

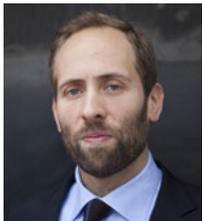
SFI Public Discussion Note

Kennzahlen für Sustainable Finance



Oktober 2021

1. Einführung



Prof. Philipp Krueger
SFI Senior Chair
und Professor für
Responsible Finance an
der Universität Genf



Dr. Cyril Pasche
SFI Director Knowledge
Exchange and Education

Nachhaltigkeit hat sich als einer der wichtigsten gesellschaftlichen Trends unserer Zeit herauskristallisiert und das Finanzwesen ist von dieser Entwicklung nicht ausgenommen. Um der Nachhaltigkeit Rechnung zu tragen, beziehen viele Finanzinstitute inzwischen ökologische, soziale und Governance-Überlegungen (auch ESG Kriterien genannt, aus dem Englischen E = environmental, S = social, und G = governance) in ihre Anlageentscheidungen ein.

Die Abbildung 1 veranschaulicht, wie wichtig Nachhaltigkeit geworden ist. Sie zeigt den Anteil der weltweiten Aktien, die von Finanzinstituten gehalten werden, welche die *Principles for Responsible Investing* (PRI) unterzeichnet haben, im Vergleich zum Anteil derer, welche diese nicht unterzeichnet haben. PRI ist ein von den Vereinten Nationen unterstütztes Netzwerk von Investoren, das sich für die Förderung nachhaltiger Investitionen einsetzt.

Abb. 1: Wert der institutionell gehaltenen globalen Aktien
Billionen USD



Quelle: Gibson et al (2021)¹⁾

Im Jahr 2006 waren die von institutionellen PRI-Unterzeichnern verwalteten Aktien vernachlässigbar. Im starken Kontrast dazu waren die von PRI-Unterzeichnern gehaltenen globalen Aktien bis 2017 auf mehr als 18 Billionen USD angewachsen. Gegeben, dass institutionelle Anleger insgesamt 32 Billionen USD verwalten, bedeutet dieser Anstieg, dass unterdessen mehr als fünfzig Prozent der globalen Aktien in institutionellem Besitz von PRI-Unterzeichnern gehalten werden. Diese Veränderung deutet darauf hin, dass sich der durchschnittliche institutionelle Aktienanleger nun zumindest

Mit den Public Discussion Notes fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv eine fundierte Diskussion von Themen, die für die Finanzindustrie, Politik und Wissenschaft relevant sind. Darüber hinaus macht das SFI die gewonnenen Erkenntnisse mittels Forschung, Publikationen, Master Classes, Konferenzen und Weiterbildungskursen zugänglich.

¹⁾ Gibson, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P., & Steffen, T. (2021). Do responsible investors invest responsibly? *Arbeitspapier*.

öffentlich dazu verpflichtet, Nachhaltigkeitsthemen in seine Entscheidungsfindung einzubeziehen.

Eine der Herausforderungen für solche Investoren besteht darin, die Nachhaltigkeitseigenschaften ihrer Investitionen präzise zu messen und zu quantifizieren, d.h. aussagekräftige *Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung* zu entwickeln. Solche Kennzahlen würden es Investoren und Unternehmen ermöglichen zu beurteilen, ob Fortschritte auf dem Weg zu einer nachhaltigeren Gesellschaft gemacht werden. Sie würden auch das Risiko des Greenwashings verringern, d.h. von unbelegten Behauptungen über die ökologischen Vorzüge von Anlageprodukten.

In dieser *SFI Public Discussion Note (PDN)* gehen wir auf verschiedene für die Debatte über Kennzahlen für nachhaltige

Finanzierung relevante Themen ein. Wir beginnen mit den wichtigsten Herausforderungen bei der Quantifizierung von Nachhaltigkeit und erörtern folgend kurz die derzeit verfügbaren Messgrössen. Ein wesentlicher Teil dieser PDN ist der Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten gewidmet und wir werden einige der bestehenden freiwilligen und regulatorischen Ansätze diskutieren. Anschliessend gehen wir auf die häufig geäusserte Kritik ein, dass die Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung ein und desselben Unternehmens, je nach Datenanbieter voneinander abweichen. Wir hinterfragen, warum es solche Unterschiede gibt und wie gross die Unterschiede tatsächlich sind. Anschliessend unterbreiten wir Vorschläge zur Verbesserung der aktuellen Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung. Wir schliessen mit mehreren Empfehlungen für eine bessere Nachhaltigkeitspolitik.



2. Warum ist es so schwierig, Nachhaltigkeit zu messen?

Es gibt viele Gründe für die Schwierigkeit, kohärente und aussagekräftige Kennzahlen zu erstellen, die für nachhaltige Finanzentscheidungen nützlich sind. Erstens ist Nachhaltigkeit ein mehrdimensionales Konzept. Es umfasst eine ganze Reihe von ESG-Themen, z. B. Klimawandel und Kohlenstoffemissionen, Menschenrechte, Vergütung von Führungskräften, usw. Diese Themen, insbesondere die mit dem Klimawandel zusammenhängenden, konzentrieren sich oft auf langfristige Risiken und Chancen. Darüber hinaus ist die relative Bedeutung eines bestimmten Nachhaltigkeitsthemas bei der Erstellung einer Gesamtkennzahl für nachhaltige Finanzierung bis zu einem gewissen Grad eine normative und subjektive Frage. Forscher haben zum Beispiel argumentiert, dass die gesellschaftliche Herkunft der ESG-Datenanbieter eine Rolle bei der Bestimmung der methodischen Bedeutung einzelner ESG-Themen spiele. Datenanbieter in Ländern des bürgerlichen Rechts (z. B. Frankreich, Deutschland usw.) könnten zum Beispiel im Zusammenhang mit Arbeitnehmern stehende Themen stärker gewichten, während Anbieter in Ländern des Common Law (z. B. Kanada, die USA und das Vereinigte Königreich) sich eher auf Themen konzentrieren, die für Aktionäre finanziell relevant sind. Neben der Breite der Themen, die typischerweise in den Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung berücksichtigt werden müssen (z. B. Klimawandel, Ungleichheit und aus den siebzehn UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung abgeleitete Themen), sollen diese Kennzahlen nicht nur quantitative, sondern auch qualitative Aspekte messen.

Eine weitere Herausforderung bei der Entwicklung von Messgrössen für nachhaltige Finanzierung ist das Konzept der *Wesentlichkeit*. Einige Kennzahlen erfassen ausschliesslich Themen, die für das Unternehmen finanziell wichtig und somit für die Kapitalgeber (z. B. Aktionäre oder Kreditgeber) relevant sind. Andere orientieren sich an der Idee der *doppelten Wesentlichkeit*. Diese zielt darauf ab, nicht nur Themen zu erfassen, die für das Unternehmen von finanzieller Bedeutung sind, sondern auch solche, durch die das Unternehmen das Wohlergehen einer breiteren Gruppe von Stakeholdern (z. B. Anwohner und Arbeitnehmer), der Umwelt oder

der Gesellschaft im Allgemeinen wesentlich beeinflusst. Mit anderen Worten: Das Konzept der doppelten Wesentlichkeit versucht, sowohl positive als auch negative externe Effekte zu aggregieren. Folglich sind Kennzahlen, die auf doppelter Wesentlichkeit beruhen, nicht nur für die Unternehmen und ihre Kapitalgeber relevant, sondern potenziell auch für ein viel breiteres Publikum (z. B. Politiker, die Zivilgesellschaft, Regulierungsbehörden und Nichtregierungsorganisationen). Der grössere potenzielle Adressatenkreis dieser Messgrössen erschwert auch ihre Erstellung.

Die Verfügbarkeit und die Homogenität von Daten oder das Fehlen von beiden erschweren ebenfalls die Erstellung von Messgrössen für nachhaltige Finanzierung. Trotz derzeit laufender regulatorischer Bemühungen ist die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen auf Unternehmensebene nach wie vor weitgehend freiwillig oder zumindest nicht verbindlich. Die von Unternehmen und Investoren zur Verfügung gestellten Informationen sind meist unstrukturiert und manchmal unvollständig, was das Benchmarking und den Vergleich von Unternehmen erschwert. Darüber hinaus sind die von den Datenanbietern verwendeten Rating-Methoden oft undurchsichtig und können sich im Laufe der Zeit ändern, was Zeitreihenvergleiche erschwert.

Insgesamt ist es eine grosse Herausforderung, die Qualität von Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung zu beurteilen, da es schwierig ist, die tatsächliche Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens zu beobachten. Dies steht ganz im Gegensatz zu Kennzahlen, die die finanzielle Situation eines Unternehmens vorhersagen. Bei Prognosen für den Gewinn pro Aktie (EPS) oder Kreditratings beispielsweise beobachten Analysten die Realisierungen in regelmässigen Abständen und in einem genau definierten und weltweit standardisierten Format. Im Gegensatz dazu wird das vielleicht aussagekräftigste Signal für die tatsächliche Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens geliefert, wenn das Unternehmen in Skandale verwickelt ist oder über das Unternehmen im Zusammenhang mit einem Nachhaltigkeitsthema negativ berichtet wird.

3. Welche Indikatoren für nachhaltige Finanzierung gibt es derzeit?

Gegenwärtig gibt es Messgrössen für nachhaltige Finanzierung vor allem auf der Ebene des Unternehmens und des Anlegers (oder des Anlageprodukts). Meistens werden diese Kennzahlen von Drittanbietern verkauft, die sich auf urheberrechtlich geschützte, nicht standardisierte und oft nicht beobachtbare Methoden stützen. Die Gruppen von Unternehmen, die sich mit der Erstellung von Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung befassen, hat in den letzten Jahren eine dramatische Konsolidierungswelle erlebt. Diese hat dazu geführt, dass kleine und spezialisierte eigenständige Unternehmen fast vollständig verschwunden sind. Kennzahlen im Nachhaltigkeitsbereich werden derzeit von grossen Finanzdaten- und Indexanbietern (z. B. FTSE und MSCI), von Finanzinformationsanbietern (z. B. Bloomberg und Refinitiv) und in jüngster Zeit auch von den grossen Kreditratingagenturen (z. B. Moody's und S&P) angeboten. Im Gegensatz zu Kreditratings, bei denen der Emittent zahlt, werden diese Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung in der Regel vom Nutzer bezahlt. Daher werden die Kosten für diese Ratings von denjenigen Vermögensverwaltern und Vermögensinhabern getragen, welche die Ratings für ihre Anlageentscheidungen nutzen.

3.1. Nachhaltigkeitsindikatoren auf Unternehmensebene

In der Vergangenheit wurden Messgrössen für nachhaltige Finanzierung verwendet, um die ESG-Qualität der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens zu charakterisieren. Die Daten-Unternehmen sammelten öffentlich verfügbare ESG-Informationen aus den offiziellen Offenlegungsunterlagen (z. B. Jahresberichte, Nachhaltigkeits-/CSR-Berichte) und baten Unternehmen mittels Fragebögen um zusätzliche Informationen. Diese Daten wurden mit Informationen von Drittanbietern, wie Nichtregierungsorganisationen oder der Presse, über Kontroversen (oder negative Vorfälle) kombiniert. Abschliessend wurde eine Gesamtbewertung erstellt, wie gut jedes Unternehmen ESG-Themen handhabt. Da der Schwerpunkt auf der Geschäftstätigkeit des Unternehmens und nicht auf seinen Produkten oder Dienstleistungen lag, konnten Unternehmen mit potenziell nicht nachhaltigen Produkten (z. B. Hersteller fossiler Brennstoffe) gute ESG-Werte auf Unternehmensebene haben. Ihre gute ESG-Politik glied die schlechten Nachhaltigkeitseigenschaften ihrer Produkte aus. Ein bekanntes Beispiel sind die aussergewöhnlich guten Arbeitsbedingungen, die Tabak produzierende Unternehmen ihren Mitarbeitern bieten. Das Konzept des Klassenbesten ist ein weiterer Grund, warum

Unternehmen, von denen man annehmen könnte, dass sie in hohem Masse nicht nachhaltig sind, gute Nachhaltigkeitskennzahlen aufweisen können. Viele der derzeit verfügbaren Kennzahlen sind relative, nicht absolute Bewertungen der Nachhaltigkeit: Die Umweltprozesse eines Ölkonzerns werden mit denen anderer Ölkonzerns verglichen, während die Governance-Prozesse eines Unternehmens mit denen anderer Unternehmen im selben Land verglichen werden. Solche Best-in-Class-Bewertungen können zu sehr überraschenden Nachhaltigkeitsbewertungen führen.

In letzter Zeit hat sich das Interesse verlagert. Das Augenmerk bei der Messung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens liegt nunmehr auf der Quantifizierung der Auswirkungen der von ihm verkauften Produkte und Dienstleistungen. Dieser Ansatz erscheint vielversprechender als der bisherige Fokus auf die ESG-Politik von Unternehmen und Investoren. Diese neueren Messgrössen bewerten, ob und wie die Produkte und Dienstleistungen eines Unternehmens zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen, und basieren meist auf Finanzdaten und Segmentberichten. So liefert FTSE beispielsweise Schätzungen zu den "grünen Umsätzen" von Unternehmen, d.h. zu ihrem Umsatzanteil mit Produkten und Dienstleistungen, die Umweltlösungen bieten.

Abb. 2: Durchschnittlicher Prozentsatz der grünen Umsätze
Stichprobe von 2'500 der grössten weltweit börsennotierten Unternehmen

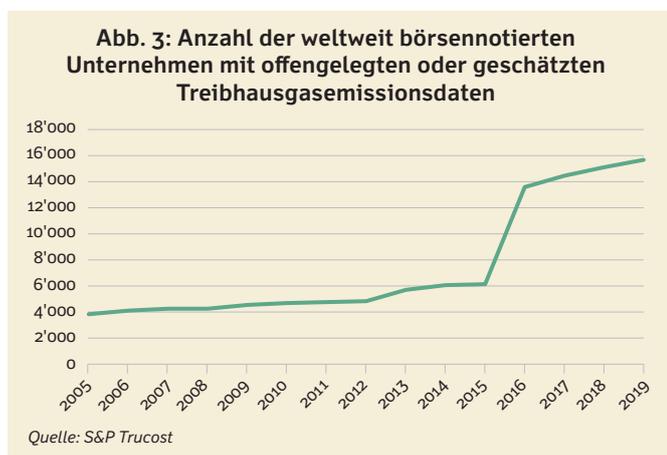


Quelle: FTSE

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der grünen Umsätze des durchschnittlichen Unternehmens gemäss FTSE zwischen 2009 und 2019. Die Grafik basiert auf einer Stichprobe von 2500 grossen, weltweit tätigen und börsennotierten Unternehmen. Für jedes Unternehmen schätzt FTSE den Anteil seines Umsatzes, der einen positiven Effekt auf die Umwelt hat.

Die Daten zeigen, dass börsennotierte Unternehmen den Verkauf umweltverträglicher Produkte in den letzten zehn Jahren nur geringfügig gesteigert haben. Sie deuten darauf hin, dass mehr kommerzielle Lösungen für ökologische Herausforderungen erforderlich sind. Es ist zu beachten, dass diese Schätzungen nicht die an der EU-Taxonomie ausgerichteten grünen Umsätze widerspiegeln.

Während die ersten ESG-Messungen allgemeiner Natur waren, wurde in letzter Zeit mehr Aufmerksamkeit auf klimaspezifische Daten gelegt. So gibt es mittlerweile Messwerte zu den Treibhausgasemissionen (THG), für die sich ein Unternehmen verantwortlich zeichnet, und dazu, ob das Unternehmen THG-Reduktionsziele hat. Abbildung 3 zeigt, dass (geschätzte oder offengelegte) Daten über die Treibhausgasemissionen börsennotierter Unternehmen zunehmend verfügbar sind, insbesondere seit 2016.



Neben diesen Messungen auf Unternehmensebene werden zunehmend auch Bewertungen auf Anleger- oder Anlageproduktebene verwendet. Diese Bewertungen beruhen in der Regel auf zwei Komponenten. Erstens verwenden sie Informationen über die Politik des Unternehmens, welches das Anlageprodukt anbietet, z. B. Berichte von Wertpapierfirmen über die von ihnen genutzten Prozesse und Strategien, um Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Produkte einzubeziehen. Zweitens konstruieren sie Nachhaltigkeitsmessgrößen auf der Ebene des Anlageprodukts unter Verwendung der durchschnittlichen Nachhaltigkeitsmerkmale der Bestände (oder Anlagen) des Anlageprodukts. Die Berechnung der durchschnittlichen Nachhaltigkeitseigenschaften der Bestände eines Anlageprodukts ähnelt im Grunde der Berechnung der durchschnittlichen Rendite eines Anlageprodukts (d.h. eines gewichteten Durchschnitts seiner Bestandteile).

Zu den jüngsten Innovationen im Bereich der Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung gehören der Einsatz von künstlicher Intelligenz und Crowd Sourcing. Einige Datenanbieter stützen sich jetzt auf Big Data und natürliche Sprachverarbeitung, um zeitnähere Messgrößen für nachhaltige Finanzierung zu erstellen.²⁾ Eine andere Idee ist es, die "Weisheit der Massen" zu nutzen, um die sozialen und ökologischen Auswirkungen eines Unternehmens zu quantifizieren. Das in Genf ansässige Unternehmen Impaakt³⁾ verfolgt diesen Ansatz. In einem kürzlich durchgeführten Forschungsprojekt haben wir ausserdem herausgefunden, dass umfragebasierte Crowd-Messgrößen sehr plausible Rankings der Nachhaltigkeitsleistung eines Sektors liefern können.⁴⁾

2) Hughes, A., Urban, M. A., & Wójcik, D. (2021). Alternative ESG ratings: How technological innovation is reshaping sustainable investment. *Sustainability*, 13(6), 3551.

3) <https://www.impaakt.com/>

4) Krueger, P., Metzger, D., & Wu, J. (2021). The sustainability wage gap. *Arbeitspapier*.

4. Freiwillige und regulatorische Ansätze zur Offenlegung der Nachhaltigkeit

4.1. Freiwillige Ansätze: Normen und Rahmenwerke

Unternehmen und Investoren stellen immer noch auf freiwilliger und nicht standardisierter Basis die meisten Informationen bereit, die zur Erstellung von Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung verwendet werden. Auch wenn sich die Verfügbarkeit nachhaltigkeitsbezogener Daten – insbesondere in den letzten Jahren – deutlich verbessert hat, stellen einige Beobachter und Wissenschaftler fest, dass diese freiwilligen Angaben immer noch recht allgemein gehalten sind sowie aus sich ähnelnden Textbausteinen bestehen und daher von begrenztem Nutzen sind. Darüber hinaus erschweren die freiwilligen Angaben und die sich daraus ergebenden Informationslücken Vergleiche zwischen Unternehmen und zwischen Anlegern erheblich.

Es gibt eine Vielzahl von Leitlinien und Rahmenwerken, um Unternehmen und Investoren bei der Erstellung ihrer Nachhaltigkeitsberichte zu unterstützen und letztlich zur Entwicklung aussagekräftiger, entscheidungsrelevanter, vergleichbarer und kohärenter Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung beizutragen. Das Rahmenwerk der Global Reporting Initiative (GRI), einer unabhängigen Standardisierungsorganisation, ist das auf Unternehmensebene am weitverbreitetste. Die GRI-Standards für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten folgen einer Philosophie der doppelten Wesentlichkeit, d.h. sie helfen einem Unternehmen, nicht nur seine finanziell wichtigen Nachhaltigkeitsinformationen offenzulegen, sondern auch Informationen darüber, wie es das Wohlergehen anderer Interessengruppen beeinflusst. In den USA findet das vom Sustainability Accounting Standards Board (SASB) vorgegebene Rahmenwerk grosse Beachtung, vor allem bei grossen institutionellen Anlegern. Das SASB konzentriert sich auf die Identifizierung und Definition sektorspezifischer Nachhaltigkeitsangaben, die als finanziell wichtig angesehen werden. Vor Kurzem hat sich auch die International Financial Reporting Standards (IFRS) Stiftung mit dem Thema befasst. Diese gemeinnützige Organisation für Rechnungslegung entwickelt und fördert die IFRS über das International Accounting Standards Board. Das IFRS-Rahmenwerk für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen, das noch in diesem Jahr veröffentlicht werden soll, wird sich ausschliesslich auf die Offenlegung von finanziell wesentlichen Nachhaltigkeitsinformationen konzentrieren. Die European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) arbeitet ebenfalls an einer Reihe von Nachhaltigkeitsstandards. Während GRI, SASB, IFRS und EFRAG Offenlegungsrahmen für viele verschiedene nachhaltigkeitsbezogene Themen bereit-

stellen, gibt es auch andere, speziellere Rahmenwerke. Vor allem das Rahmenwerk der Taskforce for Climate Related Financial Disclosures (TCFD) bietet Leitlinien für klimabezogene Angaben in vier Blöcken (d.h. 1. Governance, 2. Strategie, 3. Risikomanagement und 4. Messgrößen und Ziele).

Auch auf der Investorenebene gibt es eine wachsende Zahl von Leitlinien und Rahmenwerken zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen. Für die klimabezogene Offenlegung ist zu beachten, dass die Empfehlungen der TCFD auch von Vermögensverwaltern und -eigentümern angewendet werden können. Darüber hinaus hat der Branchenverband Swiss Sustainable Finance eine Reihe von Empfehlungen veröffentlicht, die Vermögensverwaltern und Vermögenseigentümern helfen sollen, ihre Nachhaltigkeitsangaben zu strukturieren.⁵⁾ Das CFA Institute bereitet ebenfalls eine Reihe von freiwilligen Richtlinien für die Nachhaltigkeitsangaben von Investoren zur Veröffentlichung vor.⁶⁾ Das Hauptziel solcher Rahmenwerke auf Investorenebene besteht darin, die Vergleichbarkeit zwischen Vermögensverwaltern zu verbessern und das Risiko des Greenwashings (oder Impact- und Rainbow-washings) zu verringern, d.h. das Risiko, dass Investoren irreführende oder unbelegte Behauptungen über die Umwelt- und/oder Nachhaltigkeitsvorteile ihrer Anlageportfolios oder Anlageprodukte aufstellen.

4.2. Regulatorische Ansätze zur Offenlegung

Angesichts der Tatsache, dass es seit langem freiwillige Ansätze für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten gibt, die – so könnte man argumentieren – keine zufriedenstellenden Ergebnisse erbracht haben, schenken Regulierungsbehörden und politische Entscheidungsträger in der ganzen Welt der nachhaltigen Finanzierung mehr Aufmerksamkeit.

4.2.1. Europäische Union

Die Europäische Union hat grundsätzlich den strengsten Regulierungsansatz für nachhaltige Finanzierung gewählt, mit einem besonderen Augenmerk für Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung. Im Jahr 2016 setzte die EU eine hochrangige Expertengruppe (HLEG, High-Level Expert Group) ein, die sich

5) Swiss Sustainable Finance. (2021). *SSF reporting recommendations on portfolio ESG transparency*.

6) CFA Institute. (2021). *ESG disclosure standards for investment products*.

aus Experten hoher Seniorität aus der Zivilgesellschaft, dem Finanzsektor, und der Wissenschaft sowie Beobachtern europäischer und internationaler Institutionen zusammensetzt. Diese Gruppe wurde um die Erteilung von Ratschlägen gebeten, wie (i) der Kapitalfluss von öffentlichem und privatem Kapital in nachhaltige Investitionen erhöht werden kann, (ii) welche Schritte Finanzinstitute und Aufsichtsbehörden ergreifen sollten, um die Stabilität des Finanzsystems vor umweltbezogenen Risiken zu schützen, und (iii) wie diese Massnahmen europaweit umgesetzt werden können.

Die Gruppe veröffentlichte 2018⁷⁾ einen Aktionsplan für nachhaltige Finanzierung, der zur Verabschiedung mehrerer Massnahmen führte, darunter drei für die Messgrössen für nachhaltige Finanzen relevante Legislativvorschläge. Diese sind:

1. Eine Verordnung zur Schaffung eines einheitlichen Klassifizierungssystems (oder "Taxonomie") für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit.
2. Eine Verordnung zur Ergänzung der bestehenden EU-Benchmark-Verordnungen, mit der eine neue Kategorie von kohlenstoffarmen und kohlenstofffördernden Benchmarks geschaffen wird.
3. Eine Verordnung, die von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern eine Offenlegung verlangt, wie sie ESG-Faktoren in ihre Risikobewertungsprozesse integrieren.

4.2.1.1. Die EU-Taxonomie⁸⁾

Die EU-Taxonomie definiert eine Reihe von technischen Screening-Kriterien, die klären, welche wirtschaftlichen Aktivitäten am meisten zur Erreichung von zwei Umweltzielen der EU beitragen: Anpassung an den Klimawandel und Eindämmung des Klimawandels. Diese Taxonomie wurde von einer technischen Expertengruppe für nachhaltige Finanzierung entwickelt, die sich aus Mitgliedern der Zivilgesellschaft, der Wissenschaft, der Wirtschaft und des Finanzsektors zusammensetzt sowie aus zusätzlichen Mitgliedern und Beobachtern der EU und internationaler öffentlicher Einrichtungen. Die EU hat kürzlich an einer erweiterten Umwelttaxonomie und einer Sozialtaxonomie gearbeitet. Diese sind noch nicht fertiggestellt, und die Europäische Kommission soll Ende 2021 über das weitere Vorgehen entscheiden.⁹⁾

4.2.1.2. Klima-Benchmarks¹⁰⁾

Im Aktionsplan für nachhaltige Finanzierung wurde ebenfalls vorgeschlagen, die bestehenden Benchmark-Regelungen zu ändern. Basierend auf dem Aktionsplan wurden zwei Arten von Klima-Benchmarks geschaffen: EU-Benchmarks für den Klimawandel und EU-Benchmarks im Einklang mit dem Pariser Abkommen. Die geänderten Verordnungen legen die technischen Mindestanforderungen fest (z. B. in Bezug auf die Verringerung der Kohlenstoffemissionen und das wirtschaftliche Engagement in bestimmten Sektoren), die für die Erfüllung der einzelnen EU-Klima-Benchmarks erforderlich sind. Neben der Einführung der neuen Klimabenchmarks werden in den Verordnungen auch ESG-Offenlegungsanforderungen festgelegt, die für alle Investitionsbenchmarks gelten.

4.2.1.3. Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen (SFDR)

Die EU hat darüber hinaus neue Vorschriften für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen durch Investoren erlassen. Die Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzinstrumente (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) trat 2021 in Kraft und wird voraussichtlich bis Ende 2022 vollständig angewendet. Die SFDR erlegt Vermögensverwaltern und anderen Finanzmarktteilnehmern verbindliche ESG-Offenlegungspflichten auf. Sie verlangt von Vermögensverwaltern eine standardisierte Offenlegung, wie ESG-Faktoren in ihre Anlageprozesse integriert werden. Diese Angaben müssen sowohl auf der Ebene des Unternehmens als auch auf der Ebene des individuellen Anlageprodukts gemacht werden. Zusätzlich zu diesen qualitativen Angaben wird die SFDR auch die Offenlegung von quantitativen Indikatoren verlangen. Diese Indikatoren beziehen sich auf (i) Klima und Umwelt, (ii) soziale Angelegenheiten und die Behandlung von Mitarbeitern, einschliesslich der Achtung der Menschenrechte, und (iii) Korruptions- und Bestechungsbekämpfung.

7) Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2020). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth.*

8) https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en ; https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_1804

9) <https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/jul-12-21-eu-platform-seeks-views-on-environmental-and-social-taxonomy-proposals>

10) https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures_en

4.2.1.4. Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD)

Ein Eckpfeiler für die Erstellung von Nachhaltigkeitsmessgrössen auf Investorenebene ist die Bereitstellung von Nachhaltigkeitsinformationen durch Unternehmen. Seit 2014 zwingt das EU-Recht bestimmte Grossunternehmen offenzulegen, wie sie mit sozialen und ökologischen Fragestellungen umgehen. Mit der sogenannten Richtlinie über die nichtfinanzielle Berichterstattung (NFRD, Non-Financial Reporting Directive) wurden Regeln für die Offenlegung von nichtfinanziellen Informationen und Informationen zur Diversität für grosse Unternehmen festgelegt. Diese Vorschriften gelten derzeit für grosse Unternehmen von öffentlichem Interesse mit mehr als 500 Beschäftigten. Diese Unternehmen müssen Informationen über (i) Umweltfragen, (ii) soziale Angelegenheiten und die Behandlung von Mitarbeitern, (iii) die Achtung der Menschenrechte, (iv) Korruptions- und Bestechungsbekämpfung und (v) die Diversität in Unternehmensvorständen (in Bezug auf Alter, Geschlecht, Bildungs- und Berufshintergrund) veröffentlichen. Die NFRD ist weitgehend nicht bindend und lässt den Unternehmen einen grossen Spielraum, was, wie und wo sie berichten.

Im April 2021 nahm die Europäische Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD, Corporate Sustainability Reporting Directive) an, mit der die NFRD geändert werden soll. Der Vorschlag¹¹⁾ weitet die Berichterstattungspflichten auf alle grossen Unternehmen und alle an geregelten Märkten kotierten Unternehmen aus, wobei eine Ausnahme für kleine Unternehmen vorgesehen ist. Die CSRD verlangt einen Audit (oder Zusicherung) der veröffentlichten Nachhaltigkeitsinformationen und führt detailliertere Berichterstattungsanforderungen als die NFRD ein. Darüber hinaus müssen die Unternehmen die von ihnen gemeldeten Informationen digital kennzeichnen, so dass sie maschinenlesbar sind und in ein einziges europäisches Datenarchiv eingespeist werden können. Der derzeitige Plan sieht vor, dass Unternehmen verpflichtet werden, verbindliche EU-Standards für die Nachhaltigkeitsberichterstattung einzuhalten. Diese Standards, die derzeit von einer Arbeitsgruppe der European Financial Reporting Advisory Group ausgearbeitet werden, folgen dem Prinzip der doppelten Wesentlichkeit. Der erste Entwurf dieser Standards wird im Oktober 2022 erwartet.

11) https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en



4.2.2. Frankreich

Im Vorfeld des Pariser Abkommens hat Frankreich sein Gesetz zur Energiewende für grünes Wachstum erlassen. Artikel 173 dieses Gesetzes schreibt vor, dass französische institutionelle Anleger über die Nachhaltigkeitsaspekte ihrer Investitionen berichten müssen. Das Gesetz ist nicht bindend, sondern folgt eher einem "comply-and-explain"-Ansatz. Konkret müssen die institutionellen Investoren darüber berichten, wie sie ESG-Kriterien in ihre Anlagepolitik integrieren, wobei klimabezogene Aspekte besonders berücksichtigt werden. Die Regelung verlangt von den Anlegern auch die Offenlegung von Informationen, wie sie zur kohlenstoffarmen Energiewende in Frankreich und zu anderen Umweltzielen beitragen.

4.2.3. Vereinigte Staaten von Amerika

In jüngster Zeit haben auch die Vereinigten Staaten ein verstärktes regulatorisches Interesse an nachhaltigen Finanzkennzahlen gezeigt. Im Juli 2021 kündigte Gary Gensler, der Vorsitzende der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde, der Securities and Exchange Commission (SEC), an, dass er die Mitarbeiter der SEC angewiesen habe, einen Vorschlag für eine verpflichtende Offenlegung von Klimarisiken zu erarbeiten, der von der SEC geprüft werden soll. Da die SEC kein politisches Mandat hat, kann sie nicht einfach eine verpflichtende Offenlegung vorschreiben. Jeder Vorschlag bräuhete politische Unterstützung, so dass es ungewiss ist, ob es in den USA letztlich irgendeine Form der verpflichtenden und vor allem präskriptiven Klimaoffenlegung geben wird. Viele US-Firmen haben zum Beispiel den Wunsch geäussert, eine flexible Berichterstattung beizubehalten. Ausserdem haben sich die USA im Gegensatz zum doppelten Wesentlichkeitsansatz der EU-Regulierungsbemühungen ausschliesslich auf finanziell wesentliche Nachhaltigkeitsthemen konzentriert. Insgesamt scheint sich die US-Regulierung auf das Klimarisiko zu konzentrieren und nicht auf umfassendere ökologische und soziale Fragen.

4.2.4. Vereinigtes Königreich

Das Vereinigte Königreich hat einen innovativen Ansatz für nachhaltige Finanzmessgrössen gewählt. Bereits 2013 führte das Land vorgeschriebene und verbindliche Angaben zu Treibhausgasemissionen für britische Unternehmen ein, d.h. für grosse britische Unternehmen, die am Hauptmarkt der Londoner Börse notiert sind. Kürzlich hat das Land diese Offenlegungspflichten auf alle britischen Unternehmen, sowohl kotierte als auch private, ausgeweitet. Darüber hinaus kündigte das Vereinigte Königreich im Jahr 2020 an, die Berichterstattung über Klimarisiken gemäss dem TCFD-Rahmenwerk in den kommenden Jahren verbindlich vorzuschreiben. Für 2021 hat die britische Finanzaufsichtsbehörde (Financial Conduct Authority) nun vorgeschlagen, ihre TCFD-Berichtsstandards auf die gesamte Wirtschaft auszudehnen. Ausserdem hat sie vor kurzem ein Schreiben an die CEOs von Fondsverwaltungsgesellschaften verfasst, in dem sie die Erwartungen an die Gestaltung, Bereitstellung und Offenlegung von Informationen zu ESG-Fonds erläutert.¹²⁾

4.2.5. Schweiz¹³⁾

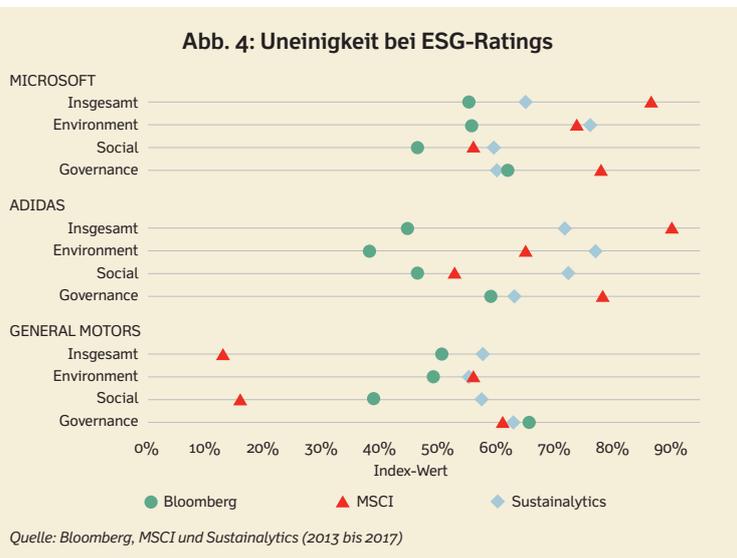
Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) hat kürzlich angekündigt, dass grosse Schweizer Banken und Versicherungen (Aufsichtskategorien 1 und 2) ab 2021 zur Offenlegung von Klimarisiken verpflichtet werden. Diese Finanzunternehmen müssen Informationen über die Folgen des Klimawandels offenlegen, die langfristig erhebliche finanzielle Risiken für sie darstellen könnten. Die FINMA verlangt von den Unternehmen sowohl qualitative als auch quantitative Informationen. Die Offenlegungsvorschriften sind prinzipienbasiert, was eine grosse Flexibilität bei der Umsetzung ermöglicht. Die FINMA orientiert sich bei der Offenlegung jedoch an den Empfehlungen der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) und folgt damit einem internationalen Rahmen. Im August 2021 kündigte der Bundesrat an, die Meldepflicht auf grosse börsennotierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitenden und einer Bilanzsumme von über 20 Millionen Franken oder einem Umsatz von über 40 Millionen Franken auszudehnen. Diese neuen Vorschriften werden voraussichtlich 2024 in Kraft treten (für das Geschäftsjahr 2023).

12) <https://www.fca.org.uk/firms/climate-change-sustainable-finance>

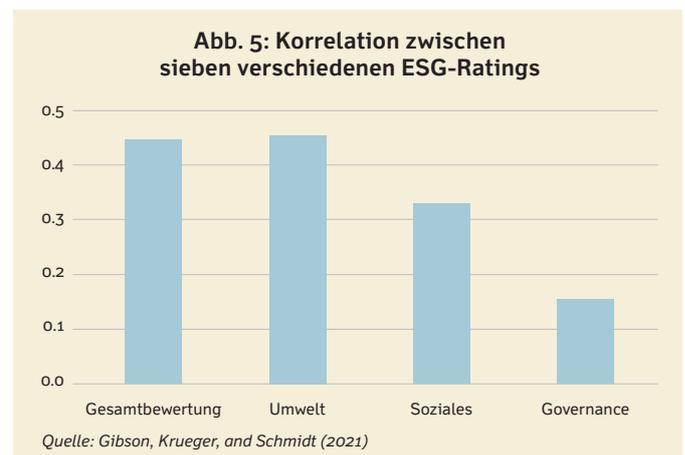
13) <https://www.finma.ch/en/news/2021/05/20210531-mm-transparenzpflichten-zu-klimarisiken/>

5. Messgrößen für nachhaltige Finanzierung weichen oft voneinander ab und sind uneinheitlich

Es ist ein häufig geäussertes Kritikpunkt an den Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung auf Unternehmensebene, dass die von verschiedenen Datenanbietern erstellten Bewertungen oder Ratings zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen hinsichtlich der Nachhaltigkeit eines bestimmten Unternehmens (oder institutionellen Anlegers) führen können. Zur Veranschaulichung dieses Punktes wurde in einem viel beachteten Artikel des Wall Street Journal¹⁴⁾ darauf hingewiesen, dass Tesla im Jahr 2018 von MSCI in Bezug auf Umweltfragen hoch bewertet wurde, während FTSE zum gegenteiligen Schluss kam und Tesla in denselben Fragen schlecht bewertete. Abbildung 4 veranschaulicht die Divergenz der ESG-Bewertungen. Abbildung 4 zeigt die Nachhaltigkeitsratings für Microsoft, Adidas und General Motors, die von drei verschiedenen Anbietern anhand von Daten aus den Jahren 2013 bis 2017 vergeben wurden.



In einem kürzlich im Financial Analysts Journal veröffentlichten Artikel liefern¹⁵⁾ meine Ko-Autoren und ich systematischere Belege für solche Uneinigkeiten bei ESG-Ratings: Anhand von sieben ESG-Ratings prominenter Datenanbieter für eine Stichprobe von S&P-500-Unternehmen zwischen 2010 und 2017 errechnen wir das Ausmass der durchschnittlichen Kreuzkorrelationen von ESG-Ratings verschiedener Anbieter.

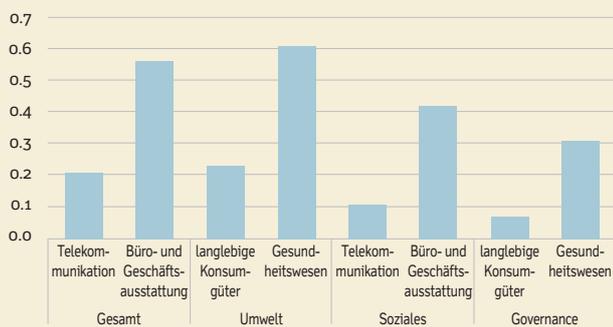


Wie Abbildung 5 zeigt, liegt die durchschnittliche Kreuzkorrelation bei etwa 0,45 für das ESG-Gesamtrating. Um diese Zahl richtig einordnen zu können, bietet sich der Vergleich mit Kreditratings an. Dort ist die Korrelation zwischen den Ratings verschiedener Anbieter in der Regel viel höher und liegt manchmal bei über 0,99. Bei den ESG-Ratings sind die durchschnittlichen Korrelationen für das Umweltrating am höchsten (0,46) und für das Governance-Rating am niedrigsten (0,16). Die niedrige Korrelation des Governance-Ratings ist besonders interessant, da es eine weit verbreitete Annahme ist, dass Einigkeit darüber besteht, wie Corporate Governance zu messen und zu quantifizieren ist. Interessanterweise gibt es, wie Abbildung 6 zeigt, auch grosse Unterschiede zwischen den Branchen. So weichen die ESG-Bewertungen im Telekommunikationssektor tendenziell stärker voneinander ab (d.h., die durchschnittlichen Korrelationen sind niedriger) als im Sektor Büro- und Geschäftsausstattung.

14) Mackintosh, J. (2018). Is Tesla or Exxon more sustainable? It depends whom you ask. *Wall Street Journal*.

15) Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, forthcoming.

Abb. 6: Sektoren mit den höchsten und niedrigsten durchschnittlichen Korrelationen nach ESG-Kategorie



Quelle: Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Ein weiteres interessantes Ergebnis unserer Studie ist, dass die durchschnittliche Kreuzkorrelation der ESG-Ratings zwar relativ gering ist (d.h. etwa 0,45), die ESG-Ratings einiger bestimmter Anbieter aber stärker korreliert sind. Wie Abbildung 7 zeigt, beträgt die Korrelation zwischen den ESG-Gesamtbewertungen von Refinitiv, Sustainalytics und Bloomberg etwa 0,70. Daher ist die weit verbreitete Annahme, dass alle ESG-Ratings grundsätzlich voneinander abweichen, wahrscheinlich unbegründet.

Abb. 7: Kreuzkorrelationen zwischen den ESG-Ratings Gesamtbewertung

	Refinitiv	Sustainalytics	Inrate	Bloomberg	FTSE	KLD
Sustainalytics	0.75					
Inrate	0.23	0.30				
Bloomberg	0.75	0.69	0.12			
FTSE	0.57	0.61	0.27	0.59		
KLD	0.52	0.56	0.29	0.48	0.49	
MSCI IVA	0.40	0.43	0.32	0.30	0.27	0.44

Quelle: Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Während einige ESG-Ratings mehr übereinstimmen als andere, gibt es im Durchschnitt immer noch erhebliche Uneinigkeit. Eine solche Uneinigkeit ist nicht nur auf ESG-Ratings auf Unternehmensebene beschränkt: Ähnliche Muster der Uneinigkeit gibt es auch bei anderen nachhaltigen Finanzkennzahlen. So untersuchte ein Forscherteam der Universität Hamburg¹⁶⁾ kürzlich, inwieweit die von verschiedenen Datenanbietern verkauften Daten zu Kohlenstoffemissionen auf Unternehmensebene zu ähnlichen Schlussfolgerungen über ein Unternehmen führen. Sie fanden heraus, dass die Korrelation zwischen den Schätzungen der Scope-3-Emissionen auf Unternehmensebene – die gemäss dem Treibhausgasprotokoll¹⁷⁾ alle indirekten Emissionen messen, die in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens entstehen, einschliesslich der vor- und nachgelagerten Emissionen – je nach Datenanbieter stark variiert. Diese Untersuchung zeigt, dass die durchschnittliche Korrelation für Scope-3-Emissionsdaten, die von verschiedenen Datenanbietern bereitgestellt werden, bei etwa 0,58 liegt, was auf erhebliche Uneinigkeiten zwischen Anbietern hindeutet. Dieselbe Forschungsarbeit zeigt auch, dass die Daten zu den direkten THG-Emissionen bei den verschiedenen Anbietern konsistenter sind. Ein Grund könnte sein, dass diese Daten nicht geschätzt, sondern zumeist direkt von den Unternehmen bereitgestellt werden.¹⁸⁾

Eine dritte Kategorie nachhaltiger Finanzkennzahlen, bei der eine solche Uneinigkeit dokumentiert wurde, ist die Bewertung des physischen Klimarisikos. Ein Forscherteam der Universität Zürich hat kürzlich unter Verwendung von sechs Messgrössen für das physische Klimarisiko eines Unternehmens herausgefunden, dass diese Messgrössen zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen hinsichtlich des Klimarisikos desselben Unternehmens führen.¹⁹⁾

16) Busch, T., Johnson, M., & Pioch, T. (2020). Corporate carbon performance data: Quo vadis?. *Journal of Industrial Ecology*, 1-14.

17) <https://www.ghgprotocol.org/sites/default/files/ghgp/public/FAQ.pdf>

18) Scope 1-Emissionen sind direkte Emissionen aus eigenen oder kontrollierten Quellen. Scope-2-Emissionen sind indirekte Emissionen, die aus eingekaufter Energie stammen.

19) Hain, L. I., Köbel, J. F., & Leippold, M. (2021). Let's get physical: Comparing metrics of physical climate risk. *Arbeitspapier*.

6. Was erklärt die Uneinigkeit bei ESG-Ratings?

Auch wenn es sicherlich wichtig ist zu wissen, dass es Meinungsverschiedenheiten bei ESG-Ratings gibt, ist es wahrscheinlich noch wichtiger zu verstehen, warum es sie gibt. Erstens ist anzumerken, dass Meinungsverschiedenheiten an Finanzmärkten per se nicht nur bei nachhaltigen Finanzkennzahlen auftreten. Während Kreditratings ein hohes Mass an Konvergenz aufweisen, sind Prognosen für den Gewinn pro Aktie, Kursziele und Kauf-/Verkaufsempfehlungen von Finanzanalysten sowie Brokerberichte in der Regel sehr viel heterogener als Kreditratings.

Nichtsdestotrotz haben Forscher angefangen, nach Erklärungen zu suchen, warum die Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung tendenziell nicht übereinstimmen. Frühe Untersuchungen²⁰⁾ konzentrierten sich auf die Ratings der sozialen Verantwortung von Unternehmen (CSR, Corporate Social Responsibility). Forscher fanden heraus, dass die Hauptgründe für die Uneinigkeit in diesem Bereich das Fehlen einer gemeinsamen Definition der sozialen Verantwortung eines Unternehmens ist (d.h. ein Mangel an gemeinsamer Theorie) sowie die fehlende Einigung darüber, welche Kennzahlen zur Messung der CSR verwendet werden sollten (d.h. ein Mangel an Verhältnismässigkeit). Das Fehlen einer gemeinsamen Theoretisierung ist wahrscheinlich das Ergebnis gesellschaftlicher und normativer Aspekte, die bei der Definition von CSR eine Rolle spielen.

Vor Kurzem haben Berg, Kölbl und Rigobon (2020)²¹⁾ die Gründe für unterschiedliche ESG-Ratings anhand der Daten von sechs bekannten Datenanbietern untersucht. Sie identifizieren drei Gründe für Divergenzen: Erstens bringen sie die Divergenz mit der Tatsache in Verbindung, dass verschiedene Datenanbieter bei der Erstellung ihrer ESG-Ratings unterschiedliche Kategorien verwenden (d.h. die Abgrenzungsdivergenz). Zweitens weisen sie darauf hin, dass verschiedene Datenanbieter dieselbe Kategorie mit einer Vielzahl unterschiedlicher Masse messen (d.h. die Messungsdivergenz). Drittens zeigen die Autoren, dass verschiedene Datenanbieter verschiedene Themen in ihren Aggregationsprozessen unterschiedlich gewichten (d.h. die Gewichtungsddivergenz).

Laut den Forschern erklären von den drei Faktoren insbesondere die Messungsdivergenz und die Abgrenzungsdivergenz die Uneinigkeiten bei ESG-Bewertungen. Die Messungsdivergenz

trägt dabei am stärksten zur Uneinigkeit bei. Sie ist besonders ausgeprägt beim Versuch, die ESG-Leistung eines Unternehmens in Bezug auf Menschenrechte und Produktsicherheit zu messen. Die Gewichtungsddivergenz spielt eine geringere Rolle, obwohl man argumentieren könnte, dass Gewichtungsddivergenz eine spezielle Form der Abgrenzungsdivergenz ist. Die Forscher zeigen auch, dass es einen Bewertereffekt gibt: Wenn ein Ratingunternehmen ein Unternehmen in einer Dimension gut bewertet, tendiert es dazu, auch in den anderen Dimensionen höhere Bewertungen zu vergeben, was darauf hindeutet, dass die bewerterspezifische Verzerrung nicht zufällig ist.

Andere Untersuchungen, die sich mit den Gründen für die Uneinigkeit in Bezug auf ESG Ratings befassen, haben sich auf die Offenlegung als Quelle der Divergenz konzentriert. Im Gegensatz zur Offenlegung von Finanzdaten, die vielen verpflichtenden und verbindlichen Regeln und Vorschriften unterliegt, ist die Offenlegung von ESG-Daten in den meisten Rechtsordnungen immer noch freiwillig und nicht präskriptiv. Zwar gibt es inzwischen zunehmende Bemühungen, ESG-Offenlegungen zu harmonisieren und verbindlich zu machen, doch wie bereits erwähnt, gab es bis vor kurzem nur wenige verbindliche Vorschriften zur Offenlegung von ESG-Fragen für Unternehmen. Eine Studie der Harvard Business School²²⁾ hat beispielsweise ergeben, dass Unternehmen zu ein und demselben ESG-Thema sehr unterschiedliche Angaben machen. Als die Forscher untersuchten, welche Angaben zum Thema Gesundheit und Sicherheit fünfzig zufällig ausgewählte Fortune-500-Firmen machen, stellten sie fest, dass diese fünfzig Firmen mehr als zwanzig verschiedene Messgrössen verwendeten. Neben dem Problem der stark abweichenden Offenlegung von Daten werden in derselben Publikation auch Datendiskrepanzen, die unterschiedliche Auswahl von Vergleichsgruppen bei Best-in-Class-Berechnungen, die Vervollständigung fehlender Datenpunkte und die Informationsüberlastung als wichtige Gründe für die Existenz abweichender ESG-Bewertungen genannt.

20) Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.

21) Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2020). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Arbeitspapier*.

22) Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50-58.

Man könnte meinen, dass eine grössere Menge an offengelegten Informationen die Meinungsverschiedenheiten bei ESG-Bewertungen verringern würde. Neuere Untersuchungen der Harvard Business School²³⁾ kommen jedoch zum gegenteiligen Schluss: Mehr verfügbare Informationen führen zu vielfältigeren Interpretationen und damit zu mehr Uneinigkeit. Die Forscher liefern empirische Belege dafür, dass die Uneinigkeit mit der Quantität der Nachhaltigkeitsinformationen zunimmt, was darauf hindeutet, dass die blossе Forderung nach mehr

Informationen von Unternehmen das Problem nicht lösen, sondern die Situation sogar verschlimmern könnte. Ob eine Verbesserung der *Qualität* der Nachhaltigkeitsangaben zu weniger Meinungsverschiedenheiten führen würde, bleibt eine offene Frage.

23) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, S. (2021). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, forthcoming.



7. Was kann getan werden, um die derzeitige Situation zu verbessern?

Zu den häufig genannten Mängeln der Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung gehören fehlende Daten, mangelnde Einigkeit über relevante qualitative Informationen und quantitative Leistungsindikatoren (KPIs) sowie die Divergenz der Messgrößen für nachhaltige Finanzierung. Wie können diese Probleme angegangen werden?

7.1. Verfügbarkeit von Daten

Was die Schliessung von Datenlücken mit konsistenten Informationen angeht, sollte man wahrscheinlich nicht darauf vertrauen, dass Unternehmen und Investoren diese Informationen freiwillig zur Verfügung stellen. Eine kürzlich durchgeführte Umfrage²⁴⁾ unter mehr als 800 Finanzprofessoren und Fachleuten, Regulierungsbehörden und Politökonomen ergab, dass nicht ein einziger Befragter zuversichtlich war, dass nicht verpflichtende Massnahmen für Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Verringerung des Klimarisikos und des Kohlenstoff-Fussabdrucks auf Unternehmensebene leisten würden. Obwohl sich diese Umfrage auf die Klimafinanzierung im Allgemeinen und nicht auf die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen im Besonderen konzentrierte, lässt die grosse Skepsis gegenüber freiwilligen Massnahmen Zweifel daran aufkommen, ob die Fortführung der Politik freiwilliger, nicht präskriptiver und flexibler Offenlegungspflichten die Qualität und Verfügbarkeit von Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung verbessern wird. Eine Studie²⁵⁾, die sich auf Techniken des maschinellen Lernens stützt, kommt zu dem Schluss, dass Unternehmen zwar die Ziele der Task Force for Climate-Related Financial Disclosure auf dem Papier enthusiastisch unterstützen, aber in der Realität sehr selektiv sind und unwesentliche Informationen zum Klimarisiko offenlegen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass der einzige Ausweg aus diesem Dilemma in einem Übergang von der freiwilligen zur verpflichtenden Berichterstattung liegt. Die freiwillige Offenlegung ermöglicht es Unternehmen und Investoren zwar, Aussenstehenden gewisse Signale über ihre Nachhaltigkeitsbemühungen zu geben, aber nur die verpflichtende Offenlegung wird zur Verringerung der Unsicherheit in Bezug auf die nicht beobachtbare Qualität der Nachhaltigkeitsmerkmale und klimabezogenen Strategien von Unternehmen und Investoren führen.

Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass sich die derzeit geplanten obligatorischen Meldevorschriften von den meisten der heute bestehenden unterscheiden. Zu den verpflichtenden

Offenlegungsvorschriften sollten formale Standards gehören, die vorschreiben, über welche Themen Unternehmen und Investoren berichten müssen, welche Kennzahlen sie verwenden und wie diese berechnet werden sollten, und wo die Informationen offengelegt werden müssen. Zwar gibt es bereits einige Formen der obligatorischen Nachhaltigkeitsberichterstattung, doch sind sie selten präskriptiv – wobei es auch Ausnahmen gibt. Die SFDR-Verordnung ist beispielsweise sehr viel verbindlicher, da sie sowohl die wichtigsten KPIs als auch die wichtigsten qualitativen Informationen festlegt, die offengelegt werden müssen. Vielleicht ist ein schrittweiser Ansatz zweckmässig, der sich auf bereits bestehende (oder in der Entwicklung befindliche) internationale Standards stützt.

7.2. Kosten und Nutzen von Offenlegungspflichten²⁶⁾

7.2.1. Kosten

Die Einführung von Verpflichtungen zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten zieht natürlich sowohl Kosten als auch Nutzen nach sich, und beide müssen sorgfältig geschätzt werden. Die Kosten solcher Auflagen sind sowohl direkt als auch indirekt. Die direkten Kosten hängen hauptsächlich mit der Aufbereitung, Zertifizierung und Verbreitung der Informationen zusammen. Da viele Unternehmen und Investoren bereits in irgendeiner Form zertifizierte Nachhaltigkeitsinformationen zur Verfügung stellen, ist es unwahrscheinlich, dass die direkten Kosten neuer Offenlegungspflichten diese Unternehmen stark beeinträchtigen werden. Unternehmen und Investoren, die noch keine Nachhaltigkeitsinformationen bereitstellen, müssen jedoch neue Berichterstattungssysteme einrichten, was zu neuen direkten Kosten führen könnte. Da diese Kosten einen hohen fixen Anteil haben, muss kleineren Unternehmen und Investoren besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Für sie sind die fixen Kosten für die Aufbereitung und Zertifizierung relativ betrachtet höher.

24) Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance?. *Journal of Financial Economics*, erscheint demnächst.

25) Bingle, J. A., Kraus, M., & Leppold, M. (2021). Cheap Talk and Cherry-Picking: What ClimateBert has to say on Corporate Climate Risk Disclosures. *Arbeitspapier*.

26) Many of the ideas in this section are inspired by a recent survey paper that examines what academic insights tell us about the economic costs and benefits of sustainability disclosure mandates. See: Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 1-73.

Die indirekten Kosten, die sich aus den Offenlegungspflichten ergeben, entstehen hauptsächlich in Form einer möglichen Verbreitung von sensiblen Geschäftsdaten, die andere Interessengruppen (Konkurrenten, Lieferanten, Regulierungsbehörden oder die Gesellschaft als Ganzes) aus den von Unternehmen und Anlegern bereitgestellten Informationen ableiten können. Die Rechnungslegungsforschung hat festgestellt, dass diese Kosten grundsätzlich gering sind, wenn es sich um allgemeine oder aggregierte Offenlegungen handelt. Sie warnt jedoch, dass die Kosten für zu detaillierte oder spezifische Offenlegungen erheblich sein können, insbesondere für kleinere Unternehmen und Investoren. Offenlegungspflichten betreffend zukunftsorientierte Daten könnten Unternehmen und Anleger ausserdem einem höheren Risiko für Rechtsstreitigkeiten aussetzen. Auf der anderen Seite würde die Regulierung jedoch auch die rechtzeitige Offenlegung von schlechten Nachrichten oder Informationen erzwingen, was die Wahrscheinlichkeit und die Kosten von Rechtsstreitigkeiten verringern würde.

7.2.2. Nutzen

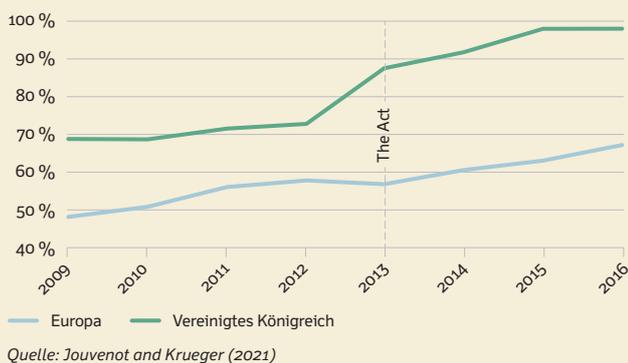
Frühere Studien betonen den Nutzen der Offenlegung von mehr und besserer Information durch Unternehmen und Anleger. So werden durch die Offenlegung Informationsasymmetrien verringert und das Bewusstsein von Unternehmen und Anlegern für bestimmte Probleme geschärft. Eine bessere Offenlegung verbessert und erleichtert auch die Überwachung von Unternehmensinsidern durch externe Parteien, wie Medien, Analysten oder institutionelle Anleger. Daher könnte eine bessere Offenlegung die Entscheidungsfindung von Unternehmen und Anlegern potenziell verbessern. Darüber hinaus kann die Offenlegung durch ein Unternehmen positive externe Effekte durch die Verbreitung von Informationen und durch Spillover-Effekte erzeugen. Auch wenn sich das Ausmass dieser marktweiten externen Effekte nur schwer quantifizieren lässt, könnten positive externe Effekte ein wichtiger Grund dafür sein, die Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten und insbesondere die Offenlegung und Berichterstattung im Zusammenhang mit dem Klima vorzuschreiben.

Weitere Vorteile verpflichtender Offenlegungsvorschriften mit verbindlichen Rechnungslegungsstandards sind die Transparenz und Vergleichbarkeit, die sich aus der Standardisierung ergeben. Obwohl diese Vorteile sicherlich vorhanden sind,

reichen sie nicht aus, um ein Mandat zu rechtfertigen: Wenn die Offenlegung grossen privaten Nutzen mit sich brächte, hätten Unternehmen und Investoren genügend Anreize, die Informationen freiwillig offenzulegen. Im Falle der Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen (und insbesondere der Offenlegung von klimabezogenen Daten) gibt es jedoch eindeutig positive externe Effekte. Diese Effekte werden von einzelnen Unternehmen und Investoren bei ihrer Entscheidung, was sie offenlegen, nicht berücksichtigt. In den meisten Fällen treten diese positiven externen Effekte der Offenlegung auf, wenn der Nutzen der Informationen für die Allgemeinheit vom individuellen Nutzen für Unternehmen abweicht. Bei klimabezogenen Offenlegungen scheint es wahrscheinlich, dass der öffentliche Nutzen den privaten Nutzen der Offenlegung übersteigt und dass die Unternehmen in ihrer Gesamtheit diese positiven externen Effekte bei der Entscheidung, was sie berichten, nicht berücksichtigen. Der Nutzen für die Allgemeinheit ist eine starke Motivation für die Schaffung von Berichterstattungsstandards und für den Zwang, diese anzuwenden. Darüber hinaus können durch Vorschrift zur und Standardisierung der Berichterstattung die Gesamtkosten gesenkt werden, indem Doppelarbeit bei der Produktion und Beschaffung von Informationen vermieden wird. So arbeiten Unternehmen derzeit mit verschiedenen Anbietern von Nachhaltigkeitsdaten zusammen, von denen jeder wahrscheinlich leicht unterschiedliche Informationen anfordert. Aufsichtsbehörden und Investoren könnten noch weitreichendere Informationen von Unternehmen verlangen. Standardisierte Angaben, die für alle Unternehmen und viele Nutzer (Investoren, Aufsichtsbehörden und Datenanbieter) relevant sind, werden höchstwahrscheinlich zu marktweiten Kosteneinsparungen führen. Insgesamt erleichtert die Standardisierung den Vergleich zwischen verschiedenen Unternehmen und Investoren. Schliesslich können Vorschriften zur Offenlegung auch dazu dienen, dass Unternehmen negative externe Effekte internalisieren und die Aktivitäten, die diese verursachen, reduzieren, was letztlich zu einem Wandel im Unternehmen führt.

Der potenzielle Nutzen einer verbindlichen und präskriptiven Regelung zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsdaten lässt sich am Beispiel der Einführung der Offenlegung von Treibhausgasemissionen im Vereinigten Königreich im Jahr 2013 erkennen. Diese Regulierung hatte zwei Auswirkungen.

Abb. 8: Prozentsatz der britischen und europäischen Unternehmen, die Treibhausgasemissionen offenlegen



Wie Abbildung 8 zeigt, hat sich die Verfügbarkeit von Treibhausgasemissionsdaten nach der Einführung der Verordnung im Vereinigten Königreich stärker verbessert als im übrigen Europa: Im ersten Jahr der Verordnung stieg die Offenlegungsquote der britischen Unternehmen von 70 auf 90 Prozent.

Abb. 9: Durchschnittliche prozentuale Unterschiede bei den Treibhausgasemissionen von britischen und europäischen Unternehmen

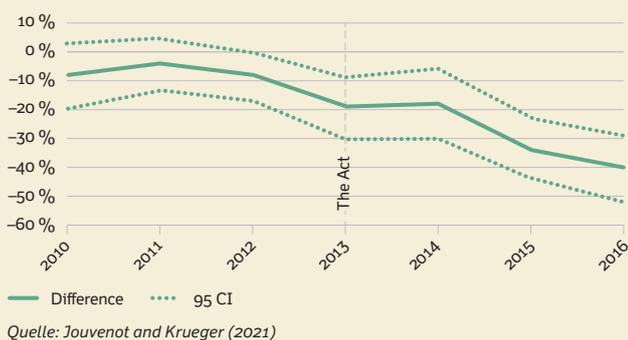


Abbildung 9 zeigt, wie sich die Treibhausgasemissionen auf Unternehmensebene nach der Verordnung entwickelt haben. Im Durchschnitt reduzierten die britischen Unternehmen ihre Treibhausgasemissionen stärker als vergleichbare Unternehmen aus anderen europäischen Ländern. Mit anderen Worten: Die Offenlegungsverordnung selbst führte zu einem Rückgang der Emissionen. Insgesamt wirkte sich die Verordnung daher nicht nur positiv auf das Informationsumfeld aus, (indem sie die

Verfügbarkeit von THG-Emissionsdaten erhöhte), sondern hatte auch positive Auswirkungen auf das Unternehmensverhalten, wie die stärkere Dekarbonisierung britischer Unternehmen im Vergleich zu europäischen Unternehmen zeigt.

7.3. Was kann man gegen divergierende ESG-Bewertungen und -Ratings tun?

Eine wichtige Erkenntnis aus der Untersuchung von Berg, Koelbel und Rigobon (2020) ist, dass Divergenz nicht nur durch unterschiedliche Interpretation der Daten (d.h. die Abgrenzungsdivergenz), sondern auch durch unterschiedliche zugrundeliegenden Daten (d.h. die Messungsdivergenz) bedingt ist. Unterschiedliche Ratingagenturen scheinen ähnliche Nachhaltigkeitsthemen mit unterschiedlichen Kennzahlen und Ansätzen abzubilden. Diese Messdivergenz spielt die Hauptrolle für die Divergenz des globalen ESG-Ratings. Auch wenn es sicherlich gut ist, unterschiedliche Meinungen zu haben und nicht vorzuschreiben, welche Nachhaltigkeitsaspekte (oder Bereiche) am wichtigsten sind – insbesondere, da Nutzer unterschiedliche Präferenzen in Bezug auf Nachhaltigkeitsdaten und -ratings haben könnten –, so sind Meinungsverschiedenheiten bei der Messung eindeutig problematisch. Ähnliche Kategorien sollten auf die gleiche Weise gemessen werden. Solange es jedoch keine einheitlichen Standards für die Offenlegung von ESG-Kennzahlen gibt und die Quantifizierungsansätze intransparent bleiben, wird die Divergenz bei der Messung wahrscheinlich ein wichtiger Faktor für die unterschiedlichen ESG-Ratings bleiben. Bei der Auswahl einheitlicher Nachhaltigkeitskennzahlen sollte die Auswahl auf eng und klar definierten Attributen basieren, für die überprüfbare, prüffähige und transparente Messgrößen existieren (z. B. Treibhausgasemissionen, Dekarbonisierungsziele usw.). Idealerweise würden auch Szenarioanalysen oder Messgrößen zur Temperaturanpassung²⁷⁾ offengelegt, aber es ist zweifelhaft, ob die gegenwärtig existierenden Methoden eine sinnvolle Offenlegung erlauben. Hier wäre vielleicht ein weniger präskriptiver Ansatz ratsamer, bis ein gemeinsamer Rahmen gefunden ist. Darüber hinaus sollten Anstrengungen unternommen werden, um die Harmonisierung der vielen verschiedenen bestehenden Standards (TCFD, SASB, GRI,

27) Siehe z. B. <https://am.lombardodier.com/contents/news/white-papers/2021/july/designing-temperature-alignment.html>

EFRAG, IFRS usw.) voranzutreiben und die Zusammenarbeit zwischen den für die Standards verantwortlichen Institutionen zu fördern. Wenn immer neue Standards entwickelt werden, die nicht auf bestehenden Rahmenwerken aufbauen, besteht die Gefahr einer weiteren Verschärfung des Problems, das gemeinhin als "ESG-Alphabetsuppe" bezeichnet wird. Die Untersuchung von Berg, Kölbl und Rigobon (2020) zeigt beispielsweise, dass die Methoden und Bewertungen der ESG-Ratingagenturen einheitlicher wären, wenn sie ihre Ratings nach einer standardisierten Taxonomie organisieren würden. Auch wenn unterschiedliche Interpretationen grundsätzlich

nützlich sind, zeigt die Forschung, dass einige verbindliche Leitlinien zur Wichtigkeit verschiedener Kategorien die Divergenz ebenfalls verringern könnten. Berg, Kölbl und Rigobon (2020) verwenden beispielsweise die SASB-Taxonomie, um neue Ratings zu erstellen, bei denen die Gewichtung und die Abgrenzung über alle Anbieter hinweg konsistent sind. Diese Vorgehensweise führt zu einer höheren Übereinstimmung der ESG-Ratings. Schliesslich könnte auch eine Erhöhung der methodischen Transparenz der Datenanbieter in Bezug auf Themen wie Vergleichsgruppen oder Definition und Gewichtung zu einer Verringerung von Unstimmigkeiten führen.



8. Empfehlungen und Schlussfolgerungen

Die Messung der Nachhaltigkeit und die Entwicklung verlässlicher Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung bleiben eine Herausforderung. Die Divergenz der derzeitigen Kennzahlen für nachhaltige Finanzierung ist zu einem grossen Teil auf Unterschiede bei der Messung und den Definitionen zurückzuführen. Da Nachhaltigkeit zumindest bis zu einem gewissen Grad ein normatives und subjektives Konzept ist, werden die Definitionen von verschiedenen Nachhaltigkeitsthemen wohl auch in Zukunft weiter voneinander abweichen. Jedoch könnten Divergenzen bei der Messung der Nachhaltigkeit reduziert werden. So könnten Regulierungsbehörden beispielsweise durch die Festlegung einer Reihe von allgemein akzeptierten Offenlegungspflichten und Kennzahlen vorschreiben, wie Unternehmen und Investoren Informationen zu bestimmten Nachhaltigkeitsthemen bereitstellen. Regulierungsbehörden sollten von Unternehmen und institutionellen Anlegern verlangen, dass sie über diese Themen in offiziellen Offenlegungsdokumenten (z. B. Jahresberichten oder anderen vom Finanzmarktregulator verlangten Unterlagen usw.) berichten und sich auf Dimensionen konzentrieren, die allgemein als wichtig, gut definiert und messbar angesehen werden (z. B. Treibhausgasemissionen und Dekarbonisierungsziele usw.). Bei ihren Bemühungen sollten die Regulierungsbehörden auf dem Bestehenden aufbauen, d.h. bereits bestehende Offenlegungen privilegieren und vorhandene Ansätze und Rahmenwerke unterstützen.

Die vielen verschiedenen Ansätze, die derzeit nebeneinander bestehen, tragen nicht nur zur allgemeinen Verwirrung bei, sondern erlegen auch Unternehmen und institutionellen Anlegern eine grosse Berichtslast auf. Wenn Firmen und institutionelle Anleger auf viele verschiedene Standards reagieren müssen, kommt es zu doppeltem Arbeitsaufwand bei der Informationsbereitstellung, was zu Wohlfahrtsverlusten und vermeidbaren Kosten führt. Regulierungsmassnahmen, die auf eine Harmonisierung und Standardisierung abzielen, könnten in dieser Hinsicht nützlich und vielleicht sogar erforderlich sein. Insgesamt sollten Regulierungsbehörden eine Kosten-Nutzen-Analyse einer verpflichtenden Offenlegungsregelung durchführen. Ebenfalls sollten Regulierungsmassnahmen auf bestehenden Standards aufbauen und diese Standards über geografische Regionen hinweg harmonisieren, um letztendlich einen globalen Standard für die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen zu schaffen. Mögliche Kosteneinsparungen und Standardisierungsvorteile für Nutzer von Nachhaltigkeitsinformationen, ein grösseres Bekenntnis zur Offenlegung und das Potenzial, die negativen externen Effekte zu verringern, die sich aus den Aktivitäten von Unternehmen und Investoren ergeben, gehören zu den stichhaltigsten Argumenten für eine verpflichtende Nachhaltigkeitsberichterstattung. Allerdings sollten auch die mit der Durchsetzung und Ausgestaltung eines solchen Mandats verbundenen Kosten berücksichtigt werden. Schliesslich muss die Transparenz in Bezug auf die zur Erstellung von ESG-Ratings und ESG Kennzahlen verwendeten Methoden erhöht werden. Durch eine erhöhte Transparenz können Nutzer besser verstehen, warum verschiedene Ratings und Kennzahlen voneinander abweichen. Eine erhöhte Transparenz wird den Nutzern von ESG Daten ebenfalls helfen, die für sie am besten geeigneten Kennzahlen zu identifizieren und sie entsprechend zu verwenden.

Swiss Finance Institute

Das Swiss Finance Institute (SFI) ist das nationale Kompetenzzentrum für Grundlagenforschung, Doktorandenausbildung, Wissensaustausch und Weiterbildung im Bank- und Finanzwesen. Die Mission des SFI ist es, Wissenskapital für den Schweizer Finanzmarkt zu schaffen. Das 2006 als eine öffentlich-private Partnerschaft gegründete SFI entstand aus einer gemeinsamen Initiative des Schweizer Finanzsektors, sechs führender Schweizer Universitäten und der Schweizerischen Eidgenossenschaft.

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zürich, T +41 44 254 30 80
info@sfi.ch, www.sfi.ch

