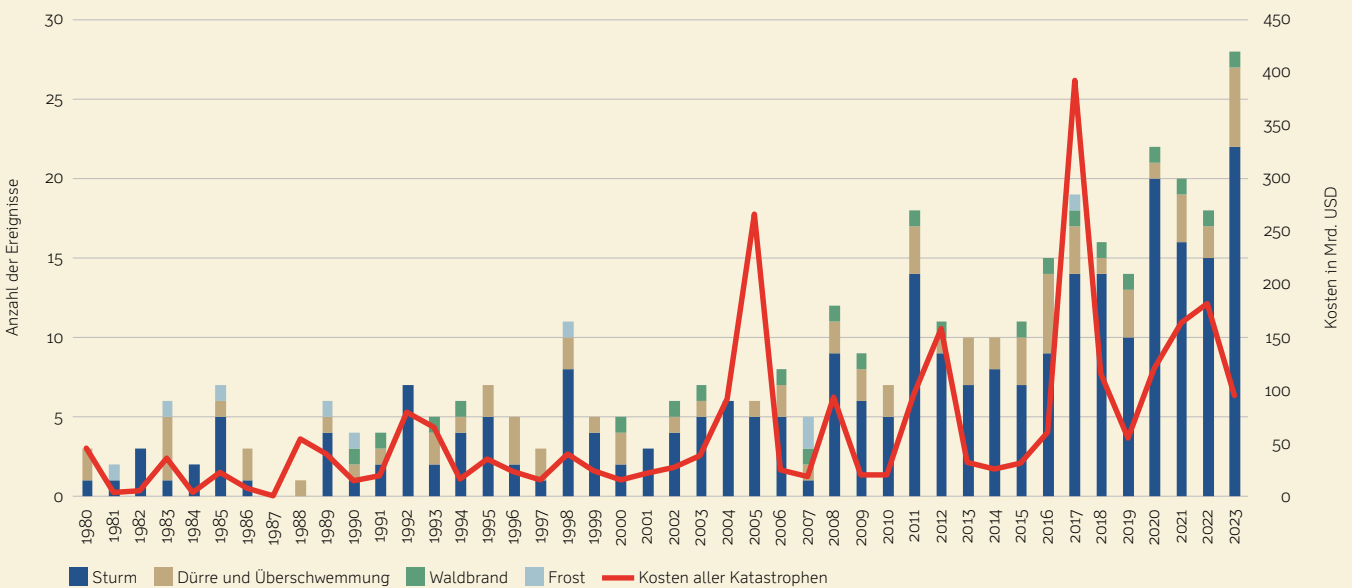
Wie wirkt sich das Übergangsrisiko auf das Kreditrisiko aus?

► **Steven Ongena:** Das Übergangsrisiko kann in zwei Komponenten unterteilt werden: eine technologische und eine regulatorische Komponente. Wissenschaftliche Untersuchungen deuten darauf hin,

dass Banken das technologische Übergangsrisiko tatsächlich berücksichtigen, aber ihr Ansatz mag unerwartet erscheinen. Da die Vermögenswerte eines Unternehmens als Sicherheiten für Bankkredite dienen, sind Banken motiviert, das Tempo des technologischen Wandels zu verlangsamen, um eine schnelle Entwertung dieser Sicherheiten zu verhindern. Das regulatorische Risiko, das sich darauf bezieht, wie schnell die Gesellschaft zu einer kohlenstoffarmen Zukunft übergehen sollte, ist letztlich eine politische Entscheidung. Diese Dichotomie ermöglicht es Banken und Unternehmen, die Gesetzgebung durch Lobbyarbeit zu beeinflussen. Die grossen Summen, die von Banken an in der Öl- und Gasexploration tätige Unternehmen verliehen werden, unterstreichen die Bedeutung dieses Themas. Da das Bankwesen ein globales Unternehmen ist, ergeben sich aus den unterschiedlichen Vorschriften und Gelegenheiten in den einzelnen Ländern auch beträchtliche Möglichkeiten zur Arbitrage. Folglich besteht ein dringender Bedarf an globaler Governance und Regulierung im Bankensektor.

► **Tadas Zukas:** In Bezug auf klimabezogene Risiken sind die Übergangsrisiken eindeutig auf dem Radar der Finanzaufsichtsbehörden. Die Eidgenössische Finanzaufsicht FINMA

Milliarden-Dollar-Katastrophen in den Vereinigten Staaten 1980-2023



Anmerkung: Diese Abbildung zeigt die jährliche Anzahl von Katastrophen mit Schäden von jeweils mehr als 1 Milliarde USD, die die Vereinigten Staaten zwischen 1980 und 2023 betroffen haben (inflationadjustiert), sowie deren konsolidierte Kosten. Stürme umfassen schwere Stürme, tropische Wirbelstürme und Winterstürme.

Quelle: NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI) U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters (2024). <https://www.ncei.noaa.gov/access/billions/>, DOI: [10.25921/stkw-7w73](https://doi.org/10.25921/stkw-7w73)

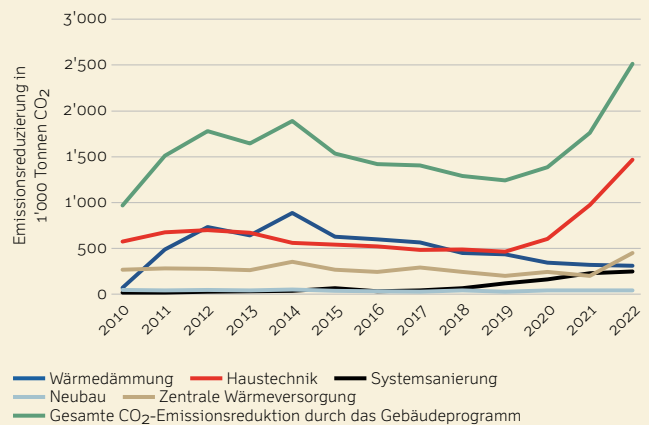
hat bereits 2019 begonnen, das Thema Übergangsrisiken in ihren Risikomonitor-Publikationen öffentlich zu thematisieren. Nach der Erläuterung, dass Übergangsrisiken "aufgrund eingreifender Massnahmen in der Klimapolitik oder aufgrund disruptiver technologischer Durchbrüche" entstehen, betont die FINMA, dass solche Entwicklungen "rasche, von den Märkten bislang nicht ausreichend berücksichtigte Preisanpassungen von Vermögenswerten auslösen" könnten, und nennt als Beispiele sehr kohlenstoffintensive Sektoren wie Energie, Fertigung oder Transport. Die FINMA betont weiter, dass "je später wirksame Massnahmen zum Erreichen der Klimaziele ergriffen werden, desto eingreifender müssten solche Massnahmen ausfallen". Ferner besteht die Möglichkeit, "dass die Märkte die beschriebenen Risiken spät, dann aber mit starken Anpassungen einpreisen würden". Werden solche Risiken nicht ordnungsgemäss in das Risikomanagement einbezogen, kann dies zu Verlusten bei Investitionen und damit zu Kreditrisiken führen. Es ist zu erwarten, dass es zunehmend zu Rechtsstreitigkeiten über das Zusammenspiel von Übergangsrisiko und Kreditrisiko kommen wird.

Welche verschiedenen Kanäle stehen zur Verfügung, um Kapital in nachhaltige Initiativen zu lenken?

► **Erwan Morellec:** Es hängt davon ab, ob die Anlegenden mit Aktien, die in der Regel risikoreicher sind, oder mit Anleihen, die im Allgemeinen weniger riskant sind, etwas bewirken wollen. Ursprünglich lag der Fokus bei ESG hauptsächlich auf Aktien, aber Anleihen werden immer wichtiger. Dieser Wandel wurde durch die Entwicklung des Marktes für grüne Anleihen vorangetrieben, der es Unternehmen ermöglicht, ihre CO₂-Bilanz verbessernde Projekte zu finanzieren. Grüne Anleihen sind Finanzinstrumente, bei denen die Verwendung der Einnahmen auf grüne Investitionen beschränkt ist. Andere Instrumente, wie z. B. an nachhaltigkeitsbezogene Anleihen (Englisch: sustainability linked bonds), sind ebenfalls entstanden. Dabei handelt es sich um Instrumente, bei denen einige finanzielle Merkmale, in der Regel der Coupon, an die Nachhaltigkeitsperformance des emittierenden Unternehmens oder an ein bestimmtes Nachhaltigkeitsziel gebunden sind. Diese Ziele werden im Allgemeinen einmal während der Laufzeit der Anleihe bewertet. Viele dieser Anleihen werden in den nächsten Monaten ihren Bewertungsstichtag erreichen. Es wird interessant sein zu beobachten, ob die Unternehmen ihre Vereinbarungen erfüllen und wie der Markt sie belohnt oder bestraft.

► **Alexandra Lau:** Bankkredite und Kapitalmärkte sind von zentraler Bedeutung, wenn es darum geht, Kapital in nachhaltige Initiativen zu lenken. Aber auch Anreize durch Steuern und Subventionen spielen eine entscheidende Rolle. Auf dem Immobilienmarkt beispielsweise

Erzielte CO₂-Emissionsreduktionen pro Jahr in der Schweiz, durch das Gebäudeprogramm und nach Massnahmenbereich, berechnet über die Lebensdauer der jeweiligen Massnahme



Quelle: Das Gebäudeprogramm.

hilft die Kombination aus der Besteuerung von CO₂-Emissionen, steuerlichen Anreizen für nachhaltige Renovierungen und gezielten Subventionen durch staatlich geförderte Programme wie *das Gebäudeprogramm* in der Schweiz dabei, individuelle private Finanzinvestitionen in energieeffiziente Initiativen zu lenken. Diese Art von Programmen führt wiederum zu einer erheblichen Verringerung der Treibhausgasemissionen.

Verwässert eine lange Investitionskette die Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit?

► **Zacharias Sautner:** Anlegende, die passive, indexbasierte Anlagestrategien verwenden, können ihre Meinung nur begrenzt zum Ausdruck bringen. Sie können bei Generalversammlungen ihre Stimmrechte ausüben oder die Aktien von Unternehmen, die ihre Nachhaltigkeitsstandards nicht erfüllen, verkaufen. Dieses Problem wird oft durch lange Investitionsketten noch verstärkt. In der Praxis lässt sich dieses Problem jedoch lösen. Darüber hinaus zeigen Untersuchungen, dass ein höherer prozentualer Aktienanteil, der von grossen Vermögensverwaltern wie Blackrock, State Street oder Vanguard gehalten wird, mit einem stärkeren Aktionariatsengagement und einer Verringerung der Kohlenstoffemissionen von Unternehmen korreliert. Dieser Befund deutet darauf hin, dass ein Engagement-Ansatz, der sowohl für aktive als auch für passive Anlagestrategien geeignet ist, auch bei langen Investitionsketten wirksam sein kann.

► **Tadas Zukas:** Die Länge der Investitionskette ist eine grosse Herausforderung. Der Markt hat zwar erhebliche Zuflüsse in ESG-Produkte erfahren, aber nur ein begrenzter Teil dieser Investitionen hat tatsächlich Impact oder ist auf die Schaffung von Impact ausgerichtet. In der modernen nachhaltigen Finanzierung findet eine wichtige Debatte darüber statt, ob Investitionen in börsennotierte Aktien und öffentliche Märkte überhaupt als Impact Investing bezeichnet werden können. Während die Meinungen von Expertinnen und Experten zu diesem Thema auseinandergehen, scheinen sowohl die europäischen als auch die britischen Aufsichtsbehörden der Meinung zu sein, dass dies möglich ist, wenn Anlagen bestimmte Bedingungen erfüllen. In diesem Zusammenhang unterscheidet die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (Englisch: European Securities and Markets Authority oder ESMA) zwischen den Begriffen "Impact kaufen" und "Impact schaffen".

Die Theorie besagt, dass Unternehmen, die Risiken, einschliesslich nachhaltigkeitsbezogener Risiken, besser einschätzen, einen Risikoabschlag erhalten sollten. Im Gegensatz dazu sollten Investierende, die risikoreichere Unternehmen finanzieren, einen Risikoaufschlag erhalten. Die Kombination dieser beiden Faktoren sollte zu einer besseren Kapitalallokation auf dem gesamten Finanzmarkt und zwischen Unternehmen führen. Stimmen Theorie und Praxis überein?

► **Alexandra Lau:** Investierende und Regulierungsbehörden sind sich der Bedeutung von Nachhaltigkeitsfaktoren zunehmend bewusst, und allgemeine Markttrends werden immer deutlicher. Herausforderungen wie Datenverfügbarkeit, Messmethoden und uneinheitliche Offenlegungspraktiken behindern jedoch die genaue Bewertung und Bepreisung von Nachhaltigkeitsrisiken. Darüber hinaus führen verhaltensbedingte Verzerrungen und kurzfristige Anreize auf Finanzmärkten zu einer falschen Bewertung von Risiken. Einige Investierende vernachlässigen Nachhaltigkeitsaspekte oder geben kurzfristigen Gewinnen den Vorzug vor langfristigen Ergebnissen.



Die Rolle von (Des-)Informationen, Nachrichten und Politik

Wie weit verbreitet und wie erfolgreich ist die Klima-Lobbyarbeit von Unternehmen?

▶ **Zacharias Sautner:** Unter den Nichtregierungsorganisationen und in der Öffentlichkeit wächst die Besorgnis, dass Regierungen keine ausreichend strengen Massnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels ergreifen. Dem stimme ich zu. Ein Grund für ihre Untätigkeit ist der Einfluss von Unternehmenslobbyierenden. In der Tat haben wissenschaftliche Untersuchungen ergeben, dass die Lobbyarbeit von Unternehmen die Abstimmung über mehrere klima-relevante Gesetzesvorlagen in den USA erfolgreich beeinflusst hat. In einer neuen Arbeit haben meine Koautorinnen und Koautoren und ich die Lobbyarbeit von Unternehmen im Bereich des Klimaschutzes in den USA quantifiziert. Wir zeigen, dass grosse Anti-Klima-Lobbyierende ein kohlenstoffintensiveres Geschäftsmodell haben und in Zukunft eher mit klimabezogenen Vorfällen konfrontiert sein werden. Im Gegensatz neigen Unternehmen, die mehr in umweltfreundliche Innovationen investieren, dazu, sich stärker für eine klimafreundliche Regulierung einzusetzen. Aus finanzieller Sicht wird klimafeindliche Lobbyarbeit zu einem Investitionsrisiko. Wir zeigen, dass Unternehmen, die mehr für Anti-Klima-Lobbying ausgeben, höhere Renditen für ihre Investierenden erwirtschaften müssen, wahrscheinlich aufgrund eines Risikoprämieneffekts. Die Ursache dafür scheinen Reputations- und Übergangsrisiken für solche Unternehmen zu sein.

▶ **Tadas Zukas:** Aufgrund seiner Erfolge in der Vergangenheit steht Lobbying ganz oben auf der Agenda der europäischen Gesetzgebung für nachhaltige Finanzierung. Als Teil der "Governance"-Berichterstattung im Rahmen der neuen Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD) muss ein Unternehmen über diejenigen "Tätigkeiten und Verpflichtungen" berichten, die im Hinblick auf die "Ausübung seines politischen Einflusses, einschliesslich seiner Lobbytätigkeiten" verbunden sind. Die Regulation geht davon aus, dass diese Lobbying-bezogene Transparenz den Bemühungen um eine nachhaltige Finanzierung zugutekommen wird. Denn es wird dadurch einfacher, die Kohärenz der nachhaltigkeitsbezogenen Massnahmen und Mitteilungen von Unternehmen zu überprüfen und sie im Falle von Unstimmigkeiten zu hinterfragen. In den kommenden Jahren könnte diese Lobbying-bezogene Berichterstattung von Unternehmen zu einigen interessanten Entwicklungen führen und verdient daher eine genaue Beobachtung.

Wie spiegeln sich die Ansichten der wichtigsten Interessengruppen über das Klimaengagement von Unternehmen auf dem Markt wider?

▶ **Zacharias Sautner:** In meiner jüngsten Forschungsarbeit habe ich Methoden des maschinellen Lernens angewandt, um Messgrössen für die Exposition gegenüber dem Klimawandel zu erstellen. Diese beruhen auf der Aufmerksamkeit, die Marktteilnehmende Klimathemen in Telefonkonferenzen zu Finanzergebnissen beimessen. Die Daten zeigen, dass die Exposition eines Unternehmens zu diesen Themen erhebliche finanzielle Auswirkungen und Auswirkungen auf die Umwelt hat. Der Finanzmarkt scheint sowohl auf Chancen als auch auf Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel zu reagieren, wie aus den Diskussionen in den Telefonkonferenzen hervorgeht. Aufgrund dieser Diskussionen können ebenfalls reale Ergebnisse im Zusammenhang mit dem Übergang zu einer Welt ohne Kohlenstoffemissionen vorhergesagt werden, wie z. B. die Schaffung von Arbeitsplätzen in innovativen grünen Technologien. Aus einem breiteren Kontext betrachtet stellt die Erstellung alternativer ESG-Daten wie den unseren ein dringend benötigtes Surrogat für traditionelle ESG-Daten kommerzieller Datenanbietender dar. Unsere Daten werden vierteljährlich aktualisiert, decken mehr als 10.000 Unternehmen ab und sind kostenlos erhältlich. Sie sollen Forschenden sowie Praktikerinnen und Praktikern helfen, die ESG-Profile dieser Unternehmen besser zu verstehen.

Was sind die jüngsten Entwicklungen im Bereich des Aktionariatssaktivismus?

▶ **Erwan Morellec:** Wenn man ein Mitspracherecht haben möchte, ist es am besten, Aktien eines Unternehmens zu kaufen. Als Aktionärin oder Aktionär haben Sie ein Stimmrecht, können Änderungen vorschlagen und möglicherweise Verwaltungsräte ernennen, die Ihre Werte teilen. In den USA hat der Investor Engine No. 1, der nur 0,02% der Aktien von ExxonMobil hielt, während der ExxonMobil Generalversammlung 2021 erfolgreich drei umweltbewusste Aufsichtsratsmitglieder ernannt. In Europa verfolgt Follow This, ein in den Niederlanden ansässiger Investor mit nur einer Handvoll Mitarbeitenden und Aktien im Wert von weniger als einer Million Euro, einen ähnlichen "Trojanisches Pferd"-Ansatz, indem er auf Jahreshauptversammlungen Anträge mit Schwerpunkt auf Klimaschutzmassnahmen einreicht. Auf der Shell-Generalversammlung 2023 unterstützten immerhin 20% des Aktionariats die Klimaresolution von Follow This. In dieser Resolution wurde der grösste europäische Ölkonzern dazu aufgefordert, seine Emissionsreduktionsziele mit denen des Pariser Klimaabkommens in Einklang zu bringen. Auch wenn der Impact dieser Initiativen auf die Umwelt erst noch nachgewiesen werden muss, zeigen diese Initiativen, dass Aktionariatssaktivismus auch mit einer geringen Anzahl von Aktien wirksam sein kann.

Haben Investierende auch dafür gesorgt, dass Banken einen Beitrag zum grünen Wandel leisten?

► **Steven Ongena:** Die genaue Zusammensetzung des Portfolios einer Bank wird in der Regel vertraulich behandelt, und man muss davon ausgehen, dass diese Informationen auch in naher Zukunft vertraulich bleiben werden. Der Erfolg einer Bank hängt weitgehend von ihrer Fähigkeit ab, Informationen zu interpretieren und zu nutzen. Daher wird jeder Versuch, Einblick in die Finanzunterlagen einer Bank zu erhalten, mit Sicherheit auf den Widerstand eines Teils des Aktionariats stossen. Aufgrund des politischen Drucks auf ihre Eigentümerinnen und Eigentümer könnten staatliche Banken jedoch die ersten sein, die solche Informationen offenlegen.

► **Zacharias Sautner:** Banken stehen unter dem Druck institutioneller Anleger, ESG-Risiken effektiver zu managen. Während sich viele Banken auf das Management von ESG-Risiken auf der Aktienseite konzentriert haben, müssen auf der Fremdkapitalseite mehr Anstrengungen unternommen werden. Diese Bemühungen sind von entscheidender Bedeutung, da viele der weltweit grössten Kohlenstoffemittenten private oder staatliche Unternehmen sind, was die Möglichkeiten des Aktionariatsengagements auf der Aktienseite begrenzt. Auf der Fremdkapitalseite spielen Banken eine wichtige Rolle, da viele dieser "schmutzigen" Unternehmen aktiv Schuldtitel

ausgeben. Banken und institutionelle Anleger sollten überlegen, wie man Unternehmen über die Fremdkapitalseite dazu bringen kann, ihr ESG-Risiko zu verringern, indem sie beispielsweise ihren Kohlenstoff- oder Biodiversitäts-Fussabdruck reduzieren. Auch wenn es natürlich schwierig ist, diese Anstrengungen global zu koordinieren. Die wirtschaftliche Logik liegt auf der Hand: Wenn diese Risiken nicht verringert werden, könnten in der Zukunft erhebliche finanzielle Verluste entstehen.

Wie wirkt sich die Unsicherheit über Klimapolitik auf kohlenstoffintensive Unternehmen aus?

► **Zacharias Sautner:** Die Forschung zeigt, dass die Unsicherheit über klimapolitische Massnahmen auf den Finanzmärkten bepreist wird. Anleger auf Optionsmärkten, die als eine Art Versicherungsmarkt fungieren, sind bereit zu zahlen, um sich gegen die Auswirkungen drohender klimabezogener Vorschriften auf die Aktienkurse kohlenstoffintensiver Unternehmen zu schützen. Wenn die öffentliche Besorgnis über den Klimawandel zunimmt, beispielsweise nach Naturkatastrophen, zeigt die Forschung, dass auch die Kosten für diesen Schutz steigen. Umgekehrt führen Ereignisse, die die Wahrscheinlichkeit klimabezogener Regulierungen verringern (wie z.B. die Wahl von Donald Trump zum amerikanischen Präsidenten im Jahr 2016), zu einem Rückgang der Versicherungskosten.



Finanzierungszinsen und Kreditrisiko

Nach den Grundsätzen der nachhaltigen Finanzierung sollten Unternehmen mit einem grossen CO₂-Fussabdruck höhere Zinssätze zahlen, während Unternehmen mit einem kleineren CO₂-Fussabdruck niedrigere Zinssätze zahlen sollten. Machen Banken das so?

▶ **Zacharias Sautner:** Die kurze Antwort ist nein. Banken sollten dies in der Tat in Erwägung ziehen. Einige Forschungsergebnisse deuten vorsichtig darauf hin, dass es eine Art kohlenstoffbasierter Preisgestaltung gibt. Zinssätze werden in der Realität jedoch von mehreren Faktoren gleichzeitig beeinflusst, z. B. von den Leitzinsen der Zentralbanken, der Inflation, der Regulierung und den wirtschaftlichen Erwartungen, so dass es schwierig ist, einzelne Faktoren zu isolieren. Interessanterweise hat China vor kurzem einen grünen Faktor in seine Kapitalanforderungen für Banken aufgenommen. Ein Argument dafür ist, dass grüne Kreditnehmende weniger riskant sind, weil sie besser auf den grünen Wandel vorbereitet sind.

▶ **Alexandra Lau:** In der Schweiz hat der Bundesrat eine neue Verordnung zur Klimaberichterstattung erlassen, die Unternehmen, darunter auch Banken, dazu verpflichtet, klimabezogene Risiken zu identifizieren und zu managen. Als Reaktion darauf sind viele Banken dabei, das Klimarisiko in ihr Risikomanagement und ihre Entscheidungsprozesse zu integrieren und Preisstrategien zu definieren, ähnlich wie sie es mit anderen Arten von Risiken tun. Neben dem Management ihres eigenen Risikos sollten sich Banken auch darauf fokussieren, ihrer Kundschaft bei der Verringerung des Klimarisikos zu helfen. Sie könnten entsprechende Dienstleistungen anbieten, fundierte Beratung leisten sowie ihre Kundschaft mit Expertinnen und Experten zusammenbringen. Angesichts der begrenzten Datenverfügbarkeit und Datenqualität, insbesondere bei nicht börsennotierten Unternehmen, konzentrieren sich Banken derzeit eher auf die Sensibilisierung und Unterstützung ihrer Kundschaft bezüglich der Thematik als auf die Festsetzung von Zinssätzen auf Grundlage des aktuellen ökologischen Fussabdrucks ihrer Kundschaft.

Hat sich der jüngste Trend zu einer restriktiveren Geldpolitik auf Unternehmen mit geringen Kohlenstoffemissionen anders ausgewirkt als auf solche mit hohen Emissionen?

▶ **Steven Ongena:** Die Frage kann nicht abschliessend beantwortet werden, da es viele Faktoren zu berücksichtigen gibt. Wenn die Zinssätze niedrig sind, sind die Banken jedoch in der Regel eher bereit, risikoreichere Projekte zu finanzieren. Bei diesen Projekten handelt es sich oft um solche von innovativen Unternehmen, die nach technologiebasierten Lösungen für den grünen Wandel suchen.

▶ **Erwan Morellec:** Die Erhöhung der Leitzinsen hat zu einem Anstieg der Zinssätze geführt. Infolgedessen hat die Bedeutung weit in der Zukunft liegender Kapitalflüsse aufgrund des höheren Abzinsungssatzes abgenommen. Das führt dazu, dass Anlegende ihren Fokus vom Klimawandel weg verlagern. Durch diese Verschiebung der Aufmerksamkeit werden die Folgen des Nichthandelns weniger spürbar, und Auswirkungen auf Unternehmen haben, die bereits in die Umstellung auf umweltfreundliche Praktiken investiert haben.

Wie sollten Banken das Risiko gestrandeter fossiler Brennstoffreserven bewerten?

▶ **Steven Ongena:** Den Daten zufolge haben Banken die Zinssätze für Kredite an Unternehmen für fossile Brennstoffe seit dem Pariser Abkommen erhöht, und dabei klimapolitische und regulatorische Risiken berücksichtigt. Eine genauere Analyse zeigt jedoch, dass der Anstieg gering war – nur etwa zwei Basispunkte. Darüber hinaus ist die Praxis, kohlenstoffintensiven Unternehmen höhere Zinsen zu berechnen, in den letzten Jahren zurückgegangen. Selbst ein Aufschlag von 25 Basispunkten erscheint unbedeutend, zumal die Zinszahlungen dieser Unternehmen steuerlich absetzbar sind. Ein Blick auf den Markt für Staatsanleihen zeigt, dass der Unterschied zwischen den Renditen 10-jähriger französischer und italienischer Staatsanleihen mehr als 75 Basispunkte beträgt. Dieser Unterschied deutet darauf hin, dass Banken die mit der Öl- und Gasindustrie verbundenen Risiken möglicherweise nicht richtig einschätzen, was zur Entstehung einer Kohlenstoffblase führen könnte.

Auf welche Messgrössen sollten sich Banken stützen, um ihr Nachhaltigkeits- und Klimarisiko zu bewerten?

▶ **Erwan Morellec:** ESG-Ratings basieren in der Regel auf dem Konzept der einfachen Wesentlichkeit. Damit wird gemessen, wie gut ein Unternehmen ESG-Risiken managt, die sich auf sein eigenes Endergebnis auswirken. Einige ESG-Ratings basieren jedoch auf dem Konzept der doppelten Wesentlichkeit, bei dem auch die Auswirkungen eines Unternehmens auf den Klimawandel berücksichtigt werden. Zusätzlich zu diesem Hauptunterschied können ESG-Ratings von Datenanbietenden aus drei Hauptgründen variieren: Abweichungen bei der Messung, dem Umfang und der Gewichtung. Messabweichungen treten auf, wenn dasselbe Attribut mit unterschiedlichen Indikatoren gemessen wird. Umfangsabweichungen entstehen, wenn unterschiedliche Attribute berücksichtigt werden. Gewichtungsdivergenzen treten auf, wenn Ratingagenturen einem Indikator aufgrund ihrer unterschiedlichen Sichtweisen unterschiedliche Gewichte zuweisen. Empirische Daten zeigen, dass

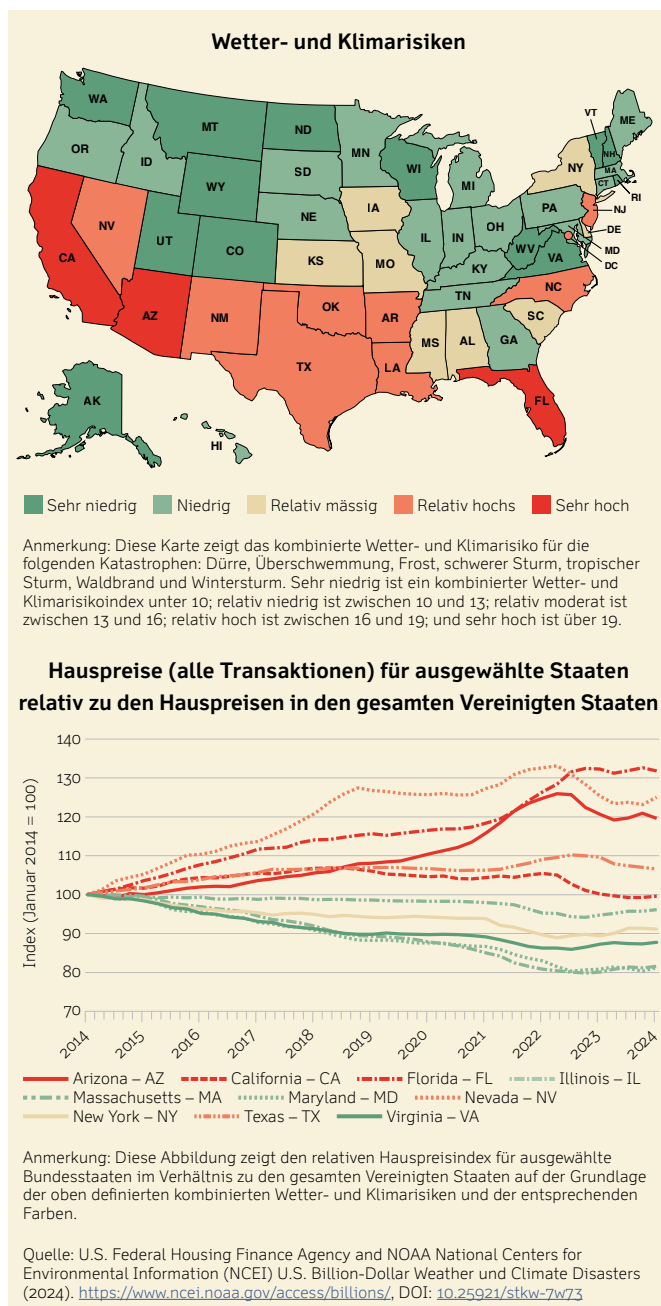
Wie reagieren Unternehmen auf klimabedingte Verluste?

Alexandra Lau: Unser Portfolio hat bisher keine nennenswerten klimabedingten Verluste erlitten, da die von uns finanzierten Unternehmen noch nicht in grossem Umfang von solchen Verlusten betroffen waren. Ausserdem deuten unsere Risikobewertungen nicht auf eine erhöhte Wahrscheinlichkeit hin, dass wir in den kommenden Jahren mit erheblichen Verlusten konfrontiert werden. Unsere Kundschaft ist sich der Anfälligkeit ihrer Lieferketten und Produktionsprozesse angesichts externer Faktoren wie geopolitischer Spannungen und Klimawandel zunehmend bewusst.

Steven Ongena: Es ist erwähnenswert, dass klimabedingte Verluste nicht ausschliesslich schlecht sind. Studien deuten darauf hin, dass Unternehmen, die durch extreme Wetterereignisse Verluste erleiden, eher bereit sind, Massnahmen zur Verringerung ihres negativen Impacts auf die Umwelt zu ergreifen. Solche Verluste schärfen das Bewusstsein der Unternehmen für die mit dem Klimawandel verbundenen Risiken. Darüber hinaus ist es erwähnenswert, dass die Forschung Banken als Hauptquelle für die externe Finanzierung von Unternehmen, die von schweren wetterbedingten Verlusten betroffen sind, identifiziert hat.

Wirkt sich das Klimarisiko auf die Kosten von Hypotheken aus?

Zacharias Sautner: Jüngste Daten zeigen einen grossen Unterschied zwischen der Hypothekar- und der Versicherungsbranche, wenn es um die Auswirkungen des Klimarisikos geht. In den USA stoppen Versicherungsunternehmen zunehmend den Verkauf neuer Hausversicherungen in für Naturkatastrophen anfälligen Gebieten. So hat beispielsweise State Farm, der grösste Hausversicherer Kaliforniens, den Verkauf neuer Hausversicherungen in Kalifornien wegen der Gefahr von Waldbränden eingestellt. In anderen Fällen sind die Versicherungsprämien um mehr als 200% gestiegen. Die Hypothekenzinsen sind jedoch relativ konstant geblieben. Obwohl es schwer ist, die Gründe für diesen Unterschied genau zu bestimmen, ist es wichtig zu wissen, dass der Versicherungsmarkt stark vom Rückversicherungsmarkt abhängt. Dieser weist eine viel höhere Marktkonzentration und weniger Wettbewerb als der Bankensektor auf.



► **Steven Ongena:** Die kurze Antwort lautet: Nein, nicht vollständig. Die Immobilienpreise und Hypothekenzinsen in Küstengebieten spiegeln beispielsweise das wahre Risiko nicht vollständig wider. Diese ineffiziente Preisgestaltung könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmenden kurzfristig orientiert sind und die langfristigen Risiken nicht richtig einschätzen können. Küstenstädte sind besonders anfällig für die mit dem Klimawandel

verbundenen Gefahren, wie z. B. den Anstieg des Meeresspiegels und häufigere und stärkere Wirbelstürme. Hinzu kommt, dass viele Küstenstädte aufgrund der Entnahme von Grundwasser und der Förderung von Öl und Gas absinken. Trotz dieser erheblichen Risiken sind die Immobilienpreise in Küstenregionen wie Florida, New York City und Jakarta noch nicht wesentlich gesunken.



Was bringt die Zukunft?

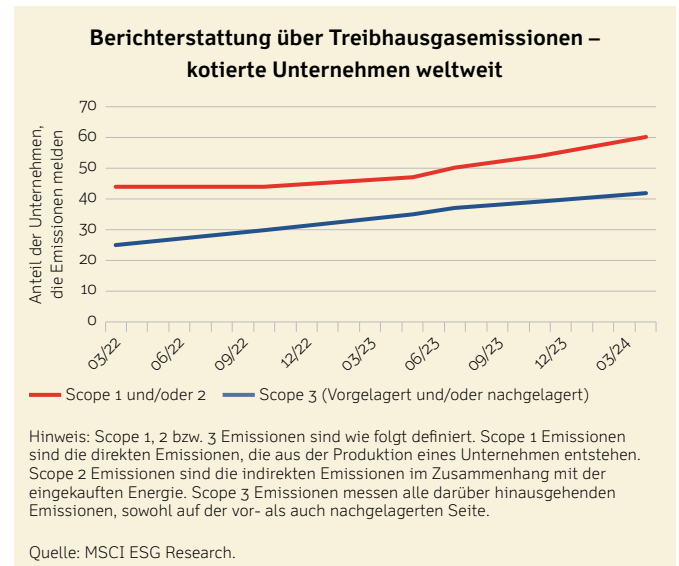
Die jährliche SDG-Finanzierungslücke wurde im Jahr 2023 auf 4 Billionen US Dollar geschätzt, gegenüber 2,5 Billionen US Dollar im Jahr 2015. Bedeutet dies, dass nachhaltige Investitionen keine Priorität sind? Was muss getan werden, um der nachhaltigen Kreditvergabe Vorrang zu geben?

► **Alexandra Lau:** Um den Fluss bedeutender Kapitalmengen zu erleichtern, ist es unerlässlich, wirksame Richtlinien, günstige politische Bedingungen und ein starkes staatliches Engagement zu schaffen. Selbst wenn man davon ausgeht, dass Kapitalmärkte effizient funktionieren, wird es nicht ausreichen, sich allein auf die Bemühungen einzelner Unternehmen zu verlassen, um sicherzustellen, dass das benötigte Kapital in angemessener Menge und zum richtigen Zeitpunkt in nachhaltige Investitionen fließt. Dies unterstreicht die entscheidende Rolle kohärenter Strategien und kollektiver Massnahmen bei der Mobilisierung von Kapital für nachhaltige Investitionsvorhaben.

Wie kann die Verbreitung von Informationen verbessert werden?

► **Tadas Zukas:** In den letzten fünf Jahren lag der regulatorische Fokus in Europa auf der Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen zu Finanzprodukten. Ab etwa 2023 wurde dieser Fokus auf die Unternehmensberichterstattung ausgeweitet, was – parallel zur technischen Komplexität – eine konzeptionelle Verschiebung weg von der Einstufung von Unternehmensnachhaltigkeitsinformationen als "nicht finanziell" mit sich bringt. Wir stellen fest, dass das Konzept der doppelten Wesentlichkeit mehr und mehr Akzeptanz erfährt, nicht nur in der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, sondern auch in der Denkweise und den Marktpraktiken in Bezug auf Finanzprodukte. Für die nächsten Jahre rechne ich mit einer stärkeren Konzentration auf die Verbesserung der verfügbaren ESG-Datenströme sowie auf die Verbesserung der Qualität und Konsistenz von ESG-Daten. Die Europäische Union hat ein ehrgeiziges Projekt zur Schaffung einer frei zugänglichen zentralen Datenbank lanciert, die von der ESMA kuratiert wird und alle öffentlich verfügbaren regulatorisch geforderten nachhaltigkeitsrelevanten Informationen sowohl auf Unternehmensebene als auch auf Finanzproduktebene enthalten wird. Diese zentrale europäische Datenbank soll 2027 in Betrieb genommen werden und wird sich voraussichtlich als revolutionär erweisen. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen ist es von entscheidender Bedeutung, in die Verbesserung des Kundinnen- und Kundenverständnisses der nachhaltigen Finanzierung zu investieren. Denn ein solches Verständnis wird Voraussetzung sein, um die Komplexität eines immer anspruchsvolleren ESG-Marktes zu bewältigen.

► **Zacharias Sautner:** Nachhaltigkeitsrisiken haben genau wie andere Finanzrisiken ein erhebliches Gewicht. Daher spielen die Qualität und Quantität der Daten eine entscheidende Rolle bei der Verringerung von Informationslücken, der Verbesserung der Markteffizienz und der Erhöhung der Liquidität. Ebenso wichtig ist es, sicherzustellen, dass die verpflichtende Berichterstattung effektiv ist, ohne eine Debatte über finanziellen Wert versus ethische und moralische Werte loszutreten. Die Forschung zeigt, dass sich die Offenlegungspflicht von ESG-Informationen positiv auf den Kapitalmarkt auswirkt, insbesondere wenn diese Pflichten von Regierungen durchgesetzt werden. Weitere Studien deuten darauf hin, dass Unternehmen, die über ihre Kohlenstoffemissionen berichten, einem erhöhten Druck ausgesetzt sind, selbige dann auch zu reduzieren.



Bepreisen Banken klimabedingte Risiken angemessen?

► **Erwan Morellec:** Ich glaube, wir sollten uns nicht nur auf Banken konzentrieren, sondern auch auf nachhaltige oder grüne Finanzierungen im Allgemeinen. Es ist erwiesen, dass grüne Finanzierungen eine Rolle dabei spielen, Unternehmen und Volkswirtschaften auf dem Weg zu nachhaltigeren Praktiken zu unterstützen. Einigen Schätzungen zufolge ist die Wirkung von Impact Investing vergleichbar mit der Wirkung der verschiedenen bisher umgesetzten Programme zur Reduktion von Emissionen. Die Bepreisung von Kohlenstoffemissionen ist ein äusserst wirksames Instrument, um die Gesellschaft in Richtung mehr Umweltfreundlichkeit zu lenken. Doch ist sie oft unpopulär, aufgrund der vermeintlich hohen Kosten für die Öffentlichkeit. Wenn das Finanzwesen ebenfalls zu diesen Bemühungen beiträgt, muss die Kohlenstoffsteuer nicht so hoch sein, so dass sie von der Öffentlichkeit eher akzeptiert wird. Eine Möglichkeit zur Förderung einer solchen Veränderung bestünde darin, Unternehmen und Bankkundschaft Anreize für umweltfreundliche Investitionen zu geben, durch Zinssätze, die den langfristigen Wert und das Risiko nachhaltiger Investitionen widerspiegeln.

Preis eines Terminkontrakts zur Emission einer Tonne CO₂ an der Intercontinental Exchange – Terminationdatum Dezember 2024



Quelle: Bloomberg.

Ist das Bankensystem bereit für klimabezogene Stresstests?

► **Steven Ongena:** Der Bankensektor bereitet sich darauf vor, die mit dem Klimawandel verbundenen Risiken anzugehen. Ich bin jedoch besorgt, dass unsere Massnahmen sich als "zu wenig und zu spät" herausstellen könnten, und dass wir dabei vor einigen schwierigen Herausforderungen stehen. Besonders besorgt bin ich darüber, wie sich auf Öl basierende Volkswirtschaften wie Nigeria, Russland und Saudi-Arabien anpassen werden. Diese Länder sind nicht nur in hohem Masse von Öl und Gas abhängig, sondern leisten auch einen erheblichen Beitrag zur Weltwirtschaft. Es ist wahrscheinlich, dass diese vom Öl abhängigen Staaten bis zum bitteren Ende die Ölförderung priorisieren werden, was zu verstärkter Lobbyarbeit und Störungen beim Übergang zu einer Wirtschaft mit Netto-Null-Emissionen führen wird.

Wo sehen Sie weitere Entwicklungen im Bereich der Nachhaltigkeitsrisiken?

► **Zacharias Sautner:** Das Risiko des Verlusts der Biodiversität wird inzwischen als das zweitwichtigste Risiko für die Menschheit nach dem Klimawandel angesehen. Die Europäische Zentralbank hat sogar vorgeschlagen, dass es als systemisches Risiko eingestuft werden sollte. Investierende und Aufsichtsbehörden haben viel aus dem Umgang mit dem Klimawandel gelernt, so dass man erwarten kann, dass sie sich viel schneller mit dem Risiko des Verlusts der Biodiversität befassen. Es gibt bereits Aktionariatsengagement zu dem Thema, und es gibt mittlerweile eine systematische Erfassung von Daten zum Biodiversitätsrisiko.

► **Erwan Morellec:** Zahlreiche Initiativen, die unterschiedlich stark finanziell unterstützt worden sind, zielen darauf ab, unseren Planeten und unsere Gesellschaft nachhaltiger zu gestalten. Wir müssen bewerten, was wir in den letzten Jahrzehnten beobachtet und gelernt haben, und rasch wirksame Entscheidungen für die Zukunft treffen. Der Klimawandel und der Verlust der Biodiversität gehören zu den grössten Bedrohungen für die Menschheit, und die Risiken im Zusammenhang mit der Nachhaltigkeit müssen praktisch angegangen werden. Ich bin der festen Überzeugung, dass wir auch die umweltschädlichsten Unternehmen bei der Umstellung auf nachhaltigere Praktiken und Technologien unterstützen müssen. Eine kürzlich durchgeführte Studie hat gezeigt, dass unter den S&P500 Firmen braune Firmen (d.h. Firmen im obersten Dezil in Bezug auf Emissionen) ungefähr 260 mal so viel Umweltbelastung verursachen wie ähnlich grosse grüne Firmen. Es liegt also auf der Hand, dass diese Unternehmen sich ändern müssen. Diese Änderung kann nur durch Engagement der Investierenden oder durch den Einsatz von Finanzierungsinstrumenten, wie z. B. Transition Bonds, erfolgen, die den betroffenen Unternehmen einen Anreiz zum Umstieg bieten. Die derzeitige Investitionsstrategie, sich von braunen Unternehmen zu trennen, führt nicht nur dazu, dass diese Unternehmen von Anlegenden gehalten werden, denen die Umwelt weniger am Herzen liegt, sondern auch dazu, dass sie in mehr braune Projekte investieren, die in der Regel schnell einen relativ hohen Cashflow bringen. In dieser Hinsicht könnten einige der weitverbreiteten nachhaltigen Anlagestrategien kontraproduktiv sein. Investierende müssen ihre Schlüsselrolle erkennen und müssen stark die umweltbelastenden Unternehmen bei der Umstellung auf umweltfreundlichere Technologien unterstützen.

Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Herausgeber und Kontakt

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

