

# Swiss Finance Institute Roundups

## Das Finanzwesen und der ökologische Wandel

### Editorial



Der Übergang zu einer grüneren Wirtschaft ist nicht länger nur ein politischer Slogan. Er hat höchste Priorität für den Privatsektor, der nicht nur zum ökologischen Wandel beiträgt, sondern durch ihn auch transformiert wird. Der Finanzsektor bildet da keine Ausnahme. Es entstehen neue Chancen, weil sich die Bedürfnisse und Wünsche der Investoren ändern. Aber es entstehen auch neue Risiken: Einige sind auf die Veränderungen zurückzuführen, die der Planet Erde derzeit erlebt, andere auf Regulierung und wieder andere auf den Übergang selbst. Dieser SFI-Roundup macht eine Bestandesaufnahme der neuesten Ideen zur Finanzwirtschaft und zum ökologischen Wandel. Experten aus Industrie und Wissenschaft diskutieren Schlüsselthemen wie das Zusammenspiel von Regierungspolitik und privatwirtschaftlichen Anreizen, die Rolle der Zentralbanken und die Herausforderungen und Chancen für Banken und Vermögensverwalter im ökologischen Wandel.

Wir wünschen Ihnen eine unterhaltsame Lektüre.



**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Autoren

**Claudia Bolli**

Claudia Bolli ist Leiterin Responsible Investing bei Swiss Re und Mitglied der Technischen Expertengruppe für nachhaltige Finanzierung der Europäischen Kommission. Zuvor arbeitete Claudia Bolli als Portfoliomanagerin bei der Bank Leumi und als Beraterin für Unternehmensentwicklung bei der Credit Suisse. Sie absolvierte einen MBA in Bankwesen- und Unternehmensfinanzierung an der Universität Zürich und ist ein Certified International Investment Analyst (CIIA).

**Sabine Döbeli**

Sabine Döbeli ist CEO von Swiss Sustainable Finance. Zuvor war Sabine Döbeli Leiterin des Corporate Sustainability Management bei Vontobel, wo sie für die Koordination von Nachhaltigkeitsthemen auf Gruppenebene und für die Vorbereitung nachhaltiger Anlagedienstleistungen verantwortlich war. Bei der Zürcher Kantonalbank baute sie innerhalb der Abteilung Finanzanalyse das Nachhaltigkeitsresearch auf und war an der Lancierung verschiedener nachhaltiger Anlageprodukte beteiligt. Sie verfügt über einen MSc in Umweltwissenschaften der Eidgenössischen Technischen Hochschule Zürich.

**Philipp Krüger**

Philipp Krüger ist SFI Senior Chair und ausserordentlicher Professor für Responsible Finance an der Universität Genf. Philipp Krüger ist regelmässiger Referent auf weltweit führenden Finanzkonferenzen. Seine Forschungsarbeiten wurden in erstklassigen akademischen Zeitschriften veröffentlicht. Seine Forschungsschwerpunkte sind nachhaltige und verantwortungsbewusste Finanzierung, Unternehmensfinanzierung, Corporate Governance und Behavioral Finance. Seinen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften wurde ihm von der Toulouse School of Economics verliehen.

**Steven Ongena**

Steven Ongena ist SFI Senior Chair und Professor für Bankwesen an der Universität Zürich. Die Arbeiten von Steven Ongena wurden in führenden akademischen Zeitschriften in den Bereichen Finanzen und Volkswirtschaftslehre veröffentlicht. Für seine Forschung wurde er mehrfach ausgezeichnet. Er berät mehrere europäische Zentralbanken. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen der empirischen Finanzintermediation und der angewandten Finanzökonomie. Er hat an der Universität von Oregon in Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Jean-Charles Rochet**

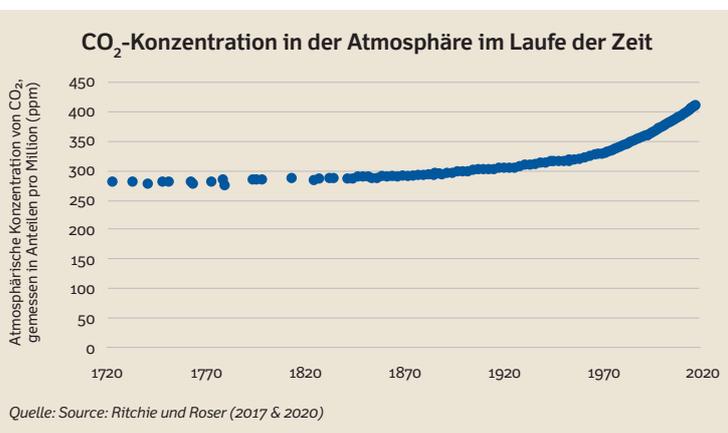
Jean-Charles Rochet ist SFI Senior Chair und Professor für Bankwesen an der Universität Genf. Professor Rochet lehrte zuvor an der Toulouse School of Economics und der Universität Zürich. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Bankenrisiken und Regulierung. Er hat an der Universität Paris-Dauphine in Wirtschaftsmathematik promoviert.

**Alexander F. Wagner**

Alexander F. Wagner ist SFI Senior Chair und Professor für Finanzen an der Universität Zürich. Alexander Wagners Forschung wurde in führenden akademischen Zeitschriften und Fachzeitschriften veröffentlicht. Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance sowie in der politischen Ökonomie. Seine praktische Erfahrung stammt aus seiner Arbeit als unabhängiger Berater für eine der Big Four und als Vorsitzender eines Proxy Advisors. Er hat an der Universität Harvard in politischer Ökonomie promoviert.

# Fakten und Zahlen

**Die Konzentration von CO<sub>2</sub> und anderen Treibhausgasen (THG) in der Atmosphäre hat seit der industriellen Revolution stetig zugenommen. Wie werden diese Emissionen auf Unternehmensebene gemessen?**



**P. Krüger:** Die CO<sub>2</sub>/GHG-Emissionen auf Unternehmensebene werden in der Regel durch ein System mit drei Messbereichen gemessen. Scope-1-Emissionen sind die direkten betriebsbedingten Emissionen, für die ein Unternehmen verantwortlich ist. Scope-2-Emissionen umfassen die Emissionen, für die ein Unternehmen indirekt durch seinen Energieverbrauch verantwortlich ist. Scope-3-Emissionen umfassen alle indirekten Emissionen, die sowohl vor als auch nachgelagert in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens auftreten. Gegenwärtig liegt der Schwerpunkt vor allem auf Scope 1 und 2, da Unternehmen über die genauesten Daten zu diesen Emissionen verfügen und auf sie die grössten Einflussmöglichkeiten haben. Bei Scope 3 ist die Quantifizierung der Emissionen, die durch die Produktnutzung in der nachgelagerten Wertschöpfungskette entstehen, eine besondere Herausforderung.

**C. Bolli:** Um Investitionsentscheidungen zu treffen, werden aufgrund der Datenverfügbarkeit vor allem die Scope 1 und 2 Emissionen beim Vergleich von Unternehmen hinsichtlich ihrer CO<sub>2</sub>/GHG-Emissionen herangezogen. Die Scope-3-Emissionen werden genau überwacht; aber, wie bereits erwähnt, sind die Daten derzeit zu uneinheitlich und zu verstreut, um für Investitionsentscheidungen herangezogen werden zu können. Dies wird sich wahrscheinlich in naher Zukunft ändern, da die Unternehmen einem erhöhten Druck ausgesetzt sind, vollumfänglich über die von ihnen verursachte Umweltbelastung zu berichten.

**Wie verhalten sich CO<sub>2</sub>-Emissionen zu anderen Treibhausgasemissionen?**

**P. Krüger:** Es gibt mehrere verschiedene Treibhausgase, wie Distickstoffoxid, Methan und natürlich CO<sub>2</sub>. Um die Vergleichbarkeit zwischen diesen verschiedenen Emissionen zu gewährleisten, wurde ein Umrechnungssystem entwickelt, das eine Tonne CO<sub>2</sub> als Basiseinheit verwendet. Diese Masseinheit ist das CO<sub>2</sub>-Äquivalent. Das CO<sub>2</sub>-Äquivalent berücksichtigt die unterschiedlichen globalen Erwärmungspotentiale der verschiedenen Gase. Derzeit entspricht beispielsweise eine Tonne Distickstoffoxid mehr als 200 Tonnen CO<sub>2</sub>.

**Wer sind die weltweit grössten CO<sub>2</sub>-/GHG-Emittenten?**

**P. Krüger:** Das hängt natürlich vom verwendeten Mass ab, aber die grössten Emittenten sind wahrscheinlich die Energiegiganten wie Saudi Aramco, Gazprom oder ExxonMobil. Man könnte argumentieren, dass der Banken- und Finanzsektor aufgrund der Finanzierungen, die er Unternehmen zur Verfügung stellt, ein hohes Niveau an Scope-3-Emissionen aufweist. Schliesslich ist jedes Unternehmen auf Dienstleistungen aus dem Banken- und Finanzsektor angewiesen. Es liegt auf der Hand, dass die Schätzung solcher Scope-3-Emissionen komplex ist und auf Annahmen sowie auf verschiedenen Modellierungstechniken beruht, die noch verfeinert werden müssen.

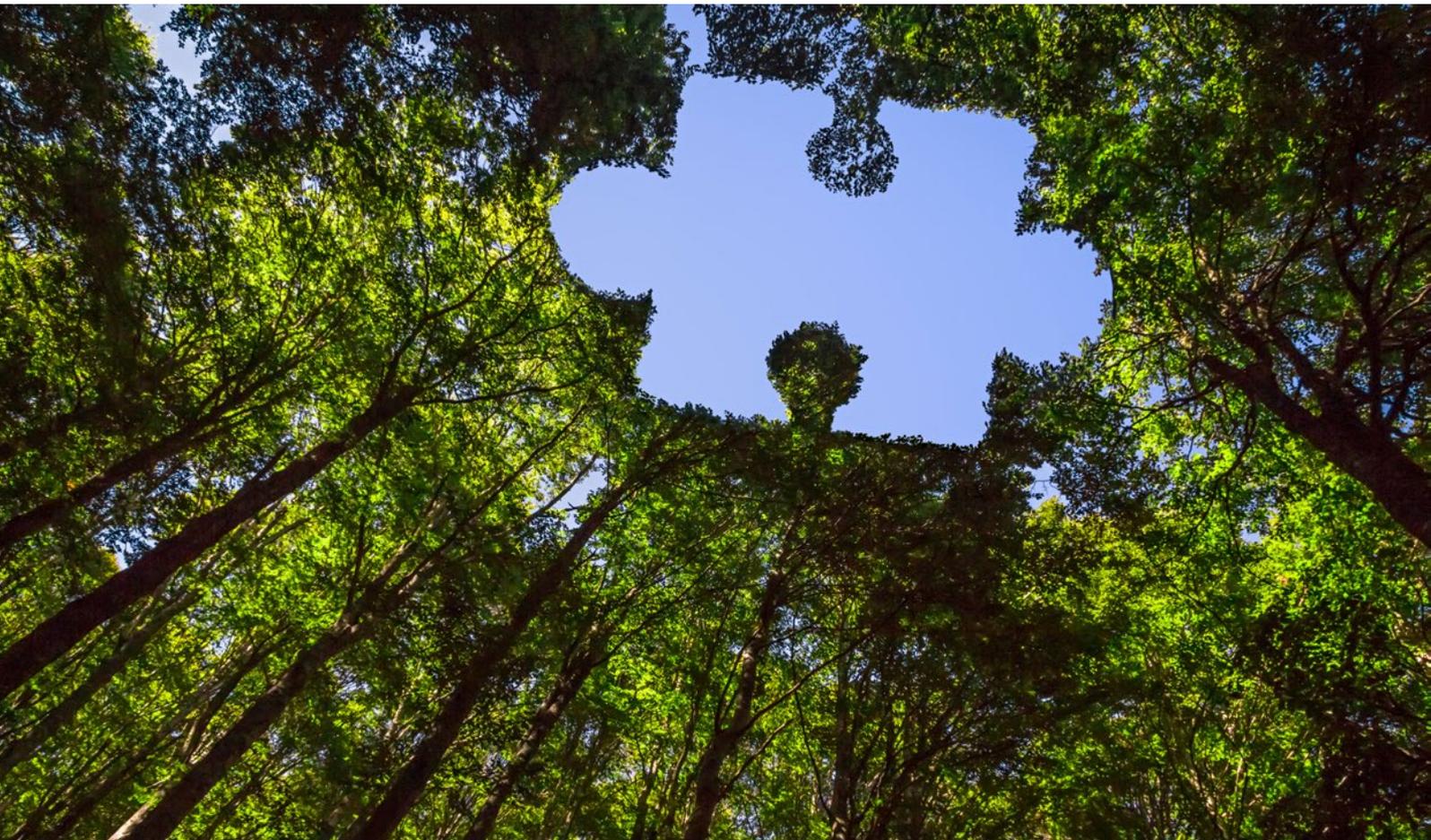
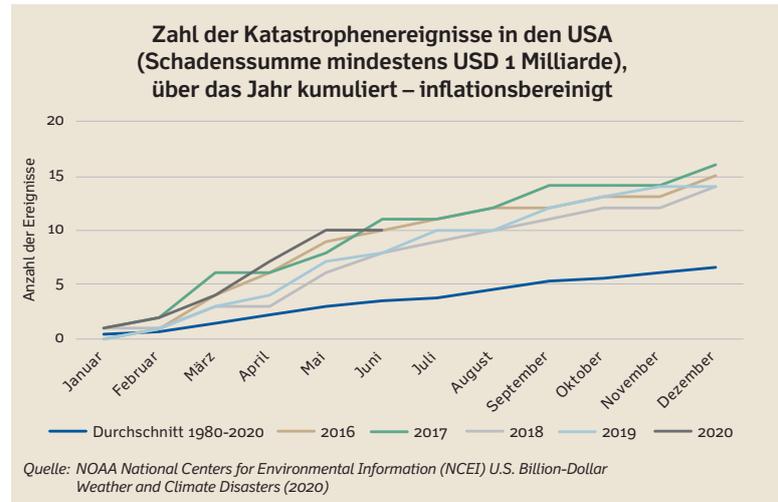
**Die Zunahme der Anzahl von Naturkatastrophen ist offensichtlich und explodiert. Was sind die jüngsten Schätzungen der Kosten des Klimawandels und der globalen Erwärmung für die Wirtschaftstätigkeit?**

**J.-C. Rochet:** Die von Ökonomen vorgelegten Zahlen zu den Kosten des Klimawandels stellen nur die Spitze des Eisbergs dar. Meiner Ansicht nach besteht das Hauptproblem darin, dass es eigentlich keinen Sinn macht, eine herkömmliche Kosten-Nutzen-Debatte zu führen, da die Fragen des Klimawandels angegangen, die Wirtschaft dekarbonisiert und die von der Wissenschaft gesetzten Ziele erreicht werden müssen. Wir müssen uns daher darauf konzentrieren, wie wir dies auf die effizienteste Art und Weise tun können, wobei wir ausdrücklich ökologische und menschliche Faktoren und nicht nur wirtschaftliche berücksichtigen müssen.

**S. Ongena:** Schätzungen sind immer nützlich, aber die aktuelle Covid-19-Krise erinnert uns daran, dass grosse Schocks komplex sind und ihre volle Auswirkung schwer vorherzusagen ist. Im Falle der globalen Erwärmung gibt es sehr grosse Bereiche der Unsicherheit sowie potentielle enorme Nichtlinearitäten in der Art und Weise, wie sich das Klima verändern kann. Es ist offensichtlich, dass die Kosten

und Auswirkungen des Klimawandels gravierend sein werden. Leider sind die uns heute zur Verfügung stehenden Modellierungstechniken und Daten möglicherweise nicht in der Lage, umfassende und robuste Vorhersagen über die indirekten und oft unerwarteten Folgen des Klimawandels zu liefern..

► **C. Bolli:** Innerhalb der Versicherungsbranche sind physische Risiken äusserst relevant. Beispielsweise wird die Schwere von Überschwemmungen und Tropenstürmen in Zukunft unbestreitbar zunehmen, und eine Quantifizierung der Auswirkungen und der geografischen Lagen dieser Risiken ist auf Grundlage vorhandener Daten bereits möglich. Aus der Sicht eines Versicherers ist die Diversifizierung der Risiken wie auch der geografischen Lagen der Schlüssel zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit. Es kann sein, dass innerhalb der nächsten Jahrzehnte die Absicherung gegen bestimmte Risiken unerschwinglich wird und diese Risiken infolgedessen nicht mehr oder nur noch über öffentlich-private Partnerschaften versicherbar sind.



# Das Klimapuzzle

## Der Jargon auf dem Gebiet der Nachhaltigkeit ist riesig. Was quantifizieren Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance (Environmental, Social, and Corporate Governance – ESG)-Messgrößen?

► **P. Krüger:** Es gibt in der Tat eine Menge Terminologie im Bereich der grünen Finanzierung, einschliesslich einer Reihe lose zusammenhängender Konzepte. ESG ist zu einem Überbegriff in der Finanzindustrie geworden. Aus historischer Perspektive versuchen ESG-Kennzahlen, die Qualität der Umwelt-, Sozial- und Governance-Politik eines Unternehmens zu quantifizieren. Sie konzentrieren sich auf Prozesse und auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Der Ursprung von ESG lässt sich bis ins Jahr 2004 zurückverfolgen, als Kofi Annan einen Brief an die weltweit führenden Finanzinstitute sandte und sie aufforderte, ESG-Themen besser in ihr Finanzmanagement und ihre Investitionstätigkeit zu integrieren. Der Trend bei der Erstellung des ESG-Profiles eines Unternehmens geht heute viel mehr in Richtung einer Quantifizierung der ökologischen und sozialen Auswirkungen der Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens. Damit ähnelt es in gewisser Weise dem nachgelagerten Teil von Scope 3, der oben im Zusammenhang mit den THG-Emissionen diskutiert wurde.

## Was ist mit den Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment (PRI)?

► **C. Bolli:** PRI ist eine freiwillige Anlegerinitiative, die 2006 ins Leben gerufen wurde – die grösste, die je gegründet wurde, mit mehr als 3'000 Unterzeichnern, die ein Vermögen von über 100 Billionen USD repräsentieren. Sie konzentriert sich auf die Umsetzung von sechs verschiedenen Anlagegrundsätzen in die Praxis. PRI-Unterzeichner müssen jährlich über ihren verantwortungs-

bewussten Ansatz und ihre Investitionen berichten und können aus der Gesamtinitiative ausgeschlossen werden, wenn sie ihre Versprechen nicht einhalten. Es gibt einige Diskussionen über die mühsamen Aspekte des Berichtsprozesses. Ein solcher Prozess ist jedoch für die Überprüfung der eigenen Verpflichtungen und Fortschritte von Vorteil. Die PRI haben entscheidend dazu beigetragen, eine vergleichbare und transparente Unternehmensberichterstattung über verantwortungsbewusste Investitionen zur Verfügung zu stellen, in einer Welt, in der es keine globalen Standards gibt. Die Netzwerkdimension der PRI ist ebenfalls sehr nützlich.

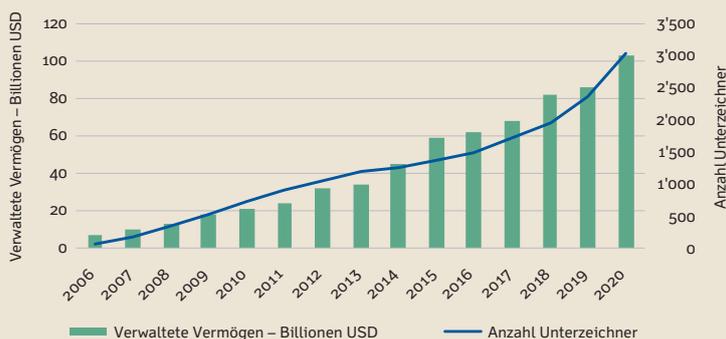
► **S. Döbeli:** Die PRI haben massgeblich dazu beigetragen, nachhaltige Investitionen zu fördern und die Debatte auf eine professionelle Ebene zu verlagern. Das Feedback, das Unternehmen hinsichtlich der Positionierung ihrer Konkurrenten erhalten, stellt einen klaren Anreiz für eine Branche dar, als Ganzes voranzukommen. PRI sind zunehmend ein Muss für Vermögensverwalter, da die Prinzipien dazu beitragen, die Vorteile des ökologischen Wandels auf der ganzen Welt zu vermitteln.

## Und was ist mit den Zielen der nachhaltigen Entwicklung (Sustainable Development Goals – SDG)?

► **P. Krüger:** SDG ist eine Sammlung von 17 sehr weit gefassten Zielen, die die grossen ökologischen und sozialen Herausforderungen der Welt aufzeigen. Diese Ziele wurden 2015 von den Vereinten Nationen festgelegt und 2017 von der UN-Generalversammlung verabschiedet. Der Finanzsektor hat sich in jüngster Zeit sehr für die SDG interessiert. Die Breite der Ziele macht sie einerseits zu einer für alle Finanzinvestoren frei wählbaren Klassifizierung, während sie andererseits die derzeitigen Herausforderungen der Gesellschaft hervorhebt. Ich denke, SDG ist ein interessanter Rahmen, über den man bei der Gestaltung nachhaltiger Finanzprodukte nachdenken sollte.

► **S. Döbeli:** Durch die SDG-Initiative erzielte die internationale Gemeinschaft zum ersten Mal eine globale Einigung darüber, was Nachhaltigkeit bedeutet. ESG, PRI und SDG arbeiten alle auf verschiedenen Ebenen und ergänzen sich gegenseitig. Kurz gesagt, ESG konzentriert sich auf das operative Funktionieren einer Branche, PRI konzentriert sich auf die Rolle der Finanzindustrie, und SDG bietet einen breiten strategischen Rahmen auf landesweiter Ebene.

**PRI - Verwaltete Vermögen und Anzahl Unterzeichner**



Quelle: Principles for Responsible Investing (2020)

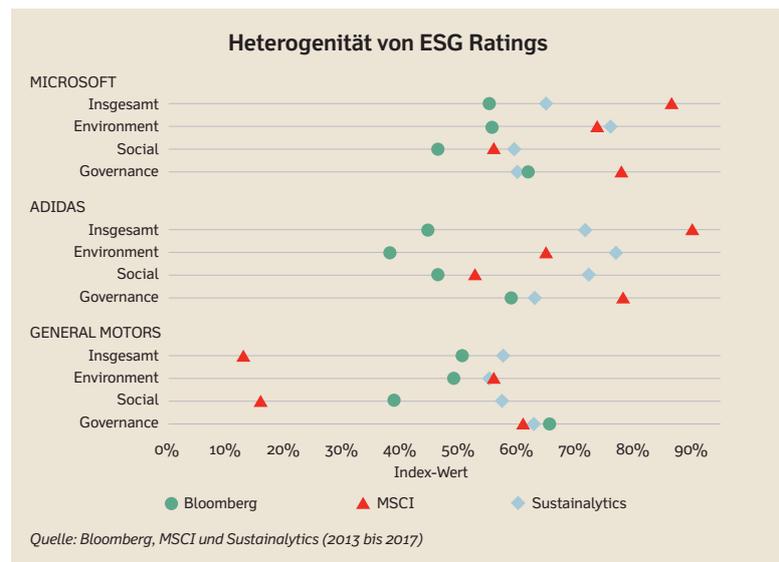
**Datenlieferanten liefern sehr heterogene Kennzahlen, insbesondere, was die ESG-Kennzahlen angeht. Woran liegt das?**

**P. Krüger:** Es stimmt, dass ESG-Kennzahlen von verschiedenen Datenanbietern stark voneinander abweichen können. Im Allgemeinen fallen die Nutzer dieser Daten in zwei Lager. Das erste Lager ist der Ansicht, dass Meinungsverschiedenheiten kein grosses Problem darstellen, da ESG-Kennzahlen eher Meinungen sind, und es immer gut ist, eine Meinungsvielfalt zu haben. Traditionelle Finanzanalysten geben ja auch unterschiedliche Kauf-, Halte- und Verkaufsempfehlungen ab und haben unterschiedliche Meinungen zu ein- und derselben Aktie. Solche Meinungsverschiedenheiten wurden noch nie als problematisch gesehen. Das andere Lager argumentiert, dass es, wenn Kapital jetzt zunehmend nach ESG-Kennzahlen zugeteilt wird, eine gewisse Übereinstimmung der Meinungen geben muss. Neuere Forschungen bieten eine Erklärung, warum ESG-Kennzahlen verschiedener Datenanbieter nicht übereinstimmen: Das Problem liegt vor allem an der Divergenz von Messung und Masseinheiten. Messdivergenz tritt auf, wenn verschiedene Datenanbieter dasselbe Attribut unter Verwendung unterschiedlicher Indikatoren messen, während Divergenz beim Umfang auftritt, wenn Art und Anzahl der zur Erstellung einer Metrik verwendeten Attribute von Datenanbieter zu Datenanbieter unterschiedlich sind. Die Divergenz hängt also mit den Methoden zusammen, die von den verschiedenen Datenanbietern verwendet werden, weshalb es meines Erachtens wichtiger ist, mehr Transparenz in Bezug auf diese Methoden zu haben. Sobald die Methodologien bekannt sind, wird es an den Investoren liegen, zu bestimmen, welcher Datenanbieter den Ansatz verwendet, der ihren Zielen und Visionen am besten entspricht.

**Immer mehr Firmen und Dienstleistungen, aber auch Konsum- und Finanzprodukte werden als "grün" bezeichnet. Besteht die Gefahr eines generellen "Greenwashing"?**

**P. Krüger:** Offensichtlich gibt es einen Trend: Praktisch alle Finanzinstitute springen auf den grünen Zug auf. Meine Untersuchungen haben ergeben, dass 50 % der globalen Aktien mittlerweile im Besitz von PRI-Unterzeichnern sind, was bedeutet, dass grüne oder nachhaltige Finanzierungen keine Nische mehr sind. Offensichtlich gibt es bei einigen dieser Investoren "Greenwashing", aber die Ergebnisse deuten nicht darauf hin, dass dieses Phänomen weitverbreitet ist. Einige Finanzinstitutionen sind federführend, andere tun weniger. Es ist wichtig, die Transparenz der Massnahmen zu erhöhen, die diese Institutionen zur Förderung des ökologischen Wandels ergreifen. Die PRI spielen hier eine wichtige Rolle, indem sie die Unterzeichner über ihre Bemühungen

zur Umsetzung der ESG berichten lassen, aber auch regulatorische Massnahmen wären wahrscheinlich nützlich. Frankreich hat zum Beispiel Artikel 173 eingeführt, der Investoren verpflichtet, offenzulegen, wie sie ESG-Kriterien in ihre Entscheidungsfindung einbeziehen. Ich denke, die Einführung solcher Transparenzgesetze ist nützlich, um Greenwashing zu bekämpfen.



**A. F. Wagner:** In Anbetracht der Anreize für ein Unternehmen, als grün wahrgenommen zu werden, müssen wir uns in der Tat Sorgen über Greenwashing machen. Es gibt zwei Möglichkeiten, wie eine Firma ein grünes Label erhalten kann: indem sie die Anforderungen tatsächlich erfüllt oder indem sie vorgibt, sie zu erfüllen. Grüne Labels, wie die in der Lebensmittelindustrie, bedeuten nicht unbedingt, dass die Produkte und Dienstleistungen besser sind. Die Messung von Treibhausgasemissionen (THG) ist schwierig, wie wir oben diskutiert haben, was eine irreführende Berichterstattung ermöglicht. Das an der Universität Zürich durchgeführte jährliche Rating von Schweizer Firmenberichten zeigt, dass viele Schweizer Firmen ihre Nachhaltigkeitsagenden in schönen Berichten mit positiven Bildern propagieren, es aber versäumen, explizite Daten über ihre aktuellen THG-Emissionen zu liefern oder ihre langfristigen Strategien zu erläutern.

► **S. Döbeli:** Greenwashing ist zu einem weit verbreiteten Vorwurf in politischen Diskussionen und in den Medien geworden. Die EU versucht, dieses Thema anzugehen, indem sie eine Taxonomie dessen erstellt, was grün ist und was nicht grün ist. Aber dieser Ansatz löst das Problem für nachhaltiges Investieren nicht. Meiner Ansicht nach sollte es Schattierungen von Grün geben, die Produkte und Dienstleistungen, die in grüne Lösungen investieren, von solchen unterscheiden, die zu nachhaltigen Veränderungen in allen Bereichen beitragen. Damit die Verbraucher in der Lage sind, gut informierte und intelligente Entscheidungen zu treffen, ist es entscheidend, mehr Informationen über die verschiedenen Arten von Produkten bereitzustellen.

► **C. Bolli:** Greenwashing mag in der allgemeinen Wirtschaft zu beobachten sein, aber der Anleihenmarkt bildet hier eindeutig die Ausnahme. Rahmenwerke wie die "Green Bond Principles" der International Capital Market Association setzen Anforderungen in Bezug auf Standards für Transparenz, Offenlegung und Berichterstattung fest. Aus der Sicht eines Anlegers verwenden wir solche Standards, um unser Portfolio grüner Anleihen jährlich zu überprüfen und diejenigen Investitionen zu veräussern, die die ursprünglich festgelegten Kriterien nicht mehr erfüllen.

**Eine Tonne CO<sub>2</sub> wird derzeit im EU-Emissionshandelssystem, das als grösster Cap-and-Trade-Markt für Treibhausgase etwa 45% der EU-Emissionen abdeckt, mit rund 25 EUR bewertet. Was spiegelt dieser Preis wider?**

► **J.-C. Rochet:** Der Preis für eine Tonne CO<sub>2</sub> hängt letztlich von der Anzahl der pro Jahr zugeteilten Zertifikate ab. Die Frage läuft also darauf hinaus, ob die Anzahl der erteilten Genehmigungen angemessen ist. Meines Erachtens ist diese Zahl zu grosszügig, und die Entscheidungsträger sollten den Empfehlungen der wissenschaftlichen Gemeinschaft genauer folgen. Die Herausforderung im Hintergrund besteht darin, dass wir es hier nicht einfach mit dem üblichen Problem des Allgemeinguts zu tun haben, ähnlich dem Gefangenendilemma, bei dem die internationale Gemeinschaft das Problem gemeinsam angehen muss. Wir haben es auch mit einem Problem der zeitlichen Horizonte zu tun, bei dem künftige Generationen nicht in den Entscheidungsprozess zum Klimawandel eingebunden sind. Ich bin fest davon überzeugt, dass die Lösung darin besteht, die Bürger dazu zu erziehen, sich mehr um die Zukunft der Umwelt zu sorgen und sie die Veränderung ihrer Präferenzen gegenüber Unternehmen und politischen Entscheidungsträgern gleichermaßen zum Ausdruck bringen zu lassen.



# Regierungen, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken

**Elf der 15 weltweit grössten CO<sub>2</sub>/GHG Scope 3-Emittenten, die für mehr als ein Drittel der globalen CO<sub>2</sub>/GHG-Emissionen verantwortlich sind, befinden sich im Staatsbesitz. Was sagt das über die Verantwortung der Regierungen aus, und gibt es einen geeigneten Übergangsplan?**

▶ **J.-C. Rochet:** Das Thema ist heikel. Eine Lösung könnte darin bestehen, dass solche staatseigenen Unternehmen an die Börse gebracht werden. Öffentliche Unternehmen haben in der Regel bessere Governance-Strukturen als Staatsunternehmen, weil internationale NGOs und starke Aktionäre das Verhalten von börsennotierten Unternehmen besser verändern können.

▶ **A. F. Wagner:** Zu den wichtigsten Hoffnungen gehören in diesem Zusammenhang technologische Fortschritte. Die Regierungen dieser Länder müssen proaktiv handeln und ihre vergangenen und aktuellen Einnahmen dazu verwenden, in Forschung und Entwicklung im Bereich sauberer Energien zu investieren. Auf diese Weise können sie ihre künftigen Einnahmequellen diversifizieren und ihren eigenen Interessen – und denen des Planeten – am besten dienen.

**Wie beeinflussen Regierungen das Verhalten von Unternehmen in Bezug auf Kohlenstoffemissionen?**

▶ **S. Döbeli:** Den Regierungen steht hier ein breites Spektrum von Instrumenten zur Verfügung. Erstens bieten Gesetze und Verordnungen klare Richtlinien darüber, was getan werden kann und was nicht. Zweitens kann die Preisgestaltung für Kohlenstoff im Rahmen des Cap-and-Trade-Systems Unternehmen dazu veranlassen, nach und nach angemessenere Strategien zu verfolgen. Drittens können Vereinbarungen mit verschiedenen Branchen getroffen werden, wie dies in der Schweiz mit der Energieagentur des Schweizer Privatsektors geschehen ist, die Unternehmen dabei unterstützt, CO<sub>2</sub>-Reduktionen zu erreichen.

▶ **P. Krüger:** Die Mehrheit der Regierungen hat die Emissionen direkt ins Visier genommen und regulative Instrumente wie Kohlenstoffsteuern oder Cap-and-Trade eingesetzt. Meiner Meinung nach gibt es einen nicht ausreichend genutzten politischen Hebel, der sich als vorteilhaft erweisen könnte: die Unternehmen sollten verpflichtet werden, die Transparenz in Bezug auf ihre Treibhausgasemissionen zu erhöhen. Mit anderen Worten, die Regierungen könnten Unternehmen vorschreiben, ihre Emissionen in den von Regulierungsbehörden verlangten Finanzberichten offenzulegen. Meine kürzlich durchgeführte Untersuchung, in der ich die Einführung einer solchen transparenzorientierten

Offenlegungsregelung in Grossbritannien analysiere, zeigt, dass Firmen ihre THG-Emissionen infolge der Berichtspflicht reduziert haben. Solche Regelungen wären auch für institutionelle Investoren, die für ihre THG-Entscheidungen zunehmend Kohlenstoffdaten benötigen, von grossem Nutzen.

**Welche Beispiele gibt es für staatliche Interventionen zur Begrenzung der THG/ CO<sub>2</sub>-Emissionen in der Schweiz?**

▶ **S. Döbeli:** Im Jahr 1990 verpflichtete sich die Schweizer Regierung, die THG/ CO<sub>2</sub>-Emissionen der Schweiz bis 2020 um 20% zu reduzieren. Daten aus dem Jahr 2018 zeigen, dass die Emissionen aus der Beheizung von Gebäuden seither um 33% zurückgegangen sind, was zeigt, dass die schrittweise Erhöhung der Heizölsteuern gut funktioniert hat. Die gleichen Daten zeigen keinerlei Reduzierungen im Verkehrssektor, da die Richtlinien zu viele Ausnahmen vorsahen. Dies zeigt, dass gut kalibrierte Gesetze wirksam sein können, während Ansätze mit vielen Schlupflöchern scheitern werden.

**Ist die Covid-19-Krise die beste Chance, die wir haben, um die Welt grüner zu machen?**

▶ **S. Ongena:** Wir erleben eindeutig einen "besonderen" Moment. Die Situation, mit der wir Anfang des Jahres konfrontiert waren, war komplex, und die Zeit war knapp bemessen, aber ich glaube, es wäre für die politischen Entscheidungsträger effizienter gewesen, das Geld zusammen mit einer Reihe von Vorschriften darüber, wie es ausgegeben und investiert werden soll, zu verteilen, anstatt das Geld zuerst zu verteilen und die Vorschriften später auszuarbeiten.

▶ **S. Döbeli:** Jede Krise sorgt für Störfaktoren, die uns zwingen, unsere Prozesse zu überdenken. Hoffentlich zwingt uns die heutige Situation zu raschem Handeln in Bezug auf den Klimawandel. Allerdings erfordert die Covid-19-Krise in vielen Sektoren Haushaltsbeschränkungen, die zumindest in einigen Ländern die grüne Agenda verlangsamen werden.

**Wie verhalten sich die Zentralbanken in Bezug auf den ökologischen Wandel? Und wie sollten sie sich verhalten?**

▶ **J.-C. Rochet:** Im Falle der Schweiz könnte die Auferlegung einer politischen Agenda an die Schweizerische Nationalbank, deren Kernaufgabe die Gewährleistung von Preisstabilität ist, die Büchse der Pandora öffnen, was grün und nachhaltig ist und was nicht. Der Fall der Eurozone unterscheidet sich erheblich von dem der Schweiz, da die Europäische Zentralbank (EZB) nicht nur für die Wahrung der Preisstabilität, sondern auch für die Überwachung der

Robustheit des europäischen Bankensystems verantwortlich ist. Die EZB könnte daher in ihrer Aufsichtsfunktion die Finanzakteure von kohlenstoffintensiven Investitionen abhalten, indem sie die Risikogewichte so anpasst, dass sie die tatsächliche Bedrohung, die klimabedingte physische Risiken sowie politische Risiken darstellen, widerspiegeln.

► **S. Döbeli:** Dies ist eine schwierige Frage, da Zentralbanken natürlich sehr wichtige Finanzakteure sind. Es wäre komisch, wenn sie nicht eine wichtige Rolle beim Wandel spielen würden, aber sie haben gleichzeitig sehr unterschiedliche Mandate. Ich glaube, die Besonderheiten ihrer Rollen hängen von der Kernaufgabe der einzelnen Banken ab. Nichtsdestotrotz arbeiten die Zentralbanken über ihr "Netzwerk zur Ökologisierung des Finanzsystems" (Network on Greening the Financial System, NGFS) bei der Entwicklung eines Ansatzes zur Bekämpfung des Klimawandels zusammen. Sie entwickeln auch Instrumente zur Unterstützung von Regierungsmassnahmen während des ökologischen Wandels.

► **P. Krüger:** Dies ist eine spannende Frage, und eine, die derzeit noch wenig erforscht ist. Wir haben kein gutes theoretisches Verständnis davon, ob und wie eine Zentralbank den ökologischen Wandel unterstützen sollte. Natürlich könnten die unterschiedlichen Mandate der Banken ihre Handlungsmöglichkeiten einschränken, aber einige Zentralbanken prüfen ihren Handlungsspielraum. Ein Blick nach Osten könnte uns einige Anhaltspunkte liefern: Zum Beispiel akzeptiert die People's Bank of China (PBOC) grüne Anleihen als Sicherheit bei Liquiditätsoperationen. Die PBOC experimentiert auch damit, für Banken mit umweltfreundlicheren Kreditportfolios ein niedrigeres regulatorisches Kapital zu verlangen. Ich denke, dass in diesen Bereichen noch viel mehr Anstrengungen erforderlich sind. Viele grüne oder nachhaltige Finanzierungen konzentrieren sich heute – wie in der Vergangenheit – auf die Sekundärmärkte, hauptsächlich auf Aktien und gehandelte Anleihen, aber der tatsächliche Einfluss eines Finanzinstituts kommt durch die Kreditvergabe, die stark von den Handlungen der Zentralbanken abhängt.



# Unternehmen

## Wie wirken sich Nachhaltigkeitskennzahlen auf die Aktienrendite aus?

▶ **P. Krüger:** Während die Literatur eine positive Korrelation zwischen ESG-Kennzahlen und finanzieller Performance dokumentiert, ist über die genauen Mechanismen, durch die diese Korrelation entsteht, wenig bekannt. In einer kürzlich erschienenen Studie zeige ich, dass ein Teil der jüngsten Outperformance auf das zunehmende Interesse der Anleger an nachhaltigen Investitionen zurückzuführen ist, was einen positiven Preisdruck auf Aktien mit guten ESG-Ergebnissen ausübt. Diese Ergebnisse implizieren jedoch auch, dass Firmen mit hohen ESG-Werten möglicherweise überbewertet sind und in Zukunft geringere Renditen erzielen werden. In einer anderen Studie stelle ich fest, dass nachhaltigere Firmen und Firmen, die in nachhaltigeren Sektoren tätig sind, in der Regel zwischen 10% und 20% niedrigere Löhne zahlen, was ebenfalls zu einer positiven Korrelation zwischen Nachhaltigkeit und Firmenperformance führen könnte. Diese "Nachhaltigkeits-Lohnlücke" ist bei hoch qualifizierten Arbeitnehmern ausgeprägter und nimmt im Laufe der Zeit zu. Das Nachhaltigkeitslohngefälle deutet darauf hin, dass ökologisch verantwortungsbewusste Unternehmen bei der Einstellung der am besten qualifizierten Arbeitskräfte die Nase vorne haben und so eine finanzielle Outperformance erzielen können.

## Die Unternehmen können ihre Emissionen kompensieren. Wie gut decken diese Kompensationsregelungen die verursachten Schäden ab?

▶ **S. Ongena:** Die Kompensation scheint eine attraktive Alternative zu sein, aber es muss weiter erforscht werden, wie sich solche Initiativen tatsächlich auf die Umwelt auswirken. Die moralische Komponente bei der Kompensation von Emissionen ist dennoch sehr wichtig, da sie es den Menschen ermöglicht, ihre Präferenzen zum Ausdruck zu bringen. Diese wiederum werden die Regulierungsbehörden hoffentlich dazu drängen, mit negativen externen Umwelteffekten auf dauerhaftere und umfassendere Weise umzugehen.

▶ **C. Bolli:** Wenn Sie sich zwischen Kompensation und Nichtstun entscheiden müssen, dann ist Kompensation natürlich vorzuziehen. Aber es ist eindeutig besser, Umweltschäden gar nicht erst zu verursachen, als sie auszugleichen.

## Könnten die heutigen Unternehmen und Regierungen für die durch CO<sub>2</sub>-/THG-Emissionen verursachten Schäden zur Rechenschaft gezogen werden?

▶ **J.-C. Rochet:** Es ist möglich, Firmen und Regierungen für lokale Verschmutzungen zur Verantwortung zu ziehen – wie zum Beispiel für Schäden, die durch einen Industrieunfall in einem Fluss verursacht wurden –, da es einfach ist, die Verursacher der Schäden zu ermitteln und das Schadensausmass einzuschätzen. Im Falle von CO<sub>2</sub>-/THG-Emissionen ist es weitaus komplexer, da es eine grosse Anzahl von Emittenten gibt, die Emissionen sich frei bewegen und die Schäden, die sie verursachen, Zeit brauchen, um zu materialisieren. Die Kombination dieser Faktoren bedeutet, dass unser derzeitiges Rechts- und Haftungsumfeld nicht so funktionieren kann, wie wir es erwarten. Der effizienteste Ausweg aus der heutigen kohlenstoffintensiven Welt ist die Aufklärung der Menschen, damit sie ihre Werte und Präferenzen in Richtung einer nachhaltigeren Welt lenken.

▶ **A. F. Wagner:** Der klassische Weg, ein Problem negativer Externalitäten zu lösen, ist die Zuweisung von Eigentumsrechten, da diese klären, wer wen zu entschädigen hat. Das Cap-and-Trade-System tut genau das. Ein weiterer Aspekt der Marktdisziplin besteht darin, dass sowohl die Gesellschaft insgesamt als auch die Finanzmärkte verantwortungsbewusste Unternehmen schätzen.

▶ **P. Krüger:** Ich denke, eine solche Rechenschaftspflicht könnte es in Zukunft geben. Das könnte auch für Kreditgeber geschehen. Das Prinzip der Umwelthaftung der Kreditgeber gibt es in den USA seit den 1980er Jahren: Unter bestimmten Umständen können Gläubiger für Umweltschäden, die von ihren Schuldnern verursacht wurden, haftbar gemacht werden. Im Falle von Kohlenstoffemissionen wäre eine wichtige Voraussetzung, dass die Emissionen genau gemessen und abgerechnet werden. Aber wenn wir erst einmal eine Erfolgsbilanz über die Emissionen der Unternehmen haben, könnten wir vielleicht in Zukunft in der Lage sein, Massnahmen zu ergreifen. Dies stellt ein Risiko für Kreditgeber dar, vor allem wenn man bedenkt, dass es den politischen Führern von morgen sehr ernst damit sein wird, den menschlichen Einfluss auf den Klimawandel zu reduzieren.

### Würden obligatorische Offenlegungen der CO<sub>2</sub>-/THG-Emissionen von Unternehmen diese Emissionen reduzieren und würden solche Offenlegungen der Wirtschaft schaden?

► **C. Bolli:** Die Offenlegung von Unternehmenskohlenstoffemissionen ist aus Investorensicht sehr wertvoll. Wir überwachen den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck unserer Investitionen, analysieren die zugrunde liegenden Risiken, und berücksichtigen die Ergebnisse in unserem Investitionsprozess. Obwohl Klimaberichterstattung kostspielig ist, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), neigen Investoren dazu, keine Informationen als schlechte Informationen zu betrachten.

### Was ist die beste Vorgehensweise für bestehende Aktionäre im Hinblick auf den ökologischen Wandel?

► **S. Döbeli:** Anlegern steht eine Vielzahl von Strategien zur Verfügung, die auch kombiniert werden können. Erstens können sie mit dem Management eines Unternehmens zusammenarbeiten. Wenn diese Strategie keine greifbaren Ergebnisse liefert, können sie sich von der Firma trennen, die auf Klimaschutzmassnahmen verzichtet, und in eine Firma investieren, die aktiver ist. Investoren mit ähnlichen Ansichten sollten auch eine Zusammenarbeit in Betracht ziehen, da kein einzelner Investor allein in der Lage ist, das Verhalten der heutigen Grossunternehmen zu ändern.

► **P. Krüger:** Ich halte es für wichtig, dass Aktionäre aktive Eigentümer sind. Sie sollten ihre Aktionärsrechte wahrnehmen und so durch ihr Engagement ihre Portfoliounternehmen für Nachhaltigkeitsthemen sensibilisieren. Dies ist besonders wichtig auf den heutigen Aktienmärkten, wo ein immer grösserer Teil des Vermögens passiv verwaltet wird. Passive Investoren können sich nur in sehr beschränktem Umfang von Firmen, die sie im Portfolio führen, trennen, was ihr Engagement noch wichtiger macht.



# Banken und der Finanzsektor

## Welche Rolle spielt der Finanzsektor beim ökologischen Wandel? Ist er Hauptakteur oder ein einfacher Überbringer von Wünschen?

► **S. Döbeli:** Die Antwort liegt irgendwo dazwischen, da sowohl Banken als auch Investoren eine Rolle spielen und sich daher zusammenschliessen müssen. Der Bankensektor spielt eine wichtige Botenrolle, insbesondere wenn es darum geht, Investoren über den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck ihrer Investitionen zu informieren. Investoren müssen die verfügbaren Informationen gut nutzen, aber sie müssen auch immer wieder vollständigere und relevantere Informationen anfordern.

► **A. F. Wagner:** Der Finanzsektor ist eindeutig ein wichtiger Akteur für den ökologischen Wandel. Ich glaube, er kann uns in die richtige Richtung lenken. Aber die Entscheidung, letztendlich Fortschritte zu machen kann nicht an dem Bankensektor delegiert werden. Das heisst, jeder Einzelne, einschliesslich den tatsächlichen Entscheidungsträgern in Unternehmen, muss sich entscheiden, ob er "grün" werden will oder nicht.

► **P. Krüger:** Ich denke, dass Banken eine entscheidende Rolle beim ökologischen Wandel spielen. Meiner Meinung nach haben sich die Banken und der Finanzsektor insgesamt zu sehr auf die Aufnahme von Nachhaltigkeitsthemen in Sekundärmärkten konzentriert. Ich bin der festen Überzeugung, dass der wirkliche Einfluss der Banken im Hinblick auf die Nachhaltigkeit von ihrer Kreditvergabe kommt. Schliesslich gibt es keine wirtschaftliche Aktivität ohne Bankkredite. Es ist an der Zeit, dass die Banken ihrer Verantwortung gerecht werden und den ökologischen Wandel durch die Kreditvergabe erleichtern.

## Wer unterstützt derzeit kohlenstoffintensive Unternehmen?

► **S. Ongena:** Jüngste Forschungen deuten darauf hin, dass die Kapitalkosten einiger kohlenstoffintensiver Unternehmen in den letzten Jahren gestiegen sind, wodurch sie aus dem Kapitalmarkt in den Kreditmarkt der Banken gedrängt wurden. Diese Ergebnisse bedeuten, dass einige grosse internationale Banken die Vorteile des heutigen regulatorischen Umfelds nutzen und rasch begonnen haben, die Kohlenstoffindustrie zu unterstützen, während der Anleihemarkt beginnt, sich von ihr zu trennen.

► **A. F. Wagner:** Die Banken müssen bei der Aufnahme von Krediten an kohlenstoffintensive Unternehmen in ihre Kreditportfolios vorsichtig sein. In zunehmendem Masse müssen Eigenkapitalinvestoren auch das implizite Risiko berücksichtigen, das sie mit kohlenstoffintensiven Investitionen eingehen. Aber es

gibt nach wie vor Investoren, die mit der Höhe des Risikos und der potenziellen Belohnung für dieses Risiko zufrieden sind.

## Wie gross ist das Problem der Kohlenstoffblase?

► **S. Ongena:** Die meisten der grossen Energiekonzerne suchen bereits nach nachhaltigen Lösungen, um den kohlenstoffintensiven Teil ihrer Tätigkeit zu diversifizieren. Diese Firmen haben in der Regel grosse Cash Reserven und in der Vergangenheit auf Forschung und Entwicklung gesetzt, um florieren zu können. Dies deutet darauf hin, dass sie über die notwendigen Ressourcen verfügen, um ihre Geschäfte auf umweltfreundlichere Geschäftsfelder zu verlagern. Die Realität zeigt jedoch, dass sie einen starken Anreiz haben, Zeit zu gewinnen um die Öl-, Gas- und Kohlefelder weiter auszubeuten, in deren Entdeckung sie in der Vergangenheit grosse Summen investiert haben.

► **C. Bolli:** Anleihen und Firmen haben unterschiedliche Laufzeiten. Es ist sehr wahrscheinlich, dass kohlenstoffintensive Energieunternehmen ihre Anleihen in den nächsten Jahren zurückzahlen und erneuern können, aber das bedeutet nicht, dass dieselben Firmen in 50 Jahren noch existieren werden.

## Wie effizient wäre eine Lösung, die auf einem angemessenen Kohlenstoffpreis und handelbaren Emissionsrechten beruht?

► **J.-C. Rochet:** Diese Lösung ist eindeutig ein Hauptelement des ökologischen Wandels. Aber um sie umzusetzen, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein – dass die Anzahl der Genehmigungen korrekt festgelegt wird und dass die gesamte internationale Gemeinschaft mit dem gleichen Regelwerk arbeitet. Ich sehe leider nicht, dass beide Bedingungen kurzfristig erfüllt werden.

Preis eines Terminkontrakts zur Emission von einer Tonne CO<sub>2</sub> an der Intercontinental Exchange – Laufzeitende Dezember 2020



Quelle: Bloomberg (2020)

► **S. Ongena:** Ich glaube, dass die derzeitige Anzahl an Genehmigungen nicht angemessen widerspiegelt, was zur Rettung unseres Planeten getan werden muss. Dies spiegelt sich in den Preisen für diese Genehmigungen wider, die nahe bei Null liegen, wie wir in der jüngsten Vergangenheit viele Jahre lang beobachtet haben.

► **S. Döbeli:** Die Anzahl der Zertifikate ist eindeutig zu hoch, und der aktuelle Marktpreis von einer Tonne CO<sub>2</sub> ist nicht dort, wo er sein sollte. Interessanterweise hat jedoch die Zahl der Hedge-Fonds und Energiehändler stark zugenommen, die in Erwartung eines sich verschärfenden regulatorischen Umfelds auf höhere Kohlenstoffpreise wetten. Die Preise liegen noch nicht bei 100 Euro pro Tonne, wo sie meiner Meinung nach sein sollten, aber sie sind von weniger als 10 Euro pro Tonne vor zwei Jahren auf etwa 25 Euro pro Tonne Mitte September 2020 gestiegen.

**Ist zu viel Geld auf der Suche nach zu wenigen nachhaltigen Anlagemöglichkeiten, und stellt dies ein Risiko dar?**

► **S. Ongena:** Dies ist eine heikle Frage, und die Antwort könnte auch davon abhängen, welchen Anlagehorizont wir in Betracht ziehen. Geschäftsbanken haben in der Regel einen Anlagehorizont von einigen Jahren und überprüfen ihre Portfoliostrategien von Zeit zu Zeit. Investmentbanken halten tendenziell wesentlich mehr langfristige Investitionen, die mit einem erhöhten Risiko sowohl hinsichtlich der Duration als auch der Illiquidität verbunden sind. Banken und Investoren müssen sich dessen bewusst sein.

► **C. Bolli:** Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass Unternehmen mit höheren ESG-Ratings tendenziell höhere risikobereinigte Renditen bieten, insbesondere in Zeiten von erhöhter Marktvolatilität. Es liegt also an den Finanzakteuren zu entscheiden, ob sie an die Vorteile, die ESG-Investitionen bieten können, glauben oder nicht. Unser Anlageportfolio bestätigt diese Ergebnisse, wie wir öffentlich erklärt haben.



# Verbraucher, Kleinanleger und Pensionsfonds

## Wie können sich Kleinanleger in der nachhaltigen Investmentlandschaft zurechtfinden?

► **S. Döbeli:** Meiner Meinung nach sollten Privatanleger ihre Wertvorstellungen und Ziele festlegen, diese mit verschiedenen Banken direkt diskutieren und mit der Bank zusammenarbeiten, die am sachkundigsten und überzeugendsten ist. Leider gibt es für Kleinanleger keine einfache Möglichkeit, verschiedene Produkte zu vergleichen und zu prüfen, ob sie ihren Bedürfnissen entsprechen.

## Wie nehmen Pensionsfonds das Klimarisiko wahr? Wie gehen sie damit um?

► **A. F. Wagner:** Sie sind sich dessen zunehmend bewusst. Aber es ist interessant zu sehen, wo der Schwerpunkt der institutionellen Anleger liegt, wenn eine Krise eintritt. Jüngste Forschungen zeigen, dass institutionelle Anleger während der Covid-19-Krise aktiv in Aktien mit hohem Barwert und niedrigem Verschuldungsgrad investierten und den Wert ihrer Bestände an diesen Aktien erhöhten, sogar über das hinaus, was allein aufgrund der gestiegenen Aktienkurse geschehen wäre. Im Gegensatz dazu akzeptierten institutionelle Anleger passiv den Wertzuwachs von ESG-Aktien, legten aber keine zusätzlichen Mittel in diese Aktien an. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass institutionelle Anleger, wenn sich ein Tail-Risk realisiert, "harte" Messgrößen für die Widerstandsfähigkeit eines Unternehmens bevorzugen.

► **S. Döbeli:** Pensionsfonds werden sich zunehmend der Risiken bewusst, die mit dem Klimawandel verbunden sind. Grosse Schweizer und internationale Akteure begegnen diesem Risiko mit den entsprechenden Instrumenten. Für kleinere Akteure ist es jedoch viel schwieriger, solche Faktoren zu berücksichtigen und einen pragmatischen, aber wirksamen Ansatz zu finden. Diese Akteure verwenden häufig ausschlussbasierte Ansätze.

► **P. Krüger:** Klimarisiken sind für Investoren relativ neu. Typischerweise unterscheiden wir zwischen physischen, regulatorischen und technologischen Klimarisiken. Meine Forschung zeigt, dass institutionelle Anleger die regulatorischen und technologischen Risiken als finanziell bedeutender ansehen als die physischen Risiken. Das mag daran liegen, dass regulatorische und technologische Risiken greifbarer und leichter zu quantifizieren sind und weniger Unsicherheit darüber besteht, wann sie eintreten werden. Wenn es um das Management von Klimarisiken geht, gibt es noch keinen wirklichen modernen und generell akzeptierten Ansatz. Ich habe in weiteren Untersuchungen eine grosse Stichprobe institutioneller

Anleger befragt, wie sie mit Klimarisiken umgehen. Ich habe festgestellt, dass sie derzeit viele verschiedene Ansätze verfolgen. Der häufigste war die Analyse der CO<sub>2</sub>-Fussabdrücke von Portfoliofirmen, auch wenn Kohlenstoffdaten in Bezug auf Quantität und Qualität immer noch zu wünschen lassen. Interessanterweise stellte ich auch fest, dass weniger Investoren Verkäufe für das Management von Klimarisiken nutzen; insgesamt ziehen es die Investoren vor, mit Portfoliofirmen in Fragen der Klimarisiken zusammenzuarbeiten.

## Wie können wir die Nachhaltigkeit von Pensionsfonds messen?

► **S. Döbeli:** Der einzige globale Massstab für nachhaltiges Investieren sind die PRI; ein globales Mass, um den nachhaltigen Fussabdruck von Pensionsfonds, institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern und Vermögensbesitzern zu messen, muss noch entwickelt werden. Dennoch sind Fortschritte zu verzeichnen: Swiss Sustainable Finance (SSF) erarbeitet Vorschläge, wie Vermögensverwalter und Vermögenseigentümer, ihre Berichterstattung über die Nachhaltigkeit ihrer Portfolios auf faire und pragmatische Weise ausrichten können. In diesem Sinne hat auch das CFA Institute kürzlich ein Konsultationspapier zur Festlegung globaler Standards für ESG-Anlageprodukte veröffentlicht.

## Ist es möglich, in kohlenstoffintensive Industrien zu investieren und gleichzeitig den grünen Übergang zu unterstützen?

► **C. Bolli:** Ja, das ist möglich. Dies ist keine Schwarz-Weiss-Situation mit einer deutlichen Sollbruchstelle. Fast alle Firmen sind offen dafür, über das sogenannte Engagement ihre zukünftigen Geschäftsstrategien und ihre Initiativen zum Umweltschutz mit ihren Investoren zu diskutieren. Viele Firmen sind ebenfalls bereit, Veränderungen danach auch durchzuführen. Die Zusammenarbeit mit den Unternehmen, in die investiert wird, kann ein erfolgreicher Weg sein, den ökologischen Wandel auf Unternehmensebene anzustossen. Unternehmen in kohlenstoffintensiven Sektoren sind Teil der Lösung und stehen daher im Zentrum des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft. Veräusserungen sollten als letzter Ausweg betrachtet werden – wenn das Risiko aus Investitionsperspektive nicht mehr tragbar ist.

## Sind Entscheidungen auf der Ebene der Haushalte wirksamer als auf der Ebene der Finanzmärkte?

► **S. Ongena:** Umweltunterstützende Initiativen auf der Ebene der Haushalte sind der Schlüssel zum Übergangsprozess, sei es in Bezug auf Konsum- oder Investitionsentscheidungen, da sie die

Präferenzen der Bürger offenbaren. Ob Entscheidungen auf Haushaltsebene oder Finanzmarktebene wirksamer sind, hängt von zahlreichen Faktoren ab, die für jede Art von Entscheidung spezifisch sind.

### Wie können Entscheidungen auf der Verbraucherebene Veränderungen auslösen?

▶ **J.-C. Rochet:** Die Bürger stehen im Mittelpunkt des allgemeinen ökologischen Wandels, und sie müssen ihren Anteil an Macht und Einfluss sowohl von Regierungen als auch von Unternehmen zurückfordern. Um dies zu erreichen, müssen sich die Bürger auf den Rat wirklich unabhängiger Experten verlassen können. Sie müssen verstehen, dass sie diese wichtige Initiative nicht nur durch Finanzinvestitionen, sondern auch durch politische Beteiligung, Aktivismus und Verbraucherentscheidungen unterstützen können.

▶ **S. Ongena:** Offen verfügbare Informationen von hoher Qualität sind von entscheidender Bedeutung, da sie es den Verbrauchern ermöglichen, sowohl beim Konsum als auch bei ihren Investitionen – in erster Linie über ihre Pensionsfonds – die richtigen Entscheidungen im Hinblick auf die ökologische Nachhaltigkeit zu treffen. Die politischen Entscheidungsträger müssen aktiv reagieren und sicherstellen, dass die entsprechenden Gesetze geschrieben werden.

### Stellt die begrenzte Anzahl von Investitionsmöglichkeiten in grüne Firmen für Investoren ein Risiko der finanziellen Herdenbildung dar?

▶ **S. Ongena:** Aus theoretischer Sicht ja, denn die Beschränkung des Spektrums von Firmen, in die man investieren kann, erhöht mechanisch das Risiko. Aber aus pragmatischer Sicht müssen sich alle Firmen schnell anpassen, um zu überleben. Aus diesem Grund kann es nur kurzfristig sinnvoll sein, sich ausschliesslich aus Umweltgründen auf bestimmte Firmen einzulassen.

▶ **A. F. Wagner:** Meine jüngsten Forschungsarbeiten haben ergeben, dass Fonds, die von Morningstar, einem Fondsinformationsanbieter, mit der "Low Carbon Designation" ausgezeichnet wurden, etwas risikoreicher sind, aber das ist eine Folge der Art und Weise, wie das Label gestaltet ist. Denn es belohnt nicht die Auswahl des besten Performers in jeder Branche, sondern belohnt effektiv den Ausschluss bestimmter Branchen. Solche Fonds werden besser auf bevorstehende regulatorische Schritte vorbereitet sein, die kohlenstoffintensive Aktien und Portfolios schwächen werden, aber in der Zwischenzeit bieten sie den Anlegern eine begrenzte Diversifizierung.

### Interessieren sich Investoren für Informationen über Kohlenstoffemissionen? Wie reagieren sie darauf?

▶ **A. F. Wagner:** Kleinanleger in Investmentfonds befassen sich normalerweise nicht mit den Eigenschaften von Firmen innerhalb der von ihnen gehaltenen Fonds, aber interessanterweise reagieren sie, wenn ihnen Informationen über die gesamte Nachhaltigkeitsleistung eines Fonds vorgelegt werden. Die Forschung zeigt insbesondere, dass viele Investorengelder in jene Investmentfonds fliessen, die mit den "Globes" von Morningstar oder ihrer "Low Carbon Designation" ausgezeichnet wurden. Dieses Ergebnis hat interessante Auswirkungen auf die Investmentfondsbranche, die zunehmend unter dem Kostendruck von Exchange Traded Funds (ETFs) steht, da es klimaverantwortlichen Fondsanbietern einen Wettbewerbsvorteil bietet. Dies könnte aktiven Anlagestrategien neue Perspektiven bieten.

▶ **S. Döbeli:** In der Schweiz hat das Bundesamt für Umwelt PACTA (Paris Agreement Capital Transition Assessment) ins Leben gerufen. Dieses Instrument bietet Investoren Informationen über Kohlenstoffemissionen. Es hilft Investoren, einen vorausschauenden Ansatz zum Klimawandel zu verfolgen, indem es ermittelt, wie ihre Finanzportfolios mit dem Pariser Abkommen in Einklang stehen. Die Initiative war ein Erfolg, da viele Anleger PACTA zur Überprüfung ihrer Portfolios genutzt haben. Dennoch ist das Instrument selbst eine Art Black Box, die nur begrenzte Informationen darüber liefert, wie ein bestimmtes Portfolio verbessert werden könnte. Es bleibt zu hoffen, dass dieser Aspekt in naher Zukunft angegangen wird.

▶ **P. Krüger:** In einem kürzlich erschienenen Fachaufsatz untersuche ich die Reaktion des Aktienmarktes auf die Einführung verbindlicher, standardisierter und genauer Vorschriften zur Offenlegung von Kohlendioxidemissionen für alle an der Londoner Börse notierten Unternehmen. Ich stelle fest, dass die Aktienkurse der Firmen sinken, deren offengelegte Emissionen über dem Niveau ihrer Branchenkollegen liegen. Sie steigen für Firmen, die Emissionen unter denen ihrer Konkurrenten offenlegen. Ich stelle auch fest, dass institutionelle Investoren sich von Firmen mit hohen Emissionen trennen. Diese Ergebnisse zeigen, dass sich Aktienanleger zunehmend für Informationen über Kohlenstoffemissionen interessieren.

## 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.

### Herausgeber

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Kontakt

Dr. Cyril Pasche  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

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

swiss:finance:institute

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

