



SUSTAINABLE FINANCE & SOZIALÖKOLOGISCHER WANDEL?

Ein Policy Paper zu Strategien, sozialökologischer Wirksamkeit und potenziellen Handlungsstrategien

HINTERGRUND

Aufgrund seines ökonomischen Gewichtes bekommen der Finanzsektor bzw. dessen Modelle eine wichtige Deutungshoheit, da sie die Perspektiven von Nachhaltigkeit definieren, mit denen sich Akteur:innen des Finanzmarktes und Unternehmen auseinandersetzen. Mit unserem Beitrag wollen wir wichtige Diskurse des Finanzsektors im Bereich Nachhaltigkeit sowie dessen Definition von Nachhaltigkeit beleuchten und in Kontext zu Herangehensweisen und Strategien stellen. Welche Handlungsstrategien sind für Akteur:innen relevant, die sozial-ökologische Themen an Finanzmärkten mitgestalten? Wo liegen realistische Chancen mit Sustainable Finance im Allgemeinen bzw. Nachhaltigkeits-Ratings im Speziellen einen gesellschaftlichen Wandel zu unterstützen und wo liegen Risiken?

DIE GESTIEGENE BEDEUTUNG FINANZMARKTORIENTIERTER NACHHALTIGKEITS-STRATEGIEN

In den vergangenen Jahrzehnten haben sich sehr unterschiedliche Strategien, Instrumente und Ansätze etabliert, um soziale und ökologische Themen stärker zu verankern. Deren Bedeutung hat im Finanzsektor signifikant zugenommen. Der anhaltende Anstieg der Zahl nachhaltiger Fonds und anderer Produkte über die letzten Jahre kann als Indiz dafür betrachtet werden (am [Beispiel Österreich](#)). Zusätzlich zu spezifischen Nachhaltigkeits-Produkten, unzähligen Brancheninitiativen sowie Kampagnen zivilgesellschaftlicher Akteur:innen wurde diese Entwicklung auch durch gesetzliche Regulierungen verstärkt. In diesem Zusammenhang sind unterschiedliche, überlappende Begrifflichkeiten entstanden, auf die wir weiter unten eingehen werden.¹ Ein Glossar findet sich am Ende des Artikels.

Die vorgefundenen Strategien haben wir in Tabelle 1 gegenübergestellt und - trotz Überschneidungen und Unschärfen - anhand von vier Handlungsebenen geclustert (Spalte 1). Die Ansätze verfolgen in ihrer Logik sehr ähnliche Schwerpunkte: die Erhöhung von Transparenz und das Schaffen von Bewusstsein durch die Auseinandersetzung mit den Themen. Dadurch sollen individuelle Entscheidungen der Anleger:innen beeinflusst werden und so indirekt zur Veränderung von konkreten Finanzierungen beigetragen werden. In weitere Folge soll dies dazu führen, dass die Strategien und Aktivitäten von Unternehmen nachhaltiger werden. In der folgenden Tabelle 1 werden die von uns identifizierten Strategien umrissen und anhand von Beispielen erläutert (Spalte 2).

¹ Bisher gibt es [keinen klaren Konsens](#) über die Verwendung des Begriffs Sustainable Finance, nachhaltiges Finanzieren oder die damit verbundenen Akronyme ESG (environmental, social, and governance), SRI (socially or sustainably responsible investing) und CSR (corporate social responsibility). Diese Unklarheit führt auch häufig zu Missverständnissen bei den verschiedenen Stakeholdern.



	STRATEGIEN	DEFINITION, BEISPIELE UND AKTEUR:INNEN
ALLOKATION VON FINANZIELLEN RESSOURCEN	Screening	<ul style="list-style-type: none"> - Verbreitete Ansätze: Positivkriterien, Negativkriterien, Ausschlusskriterien, Best-In-Class, Norm-Based-Screening - Ausschlusskriterien können sich auf den Geschäftsgegenstand (Produkte und Dienstleistungen – z.B.: fossile Energieträger, Waffen), auf angewandte Technologien (Gentechnik) sowie Praktiken und Handlungsweisen (Verletzung von Menschenrechten) beziehen.
	ESG Integration	<ul style="list-style-type: none"> - Das Akronym steht für die Themenfelder Environmental, Social and Governance, welche zusätzlich zur klassischen Finanzanalyse in den Veranlagungsprozess miteinbezogen werden. - Die dahinterliegende Motivation ist primär ökonomisch (z.B.: die Verbesserung der risikoangepassten Rendite). - Risiko-orientierte Rating-Modelle: z.B.: Marktführer MSCI.
	Thematic Investment	<ul style="list-style-type: none"> - Fokus auf Branchen, Produkte oder Themen mit ausgeprägt positiver gesellschaftlicher oder ökologischer Wirkung (z.B.: Erneuerbare Energien, Green Tech, soziale Infrastruktur). - Intention ist die gezielte Forcierung von Veränderungen - meist große konventionelle Anbieter (Kapitalanlagegesellschaften)
	Impact Aligned Investments	<ul style="list-style-type: none"> - ein Screening-Prozess (siehe oben) wird um eine Wirkungsmessung ergänzt (z.B.: Überprüfung inwiefern Investments Paris-konforme Klimaziele und -aktivitäten oder den Beitrag zu Sustainable Development Goals nachweisen können) - meist große konventionelle Anbieter (Kapitalanlagegesellschaften)
	Impact Generating Investments	<ul style="list-style-type: none"> - Investments sind häufig projektorientiert und vielfach abseits konventioneller Formen - Die „sozial-ökologische Rendite“ wird in den Vordergrund gestellt - inhomogenes Feld, kleinerer Akteur:innen: Oikocredit, Genossenschaft für Gemeinwohl, klimja, Don Bosco etc.
ENGAGEMENT	Voting	<ul style="list-style-type: none"> - Beeinflussung der Unternehmensaktivitäten über formelle Einflussmöglichkeiten: Auskunftspflicht, Rede- und Stimmrechte bei Hauptversammlungen. - Ein wichtiges Mittel ist die Übertragung und Sammlung von Stimmrechten (Proxy Voting) - sehr diverse Organisationen: Kritische Aktionäre, Follow This, Engine1, Ethos aber auch Große ISS, Glass Lewis etc. uvm
	Voicing	<ul style="list-style-type: none"> - Der Versuch die Geschäftsentwicklung von Unternehmen von Seiten der Investor:innen zu beeinflussen (z.B.: durch Treffen mit Management)
GOVERNANCE	Regulatorien & Compliance	<ul style="list-style-type: none"> - Beispiel für wichtige Regulatorien: SFDR, EU-Taxonomie, EU Green Bond Standard, CSRD - Starker Fokus liegt auf Transparenz und Management-Prozessen
	Branchen-standards	<ul style="list-style-type: none"> - Beispiele wichtiger Branchenstandards: TCDF, PCAF, PACTA, UNEP FI, NZBA, Equator Principles etc.
	Label	<ul style="list-style-type: none"> - International existiert eine Vielzahl an am Finanzmarkt orientieren Labels, u.a. Österreichisches Umweltzeichen, Nordic Swan, FNG-Siegel etc.
ZIVILGESELLSCHAFTLICHE INITIATIVEN	Transparenz	<ul style="list-style-type: none"> - Offenlegen der Finanzierungsaktivitäten von wesentlichen Banken und sonstigen Kapitalmarktakteur:innen - Unterschiedliche finanzmarktnahe NGOs publizieren regelmäßig neue Studien, Vergleiche und Datensätze: BankTrack, Carbon Tracker, Reclaim Finance, Urgewald, ...
	Juristische Interventionen	<ul style="list-style-type: none"> - Nutzung von Klagen rund um Nachhaltigkeitsthemen (z.B. Klimaklagen gegen Shell) - ClientEarth, Greenpeace, Michaela Krömer (A, Anwältin), Climate Litigation Database etc.
	Divestment	<ul style="list-style-type: none"> - Divestment bezeichnet den Prozess, bei dem Vermögenswerte oder Beteiligungen verkauft werden. Durch Kampagnen wird versucht eine kritische Öffentlichkeit zu erreichen aus kritischen Bereichen und von kontroversen Unternehmen abgezogen werden - Divestment-Listen von Urgewald (Global Exit List)

Tabelle 1: Interventionsstrategien für Sustainable Finance (eigene Darstellung)



SWOT ANALYSE

Trotz der gestiegenen Bedeutung von Nachhaltigkeit in den vergangenen Jahrzehnten hat sich die Welt von einer ökologisch nachhaltigen und solidarischen Globalgesellschaft auf vielen Ebenen weiter entfernt. Um diese Kluft und die (potenzielle) Rolle von Sustainable Finance besser zu verstehen, haben wir durch interne Workshops versucht Stärken (Strengths), Schwächen (Weaknesses), Chancen (Opportunities) und Risiken (Threats) zu identifizieren und zusammenzufassen. Mit dieser Analyse möchten wir einen Überblick über die aktuelle Situation gewinnen und Ansatzpunkte für zukünftige Maßnahmen aufzeigen.

Was hat Sustainable Finance im Finanzmarkt bisher geschafft und was ist nicht gelungen?

Stärken

Die Entwicklungen in den letzten Jahren haben in jedem Fall zu einem **Bewusstsein²** für die Relevanz der Themen, zu einer umfassenderen **Auseinandersetzung** und erhöhten **Transparenz** bei sozialen und ökologischen Faktoren geführt. Die Akzeptanz bei vielen Investor:innen, Unternehmen und Kund:innen ist breit und hat durch Politik und Gesetzgebung weiteren Aufwind erhalten. Zunächst auf freiwilliger Basis eingeführt, sind Anforderungen für größerer Unternehmen zunehmend verpflichtend geworden.

Infolgedessen haben Unternehmen Nachhaltigkeit verstärkt auf Ebene von **Strategien, Management und Maßnahmen** verankert. In vielen Teilbereichen wurde Ziele und Aktivitäten zur Erreichung dieser gesetzt (Arbeitsplatzsicherheit, Schadstoffe). Druck von Investor:innen sowie regulatorische Pflichten haben diese Entwicklungen verstärkt. Dies ging einher mit der Schaffung und Etablierung unterschiedlicher Standards.

Es entstand ein **Wettbewerbsumfeld um "mehr Nachhaltigkeit"**. Dank standardisierter Berichtspflichten wurde eine Vergleichsbasis geschaffen. Best-in-Class Ansätze wählen die „besten“ Unternehmen auf Basis von Nachhaltigkeits-Rating und nicht-finanziellen Kriterien aus. Nationale und internationale Richtlinien machen Adaptierungen transparent und ermöglichen Unterscheidungen in Vorreiter:innen und Nachzügler:innen.

Schwächen

Trotz der massiv gestiegenen Thematisierung von Nachhaltigkeit hat sich an der **Allokation der Finanzströme wenig verändert**. Dies wird regelmäßig am Beispiel der Investitionen in fossile Energieträger bzw. die Finanzierung von dazugehörigen Unternehmen gezeigt (siehe am Beispiel des Energiesektors: [Energierohstoffe und Finanzmärkte: Wenig Veränderung aus Nachhaltigkeitssicht](#)). Weiters spiegelt sich auch darin wider, dass wichtige Aspekte auf Ebene der Kerngeschäfte ausgeblendet werden bzw. Nachhaltigkeit nicht durchgängig integriert wird (z.B.: nur grüne Nischenprodukte). Ähnlich zu anderen auf individuellen Konsumententscheidungen aufbauenden Strategien (z.B.: Öko-Strom, Bio-Lebensmittel) lösen nachhaltigkeitsorientierte Anlageformen nicht konventionelle ab, sondern ergänzen die vorhandene Produktpalette.

Bei fast allen Produkten und Anbietern sind soziale und ökologische Themen dem üblichen Rendite-Risiko-Profil als Entscheidungsmaßnahmen untergeordnet: **mehr Nachhaltigkeit, aber nicht weniger Rendite**. Oft werden zusätzliche Maßstäbe auf bestehende Produkte & Finanzierungen angelegt, um soziale oder ökologische Aspekte zu unterstreichen - quasi ein ESG-Add-on. In den letzten Jahren ist ein starker Trend zu einer risikoorientierten bzw. ertragsgenerierenden Nachhaltigkeit zu erkennen anstelle eines ganzheitlichen Nachhaltigkeitsgedankens. Ein Unternehmen sieht sich an, ob z.B. durch eine Investition an einem Standort Umweltrisiken entstehen können.

² Es ist wichtig anzumerken, dass der Begriff Limitierungen hat. Beispielsweise kann zwischen "Umweltbewusstsein" und der Überschreitung planetarer Grenzen wenig Korrelation beobachtet werden. Dies zeigt ein Vergleich der ökologischen Performance von Staaten und [umweltbezogenen Umfrageergebnissen](#).



Dies erfolgt aber nicht, aus einem Umweltgedanken heraus, sondern weil diese später zu wirtschaftlichen Schaden durch Klagen oder Reputationsverlust führen können.

Essenzielle Themen bleiben als **blinde Flecken** weitestgehend unbeleuchtet. Hierunter fallen Verteilungsdiskurse, sowohl zwischen dem Globalen Norden und Süden als auch innerhalb der einzelnen Staaten. Aber auch jene Aspekte westlicher Lebensstile, die im Widerspruch zu Nachhaltigkeitszielen sind („[imperiale Lebensweise](#)“) und wachstumskritische Ansätze.

<p style="text-align: center;">STÄRKEN</p> <ul style="list-style-type: none">- Transparenz, Auseinandersetzung & Bewusstsein- Punktuelle Maßnahmen & Systematisierung (Label, Standard, Reporting)- Wettbewerb um "mehr Nachhaltigkeit"	<p style="text-align: center;">SCHWÄCHEN</p> <ul style="list-style-type: none">- Keine Veränderung der Finanzströme- Ökonomie (Rendite/Risk) wichtiger als Nachhaltigkeit- Blinde Flecke (Nord/Süd, Verteilung)
<p style="text-align: center;">CHANCEN</p> <ul style="list-style-type: none">- Enormes Potential für Steuerungseffekte- Anspruchsvolle Alternativen stärken- Stakeholdergruppen-übergreifendes Engagement	<p style="text-align: center;">RISIKEN</p> <ul style="list-style-type: none">- Greenwashing & „Impact Leakage“- bürokratische Regulatorik und Themenreduktion statt breitem Diskurs- Strukturelle Dimension bleibt Randthema

Tabelle 2: SWOT-Analyse: Sustainable Finance (eigene Darstellung)

Mit welchen Chancen und Risiken sind Sustainable Finance-Strategien verbunden?

Chancen

Wirtschaftliche Kriterien sind in kapitalistischen Marktwirtschaften eine zentrale Entscheidungsgröße. Finanzmärkte haben aufgrund ihrer monetären Bedeutung einen großen Einfluss auf viele Parameter. Folglich wird unterschiedlichen Formen von **ökonomischen Steuerungsmechanismen** ein enormes Potenzial zugewiesen: Finanzierungskosten, Nachhaltigkeit als wesentlicher Bestandteil der variablen Entlohnung (von Vorständen z.B.), Bepreisung von Externalitäten zur Umsetzung von „Polluter Pays Principle“ (CO2-Steuer)

Zusätzlich erscheint es wichtig, nicht finanzielle intrinsische Faktoren (z.B.: Überzeugung, Werte) bei den Veranlagungsentscheidungen zu stärken. Dadurch können höhere soziale und ökologische Anforderungen, die weniger an wirtschaftliche Parameter gekoppelt sind, zur Entwicklung von **Alternativen mit hohem Anspruch** führen. Wichtig wäre es auch bei der Entscheidungsfindung die Kurzfristigkeit auf enkeltaugliche Zeithorizonte auszudehnen. [KfW Research](#) weist auf ein höheres Potenzial von Sustainable Finance hin, als derzeit umgesetzt wird: Fast die Hälfte der untersuchten deutschen Haushalte ist offen für grüne Finanzanlagen und davon würde die Mehrheit auch auf Rendite verzichten.

Einzelne Kampagnen zeigen, dass **koordiniertes Engagement mehrerer Stakeholder** – Investor:innen, Kund:innen, NGOs etc. – die Aussichten auf erfolgreiche Interventionen verbessern. Durch kooperatives Vorgehen und gemeinsame Sanktionierung kann der Druck auf eine Verhaltensänderung bei Unternehmen signifikant erhöht werden. Dies konnte am Beispiel von koordinierten Divestment-Aktivitäten beobachtet werden³.

³ Koordiniertes Divestment ist wirksamer ([am Beispiel von ETFs](#))



Risiken

Die Entwicklungen der letzten Jahre weisen auf ein zunehmendes Auftreten von **Greenwashing** am Finanzsektor hin⁴. In diesem Zusammenhang spielt auch das sogenannte **Leakage** eine wichtige Rolle: kontroverse Finanzierungstätigkeiten werden relativ konsequenzlos zu Akteur:innen außerhalb von Sustainable Finance verschoben. Der Markt teilt sich vereinfacht gesagt in good und bad banks. In den letzten Jahren ist die Nachfrage nach nachhaltigen Anlageformen rapide gestiegen, während sich das Angebot, wohin das Geld investiert werden kann, kaum verändert hat. Damit kann der Druck steigen mehr vom Status Quo als „nachhaltig“ zu deklarieren.

Viele Umsetzungen vor allem auf regulatorischer Ebene, haben zu sehr **technisch-bürokratischen Prozessen** und Dokumentationspflichten geführt, um dem Greenwashing-Risiko entgegenzuwirken. Viele [\(zeitliche\) Ressourcen](#) fließen derzeit in die Erfüllung dieser Anforderungen anstatt in transformativere Aktivitäten und es bleibt fraglich ob abseits von Compliance positive Effekte erzielt werden. Dies löst auch Unverständnis aus. Auch die **Reduktion** von Nachhaltigkeit **auf wenige Schlüsselthemen** (z.B.: Klimawandel) kann dem Diskurs schaden.

Der Großteil der Lösungsvorschläge klammert **strukturelle und systemische Veränderungen** aus. Ein tatsächliches ganzheitliches Um- oder Neudenken des Finanzmarktes bleibt dabei aus. Selbst für kritische Marktteilnehmer:innen (Umwelt- und Ethik Banken, Kooperativen etc.) ist es schwer aus dem Korsett aus juristischen und institutionellen Rahmenbedingungen auszubrechen.

EINFLUSS UND AUSWIRKUNGEN VON SUSTAINABLE FINANCE

Im Zuge dieses Artikels wurden >200 **wissenschaftliche Publikationen** der letzten Jahre ausgewertet⁵. Konkrete Ursache-Wirkungszusammenhänge sind empirisch oft schwer zu belegen und aus methodischen Gründen an viele Annahmen gekoppelt (z.B.: nachhaltigkeitsbezogene Unternehmenshandlungen können kaum auf einzelne Interventionen reduziert werden).

Sustainable Finance Akteur:innen haben durch ihre Handlungen (siehe Tabelle 1) direkte und indirekte Einflüsse auf die Aktivitäten des Unternehmens, welche wiederum einen Einfluss auf gesellschaftliche und ökologische Bereiche durch seine wirtschaftlichen Tätigkeit hat. Wie beeinflussen Sustainable Finance-Strategien die Nachhaltigkeit im Allgemeinen bzw. von Unternehmen im Speziellen. Erkenntnisse hierzu sind heterogen und ein Fleckentepich voller Lücken⁶. Wir haben versucht einzelne Erkenntnisse zu clustern.

Ökonomische Steuerungseffekte

Viele Studien setzen hier in umgekehrter Reihenfolge an: Wie beeinflussen soziale und ökologische Belange die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens und wie wirkt sich dies in weiterer Folge auf Aktien, Anleihen und Fonds aus. Zwei unterschiedliche Metastudien aus [2015](#) und [2021](#) zeigen eine mehrheitlich positive Korrelation der Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien in der Anlageentscheidung für Investor:innen und der wirtschaftlichen Performance.

Die Höhe von [Kapitalkosten](#) ist auch für Unternehmen ein zentraler Parameter in der Entscheidungsfindung (z.B.: Zinshöhe und Gebühren für die Aufnahme eines Kredites für eine ökologische Investition). Eine wichtige These in diesem Zusammenhang ist, dass nachhaltige Unternehmen leichter und günstiger zu finanziellen Mitteln kommen. Die Ergebnisse hier sind vielfältig und einzelne Effekte werden in der Literatur mehr auf theoretischer Ebene besprochen als empirisch bewiesen. Mehrere Studien weisen darauf hin, dass Unternehmen mit besserer Nachhaltigkeitsperformance **finanzmarktbezogene wirtschaftliche Vorteile** bekommen: z.B.: niedrigere Kapitalkosten,

⁴ Siehe [A Greenwashing Index](#) sowie [UBA Studie](#)

⁵ Eine Übersicht über aktuelle wissenschaftliche Publikationen zu Sustainable Finance findet sich im [Responsible Investment Research Blog](#) von Dirk Söhnholz:

⁶ Zwei Meta-Studien auf [2019](#) und [2024](#) liefern einen aktuellen Überblick über die Wirksamkeit unterschiedlicher Strategien. Im Gegensatz dazu untersucht eine sehr spezifische [Studie](#) aus 2022 die Wirksamkeit sogenannter Impact Funds.



besseres Kreditrating, geringere Volatilität, Stabilität in Krisenzeiten. Interessant in diesem Zusammenhang sind Instrumente, deren Konditionen abhängig von der Erreichung von Nachhaltigkeitszielen sind (sustainability linked bonds / loans)

Es gibt auch Widersprüche. Untersuchungen zur Existenz eines „Greeniums“, eines finanziellen Vorteils grüner Finanzprodukte, weisen am Beispiel von Grünen Anleihen (green bonds) sehr unterschiedliche Ergebnisse aus. Eine prominente [ältere Studie](#) weist auf ökonomische Vorteile sogenannter „Sin Stocks“ (in Falle dieser Studie: Alkohol-, Tabak- und Glückspielkonzerne) hin, da die ausbleibende Nachfrage durch ethisch orientierte Investor:innen das Kurs/Gewinn-Verhältnis positiv beeinflusst. Gegenteilige Erkenntnisse anderer Erhebungen zeigen die Komplexität Evidenz zu generieren.

Die Literatur zeigt auch, dass ESG-Risiken teilweise in die Preisfindung an Börsen einfließen. Auch Preis-Effekte auf Aktien infolge von Kontroversen und Verschlechterungen des ESG-Rating zeigen sich zumindest im direkten Zeitraum nach Bekanntwerden.

Ob gestiegene Kapitalkosten dem Abzug finanzieller Mittel von kontroversen Unternehmen (z.B.: durch Divestment-Kampagnen) zuzuschreiben sind oder neuen Informationen über Klimarisiken (z.B.: Antizipation strengerer Regulierung) ist nicht zu beantworten. Außerdem scheinen die Auswirkungen auf wirtschaftliche Kriterien in vielen Fällen zwar nachweisbar zu sein, aber zu gering für soziale und ökologische Steuerungseffekte (z.B.: niedrigen Preise im CO₂-Emissionsrechtehandel). Auch Johannes Stangl weist in seinem Beitrag "Will der Finanzmarkt die Abkehr von fossiler Energie?" auf die ausbleibende Steuerungswirkung von Börsen rund um COP28 hin.

Engagement-Strategien

Es ist schwierig den Einfluss von Engagement-Strategien empirisch zu belegen. Dennoch werden Voting (z.B.: Stimmverhalten bei Hauptversammlungen) und Voicing (z.B.: Gespräche mit dem Management) positive Effekte zugeschrieben, welche unter anderem in Diskursveränderungen, dem Schaffen von Transparenz und Aufzeigen von Lücken liegen. Eine [Harvard-Studie](#) weist auf den Vorteil im Vergleich zu Divestment hin.

Umfragen heben den Druck von Investor:innen auf das Management bei Nachhaltigkeitsmaßnahmen hervor. Institutionellen Investor:innen, vor allem den international bedeutsamen und milliardenschweren Pensionsfonds, wird auf Basis einer Auswertung der Aktionärsstrukturen eine positive Einflussnahme unterstellt.

Auswertungen von Stimmverhalten zeigen, dass gerade die größten Asset Manager unter den Aktionär:innen gegen Umweltschutzmaßnahmen stimmen. Ein Sample zeigt, dass im Jahr 2023 nur 5.8% der eingebrachten ökologischen Anträge in Hauptversammlungen einer [weltweiten Untersuchung](#) angenommen wurden, begleitet von einem Aufwind von Anti-ESG-Anträgen. Kritisiert wird, dass Engagement als Feigenblatt für Untätigkeit herangezogen wird. Anträge bei Hauptversammlungen und Diskussionen mit dem Management können beispielsweise auch den Ausstieg von Investor:innen aus kontroversen Branchen verzögern.

Governance-Mechanismen

Durch die gestiegene Bedeutung von Nachhaltigkeit hat eine Vielzahl an Standards unterschiedlicher Marktteilnehmer:innen – sei es branchenintern, (über)staatlich oder sonstiger Stakeholder (z.B.: Label) – den Finanzsektor überflutet. Bei unterschiedlichen, wichtigen Branchenstandards zeigt sich, dass jene Finanzunternehmen, die unterzeichnet haben, sich in ihren [Finanzierungsaktivitäten nicht von anderen Marktteilnehmer:innen unterscheiden](#) bzw. teilweise sogar mehr finanzielle Mittel für kontroverse Geschäftstätigkeiten zur Verfügung stellen (z.B.).

Eine [Studie](#) kommt zur Erkenntnis, dass die Transparenz-Bemühungen der EU zu keiner sozialen oder ökologischen Outperformance der betroffenen Unternehmen im Vergleich zur Peer Group in den Vereinigten Staaten geführt hat.



Resümee

Es ist schwierig finanzmarkt-spezifische von allgemeinen gesellschaftlichen Nachhaltigkeitsentwicklungen zu differenzieren. Vieles ist ein Abbild des gesellschaftlichen Diskurses mit all seinen Widersprüchen. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass leicht positive Einflüsse von Sustainable Finance Aktivitäten auf das Verhalten von Unternehmen bzw. die Gestaltungen von Rahmenbedingungen beobachtet werden können. Die ökonomische Folgewirkungen sind jedoch zu gering um eine relevante sozial-ökologische Wirksamkeit entfalten zu können. Die gegenwärtigen Strategien scheinen – zumindest derzeit – noch wenig Transformationspotential zu haben. Das soll nicht die Sinnhaftigkeit gegenwärtiger Sustainable Finance Aktivitäten in Fragen stellen, sondern aufzeigen, dass es konsequenteres und breiteres Umsetzen sowie Alternativen mit höheren Ansprüchen braucht.

WERT ODER WERTE? NACHHALTIGKEITSVERSTÄNDNIS VON RATINGS

Nachhaltigkeits- oder ESG-Ratings haben eine besondere Bedeutung in der Sustainable Finance-Welt. Sie beeinflussen ob, und wenn ja, von wo wohin finanzielle Ressourcen fließen. Ratings werden dabei vor allem über Unternehmen, Gebietskörperschaften (Länder, Städte etc.) und damit assoziierte Finanztitel (z.B.: Aktien, Anleihen) erstellt.

Allen Modellen ist der Versuch inhärent, Nachhaltigkeit vergleich- und einordbar zu machen. Die Herangehensweisen sind hinsichtlich ihrer „Sprache“ (Bezeichnung der Ergebnisse), Bewertungskriterien und Gewichtungen sehr unterschiedlich. Derzeit sind öffentlich verfügbare Informationen zu den Modellen nur sehr limitiert. [Zwischen den Ergebnissen der Anbieter](#) herrscht wenig Korrelation. Deshalb stehen Vereinheitlichungswünsche im Raum (siehe EU-Kommission 2023, [BaFin Marktstudie](#)).

Staaten sind für Diskurszwecke geeigneter, da diese leichter miteinander **vergleichbar** sind als Unternehmen und dadurch die hinter den Modellen liegenden Konzepte besser vermittelbar sind. Am Markt gibt es in etwa fünf bis zehn Anbieter:innen für ESG-Ratings und Analysen für Länder, wobei MSCI und Sustainalytics die wohl Bekanntesten sind. Das rfu Nachhaltigkeits-Rating für Staaten orientiert sich am Konzept der Planetaren Grenzen sowie unterschiedlichen Human Needs Konzepten ([Modellbeschreibung](#)).

Methoden und Ergebnisse von Nachhaltigkeits-Ratings als Spiegel der Diskurse

Bei Rating-Modellen können zwei, in ihrem Verständnis unterschiedliche [Richtungen differenziert](#) werden, die auch teilweise die Unterschiede zwischen den Strategien a) Screening und b) ESG-Integration widerspiegeln (siehe Tabelle 1): 1) Modelle, die versuchen soziale und ökologische Auswirkungen von Firmen/Staaten/Projekten auf die Nachhaltigkeit vergleichbar zu machen. 2) Ansätze, die auf jene Faktoren fokussieren, die Einfluss auf die finanzielle Performance haben bzw. ein ökonomisches Risiko darstellen.

Bei der **Indikatoren-Auswahl** erschließen sich die Unterschiede erst auf den zweiten Blick: Trend- oder Intensitätsindikatoren, beide sehr beliebt in derartigen Ratings, weisen gänzlich andere Ergebnisse auf als ein Vergleich des Gesamtimpacts der Bürger:innen eines Staates auf eine planetare Grenze. In der Praxis kann dies beispielsweise heißen, dass Treibhausgasemissionen im Vergleich zum BIP bzw. der Trend der Entwicklung von Treibhausgasemissionen 2005-2020 herangezogen werden statt die Treibhausgasemissionen / Einwohner:in. Auch konsumorientierte Indikatoren (wie z.B. Klimaimpact des Konsums eines Landes) werden selten in Betracht bezogen. Dies hat signifikante Auswirkungen, welche Länder als ökologisch nachhaltig identifiziert werden ([Das ökologischste Land der Welt: Dänemark oder Uganda?](#)).

Bei der Definition von **Bewertungsstufen** zeigt sich ebenfalls ein interessanter Diskurs. Wird ein gutes Rating aus dem Verständnis "je mehr, desto besser" oder einem Grundversorgungsverständnis (universal basic services) abgeleitet. Verkürzt lautet dies: soll das Durchschnittseinkommen so hoch wie möglich sein oder sollen möglichst alle Menschen mit wesentlichen Dienstleistungen „grundversorgt“ sein ([Wirtschaft als Grundlage guten Lebens](#))? Hier



sehen wir interessante Schnittmengen mit der „Macht der Messung“ die Johannes Moder in "Alternative Erfolgsmessung (eine kybernetische Sicht auf Anreizsysteme) " aufwirft.

Nachhaltigkeit lässt sich nicht auf ein einzelnes Thema oder gar die eine Zahl reduzieren. Gleichzeitig wird dieser **Reduktionismus** jedoch von vielen Seiten eingefordert – institutionellen Investor:innen, Medien etc. Würde beispielsweise der globale Standard zur Ermittlung von Klimaemissionen für Staatsanleihen (PACTA) simplifizierend als Entscheidungsgrundlage herangezogen, hätte dies fragwürdige Investitionsentscheidungen zu Folge: das bestehende Nord/Süd-Gefälle inkl. zunehmender Schuldenthematik könnte dadurch verstärkt werden.⁷ Darüber hinaus sind wesentliche Aspekte wie z.B.: Wohlbefinden oder Solidarität kaum in Zahlen gießbar und Datenmangel ist noch immer weit verbreitet.

Zusammenfassung im Kontext gegenwärtiger Marktveränderungen:

Angesichts gegenwärtiger gesellschaftlicher Krisen sind Modelle, die die sozialen, ökologischen und ökonomischen Auswirkungen von Unternehmen, Staaten und Projekten vergleichbar machen, wichtige Instrumente. Zentrale Frage ist wie werden die Ergebnisse genutzt, das heißt in welcher Form fließen sie in Entscheidung mit ein.

In den vergangenen Jahren haben risikoorientierte Zugänge (s. ESG Integration Tabelle 1) stark an Bedeutung gewonnen. In Deutschland nutzen laut BaFin 84% der Kapitalverwaltungsgesellschaften die Daten von Marktführer MSCI, dessen Modell auf einem sehr reduzierten Verständnis von Nachhaltigkeit aufbaut. Die streng auf ökonomische Logik und wenig Schlüsselindikatoren aufbauende Perspektive kann nicht nur falsche Anreize setzen, sondern den gesellschaftlichen Diskurs, in dem Nachhaltigkeit stark auf einer ökonomischen Perspektive betrachtet wird, weiter forcieren.

HANDLUNGSOPTIONEN

Wo und wie können Sustainable Finance-Strategien Hebelwirkungen für eine sozial-ökologische Transformation entfalten?

Donella Meadows, Autorin der bekannten Club of Rome Studie „Die Grenzen des Wachstums“, hat mit sogenannten ["Leverage Points"](#) skizziert, wie in Systemen interveniert werden kann (siehe Tabelle 3). Diese bilden eine Hierarchie aus zwölf unterschiedlichen Ebenen oder Levels, um Einflüsse auf komplexe Systeme zu nehmen. Dabei gilt je höher das Level (Level 1 ist das höchste) ist, auf dem angesetzt wird, desto höher ist die Effektivität das System zu beeinflussen. Eine detaillierte Übertragung gegenwärtiger Finanzmarkt-Strategien in dieses Konzept würde den Rahmen sprengen (und unser limitiertes Verständnis ihrer systemtheoretischen Überlegungen offenlegen). Dennoch scheint eine beispielhafte Auseinandersetzung hilfreich für eine Orientierung zu sein.

Gegenwärtige Strategien (siehe Tabelle 1) fokussieren auf Transparenz, die Regeln der Finanzmärkte und Anreize für beteiligte Akteur:innen. Soweit wir das Konzept richtig interpretieren, entspricht dies in Meadows' Logik Level 5 und 6. Angesichts der (bislang) limitierten Auswirkungen von Sustainable Finance auf ökologische und soziale Herausforderungen liegt es nahe, potenziell effektivere Interventionsformen zu suchen: die Ziele bzw. die dem System zugrundeliegenden Paradigmen.

“The higher the leverage point, the more the system will resist changing it — that’s why societies have to rub out truly enlightened beings.”

⁷ Als ein Kernindikator werden bei PACTA die Klimaemissionen in Relations zum BIP gesetzt. Da der Unterschied innerhalb der BIP-Daten größer ist als bei Klimaemissionen kommt es zum Effekt, dass viele Staaten mit sehr hohen Emissionen als „gut eingestuft werden - ein falsch verstandener Effizienz-Begriff.



LEVEL	DEFINITION
1	The power to transcend paradigms
2	The mindset or paradigm out of which the system - its goals, structure, rules, delays, parameters - arises.
3	The goals of the system.
4	The power to add, change, evolve, or self-organize system structure.
5	The rules of the system (such as incentives, punishments, constraints).
6	The structure of information flows (who does and does not have access to information).
7-12	-Various places to intervene a system: feedback loops, delays, material stocks and flows, buffers, constants, parameters, numbers, etc.

Tabelle 3: Hebelpunkt für Systeminterventionen von Donella Meadows

Bei vielen Themenbereichen kann die Lösungssuche außerhalb des Finanzsektors sinnvoller sein. Konsequente direkte Mechanismen (z.B.: CO₂-Steuer in der Höhe der Externalitäten, Regulierung von Produktzulassungen) können effektivere Steuerungseffekte sein als über die komplexen Umwege von Sustainable Finance-Strategien. Beispielsweise kann eine CO₂-Steuer, die in der Höhe an den gesellschaftlichen Kosten orientiert ist.⁸ Welche Interventionsmöglichkeiten es auf den oberen Leveln für den Finanzmarkt geben könnte, wollen wir uns nun genauer ansehen.

4. The power to add, change, evolve, or self-organize system structure.

Lösungsansätze werden bislang überwiegend innerhalb bestehender institutioneller Rahmenbedingungen gedacht. Nachhaltige Investitionsformen beschränken sich fast ausschließlich auf global tätige Unternehmen, Staaten und internationale Organisationen. Die Vermittlungsfunktion haben in erster Linie große Finanzdienstleister. Fintech macht dezentrale Lösungen vorstellbar wird jedoch bislang nur sehr eingeschränkt für sozial-ökologische Finanzierungsformen genutzt. Für Marktteilnehmer:innen mit strengeren Anspruchsniveaus sind nur wenige Alternativen verfügbar, in erster Linie Impact Generating Investment orientierte Ansätze.

Beispiele von Energiegenossenschaften aber vor allem auch jüngste Vergesellschaftungs-Vorschläge im Wohn- und Energiesektor sind Ansätze, die zumindest andere Arten von gesellschaftlichen Organisationsformen mehr ins Spiel bringen (siehe Beitrag von Solveig Degen und Jakob Zwirnmann: "Die Vergesellschaftung des österreichischen Energiesektors: Ein entscheidender Schritt für eine sozial-ökologische Transformation").

3. The goals of the system.

In allen Abschnitten dieses kurzen Artikels zieht sich ein wichtiger Themenstrang durch: die Gewichtung von egoistischen ökonomischen Motiven im Vergleich zu ökologischen und gesellschaftlichen Auswirkungen. Der Effekt von ESG-Kriterien auf die Rendite wird in der Finanzwelt weit häufiger nachgefragt als die sozial-ökologischen Auswirkungen durch die Nutzung von Sustainable Finance. Diese Beobachtung allein sagt viel über das Selbstverständnis und die Werte der Branche aus und zeigt die starke Rolle wirtschaftlicher Paradigmen. Rendite und Risiko dominieren die Zielsetzung und spiegeln sich in der Gewichtung von Entscheidungskriterien wider. Dies in Frage zu stellen, ist bis heute ein Tabu-Thema. Impact (generating) Investment schlägt zumindest ansatzweise in diese Kerbe, indem es die Bedeutung von sozialen, ökologischen und ökonomischen Werten gleichgewichtet.

⁸ Die Externalitäten wurden vom [deutschen Umweltbundesamt](#) auf rund 250 Euro pro Tonne CO₂ geschätzt



Die [Literatur](#) zeigt, dass Präferenzen von Investor:innen weit vielfältiger sind als nur auf schlichte Profitmaximierung ausgerichtet zu sein. Die Größenordnungen offenbaren auch große Potentiale. So erreichten die Dividendenausüttungen 2023 global ein Rekordniveau von 1,66 Billionen \$, wie dieser [Reuters-Artikel](#) darlegt. Was bräuchte es für eine Veränderung, damit es selbstverständlich wird einen signifikanten Teil der Dividenden nicht auszuschütten, sondern ins Gemeinwohl zu investieren?

2. The mindset or paradigm out of which the system — its goals, structure, rules, delays, parameters — arises.

Uns ist bewusst, dass wir hier die Welt konkreter, praktischer Handlungsempfehlungen längst verlassen haben und uns auf ein Terrain schwer zu beeinflussender kultureller Aspekte begeben. Gleichzeitig werden gegenwärtige Lösungen stark von den dominanten Paradigmen gestaltet. Eine wichtige, bisher wenig wahrgenommene Rolle von Sustainable Finance könnte sein, diese Narrative in Frage zu stellen und damit aus der Branche selbst heraus einen Beitrag zu kulturellem Wandel zu leisten. Hier stellen wir uns möglicherweise ähnliche Fragen wie Simon Brandt in „Vom Hindernis zum Stabilisator des Wandels - Kulturelle Dimension der sozial-ökologischen Transformation“.

1. The power to transcend paradigms

... Here be [dragons](#) ...

Wir überlassen Donella Meadows das Abschlusswort: “In the end, it seems that mastery has less to do with pushing leverage points than it does with strategically, profoundly, madly letting go.”

Christian Loy & Anna Köstinger



GLOSSAR

Best in Class: Bei diesem Ansatz wird in die besten Finanztitel auf Basis von Ratings investiert (z.B.: Unternehmen jeder Branche)

CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive): Richtlinie der EU um die Transparenz in der Nachhaltigkeitsberichterstattung zu erhöhen.

Equator Principles: freiwilliges Regelwerk zur Einhaltung von Umwelt- und Sozialstandards bei Projektfinanzierungen.

EU-Taxonomie: Verordnung, die Kriterien zur Bestimmung nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten für Investitionen definiert. Transparenzpflichten werden ergänzen zur Offenlegungsverordnung festgelegt.

Finanzanalyse: Bewertung finanzieller Leistungsfähigkeit auf Basis von Finanzdaten, Kennzahlen und Trends.

Governance: Strukturen, Prozesse und Praktiken, durch die Organisationen geleitet, verwaltet und kontrolliert werden, um Transparenz, Verantwortung und ethisches Verhalten sicherzustellen.

Greenwashing: irreführende Praxis Aktivitäten als umweltfreundlicher darzustellen, als sie tatsächlich sind, um das öffentliche Image zu verbessern.

Greenium: zusätzlicher Preis oder die niedrigeren Renditen, die Investoren bereit sind zu zahlen oder zu akzeptieren, um in umweltfreundliche oder nachhaltige Anlagen zu investieren.

Green Bonds: festverzinsliche Wertpapiere, die zur Finanzierung von umweltfreundlichen Projekten und Initiativen ausgegeben werden.

Kapitalkosten: Gesamtkosten, die ein Unternehmen für die Beschaffung von Kapital tragen muss, einschließlich Zinsen und Eigenkapitalkosten.

KPIs (Key Performance Indicators): messbare Werte, die verwendet werden, um den Fortschritt und den Erfolg eines Unternehmens oder Projekts in Bezug auf festgelegte Ziele zu bewerten.

Norm-based Screening: Ansätze oder Standards, die auf die Erfüllung festgelegten Normen oder Richtlinien basieren, um die Leistung oder das Verhalten zu bewerten oder zu steuern (Unterzeichnung von Abkommen).

NZBA (Net-Zero Banking Alliance): Zusammenschluss von Banken zur Erreichung der Pariser Klimaziele

PACTA (Paris Agreement Capital Transition Assessment): Standard der die Konformität von Finanztitel und -portfolios mit den Pariser Klimazielen überprüft.

PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials): Leitlinien für eine konsistente und vergleichbare Bewertung und Berechnung finanzierte Emissionen

Polluter Pays Principle: Prinzip welche besagt, dass die Verursacher von Umweltverschmutzung die Kosten für die Beseitigung der Schäden und die Wiederherstellung der Umwelt tragen müssen.

Rendite: Gewinn oder Ertrag, der aus einer Investition über einen bestimmten Zeitraum erzielt wird, oft ausgedrückt als Prozentsatz des investierten Kapitals.

SFDR - Sustainable Finance Disclosure Regulation: Verordnung um ESG-Kriterien, die in Investment-Entscheidungen einbezogen wurden, transparent und einfach offenzulegen.

Sin Stocks: Aktien von Unternehmen, die in Branchen tätig sind, die als unethisch oder moralisch bedenklich gelten, z.B.: Waffen, Tabak, Alkohol oder Glücksspiel.

Sustainability Linked Bonds / Loans: Finanzinstrumente, deren Konditionen an die Erreichung bestimmter Nachhaltigkeitsziele des Emittenten gebunden sind, um umweltfreundliches Verhalten zu fördern.

TCDF (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures): Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures ist eine internationale Arbeitsgruppe zur Schaffung von Transparenz bei klimabezogenen Finanzinformationen.

UNEP FI: Finanz-Initiative des Umweltprogramms der Vereinten Nationen