

Herrmann-Fankhänel, Anja; Lay-Kumar, Jenny

Working Paper

Sustainable Finance in Deutschland Ist-Zustand und Rahmenbedingungen

Working Papers of the Chair for Innovation Research and Technology Management, No. 14-01

Provided in Cooperation with:

Chair for Innovation Research and Technology Management, TU Chemnitz

Suggested Citation: Herrmann-Fankhänel, Anja; Lay-Kumar, Jenny (2023) : Sustainable Finance in Deutschland Ist-Zustand und Rahmenbedingungen, Working Papers of the Chair for Innovation Research and Technology Management, No. 14-01, Technische Universität Chemnitz, Professur für Innovationsforschung und Technologiemanagement, Chemnitz

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/280406>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



TECHNISCHE UNIVERSITÄT
CHEMNITZ

Faculty of Economics and Business Administration

Chair for Innovation Research and Technology
Management

Working Papers of the
Chair for Innovation Research and Technology Management (BWL IX)
Technische Universität Chemnitz

**Sustainable Finance in Deutschland
Ist-Zustand und Rahmenbedingungen**

Anja Herrmann-Fankhänel
&
Jenny Lay-Kumar

Working Paper
14-01
05. November 2023

Corresponding Authors:

Dr. Anja Herrmann-Fankhänel
Technische Universität Chemnitz
Professur BWL IX
Thüringer Weg 7
09126 Chemnitz
Germany
heranj@hrz.tu-chemnitz.de

Dr. Jenny Lay-Kumar
Regionalwert Research gGmbH
Geschäftsführerin
Karl-Heine-Straße 111-113
04229 Leipzig
Germany
info@regionalwert-research.de



Abstract

In dieser Studie, die für und gemeinsam mit dem Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung erstellt wurde, wurden Expertinnen und Experten in Interviews darum gebeten, aktuelle Finanzprodukten und deren Einsatzmöglichkeiten für KMUs im Rahmen nachhaltigen Wirtschaftens einzuschätzen. Insbesondere deren Haltedauer, Renditeerwartungen und Wirkung wird adressiert. Insgesamt wurden 18 Interviews mit Vertreterinnen und Vertretern der Rubriken Investoren (3), Asset Manager (9), Versicherer (2), Asset Owner (2) und öffentliche Institutionen (2) geführt. Es werden Rahmenbedingungen nachhaltiger Finanzprodukten systemisch aufgearbeitet für Kunde- und Finanzierer-Beziehungen, die Realwirtschaft, der Finanzmarkt und die landes-, bundes- und EU-weiten Rahmenbedingungen. Außerdem werden Handlungsempfehlungen ausgewiesen. Es wurde in den Interviews deutlich, dass an Sustainable Finance Instrumente nahezu identische Erwartungen bestehen wie zu klassischen Finanzinstrumenten und eine konsistente Definition zu ESG-Performance gefordert wird, welche für KMUs vereinfacht und vereinheitlicht werden sollte. Außerdem wurde die Perspektive für ESG-Finanzierungen als „new normal“ eröffnet, wobei Anreize und Regulatorik verknüpft werden sollten, um Marktverzerrung entgegenzuwirken.

In this study, which was prepared for and together with the Sustainable Finance Advisory Board of the Federal Government, experts were asked in interviews to assess current financial products and their possible uses for SMEs in the context of sustainable business. In particular, their holding period, expected returns and impact were addressed. A total of 18 interviews were conducted with representatives from the categories of investors (3), asset managers (9), insurers (2), asset owners (2) and public institutions (2). The framework conditions for sustainable financial products are analyzed systemically for customer and financier relationships, the real economy, the financial market and the state, federal and EU-wide framework conditions. Recommendations for action are also identified. It became clear in the interviews that the expectations of sustainable finance instruments are almost identical to those of traditional financial instruments and that a consistent definition of ESG performance is required, which should be simplified and standardized for SMEs. In addition, the prospect of ESG financing as the "new normal" was opened up, whereby incentives and regulation should be linked to counteract market distortion.



Inhalt

TABELLENVERZEICHNIS	IV
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
1 EINLEITUNG	1
2 THEORIE	3
2.1 SUSTAINABLE FINANCE.....	3
2.2 NACHHALTIGE FINANZPRODUKTE.....	3
2.3 SYSTEMVERSTÄNDNIS ZU NACHHALTIGEN FINANZPRODUKTEN.....	4
3 METHODE	5
3.1 INTERVIEWS MIT EXPERTINNEN UND EXPERTEN.....	5
3.2 SAMPLE.....	5
4 STRUKTURIERTE ERGEBNISAUFBEREITUNG	6
4.1 BESTEHENDE FINANZINSTRUMENTE IN VERBINDUNG MIT SUSTAINABLE FINANCE.....	6
4.1.1 ÜBERBLICK DER DISKUTIERTEN FINANZINSTRUMENTE.....	6
4.1.2 FINANZINSTRUMENTENUNABHÄNGIGE EINSCHÄTZUNG VON ANFORDERUNGEN, RENDITEERWARTUNGEN, ANGESTREBTE HALTUNGSDAUER UND WIRKUNGSZIELEN SOWIE SONSTIGEN HINWEISEN.....	6
4.1.3 FINANZINSTRUMENTENABHÄNGIGE EINSCHÄTZUNG VON ANFORDERUNGEN UND HINWEISEN.....	8
4.1.4 FINANZINSTRUMENTENABHÄNGIGE RENDITEERWARTUNGEN.....	14
4.1.5 FINANZINSTRUMENTENABHÄNGIGE ANGESTREBTE HALTEDAUER.....	15
4.1.6 FINANZINSTRUMENTENABHÄNGIGE ANGESTREBTE WIRKUNGSZIELE.....	15
4.2 RAHMENBEDINGUNGEN VON UND FÜR NACHHALTIGE FINANZPRODUKTE.....	17
4.2.1 MODELL DER SYSTEMISCHEN INTERAKTIONSBEZIEHUNGEN UND HAUPTGRUPPEN VON BEDINGUNGEN.....	17
4.2.2 BEDINGUNGEN FÜR KUNDE-FINANZIERER-INTERAKTIONEN.....	19
4.2.3 MARKT- UND BRANCHENBEDINGUNGEN.....	21
4.2.4 INVESTITIONSBEDINGUNGEN.....	22
4.2.5 VORAUSSETZUNGEN UND ERWARTUNGEN AN POLITISCHE RAHMENSETZUNG.....	25
4.2.6 EXPERTISE VON SYSTEMAKTEUREN.....	29
4.3 HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN AN DIE POLITIK VON DEN INTERVIEWPARTNERINNEN UND -PARTNERN.....	32



5	DISKUSSION	33
5.1	SUSTAINABLE FINANCE-INSTRUMENTE WERDEN NAHEZU GLEICH BEHANDELT WIE KLASSISCHE	33
5.2	KONSISTENTE DEFINITION VON SUSTAINABLE UND ESG-PERFORMANCE NÖTIG	34
5.3	ESG-INFORMATIONEN FÜR KMU VEREINFACHEN UND VEREINHEITLICHEN	36
5.4	ESG-RISIKOPERSPEKTIVE FÜHRT ZU UMKEHRUNG DER PERSPEKTIVE: ESG-FINANZIERUNGEN ALS „NEW NORMAL“	37
5.5	ANREIZSYSTEME & REGULATORIK VERKNÜPFEN, UM MARKTVERZERRUNG AUFZUHEBEN.....	39
6	FAZIT	40
	QUELLEN	41



Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Finanzinstrumente und deren Nennungen in den Interviews	6
Tabelle 2: Finanzinstrumentenunabhängige Aussagen aus den Interviews	6
Tabelle 3: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Krediten	8
Tabelle 4: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Kapitalerhöhungen.....	9
Tabelle 5: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Green Loans	10
Tabelle 6: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Fördermitteln	10
Tabelle 7: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Blended Finance	11
Tabelle 8: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Nicht ESG-Verknüpften Anleihen	12
Tabelle 9: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Grünen Baufinanzierungen ..	12
Tabelle 10: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu sonstigen Finanzinstrumenten	13
Tabelle 11: Renditeerwartungen an unterschiedliche Finanzinstrumente.....	14
Tabelle 12: Angestrebte Haltedauer bei unterschiedlichen Finanzinstrumenten	15
Tabelle 13: Angestrebte Wirkungsziele bei unterschiedlichen Finanzinstrumenten.....	15



Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Systemisches Interaktionsmodell für nachhaltige Finanzprodukte	18
Abbildung 2: Systemisches Interaktionsmodell inkl. fünf Schwerpunkte der Rahmenbedingungen für nachhaltige Finanzprodukte	19
Abbildung 3: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunktbedingungen zur Gestaltung der Kunden-Finanzier-Interaktion.....	20
Abbildung 4: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zur Gestaltung der Markt- und Branchenbedingungen.....	22
Abbildung 5: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zur Gestaltung der Investitionsbedingungen	25
Abbildung 6: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zu Erwartungen und Voraussetzungen politischer Rahmenbedingungen	28
Abbildung 7: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte der Expertise von Systemakteuren	30
Abbildung 8: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zu Rahmenbedingungen	31
Abbildung 9: Relevanz in der Thematisierung von ESG-Themen.....	35



1 Einleitung

Die Schaffung eines nachhaltigen Finanzsystems ist eine zentrale Aufgabe, um die Transformation der Wirtschaft zu gestalten und zu incentivieren (Zwick & Jeromin, 2023). Die Agenda 2030 zeigt uns die Herausforderungen der Welt und wo Handlungs- und Transformationsbedarf besteht. Als ein Weltkompromiss werden die dringenden Probleme benannt und besonders unterstützenswerte Sachverhalte skizziert. Neben sehr wichtigen Problemen wie Hunger und Umweltbelastungen werden auch wirtschaftliche Aspekte forciert. Auf europäischer Ebene ist der EU Green Deal ein Konzept, um Klimaneutralität und nachhaltiges Wirtschaften umzusetzen (Europäische Kommission, 2021). Teil dessen ist der Aktionsplan Sustainable Finance (Europäische Kommission, 2018). Ziel des Aktionsplans Sustainable Finance ist es, dass die Finanzwirtschaft die Transformation der Realwirtschaft fördert und die nötige Geschwindigkeit in der Erreichung der Nachhaltigkeitsziele ermöglicht. Der Aktionsplan Sustainable Finance beinhaltet mehrere Instrumente zur Regulierung der Finanzwirtschaft, darunter die EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten (Europäische Kommission, 2023b), der Green Bond Standard (Europäische Kommission, 2023c) sowie die Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) (Europäische Kommission, 2023d).

Auch die Realwirtschaft wird durch Berichtspflichten zur Offenlegung und standardisierten Nachhaltigkeitsberichterstattung anhand der Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) (Europäische Kommission, 2023a) verpflichtet. Jedoch bleiben kleine und mittelständige Unternehmen (KMU) weitgehend von den unmittelbaren Berichtspflichten außen vor. Über die Reportingpflichten von Finanzierern und großen Kunden werden sie zwar indirekt berichtspflichtig, wenn sie beispielsweise in deren Wertschöpfungskette integriert sind. Von der Förderung über Sustainable Finance-Instrumente profitieren sie jedoch noch wenig.



Dabei ist der Zugang zu Finanzmitteln für KMU auch Teil der Agenda 2030 und damit Teil der Transformation in nachhaltigere Entwicklungen. **Hier heißt es drei Punkte der Agenda 2030 zu beachten:**

KMUs fördern:

- 8.3 *“...micro, small and medium-sized enterprises including through access to financial services.”*

Finanzmittel und Wertschöpfungsketten für KMUs:

- 9.3 *“... Increase the access of small-scale industrial and other enterprises, in particular in developing countries, to financial services, including affordable credit, and their integration into value chains and markets.”*

Inländische Finanzinstitutionen wie Banken, Versicherungen und Finanzservices stärken

- 8.10 *“...Strengthen the capacity of domestic financial institutions to encourage and expand access to banking, insurance and financial services for all”*

Diese Forderungen werden explizit im Kontext von Entwicklungsländern benannt. Nichtsdestotrotz ist es notwendig diese Thematik im lokalen, hier Deutschen, Kontext zu beleuchten. Es gilt sich Fragen zu widmen, ob es in unserer lokalen Wirtschaft Herausforderungen bzgl. finanzieller Aspekte gibt und wenn ja, wie diese konkret aussehen. Und auch, wenn wir in Deutschland (und vielen Industrienationen) natürlich nicht die gleichen Probleme stemmen müssen wie bspw. Frauen in Indien, die ihre Familie mit Hilfe von z. B. Mikrokrediten für ihr Kleinunternehmen ernähren, so gibt es auch bei uns Benachteiligungen von z. B. Frauen, wenn es um Finanzinstrumente für unternehmerisches Handeln geht. Allerdings ist der „Umweg“ über die Thematik der Frauen und deren Benachteiligung im Wirtschaftsgeschehen nicht notwendig.

Da ca. 99% der Unternehmen in Deutschland KMUs als Unternehmensgruppe angehören (Statistisches Bundesamt, 2023), ist es von besonderer Bedeutung die Situation der KMUs in den Fokus zu nehmen. Daher initiierte der Sustainable Finance Beirat (SBF) der Bundesregierung Experteninterviews mit der Frage: *Wie sind die bestehenden Finanzinstrumente bzgl. deren Passfähigkeit für eine nachhaltige Entwicklung zu beurteilen?* Dabei wurden Rahmenbedingungen, Anforderungen und z. B. angestrebte Wirkung diskutiert. Außerdem konnten Gelingensbedingungen für KMUs identifiziert sowie Chancen und Hürden für KMUs beschrieben werden.



2 Theorie

2.1 Sustainable Finance

Sustainable Finance wird verstanden als das Management von Finanzmitteln und Investitionen mit dem Ziel der Förderung langfristiger, positiver und messbarer sozialer und ökologischer Wirkungen (Cunha et al., 2021). Das „...bezieht sich auf den Prozess der Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Erwägungen (ESG) bei Investitionsentscheidungen im Finanzsektor, was zu langfristigeren Investitionen in nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten und Projekte führt.“ (European Commission, 2023). Dies adressiert besonders Finanzakteure (Deutsche Bundesbank, 2023). Allerdings werden auch andere relevante Akteure wie Unternehmen und politische Akteure als relevant in diesen Prozessen identifiziert (Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung, 2021), wobei KMUs oft übersehen werden.

2.2 Nachhaltige Finanzprodukte

In der bundesweiten Entwicklung sind vor allem Impact Investing (Bundesinitiative Impact Investing e.V., 2021) und Social Impact Bonds (Weber & Petrick, 2014) als Investitionsmittel zur Förderung von gemeinwohlorientierten Innovationen und Gründungen zu benennen. Dabei werden Optionen der Verbindung von öffentlichen und privaten Investoren geschaffen und als Blended Finance bezeichnet, was den private Investoren mobilisieren soll (Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung, 2021). Im Rahmen einer Studie zu Impact Investing in Deutschland wird darauf verwiesen, dass es sich einerseits um einen Wachstumsmarkt handelt und andererseits wird mit einem Mythos aufgeräumt. Ein Ergebnis ist, dass die Investitionen in nachhaltige Innovationen, Gründungen und Projekt marktübliche Renditen erzielen ohne soziale und ökologische Erträge zu verlieren (Weber & Petrick, 2014). Es scheint quasi vereinbar allen drei Säulen der Nachhaltigkeit, Umwelt, den Menschen und Kapital, gleichermaßen zu dienen. Damit wird die Attraktivität für Investorinnen und Investoren steigen.

Gleichermaßen sind Social Impact Bonds und Impact Investing generell an Voraussetzungen geknüpft, die für frühe Phasen der Ideen und Geschäftsmodellentwicklung nicht geeignet sind. So



muss es sich z.B. um eine bereits erprobte Intervention handeln für die eine gewisse, messbare, soziale Wirkung versprochen wird (Haberstock, 2021; Weber & Petrick, 2014). Darüber hinaus sind Investment-Instrumente teilweise für KMUs und Gründungen in jungen Stadien oftmals nicht passfähig aufgrund z.B. fehlenden Rendite- und Wirkungsvorschau oder herausfordernder Kommunikation zwischen Gründerinnen und Gründern sowie Investorinnen und Investoren, weil sie „nicht die gleiche Sprache sprechen“.

2.3 Systemverständnis zu nachhaltigen Finanzprodukten

Auf Basis theoretischer Konzepte von Innovationssystemen werden einzelne Akteursgruppen und deren Interaktionen in den Fokus gerückt. Bei nationalen Innovationssystemen (NIS) stehen die Akteure vor dem Hintergrund einer nationalen Zusammengehörigkeit miteinander in Beziehung (Lundvall et al., 2002). Regionale Innovationssysteme (RIS) haben einen begrenzten regionalen Raum bspw. ein Bundesland wie Sachsen in den Fokus. Dabei ist von Bedeutung, dass sich die Akteure im RIS in ein nationalen und globalen Rahmenkonstrukt einfügen (Mytelka, 2000). Im Fokus dieser Studie steht der deutschlandweite Kontext. Dies begründet sich z.B. dadurch, dass mangelnde finanzielle Ressourcen die in größeren Systemen ausgeglichen werden beispielsweise mit Bundes- oder EU-Mitteln (Cooke, 2020). Ferner erfordert die Thematik einer globalen nachhaltigen Entwicklung natürlich auch immer den Blick der weltweiten Einbettung.

Im Systemverständnis geht es vor allem um das Erfassen möglicher Beteiligte. Im Rahmen von Finanzierungen und Investition sind das primär die Kunden in Interaktion mit den Finanzierern wie Banken oder privaten Investorinnen und Investoren. Allerdings sind auch Markt- und Branchenbedingungen relevant sowie politische Rahmensetzung und gesellschaftliche Anerkennung (Warnke et al., 2016).



3 Methode

3.1 Interviews mit Expertinnen und Experten

Die Experteninterviews fanden leitfadengestützt statt (Helfferich, 2014) und wurden digital mittels einer Mustertabelle mit den Gesprächsschwerpunkten dokumentiert. Zuerst sollten die bestehenden Finanzinstrumente vor dem Hintergrund der Transformationsfinanzierung eingeschätzt werden. Einerseits forcierte diese Frage eine inhaltliche Einschätzung durch den Interviewpartner sowie die Beschreibung der Renditeerwartung, angestrebte Wirkungsziele, Haltedauer und Sonstiges. Andererseits sollten notwendige Rahmenbedingungen für Finanzierungen und Investitionen skizziert werden.

Die Auswertung erfolgte als qualitative Inhaltsanalyse mit deduktiven Kategorien, die sich aus der Literatur und den Gesprächsschwerpunkten herleiteten sowie induktiven Kategorien, die sich im Rahmen der Auswertung zeigten (Mayring, 2014). Als Unterstützung wurde die Software MaxQDA verwendet. Die Auswertung und Interpretation wurde von zwei Personen vorgenommen.

3.2 Sample

Die Auswahl der Interviewpartnerinnen und -partner erfolgte als „critical case sampling“ um mithilfe einer kleinen Anzahl vielseitige Informationen mit größtmöglichen Wissensgehalt zu sammeln (Patton, 2014). Außerdem handelt es sich um ein geschichtetes Sample wobei vorab Gruppen definiert wurden, die sich nicht überlappen. Insgesamt wurden 18 Interviews mit Vertreterinnen und Vertretern der Rubriken Investoren (3), Asset Manager (9), Versicherer (2), Asset Owner (2) und öffentliche Institutionen (2) geführt.



4 Strukturierte Ergebnisaufbereitung

4.1 Bestehende Finanzinstrumente in Verbindung mit Sustainable Finance

4.1.1 Überblick der diskutierten Finanzinstrumente

Tabelle 1: Finanzinstrumente und deren Nennungen in den Interviews

Finanzinstrument	Anzahl der Rückmel- dungen	Personenzahl	Besteht praktische Erfahrung
Kredit	14	10	14/14
Kapitalerhöhung	9	9	9/9
Green Loans	14	11	12/14
Fördermittel	8	8	7/8
Blended Finance	8	8	7/8
Nicht-ESG-Kriterien- verknüpfte Anleihen	5	5	5/5
Grüne Baufinanzie- rung	3	3	2/3
Sonstiges	21	12	20/21

4.1.2 Finanzinstrumentenunabhängige Einschätzung von Anforderungen, Renditeerwartungen, angestrebte Haltungsdauer und Wirkungszielen sowie sonstigen Hinweisen

Tabelle 2: Finanzinstrumentenunabhängige Aussagen aus den Interviews

Anforderungen	<ul style="list-style-type: none"> – Möglichst einfach, klar und rechtssicher strukturiert – Kein spezifischer Fokus auf Länder/Technologien o.ä. (ESG Screening und Portfoliorestriktion als Grundlage). – Präferenz für "hard currencies", d. h. EUR/USD, andere Währungen möglich, wenn entsprechende Absicherungen vorhanden sind – Investitionsvolumen zumeist ab EUR 50m, kleinere Tickets selektiv möglich. – Diversifikationseffekt und Vermeidung von Korrelation von Versicherungsgeschäft spielen essentielle Rollen – Zudem sind marktwirtschaftlich ausgerichtete Governance-Strukturen wichtig.
---------------	--



	<ul style="list-style-type: none">– Für jegliche Art von Investitionen, ob speziell ESG-bezogen oder nicht, gelten unternehmensspezifische ESG Kriterien und Dekarbonisierungsziele.– Als Überkategorie grundsätzlich zwischen gehandelten/nicht-gehandelten EK/FK Instrumenten unterscheiden
Renditeerwartungen	<ul style="list-style-type: none">– Sehr breite Vorstellungen– Analog der bisherigen Rendite– Abhängig von Risiko-Rendite-Profil– Angemessenes Risiko-Renditeverhältnis– Marktrendite gemäß Benchmark (Rating Klasse)– Reduzierung des Kreditrisikos führt zu geringen Renditeerwartungen– Ein ESG Label führt nicht zu einer geringeren Renditeanforderung.– Mehraufwände der Prüfung dürfen nicht zu Lasten der Kosten und Rendite gehen.
Angestrebte Halte-dauer	<ul style="list-style-type: none">– Kein Unterschied zum traditionellen Geschäft– Unterschiedliche Erwartungen– Infrastruktur: Lang. 15-20 Jahre. Corporate: Lang.– Abhängig von der Investition und deren Nutzungsdauer– Abhängig von Liability Matching Anforderung der zugrundeliegenden Versicherungsunternehmen– Abhängig ebenfalls von Art der Investition und Assetklasse
Angestrebte Wirkungsziele – Inhalt	<ul style="list-style-type: none">– Nicht immer konkret festgelegt– Schwieriges Thema, da die Ziele sehr unterschiedlich sind, z. B. bei Microfinance-Projekten unterschiedliche soziale Ziele– Implizit: durch Anleihebedingungen– Investitionen in die Transformation müssen ökonomisch sinnvoll sein: Um dies zu erzielen, gibt es zwei Stellschrauben: Die Rendite und das Risiko. Mehr Attraktivität kann also durch eine Erhöhung der Rendite oder eine Verringerung des Risikos erzielt werden.
Angestrebte Wirkungsziele – Umsetzung	<ul style="list-style-type: none">– Orientierung an der Taxonomie– Auswahl nur von Unternehmen, die auf dem ausgewählten Transformationspfad sind– Wichtig ist auch, dass man nicht nur an der Oberfläche schaut, sondern auch Studien betreibt, was sich im Leben der Menschen verändert. Die Vision ist, aufgrund der Digitalisierung der Finanzwelt den Investor und den von dem Impact Investing Begünstigten per Video zu verbinden, um die Auswirkungen für den Investor aussagekräftiger zu machen. Der Investor möchte wissen, was sein Geld macht.– Aufbau einer Wirkungsmessung: im Moment fehlen dazu noch die Daten– Für alle Investments findet im Vorfeld ein ESG Screening statt. In diesem Screening werden z. B. bestimmte Länder oder Sektoren ausgeschlossen. Darüber hinaus gibt es interne Vorgaben auf Port Folio-Ebene, z. B. im Rahmen der Verpflichtungen zur Net-Zero Asset Owner Alliance.



	<ul style="list-style-type: none"> – Die sozialen Ziele werden für jeden Fonds festgelegt und publik gemacht. Die Einhaltung der Ziele wird verfolgt durch ein unabhängiges Gremium, durch unabhängige Personen, die in Entwicklungseinrichtungen arbeiten und einen Fokus beim sozialen Aspekt haben. Das unabhängige Gremium wacht darüber, dass die ursprünglichen Ziele nicht aus den Augen verloren werden. – Bei Green Bonds: neben den sozialen Zielen auch die Messung des CO2 Fußabdrucks und wie er reduziert wird – Im Solarbereich zählt auch die Zahl der Arbeitsplätze. Es ist ein Schlüsselfaktor, den Menschen Arbeit zu geben. Anreize könnten z. B. über eine CO2 Bepreisung bzw. CO2 Zertifikate geschaffen werden. – Im besicherten Bereich ist die Additionalität sehr fraglich - wenn es sicher ist, macht es jede Bank. – Beispiele: Messung der Reduzierung des CO2 Fußabdrucks pro m²/Jahr bei Gebäuden bzw. CO2-Reduzierung der operativen Geschäftstätigkeit in t/Jahr, Verbesserung energetischer Zustand des Gebäudeportfolios, Umfang an EE-Erzeugung bzw. Umstellung auf grünen Wasserstoff, sparsamer Umgang mit Energieressourcen, Ausbau der Kreislaufwirtschaft – Messung des CO2-Impacts (vorher, nachher) – Bei Anpflanzungen Aufforstungsfläche messen bzw. Zahl der Anpflanzungen – Bei Biodiversität: Auswirkungen auf einzelne Pflanzen und Tier derzeit nicht möglich, daher nur grundsätzlich Ausweis der verbesserten Fläche – Zahl der neu geschaffenen guten Arbeitsplätze sollten gezählt werden
Sonstige Hinweise	–

4.1.3 Finanzinstrumentenabhängige Einschätzung von Anforderungen und Hinweisen

Tabelle 3: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Krediten

Was wird darunter verstanden?	<ul style="list-style-type: none"> – Start-Ups – Existenzgründung – Leasing – Verbraucher Darlehen – Private Debt (in Wertpapierform / Verbriefung)
Welche Anforderungen werden genannt?	<ul style="list-style-type: none"> – Feste Laufzeit + Zinskonditionen, keine einseitige vorzeitige Tilgung, ausreichende Bonität und Besicherung – Möglichst einfach, klar und rechtssicher strukturiert – Direktfinanzierung in den Zielunternehmen der Fonds – Kreditprogramme der KfW gemäß Subsidiaritätsprinzip mit den Geschäftsbanken, mit Zinsverbilligung / Tilgungszuschuss / Haftungsfreistellungen – Kredite als Investitionskredite sind das wichtigste Instrument zur Transformationsfinanzierung.



Sonstige Hinweise	<ul style="list-style-type: none">– Umfangreiches Portfolio, das fast alles abdeckt– Corporates: Als Instrumente zur Transformationsfinanzierung kommen grds. alle gängigen Finanzinstrumente (Eigenkapital, Fremdkapital, Mezzanine) in Frage und werden genutzt. Bei Corporates-Investments handelt es sich sowohl bei Eigenkapital wie auch bei Fremdkapital von Seiten der Investoren eher um buy-and-hold-Engagements.– Die Taxonomie gibt einen Rahmen für einen Bruchteil der Kunden. Wirkungsvolle Kredite, die z. B. die Energiewende begünstigen oder den CO2 Ausstoß mindern, können nicht klassifiziert und berichtet werden– Die KMU mit einem Anteil von >99% aller Betriebe sind derzeit nicht taxonomiefähig. Hier sollten vereinfachte Regelungen orientiert an der Taxonomie geschaffen werden, um auch diesen bedeutenden Kraftakt messen und berichten zu können.– Gründer sind großteils Kleinst- und Kleinunternehmen, die mittels Fördermittel begleitet werden. Daher sind bei diesen die Hinweise aus den Finanzierungen ebenso gültig.– Ein hoher Anteil der Investitionen sind leasingfähig. Aufgrund des schnellen technologischen Wandels wird ein Wachstum des Anteils vermutet. Daher müssen auch in diesem Bereich pragmatische und handhabbare Lösungen geschaffen werden.– Gerade bei Darlehen an Verbraucher müssen schnelle und einfache Prozesse berücksichtigt werden. Zumeist sind diese Darlehen nicht mit einem Verwendungszweck versehen, der eine Prüfpflicht zur Folge hätte.
-------------------	--

Tabelle 4: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Kapitalerhöhungen

Was wird darunter verstanden?	<ul style="list-style-type: none">– Private Equity Funds– (Private) Kapitalmaßnahme in den Zielunternehmen der Fonds– Im Rahmen der Aktienanlagen (in Mandaten)– V. A. Primärmarkt, Kapitalerhöhungen
Welche Anforderungen werden genannt?	<ul style="list-style-type: none">– Möglichst einfach, klar und rechtssicher strukturiert– Eigenkapitalbeitrag im Rahmen anstehender Finanzierungsrunden mit üblichen Rechten und Pflichten eines Gesellschafters
Sonstige Hinweise	<ul style="list-style-type: none">– Fokus: Green Companies– Es gibt immer ein gewisses Herdenverhalten, als erster Investor kann man einen starken Impact generieren (<i>Geld anstoßen durch den Staat</i>)– Start-Ups: Als Instrumente zur Transformationsfinanzierung kommen grds. alle gängigen Finanzinstrumente (Eigenkapital, Fremdkapital, Mezzanine) in Frage und werden genutzt. Die i.d.R. kurze Haltedauer bei Start-Ups ergibt sich auch aus der Logik der Geschäftsentwicklung bei Start-ups. Hier geht es nicht nur um die Bereitstellung von Finanzmitteln, sondern um ein tiefergehendes Geschäftsverständnis mit der Möglichkeit, auch inhaltlich zur



	<p>Weiterentwicklung des Geschäfts beizutragen. Ab einem gewissen Punkt kommt es daher meist zu einem Exit von Finanzinvestoren.</p> <ul style="list-style-type: none"> – Beteiligungsunternehmen gehen bewusst höhere Risiken ein, was im Rahmen der Transformation notwendig ist. Für diese Risiken sollte es adäquate Verrechnungsmöglichkeiten geben, z. B. im Sinne einer steuerlichen Verrechnung. (<i>Besserstellung?</i>)
--	--

Tabelle 5: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Green Loans

Was wird darunter verstanden?	<ul style="list-style-type: none"> – Eher geringer Bestand – Ausgestaltungsmerkmale, die den "Green Loan/Sustainable Linked Loans/Social Loans" als solche klassifizieren – Große Unternehmen: insb. R&D – KMU – Venture Debt
Welche Anforderungen werden genannt?	<ul style="list-style-type: none"> – KfW Taxonomie-Programm "Klimaschutzoffensive für Unternehmen" zur Finanzierung von klimafreundlichen Wirtschaftsaktivitäten gewerblicher Unternehmen in Anlehnung an technische Kriterien der EU-Taxonomie für nachhaltiges Wirtschaften – Sollten den Regeln der Green Bond Principles / Sustainability Linked Bond Principles der ICMA oder den Sustainable Loan Principles der LMA entsprechen; die Bank ist hier allerdings Berater und fungiert als Intermediär, hält die Produkte also nicht auf der eigenen Bilanz.
Sonstige Hinweise	<ul style="list-style-type: none"> – Kombiniert mit unterschiedlichen Fördermitteln (große Unternehmen, R&D und KMUs) – Für innovative Projekte, die noch nicht bankable sind (Venture Debt) – Wachstum des Green Loan Bereichs auf Kosten des Green Bond Bereichs wird derzeit nicht gesehen – Erwartung in Bezug auf den Green Bond und Green Loan Bereich: Statt für ein "grünes" Produkt eine günstigere Finanzierung zu erhalten, wird man in Zukunft für ein "nicht-grünes" Produkt schlicht nur noch teurere Finanzierung mehr bekommen.

Tabelle 6: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Fördermitteln

Was wird darunter verstanden?	<ul style="list-style-type: none"> – Integriert in / kombiniert mit den anderen Produkten
Welche Rollen und Probleme	<ul style="list-style-type: none"> – Zuschussprogramme mit Beratungen für Unternehmen, Konzeptstudien für Kommunen, etc.



<p>werden genannt?</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Voraussetzung für die Etablierung von innovativen Technologien; Förderung ausreichend und gut aufgestellt; hilft sehr für die Kundenbeziehung (Corona Hilfen) – Auch sehr wichtiges Finanzierungsinstrument, unterschiedliche Konzepte: Z. T. können Fördermittel von finanzschwachen Kommunen nicht genutzt werden, weil diese den Eigenmittelanteil nicht leisten können. Geforderter Eigenmittelanteil sollte möglichst nicht höher als 10 % sein. Es sollte zudem auf Länderebene Fonds geben, um für finanzschwache Kommunen Eigenmittelanteile bereit stellen zu können. – Die Kreditqualität der Investitionen sollte grundsätzlich im Investment-Grade Bereich oder im oberen High-Yield Bereich liegen. – Fördermittel sollten durch Verlustübernahmen bzw. zusätzliche Sicherheitenstellung Projekte ermöglichen – Fördermittel bilden i.d.R. ein Fundament der Finanzierung und werden, sofern mehrwertig für z. B. die Sparkasse und Kunde, eingebunden.
<p>Sonstige Hinweise</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Um neue und innovative Technologien zu fördern, ist aus Sicht der Bank eine Förderung in Form von nicht rückzahlbaren Zuschüssen unumgänglich. – Keine Verdrängung privater Investoren – Die Transformation braucht unbürokratische und praktikable Förderprogramme, mit geringen Antragshürden und attraktiven Zinsvergünstigungen bzw. Tilgungszuschüssen oder Haftungsfreistellungen. Auskömmliche Haushaltsmittel sind die Grundlage einer verlässlichen Förderpolitik.

Tabelle 7: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Blended Finance

<p>Was wird darunter verstanden?</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Blended Finance wird hier als Schwellen- und Entwicklungsländerfinanzierung verstanden. Wird genutzt, aber nicht in Deutschland, bestehende Ansätze kommen über Weltdachverband und die Vereinten Nationen – Im Rahmen von öffentlich-privaten Partnerschaften Finanzierung: ökologisch und wirtschaftlich nachhaltiger Infrastrukturprojekte in EU und in Entwicklungsländern, Ermöglichung zusätzlicher Projekte (Additionalität)
<p>Welche Anforderungen werden genannt?</p>	<ul style="list-style-type: none"> – Um die anstehende, weitere Transformation zu beschleunigen und die hochgesteckten Ziele zu erreichen, macht es Sinn, das historisch zu betrachten. Insbesondere die Anfänge der Energiewende geben hierfür ein gutes Beispiel. Hier gab es koordiniert Maßnahmen mit konkreten Anreizen (Einspeisevergütung) als auch Concessionary Loans, insbesondere der KfW und LFI. Daher werden Concessionary Loans auch für die neuen Transformationsthemen, insbesondere Verkehr, Industrie, Landwirtschaft eine große Rolle spielen. Dazu sind entsprechende Anreize und Ordnungspolitik erforderlich. – "Crowding-in" wichtig – In unterschiedlichen Tranchen bzw. Risikoklassen notwendig



Sonstige Hinweise	<ul style="list-style-type: none">– Strukturierungsansatz: Ziel ist es, Einsatz von privatem Kapital zu fördern (Additionalität), primär Blended Finance auf Port Folio-Ebene, verschiedene Fonds zum Großteil mit Entwicklungsbanken, Kombination aus öffentlichem und privatem Kapital, Strukturierung mit Senior und Junior-Tranchen (Wasserfallstruktur), öffentliche Hand typischerweise im Junior-Bereich engagiert, Hebel durch Beitrag der öffentlichen Hand ist unterschiedlich stark ausgeprägt je nach Risiko-Rendite-Profil, z. B. zw. 10- 50 % first-loss (wenig Risiko-hohes Risiko).– Z. B. ein vom BMZ geförderter Luxemburger Fonds - Deutschland sollte hier nachziehen– Gefahr des "Crowding out" (bei Public Finance für Senior Tranchen)
-------------------	---

Tabelle 8: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Nicht ESG-Verknüpften Anleihen

Was wird darunter verstanden?	<ul style="list-style-type: none">– Normalfall, >90% der Anleihen– Größter Bereich
Welche Anforderungen werden genannt?	<ul style="list-style-type: none">– Nicht sehr häufig, da aufwändig und kostenintensiv (gilt noch mehr für Green Bonds).– Gibt es von einigen großen Städten für große Finanzierungsvolumina.– Emission von Green Bonds in Einzelfällen denkbar.
Sonstige Hinweise	–

Tabelle 9: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu Grünen Baufinanzierungen

Einschätzung der Situation	<ul style="list-style-type: none">– Ein weiteres zentrales Thema ist die grüne Baufinanzierung. Hier ist aktuell ein Rückgang zu verzeichnen, da die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen noch nicht angemessen sind, insbesondere bei Bestandsimmobilien.– Grüne Baufinanzierungen befinden sich aktuell noch in der Entwicklung. Bereits heute werden insbesondere nachhaltige Aspekte, wie Passivhäuser oder PV-Anlagen beachtet.
Sonstige Hinweise	–



Tabelle 10: Spezielles Verständnis, Anforderungen und Hinweise zu sonstigen Finanzinstrumenten

Sonstige Finanzinstrumente	<ul style="list-style-type: none">– Garantien– Verbriefungen– VC-Fonds – Growth Finance– Derivate– Direktbestand Immobilien– Öffentliche Private Partnerschaften– Investitionen in proven technology– Green or Social Bonds– Mezzanine– Mikrofinanz
Welche Anforderungen werden genannt?	<ul style="list-style-type: none">– VC-Fonds (Förderung Greentech, "Klimaschutzideen" von Start-Ups, etc.); Wachstumsförderung in der Vergangenheit noch schwächer entwickelt, aber auch dazu gibt es laufende Überlegungen, allerdings nicht Nachhaltigkeits-spezifisch, sondern zu "growth finance" generell– Ausbau von Beratungsprogrammen für die Transformationsfinanzierung, z. B. für KMU bzgl. Ihrer Nachhaltigkeitsberichtspflichten, ist denkbar– Eigenkapital spielt eine zentrale Rolle bei den laufenden Gesprächen zur Umsetzung des im Koalitionsvertrag genannten "Transformationsfonds"– Private Equity - Fonds - zumeist als Art. 8 ausgestaltet– Derivate an ESG Finanzierung knüpfen (eher Freude an Innovation)– Öffentlich Private Partnerschaften sind ein wichtiges Finanzierungsmodell. In dem Bereich wird auch heute schon viel gemacht (z. B. Umrüstung von Straßenlaternen auf LEDs, Schulen, etc.)– Investitionen (Eigen- oder Fremdkapital) in Proven Technologies (z. B. Wind, Solar, Geothermie)
Sonstige Hinweise	<ul style="list-style-type: none">– Fokus: Green Transformation– Green Securitization: sehr wichtiges Instrument– Weder "grüne Renditeprämie" als Ziel noch Renditeabschlag für Nachhaltigkeit– Nutzerorientierte (transformativ) Infrastrukturfinanzierung vor allem auch bei ÖPP-Finanzierung gut vorstellbar– Kauf und Betrieb von Wind- und Solarparks durch Unternehmen: Käufe in Deutschland nur bis 2014 getätigt (Investitionsboost durch das EEG), anschließend keine weiteren Käufe in Deutschland und zum Teil sogar Verkäufe. Gleichzeitig deutliches Wachstum des Windkraft- und Solarportfolios durch internationale Investitionen. Grund: Höhere, attraktivere Renditen durch Anreize im Ausland (auch im europäischen Ausland, z. B. England und Frankreich), u. a. höhere Strompreise, Zertifikate oder Steuervorteile (USA). Folge: In anderen Ländern (auch innerhalb der Euro-Zone) bis zu 2 Prozent mehr Rendite als in Deutschland. <p>→ Problem Deutschland:</p>



	<ul style="list-style-type: none"> – Die Renditeerwartung ist bei Investitionen in Deutschland für Investitionen im Bereich Renewables um mehr als 100 Basispunkte geringer. – Zur Frage, warum stets über Fonds in non-proven technologies investiert wird: Direkte Investitionen in einzelne non-proven technologies würden sehr große Teams zur Beurteilung der Technologien und des Marktumfelds erfordern. Das ist auch für große Konzerne nicht darstellbar. Deswegen bleibt für non-proven technologies i. d. R. nur das Investment über Fonds (mit nur sehr kleinem Anteil in Deutschland) – Wachstum des Green Loan-Bereichs auf Kosten des Green Bond-Bereichs wird derzeit nicht gesehen: Erwartung in Bezug auf den Green Bond- und Green Loan-Bereich: Statt für ein "grünes" Produkt eine günstigere Finanzierung zu erhalten, wird man in Zukunft für ein "nicht-grünes" Produkt schlicht nur noch teurere Finanzierung bekommen. – Ursprünglich durch Privatanleger getrieben (hohe Nachfrage), starke Restriktionen was man überhaupt machen darf, Mikrofinanz ausnahmen: KEGB §222 Mikrofinanzfond/Institut erweitern (um Themen Bildung, Hygiene, Gesundheit)! – Bei Mezzaninekapital für Corporates handelt es sich tendenziell um Überbrückungsinstrumente (z. B. für Wachstumsphase), die nicht so langfristig angelegt sind.
--	--

4.1.4 Finanzinstrumentenabhängige Renditeerwartungen

Tabelle 11: Renditeerwartungen an unterschiedliche Finanzinstrumente	
Kredit	Ca. 200 - 300 bp über Bund abhängig vom genauen Risiko
Kapitalerhöhung	15 % - 25 %, mit entsprechenden Risiken
Green Loans	Ca. 5% entsprechend Marktrendite
Fördermittel	- <i>(nicht durch Bank bereitgestellt)</i>
Blended Finance	200-250 bp über kurzfristigem Zins, Sektorenunterschiede
Nicht-ESG-Kriterien-verknüpfte Anleihen	Abhängig von Verbindlichkeiten
Grüne Baufinanzierung	-
Sonstiges	-



4.1.5 Finanzinstrumentenabhängige angestrebte Haltedauer

Tabelle 12: Angestrebte Haltedauer bei unterschiedlichen Finanzinstrumenten

Kredit	Mittelfristig/langfristig zwischen 5 und 15 Jahren, Im Bereich Microfinance: 3 - 4 Jahre, Investorenkredite mittel- bis langfristig
Kapitalerhöhung	Equity typischerweise 7 - 10 Jahre, unterschiedlich nach Beteiligungsform i. d. R. 2-10 Jahre, für Investoren 10 - 15 Jahre
Green Loans	Bis zu 10 Jahre, durchschnittliche Laufzeit 7 Jahre, mittelfristig/langfristig zwischen 5 und 15 Jahren, für Investoren 3 - 10 Jahre, Produkt wird nicht auf der Bilanz gehalten
Fördermittel	Mittel- bis langfristig, Anschubfinanzierung, bis zur Marktreife von neuen Technologie
Blended Finance	Langfristig 20-30 Jahre, für Investoren: 3-7 Jahre
Nicht-ESG-Kriterien-verknüpfte Anleihen	Mittel- bis langfristig, aber verschieden
Grüne Baufinanzierung	10-20 Jahre
Sonstiges	-

4.1.6 Finanzinstrumentenabhängige angestrebte Wirkungsziele

Tabelle 13: Angestrebte Wirkungsziele bei unterschiedlichen Finanzinstrumenten

Kredit	<ul style="list-style-type: none">– Aufbau einer Wirkungsmessung, im Moment fehlen dazu noch die Daten (müssten von Primärbanken kommen). Während SDGs bisher v. a. in der FZ (d.h. in der Entwicklungsbank der KfW) verankert sind und dort auch die Wirkungsmessung schon erheblich etablierter ist, gibt es bei der Wirkungsmessung im Inlandsgeschäft v. a. durch das Durchleitungsgeschäft (und damit mangels indirektem "Zugriff" auf die Kreditnehmer und -nehmerinnen erheblichen Nachholbedarf. Ausnahme sind die Energieeffizienzprogramme im Gebäudebereich. Bisher sind die Überlegungen insgesamt noch stark auf Klimaschutz beschränkt (im "E"-Bereich) bzw. auf soziale Faktoren– Mit der Berücksichtigung von ESG Kriterien wird keine Lenkungswirkung angestrebt; bestimmte Sektoren wie Öl oder Kohle sind grundsätzlich von einer Kreditvergabe ausgeschlossen. Aber auch für Unternehmen dieser Sektoren können Finanzierungen abgeschlossen werden, wenn es sich hierbei um
--------	---



	<p>Kredite für Transitionsprojekte oder nachhaltige Investitionen wie z. B. erneuerbare Energien handelt.</p> <ul style="list-style-type: none">– ESG getrieben durch Regulatorik (Reporting), Beratung der Kunden hier Voraussetzung – diese ist kostenlos und damit ein zusätzlicher Kostenfaktor; aber positiv für Investoren und Image; bei internen ESG Kriterien ist Regulatorik Baseline, man möchte aber strengere Kriterien anlegen um Greenwashing zu vermeiden;
Kapitalerhöhung	<ul style="list-style-type: none">– Beteiligungsfinanzierung dient vorrangig einer Erhöhung des Eigenkapitals und hat dadurch höhere Risiken als eine klassische Fremdkapital-Finanzierung. Diese kann besonders bei Unternehmen relevant sein, die im Transformationsprozess stehen und erhöhte Risiken haben.– Im Sekundärmarkt ist die Wirkung umstritten – theoretische Finanzierungskosten sinken, aber es gibt auch aufhebende Effekte; außerhalb des Indexes höhere Wirkung, Ausschlusskriterien & Divestment haben vor allem Signalwirkung // Im Primärmarkt hat man tendenziell eine höhere Wirkung – weil man ins Risiko geht: Engagement und Kapitalallokation haben mehr Wirkung (vor allem Primärmarkttransaktionen, Börsengang, etc.)
Green Loans	<ul style="list-style-type: none">– Anlehnung an technische Kriterien der EU-Taxonomie für nachhaltiges Wirtschaften.– Unterstützung der Emittenten bei der Finanzierung der Transition bzw. den Investments in nachhaltige Anlagen– Bei Green Bonds neben den sozialen Zielen auch die Messung des CO2 Fußabdrucks und wie er reduziert wird
Fördermittel	<ul style="list-style-type: none">– Ziel: Insbesondere nachhaltige Investitionen fördern. Hierzu werden ESG und taxonomie-konforme Finanzierungen auch für nicht berichtspflichtige Kunden benötigt, deren Konformitätsprüfung vereinfacht ist.– Programmindividuelle Messungen– Erhebliche Anzahl an Spezialisten um Kunden zu unterstützen, sofern ein Kredit verbunden ist; da Bankberatung immer unentgeltlich ist, gibt es keine Beratung nur für Förderung;– Vorab festgelegt. Bedingung für Förderfinanzierung.– Ermöglichung zusätzlicher Infrastruktur- und EE-Projekte
Blended Finance	<ul style="list-style-type: none">– Wasserfallstruktur um öffentliche Mittel zu hebeln (8 fach) – langfristige Investitionen mit unterschiedlichen Tranchen, damit sind auch sehr sinnvolle Angebote für KMU und Infrastrukturinvestments möglich– Messung der Anzahl von Blended Finance Projekten, deren Finanzierungsvolumen und den mit den Projekten erreichten Nachhaltigkeitsziele– Kein Monitoring der Wirkungen, Produkte sind nicht bekannt– Explizit und implizit– Bislang primärer Einsatz bei Finanzierungen in Schwellen- und Entwicklungsländern; aber als Strukturierungsansatz auch auf entwickelte Länder transferierbar. Regelmäßige Berichterstattung über Fortschritte in den



	Projekten und ob die mit dem Projekt beabsichtigten Wirkungen erbracht werden.
Nicht-ESG-Kriterien-verknüpfte Anleihen	– Bisher eher selten mit konkreter Transformationsfinanzierung verknüpft.
Grüne Baufinanzierung	– Grüne Baufinanzierungen gemäß EU Taxonomie befinden sich in der Entwicklung
Sonstiges	<ul style="list-style-type: none">– Sektorenleitlinien regeln, was finanziert werden darf– Als Unterstützung zur Anpassung von traditionellen Krediten;– Gerade bei großen transformativen Aufgaben/Projekten erfolgt vorab schriftliche Festlegung zwischen den Partnern.– Mezzanine: Großes Potential, denn oft fehlt vor allem Risikokapital – Unternehmen haben z. B. 15% EK, brauchen aber 25-30% für Bankfinanzierung. Dies kann man über Venture Capital abgedeckt werden - aber mezzanine oft bessere Lösung, für Investor – fester Zins und Renditevorstellung– Mikrofinanz: In dem Bereich gibt es hohe Wirkungspotentiale, aber Indien und Mexico auch kritische Beispiele (Überschuldungsproblematik, sozialer Gruppendruck kann sehr neg. Folgen haben), professionell strukturierte Fonds sind hier wichtig und wenn ja welche Qualität haben diese? Was tut das unterstützte Unternehmen für andere Unternehmen vor Ort in den Zielländern?

4.2 Rahmenbedingungen von und für nachhaltige Finanzprodukte

4.2.1 Modell der Systemischen Interaktionsbeziehungen und Hauptgruppen von Bedingungen

Aus den Interviews wird deutlich, dass die Expertinnen und Experten die Thematik Sustainable Finance systemisch betrachten. Dabei ist nicht von Bedeutung, dass jede Person Experte oder Expertin im gesamten System und deren Interaktionen ist. In der Gesamtschau kann allerdings auf Basis aller Antworten das folgende grundlegende systemische Interaktionsmodell angenommen werden (Abbildung 1).

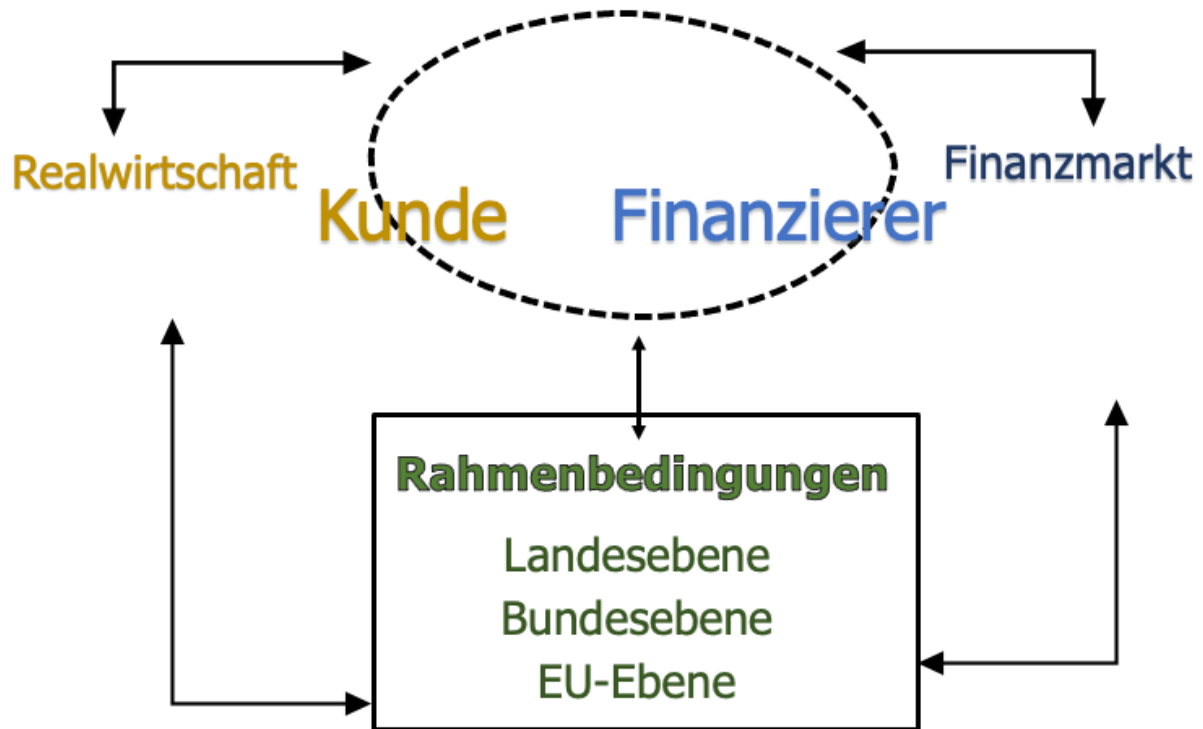


Abbildung 1: Systemisches Interaktionsmodell für nachhaltige Finanzprodukte

Des Weiteren lassen sich die Antworten der Expertinnen und Experten in fünf Hauptgruppen der gegebenen bzw. wünschenswerten Rahmenbedingungen schlussfolgern, zu denen sich alle genannten Bedingungen zuordnen lassen. Auch diese lassen sich im Modell eindeutig zuordnen, obwohl deren systemische Verknüpfung gegeben ist. In der Gesamtschau wird auch deutlich, dass es pro Schwerpunkt an Rahmenbedingungen wiederum Hauptthemen gibt, die in den Interviews deutlich werden.

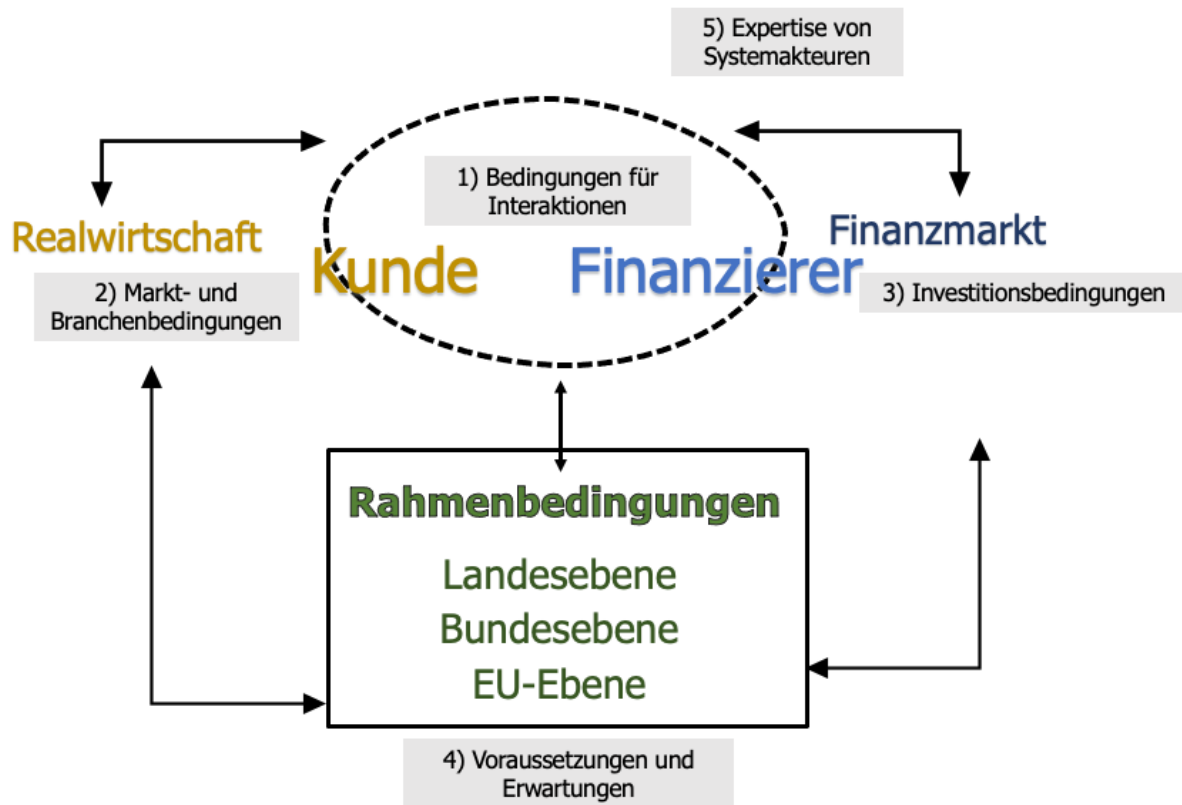


Abbildung 2: Systemisches Interaktionsmodell inkl. fünf Schwerpunkte der Rahmenbedingungen für nachhaltige Finanzprodukte

4.2.2 Bedingungen für Kunde-Finanzierer-Interaktionen

Im Rahmen der Interviews wurden folgende Aspekte für eine gelingende Interaktion zwischen Finanzierer und Kunde genannt:

- **Konditionen** (inkl. Laufzeit, Sondertilgung etc.)
- Ausreichende **Puffer** einbauen, da es regelmäßig zu Projektstörungen kommt.
- Gute und **professionelle Verträge** für alle Projektbeteiligten, um Auseinandersetzungen zu vermeiden.
- **Genehmigungsverfahren effizient ausgestalten** (digitalisieren, verschlanken, verkürzen)
- Ist die **Rückzahlung und die Verzinsung gesichert?**
- Entscheidend ist das Renditepotenzial / die **Tragfähigkeit des Geschäftsmodells** eines Zielunternehmens auch ohne Förderungen

– Weiterhin sind viele Informationen der Kunden erforderlich, was einen erheblichen Aufwand bedeutet – insbesondere auf der Kundenseite, da diese **unterschiedliche Fragebögen für alle finanzierenden Banken** ausfüllen müssen. Eine **Standardisierung** wäre hier wünschenswert. Für die Interaktionsbedingungen zwischen Kunden und Finanzierer werden vor allem die professionelle Vertragsgestaltung benannt und beschrieben, die erforderliche Anpassung der Bürokratie an KMU-Bedürfnisse und Machbarkeit sowie stimmige Festlegungen seitens der politischen Akteure zur Orientierung für die KMUs (Abbildung 3).

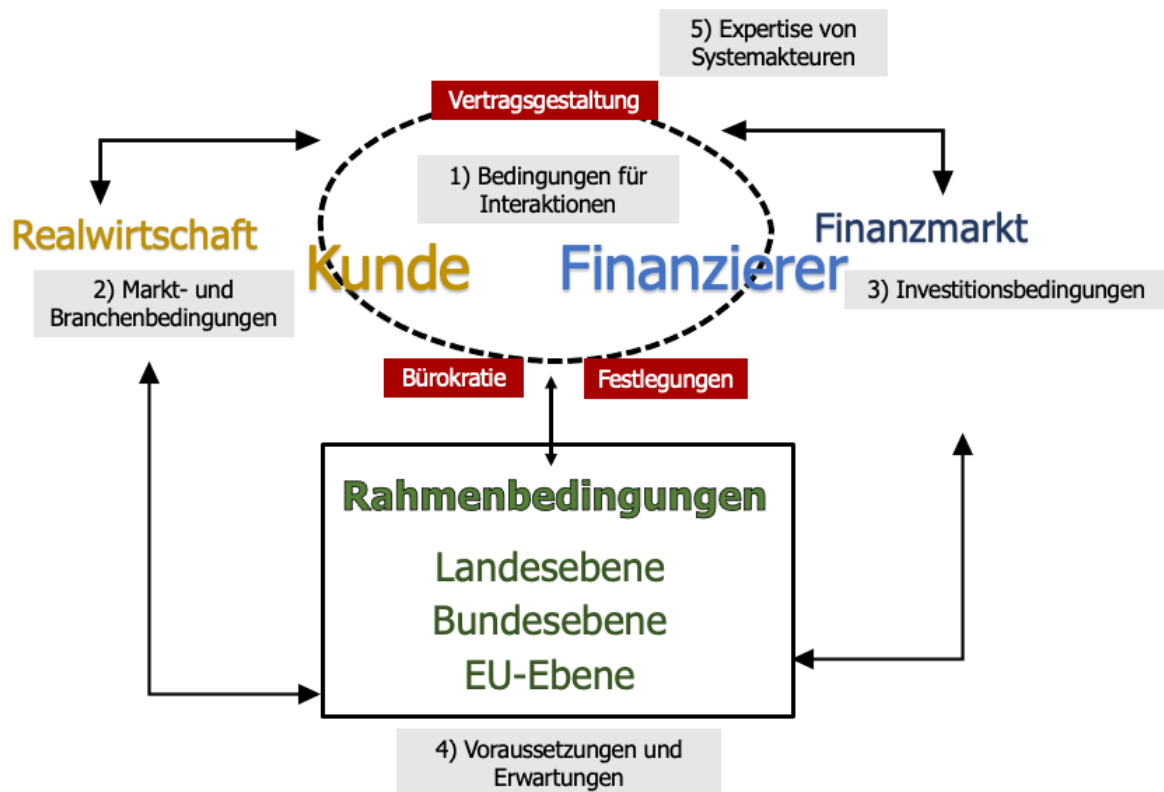


Abbildung 3: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunktbedingungen zur Gestaltung der Kunden-Finanzier-Interaktion



4.2.3 Markt- und Branchenbedingungen

Aus Sicht der Unternehmen oder Kunden wurde aus einer realwirtschaftlichen Perspektive auf folgende Bedingungen verwiesen:

- Wirtschaftlichkeit der Investition (z. B. Energieeinsparung im Verhältnis zu Investitionskosten)
- Notwendigkeit der Investition (z. B. Erweiterung Fuhrpark wegen steigenden Aufträgen)
- Marktrendite ist erforderlich. Es gibt Fälle, da sieht man von Vornherein, dass es kommerziell keinen Sinn macht.

Die größere Marktperspektive eröffnet den Blick für Branchen- und Marktbedingungen:

- Stabile und leistungsfähige Absatz muss vorhanden und gesichert sein
- Gibt es tatsächlich einen Bedarf?
- Gibt es einen Bedarf für die Finanzierung?
- Erhalt der Investition (z. B. Wartezeit auf ein E-Auto)
- Förderung innovativer Technologien: garantierte Abnahmemengen und Preisuntergrenzen (Abnahmegarantien, Einspeisevergütungen)
- **Energie** muss kosteneffizient sein, darf nicht teurer sein als fossile Konkurrenzenergie, selbst wenn es Abnahmeverträge gibt, wird der Abnehmer alles versuchen, aus den Verträgen wieder heraus zu kommen, wenn die erneuerbare Energie teurer ist als die fossile Energie. (Dieser Punkt hat sich in den letzten Jahren positiv für die erneuerbaren Energien entwickelt, steigende Kosten für fossile Energieträger und sinkende Kosten für erneuerbare Energie.)

Im Bereich der Bedingungen von und für die Realwirtschaft (4.2.3) werden vor allem auf die Themen Wirtschaftlichkeit des finanzierten Projektes verwiesen sowie die Notwendigkeit des Bedarfes nach den nachhaltigen Finanzprodukten und den damit finanzierten nachhaltigen Produkten und Dienstleistungen (Abbildung 4).

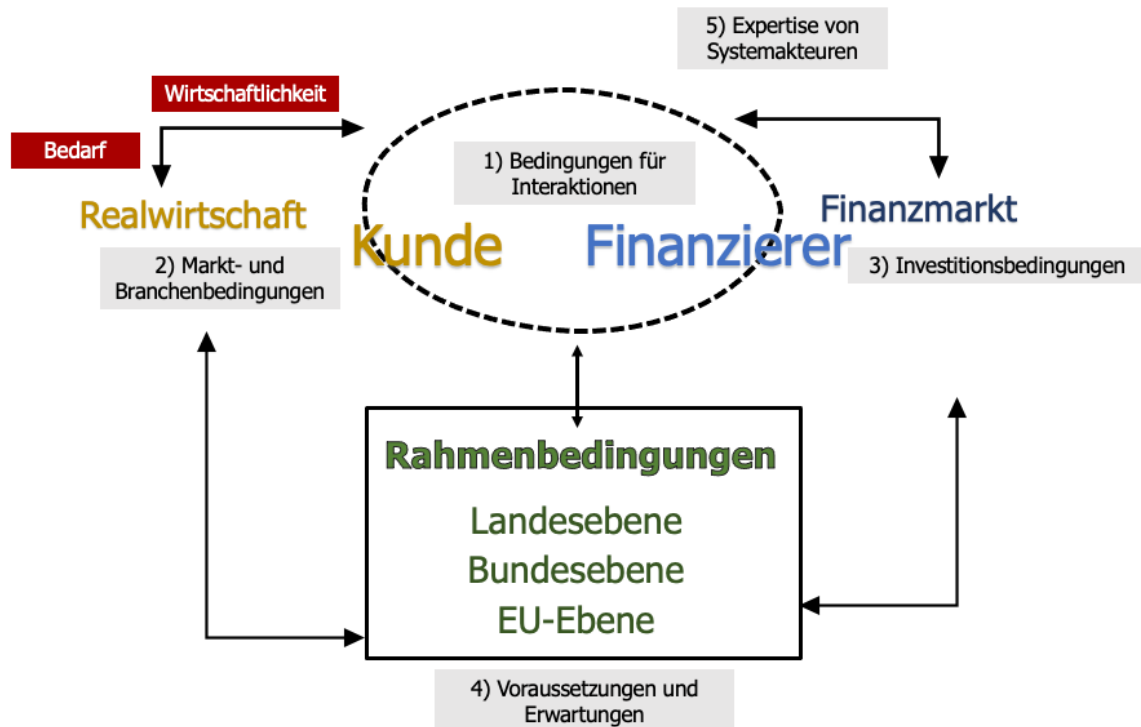


Abbildung 4: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zur Gestaltung der Markt- und Branchenbedingungen

4.2.4 Investitionsbedingungen

Eine erste Sichtweise umfasst Bedingungen, die für Investoren von Bedeutung sind:

- Projekt muss sich rechnen, **Marktrendite**
- Verbesserung des Risk-Return Profils – **angemessenes Risiko-Rendite Profil** ("treuhänderische Pflicht")
- **Planbare Cashflows** aus dem Investment (Erfüllung der Leistungsversprechen auf der Passivseite).
- Alle Merkmale und Ausgestaltungen eines Projektes, welche Unsicherheit reduzieren, reduzieren grds. auch die Renditeanforderung des Investors.
- Eine **langfristige Finanzierung** des Gesamtprojektes muss gesichert sein, da es vor Ort in den Schwellen- und Entwicklungsländern aufgrund der Finanzmärkte in der Regel nur kurzfristige Finanzierungen gibt.



- **Eigenmittelanforderungen** für weniger riskante Investments (insbesondere Infrastruktur) **angemessen reduzieren**

In einer zweiten Sichtweise wurde der Finanzmarkt in den Fokus genommen und dargestellt, welche Akteure was leisten können:

- Ziel ist es grds. Anlagen zu generieren, die Beitrag zum Asset/Liability-Matching liefern.
- Wenn mit dem Projekt keine Markttrendite erreichbar ist: übernimmt jemand anderes Risiken, z. B. durch **First Loss Tranchen**, um damit z. B. ein besseres Rating zu erreichen? → Investoren finden, die in ein solches Projekt finanzieren und insbesondere die Risikotanchen übernehmen (häufig eine Frage der Regulatorik, ob dies überhaupt möglich ist)
- Einbeziehung **privater Investoren** in Finanzierung von nachhaltigen Infrastrukturprojekten.
- **Förderbanken** sollten auf Additionalität ausgerichtet werden (crowding-in von privaten Investoren)
- **Öffentliche Förderung von neuen Technologien** (grüner H₂, Verteilernetze) bis zur Marktreife
- Aus Sicht der **Versicherer**: Es ist wichtig, an einem klar risikobasierten Aufsichtssystem festzuhalten. Darüber hinaus sollte im Blick behalten werden, dass nicht-nachhaltige Assets langfristig zu "stranded assets" werden können und damit ein Risiko darstellen.
- Eine professionell arbeitende **Investorengruppe**, hier kann ein Geldgeber wie die DEG aber ggfls. Unterstützung leisten

Ergänzend wurde ausgeführt, wie der Finanzmarkt gestaltet werden sollte:

- **Effizientes Pooling** ist für institutionelle Investoren wichtig. Investitionen z. B. in 100.000 Euro sind zu kleinteilig und scheiden aus. Muss gebündelt sein (z. B. über Fondsansatz), damit effizientes Investment möglich ist.
- **Entwicklung eines Transformationsfonds für Banken und Versicherer**, aus dem Kredite an Kommunen vergeben werden können. Viele einzelne auch kleinere Projekte mit ggf. Teilabsicherung durch Öffentliche Hand, um Risiko zu reduzieren.



- **Erleichtertes aufsichtsrechtliches Regime** (z. B. Beseitigung der ständigen Bedeckungsanforderung, Stresstest private Debt wie Equity, zu hohe Risikoeinschätzung Equity)
- Produkte müssen immer mit einem **Zuschuss-Element** verbunden werden.
- Die Struktur des Fonds und die Konstruktion, sodass auch eine **Sicherheit** vorhanden ist, insbesondere für Instrumente, die in der **Anfangsphase** investieren.
- **Infrastruktur**: Planungs- und Umsetzungsphasen verkürzen (z. B. Klagerisiken, Vereinfachung und Verschlinkung von Genehmigungsverfahren etc.)
- **Infrastruktur**: angemessene Berücksichtigung des Lebenszyklusansatzes und des gesamtwirtschaftlichen Wertes des Zeitvorteils von privaten Projekten in der Methodik der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung

Die Komplexität der notwendigen Bedingungen im Bereich des Finanzmarktes wurde in den Ergebnissen bereits deutlich (4.2.4). Dabei wurde bereits unterschieden, ob es sich die Perspektive auf die Investitionsbedingungen richtet, wobei Risiko und Rendite, ähnlich wie bei Standardgeschäft, im Fokus stehen und die Ausgestaltung der nachhaltigen Finanzprodukte stimmig für die Finanzierer sein muss. Darüber hinaus wurde auch in den Fokus gerückt, dass sich die Finanzmarktakteure unterscheiden und unterschiedliche Anforderungen haben und Rollen einnehmen können und wollen, wenn es um nachhaltige Finanzmarktlösungen geht. Dabei wurden Förderbanken, öffentliche Förderung, private Investoren und Versicherer explizit genannt (4.2.4). Auf der Seite des Finanzmarkts ergeben sich damit zwei Hauptthemen der Investitionsbedingungen .

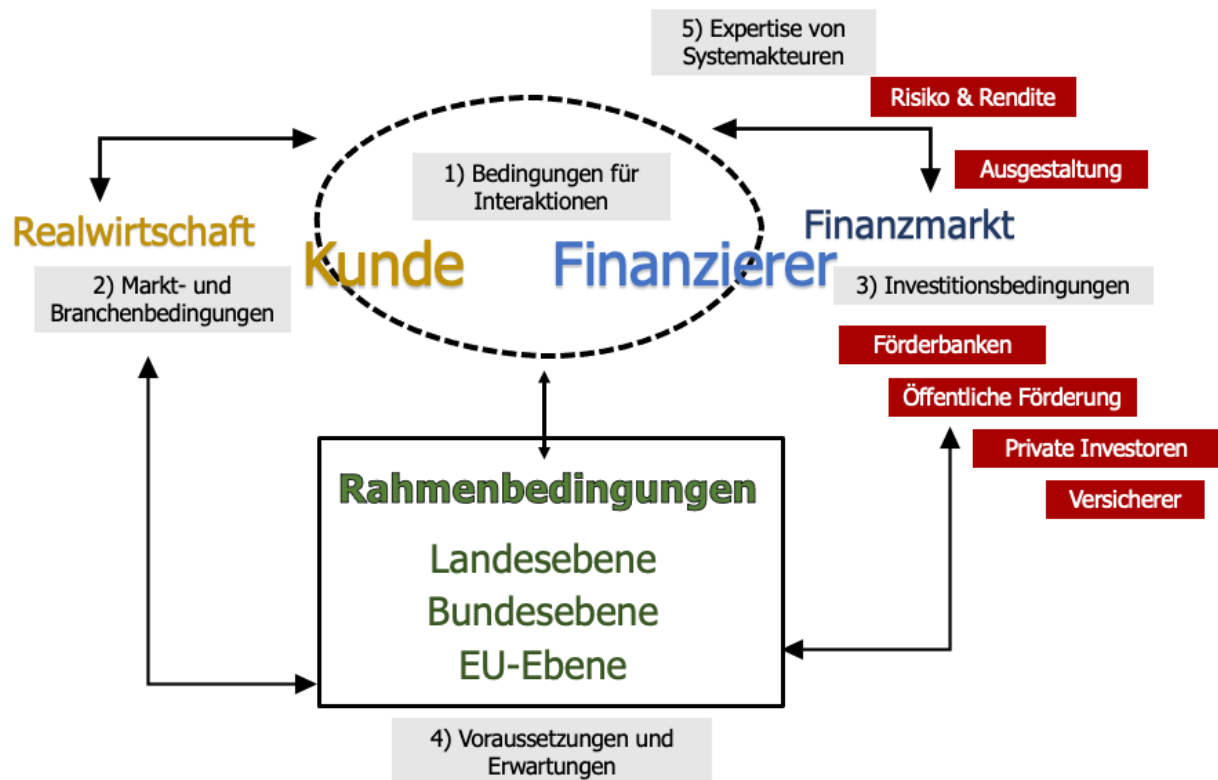


Abbildung 5: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zur Gestaltung der Investitionsbedingungen

4.2.5 Voraussetzungen und Erwartungen an politische Rahmensetzung

Als Voraussetzungen und Erwartungen aus der EU-politischen Ebene wurden drei Eckpunkte festgehalten:

- Gute Abstimmung zu Rahmensetzung auf EU-Ebene ist wichtig.
- Die Taxonomie ist zu streng und muss den Fokus auf Transformation haben.
- Das Reporting sollte vereinfacht werden.

Dabei wurden drei Problem-Lösungs-Paare benannt:

Die EU Taxonomie steuert Kreditvergabe und beeinflusst so, an welche Unternehmen Kredite vergeben werden; Banken haben proprietäre grüne Frameworks implementiert und geben sich selbst vor, wie viel ihres Neugeschäfts/Kreditbuchs mit den Vorgaben der EU Taxonomy vereinbar ist, wie viel "braunes" Geschäft gemacht werden kann oder wie viele Kredite an Transformationsunternehmen vergeben werden können; **Frage: welche Kredite sind "grün"**



→ Einführung (**temporärer**) **Positivlisten**, nach denen Projekte als per se nachhaltig im Rahmen der bestehenden Gesetze erklärt werden können.

Die hohe Anzahl an Krediten und die Einstufung nach ESG/Nachhaltigkeitskriterien auch für die Risikoeinstufung stellt aktuell eine Herausforderung dar, da **ESG Ratings nicht reguliert und nicht verlässlich sind**. Unternehmen oder Ländern müssen bestimmte **Mindeststandards** erfüllen, um als Investments zulässig zu sein (ESG Screening).

→ **Einheitliche und einfache Nachhaltigkeitsstandards** mit möglichst geringer Bürokratieaufwand (Dokumentationsaufwand). Aufwand darf nicht (erheblich) größer sein als bei einer nicht-nachhaltigen Finanzierung.

Die aufgebauten Regulierungen sind zu umfangreich. Das "Taxonomie-Reporting" und hier v. a. die "Green Asset Ratio" sind sehr problematisch und sollte möglichst schnell überprüft werden. Bei der Offenlegung muss auf den Mittelstand Rücksicht genommen werden. Auf der anderen Seite benötigt auch die KfW Daten zur Programmsteuerung und das Wirkungsverständnis.

→ Es sollte eine Konzentration auf die **wesentlichen Indikatoren** geben.

Politische Rahmenbedingungen meint auch das Setzen von Themenschwerpunkten und Zuständigkeiten und was dafür erforderlich ist:

- Gesellschaftliche Anerkennung
- Die **Studien** zum Wind- bzw. Sonnenenergieertrag müssen gut und belastbar sein.
- **Anreize** der Politik (Bürokratieabbau, Steuererleichterungen, Zertifikate, etc.)
- **Zuverlässiges** (effizientes) und stabiles regulatorisches und administratives Umfeld. Absehbare Planungsprozesse (z. B. hinsichtlich Verlässlichkeit politischer/gesetzlicher Entscheidungen und Vorgaben, effiziente und einheitlichere Genehmigungsverfahren (Klagerisiken), verhältnismäßiger bürokratischer Aufwand
- Ausreichende Anzahl an geeigneten Infrastrukturprojekten schaffen, Pipeline an Investitionsprojekten und -möglichkeiten
- Maßnahmen zur Reduzierung des Fachkräftemangels im Bereich EE und der Gebäudesanierung



- **Globaler Wettbewerb:** Europäische Unternehmen müssen durch geeignete Instrumente (z. B. Grenzsteuerausgleich) davor geschützt werden, von Unternehmen ohne Nachhaltigkeitskosten vom Markt gedrängt zu werden. Dabei ist auch die Zusammenarbeit mit wichtigen Partnerländern ("großen Volkswirtschaften") wichtig, um auf ein "level playing field" hinzuwirken

Aus Sicht des Finanzmarktes werden folgende Aspekte als relevante Bedingungen genannt:

- Weitere Taxonomien, damit klar erkennbar ist, was wirklich transformativ ist
- Offenlegungspflichten, z. B. Immobilien: Offenlegung Verbrauchsdaten der Mieter
- Sorgfaltspflichten: Corporate Sustainability Due Diligence
- Sicherstellung Steuerfreiheit (z. B. für Photovoltaik auf Immobilien)
- Erleichterung der Verbriefungsregulierung (oft ist sonstige Gesetzgebung nicht zu Verbriefungen passend, u. a. Gesellschafts- und Steuerrecht)
- Beseitigung der Inkonsistenzen in der Solvabilitätsrichtlinie bzgl. Verbriefungen
- Herstellung eines erleichterten level-playing fields für unterschiedliche Märkte
- Anreize für den Finanzsektor oder ordnungsrechtliche Instrumente, bspw. CO₂-Preis oder Deforestation Free Value Chain Regulation

Für die kommunale Ebene wird Standardisierung und die Bündelung kleinteiliger Infrastrukturprojekte vorgeschlagen. Für Unternehmen werden als wünschenswerte Rahmenbedingungen klarere Satzungsvorgaben (z. B. explizite Nachhaltigkeitsziele) benannt. Um Greenwashing zu vermeiden, wären klare Kriterien nötig; das wäre auch für Kunden hilfreich, da diese eine nachhaltige Positionierung ihres Unternehmens anstreben.

Werden die politischen Rahmenbedingungen (4.2.5) durch Expertinnen und Experten adressiert, zielen die Aussagen auf sehr unterschiedliche Bereiche des systemischen Interaktionsmodells ab. Einerseits wird von der politischen Seite, welche landes-, bundes- und die europäische Ebene integriert, erwartet den globalen Wettbewerb im Blick zu behalten und Kriterien und Vorgaben für KMUs zu machen. Hier geht es vor allem um die Benachteiligung von KMUs und Unternehmen generell,

die sich z. B. an nachhaltigen Aspekten orientieren und damit z. B. Mehrkosten haben und somit im Wettbewerb benachteiligt sind. Zweiter zentraler Punkt die die EU Taxonomie, die auch für KMU Anwendung finden könnten, indem sie z. B. angepasst wird (4.2.5). Aus der politischen Ebene wird erwartet, Regularien für Offenlegung und Sorgfaltpflicht zu benennen. Grundsätzlich wird erwartet, dass Studien und belastbares Wissen zu nachhaltigen Finanzinstrumenten durchgeführt und geschaffen wird, um zuverlässig agieren zu können. Allerdings wird sich davon erhofft, auch die gesellschaftliche Anerkennung zu erhöhen. Diese Schwerpunkte lassen sich in Abbildung 6 nachvollziehen.

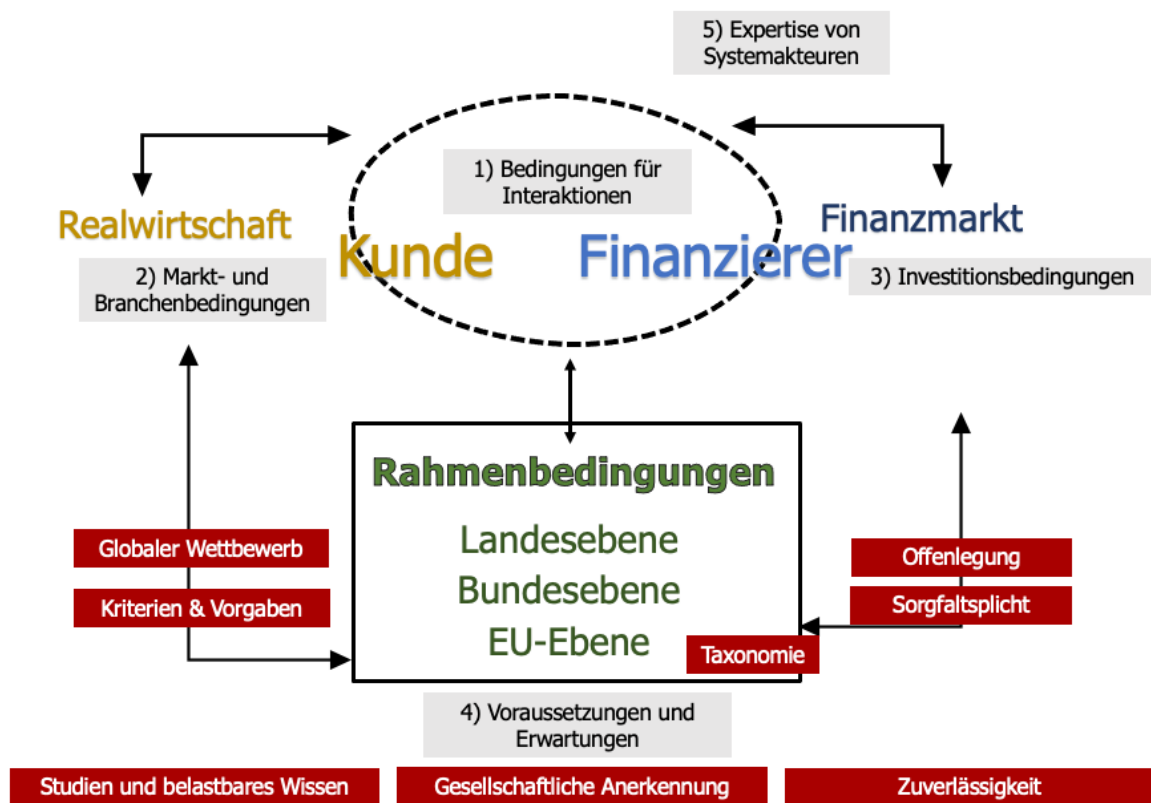


Abbildung 6: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zu Erwartungen und Voraussetzungen politischer Rahmenbedingungen



4.2.6 Expertise von Systemakteuren

Die Handelnden im System von Sustainable Finance sollten Expertise in diesem Gebiet aufweisen.

Vor allem wurden folgende Aspekte benannt:

- **Fachliche Unterstützung** für die Primärbanken
- Entwicklung und Ausbau von **Beratungs- und Servicestellen auf Landesebene**, welche für die Städte und Kommunen, die mit Transformationsprojekten zusammenhängen, Prüfungs- und Dokumentationspflichten übernehmen. Vorteil liegt bei höherer Professionalität und Effizienz. Zudem ist die Bereitstellung von notwendigen Informationen auf hohem qualitativem Niveau für intentionelle Investoren wie Versicherer wichtig.
- Stärkere Berücksichtigung von föderalen Strukturen in Deutschland, Aufbau und Erweiterung von Kompetenz- und Beratungszentren auf Länderebene
- Im **Zielland** muss **lokale Expertise** vorhanden sein, Eigentumsrechte in Drittländern müssen sehr genau geprüft werden, auch im Hinblick auf informelle Strukturen und soziale Faktoren.
- Kompetente Partner vor Ort sind entscheidend, ob ein Projekt mittelmäßig wird oder zu einem guten Erfolg geführt wird

Bei der Betrachtung der Expertise der Systemakteure selbst wird vor allem deren Fachlichkeit und Wissen zum Thema Nachhaltigkeit und nachhaltige Finanzinstrumente betont (4.2.6). Darüber hinaus ist es die Regionalität der Akteurinnen und Akteure. Das meint einerseits, dass vor Ort Beratungskompetenz aufgebaut werden muss. Andererseits wird adressiert, dass im internationalen Kontext lokales Wissen über z. B. Eigentumsverhältnisse unabdingbar sind und dafür fundierte Expertise aufgebaut werden muss .

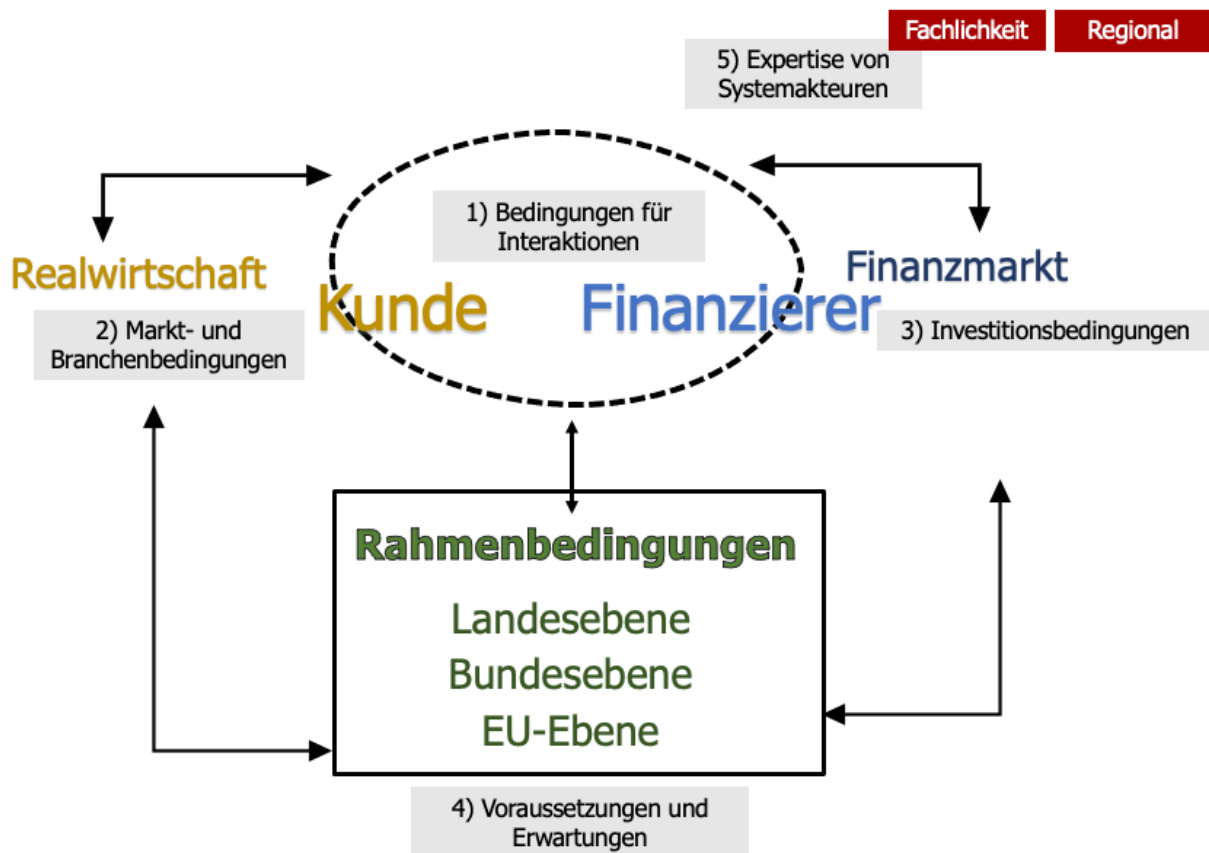


Abbildung 7: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte der Expertise von Systemakteuren

In Abbildung 8: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zu Rahmenbedingungen werden die vielseitigen Rahmenbedingungen noch einmal verdeutlicht. Die Zuordnung der Themen vor allem zu den Pfeilen, die die Interaktion repräsentieren, macht deutlich, dass die Expertinnen und Experten weniger aus Sicht der Systemakteure argumentiert haben, also viel mehr wie die Interaktionen auszugestalten sind. Dabei kommen vor allem politische Rahmenbedingungen eine wesentliche Rolle zu, die in alle anderen Interaktionsbeziehungen eingreifen.

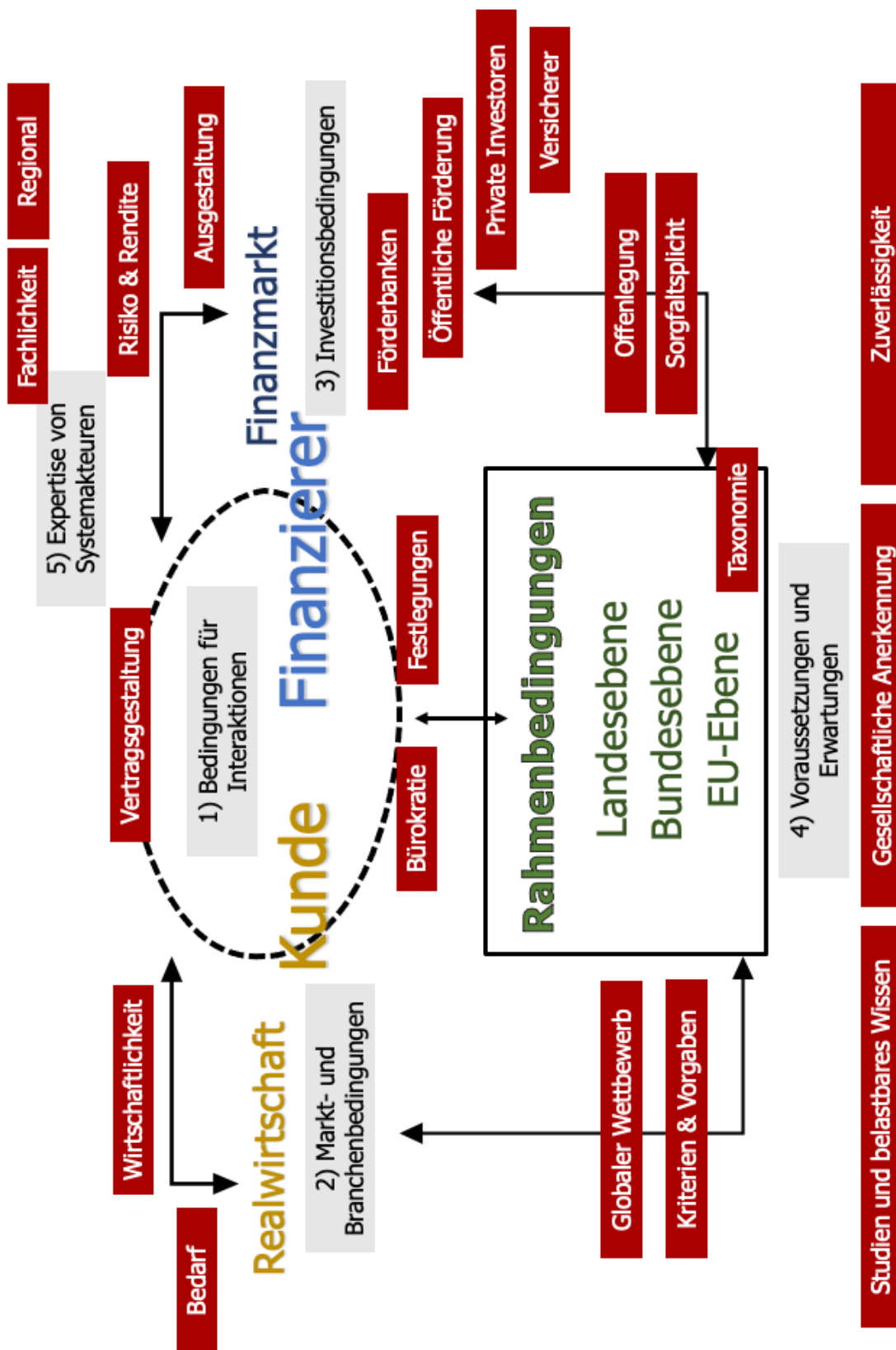


Abbildung 8: Systemisches Interaktionsmodell inkl. der Schwerpunkte zu Rahmenbedingungen



4.3 Handlungsempfehlungen an die Politik von den Interviewpartnerinnen und -partnern

Zum Teil explizit, aber auch bei den Ausführungen zu anderen Fragen wurden elf Empfehlungen für die Politik explizit gegeben:

- 1 Herstellung eines erleichterten level-playing fields für unterschiedliche Märkte
- 2 Rahmenbedingungen für Finanzierung sind entscheidend für die Realisierung (Klagerisiken, Genehmigungsverfahren, Förderkonzepte), daher müssen sichere und einfache Bedingungen schaffen werden.
- 3 Vereinfachte Konformitätsprüfung für ESG und Taxonomie für nicht-berichtspflichtige Kunden
- 4 Unbürokratische und praktikable Förderprogramme, mit geringen Antragshürden und attraktiven Zinsvergünstigungen bzw. Tilgungszuschüssen oder Haftungsfreistellungen
- 5 Einheitliche und einfache Nachhaltigkeitsstandards und möglichst geringer Bürokratieaufwand (Dokumentationsaufwand)
- 6 Einführung (temporärer) Positivlisten, nach denen Projekte als per se nachhaltig im Rahmen der bestehenden Gesetze erklärt werden können
- 7 Bei Projekten mit hohen Risiken (z. B. innovativere Technologien der Transformation wie Wasserstoff) sollte der Staat aktiv Risiken aus den Projekten nehmen, um privates Kapital anzuziehen (crowding-in).
- 8 Sicherstellen, dass Konkurrenz von staatlichen Förderinstituten (z. B. KfW) und privaten Investoren weiter abgebaut wird
- 9 Sicherstellen der Steuerfreiheit für Nachhaltigkeits-Investments
- 10 Empfehlung: öffentliche Mittel nutzen, um Währungsrisiken abzusichern, um Förderungen in der lokalen Währung auszugeben, d. h. Teil des Währungsrisikos staatlich übernehmen
- 11 Investitionsrückstand/Stau in Kommunen abbauen & Transformation dabei mitdenken



5 Diskussion

5.1 Sustainable Finance-Instrumente werden nahezu gleich behandelt wie klassische

In der Mehrheit der Interviews wird deutlich, dass Sustainable Finance-Instrumente derzeit nahezu gleich behandelt werden wie klassische. Bei der Abfrage der Rendite-Erwartungen an ESG-Finanzprodukte wurde deutlich geäußert, dass die Erwartungen gleich wie bei klassischen Finanzprodukten sind. Dies beinhaltet dieselbe Renditeerwartung und die gleichen Laufzeiten sowie die Forderung, dass möglichst geringe Kosten für die Prüfung entstehen. Mehraufwände der Prüfung dürfen nicht zu Lasten der Rendite gehen, so die Formulierung in mehreren Interviews. Diese Erwartungshaltung ist insofern überraschend, als dass sich die Konditionen und Interaktionsbedingungen unterscheiden, ebenso wie die zugrunde liegenden Aktivitäten der Realwirtschaft.

Zur Kontextualisierung: Finanzprodukte, die taxonomiekonform sind, ESG-verknüpfte Ziele enthalten und/oder niedrige ESG-Risiken beinhalten, bündeln nachhaltige(re) Geschäftsmodelle und Aktivitäten der Realwirtschaft. Die Umsetzung derartiger Geschäftsmodelle ist für die Unternehmen mit mehr Aufwänden verbunden, z. B. Investitionen in eine schnelle Dekarbonisierung, ressourcenschonende Produktion, die Förderung guter Arbeitsbedingungen und Gehälter oder die Schaffung resilienter Liefer-/Wertschöpfungsketten (Regionalwert AG Freiburg et al., 2021). Derzeit machen nicht ESG-verknüpfte Finanzprodukte die überwältigende Mehrheit aus (z. B. 90% der bei Anleihen), und gelten als Normalfall. Die Vermutung liegt nahe, dass es die Verbreitung von ESG-verknüpften Finanzprodukten erschwert, wenn diese trotz unterschiedlicher Bedingungen mit denselben Erwartungen belegt werden wie klassische Finanzinstrumente. Diese Hypothese sollte empirisch überprüft und daraus Handlungsempfehlungen abgeleitet werden.

Die Analyse zeigt, dass die Unterschiede in den Konditionen nicht so sehr zwischen klassischen und ESG-Finanzprodukten liegen. Entscheidend ist, um welche Akteure bzw. Wertschöpfungsstufe von Sustainable Finance es geht. Z. B. haben Asset Owner (wie Versicherungen) und Private Equity unterschiedliche Ansätze, die sich auf die Haltedauer, Umgang mit Risiken, Renditeerwartungen



etc. auswirken. Asset Manager, Banken und Kommunen haben wiederum deutlich differierende Ansätze, die sich auf die Erwartungen an Sustainable Finance-Instrumente niederschlagen.

5.2 Konsistente Definition von Sustainable und ESG-Performance nötig

Bislang ist Sustainable Finance ein Sammelbecken an Begriffen, Instrumenten und Perspektiven. Es bestehen große Differenzen, was in den Interviews unter Sustainable Finance-Instrumenten bzw. ESG-Finanzprodukten thematisiert wird. Das Spektrum reicht von ESG-verknüpften Anleihen, bei denen ein ESG-Rating oder eine ESG-Strategie unterlegt ist, über taxonomiekonforme Kredite, Sustainable Loans, Green Bonds und Impact Investment, wo die Finanzierung einen spezifischen Zweck erfüllen soll (z. B. die Verbesserung von Bildungsgerechtigkeit), die Finanzierung innovativer Technologien mit hohen Risiken (z. B. Wasserstoff) bis hin zu Finanzierungen, die eine ESG-risikobasierten Perspektive einnehmen (z. B. bei Rückversicherungen).

Eine Begriffsklärung ist notwendig. ESG wird derzeit – je nach Akteursperspektive – als Positivkriterienkatalog verstanden, wenn es um Impact Investing, Green/Social/Sustainable Bonds und Loans sowie taxonomiekonforme Kredite und Anleihen geht. Bei Ratings wird ESG als Bewertungskriterium genutzt, was sowohl positiv als auch negativ ausfallen kann. Im Bereich der taxonomiekonformen Finanzprodukte bedeutet ESG eine Zuordnung in Artikel 8 bzw. 9-konforme Portfolios. Im Bereich der Asset Owner, insbesondere Rückversicherungen, wird ESG für ein risikobasiertes Screening genutzt, das zu einer Liste mit Ausschlusskriterien führt, also als Negativkriterium. Diese unterschiedlichen Perspektiven und Nutzungen werden jedoch begrifflich nicht klar unterschieden, sondern kontextbezogen unterschiedlich geframt.

Zudem ist zu klären, welche Bereiche unter dem Sammelbegriff ESG gemeint sind. Der Begriff Sustainable Finance lässt ein multidimensionales oder sogar integriert-systemisches Verständnis von Nachhaltigkeit vermuten. Ebenfalls impliziert der Begriff ESG eine Gleichwertigkeit zwischen Environmental, Social und Governance-Themen. Die Interviews zeigen, dass bislang v. a. der Bereich Environmental eine Rolle spielt.



Abbildung 9: Relevanz in der Thematisierung von ESG-Themen

Die Grafik zeigt die Verteilung zwischen Environmental-, Social- und Governance-Themen in den Interviews. Ein Vergleich zu den Umweltthemen in der Klassifizierung der EU-Kommission, die der EU-Taxonomie und der CSRD mit den ESRS (European Sustainability Reporting Standards) zugrunde liegt¹: während fünf Umweltziele genannt sind, wird in den Interviews ausschließlich Ziel E1 (Klimaschutz und -Adaption) explizit thematisiert. Und innerhalb dessen wird nur die Energiewende mitsamt technologischen Innovationen thematisiert. Zur Kontrastierung: Es könnten auch innerhalb von E1 Maßnahmen zur CO₂-Sequestrierung genannt werden, sei es durch CCS-Abscheidung, Agrar-, Forst- oder Agroforstsysteme. Auch die anderen Umweltthemen (Pollution, Water & Marine Ecosystems, Biodiversity und Circular Economy & Ressource Use) könnten explizit thematisiert werden.

Zu einem deutlich geringeren Anteil wurden Social-Themen angesprochen. Hier war der Kontext ausschließlich die Entwicklungszusammenarbeit, z. B. durch Social Impact Investing, Social Loans, Blended Finance-Instrumente. Governance-Themen wurden nicht als Gegenstand von Finanzierungen genannt. Einschränkend ist zu bemerken, dass die Tatsache, dass diese Themen nicht explizit

¹ Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj?locale=de>; https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_de. [Zugriff am 15.6.2023]



genannt wurden, nicht bedeutet, dass sie nicht implizit mitgemeint wurden. Es wird jedoch deutlich, worauf der Fokus der Sustainable Finance-Expertinnen und Experten derzeit liegt.

Jedoch besteht Klärungsbedarf nicht nur bei der Definition von Begriffen, sondern auch bezüglich der unterliegenden Informationsanforderungen, (Positiv- und Negativ-)Kriterien und regulatorische Anforderungen. Dies zeigt auch ein Blick auf die aktuelle Entwicklung regulatorischer Anforderungen, wie den Zielen der EU-Taxonomie und den Reporting-Pflichten der CSRD/ESRS. Obwohl die Taxonomie und die CSRD bereits rechtsgültig sind, befinden sich die konkreten Kriterien noch in Entwicklung. Z. B. fehlt bislang eine festgelegte Sozial- und Governance-Taxonomie. Im Bereich Social liegen bereits Vorschläge vor, im Bereich Governance noch nicht. Bei der CSRD ist das erste Set der 12 sektorübergreifenden (agnostic) ESRS gerade überarbeitet erschienen (Stand: Juni 2023). Die Sektorstandards befinden sich in unterschiedlichen Ausarbeitungsstadien und sind der Öffentlichkeit weitgehend nicht zugänglich. Hier geht es nicht allein um die thematische Ausarbeitung, sondern auch um die Festlegung, welche Angaben verpflichtend und freiwillig sein werden, sowie die Methoden der Analyse (z. B. das Assessment der doppelten Materialität).

5.3 ESG-Informationen für KMU vereinfachen und vereinheitlichen

Ein zentrales Ergebnis der Interviews ist, dass es aus Sicht der Expertinnen und Experten dringend nötig ist, ESG-Informationen für KMU zu vereinfachen und vereinheitlichen. Einerseits soll die Transformation der Realwirtschaft durch Sustainable Finance dynamisiert werden. Andererseits fallen KMU – die einen Großteil der deutschen Wirtschaft ausmachen, nicht unmittelbar unter die Taxonomie- und ESRS-Reporting-Pflichten. Mittelbar sind sie dennoch von Berichtspflichten betroffen, erstens als Kunden (Kredit- bzw. Versicherungsnehmer) von Finanzmarktakteuren und zweitens als Lieferanten und/oder Kunden von großen, berichtspflichtigen Unternehmen. Derzeit fehlt eine Standardisierung der ESG-Informationen, die von KMU abgefragt werden. Dies führt zu Intransparenz und Überforderung für KMU, die unterschiedliche Fragebögen für ihre Stakeholder beantworten müssen.

Aus Sicht der Finanzwirtschaft ist ein Manko, dass KMU derzeit keinen Zugang zu taxonomiekonformen Finanzierungen haben, weil sie nicht berichtspflichtig sind und/oder weil ihr Sektor nicht



taxonomiefähig ist, also nicht als einer derjenigen eingestuft wurde, der wesentliche Transformationsbeiträge zu leisten hat.

Um nachhaltige Investitionen im KMU-Bereich zu fördern anhand von Vergabe von Fördermitteln und Krediten, braucht es einfache, unbürokratische und praktikable Informationen von Kunden, die nicht unter die Berichtspflicht nach EU-Taxonomie fallen. Mehrere Interviewte schlagen eine vereinfachte Konformitätsprüfung (orientiert an der EU-Taxonomie) vor, bzw. die Festlegung von ESG-Datenstandards für KMU. Diese Debatte wird auf europäischer Ebene u. a. im Rahmen der Entwicklung von ESRS für KMU geführt, dem LSME (Standard für gelistete KMU) und dem VSME (freiwilliger KMU-Standard)².

5.4 ESG-Risikoperspektive führt zu Umkehrung der Perspektive: ESG-Finanzierungen als „new normal“

Der Fokus auf ESG-Risiken, der von Versicherern vertreten wird, führt zu einer Umkehrung der Perspektive auf Nachhaltigkeit. Bislang ist die Perspektive aus ESG weitgehend von Compliance getrieben, vor allem Taxonomiekonformität. Die gängigen ESG-Ratings definieren keine Zielkorridore für nachhaltiges Wirtschaften, auf denen eine ESG-Performance-Messung aufsetzen könnte. Sondern sie definieren Mindestanforderungen, z. B. den Ausschluss bestimmter Sektoren oder Länder, beispielsweise die Rüstungs- und Tabakindustrie bzw. Länder, in denen Kinderarbeit gängig ist. Somit kann jedoch nur sichergestellt werden, dass aktiv E, S bzw. G-Kriterien schädigende Wirtschaftspraktiken (weitgehend) ausgeschlossen werden. Daraus ergibt sich eine nur schwache Incentivierung der Transformation von Real- und Finanzwirtschaft.

Wird der Fokus jedoch auf ESG-Risiken gelegt, kehrt sich die Perspektive um. Entscheidend ist dann nicht, ob ein Finanzprodukt, Portofolio oder Unternehmen ein Mindestmaß an Nachhaltigkeitskriterien erfüllt oder im Vergleich zu anderen weniger klimaschädlich wirtschaftet (best-in-class-Ansatz), sondern ob und inwiefern Nachhaltigkeitsrisiken bestehen.

² Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj?locale=de>;



Die BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) hat bereits 2019 in ihrem Merkblatt zu Nachhaltigkeitsrisiken deutlich gemacht, dass ESG-Risiken künftig mit den klassischen Methoden und Verfahren in Bezug auf Nachhaltigkeitsrisiken in Anlehnung an den Europäischen Grünen Deal (Europäische Kommission, 2021) zu behandeln sind.³ Seitdem haben Finanzmarktakteure einige Erfahrungen in der Analyse transitorischer und physischer Klimarisiken gesammelt, z. B. die Bafin-Konferenz „Sustainable Finance“ im September 2022 zeigte.⁴

Die Darstellungen der Interviewten spiegeln diese Entwicklungen wider: Sukzessive wird eine ESG-risikointegrierte Prüfung zum Normalfall. Während aktuell noch der Fokus auf Klimarisiken (Ziel E1 der Taxonomie/ESRS) liegt, werden weitere ESG-Risiken auf kurz oder lang integriert. Da aktuell die deutsche Wirtschaft noch weit von der Klimaneutralität entfernt ist und große Investitionen in fossile Infrastrukturen und ihre Folgeprodukte erfolgen, ist die Frage zentral, in welchen Bereichen in hohem Maß transitorische Risiken bestehen und Stranded Assets identifiziert werden müssten.

Was in den Interviews nicht thematisiert wird, jedoch im wissenschaftlichen Diskurs, ist die Gefahr, dass einzelne Risiken isoliert betrachtet werden und das Risikomanagement zu Strategien führt, die ein Risiko minimieren, jedoch andere Risiken massiv ansteigen lassen. Im Kontext der Energiewende wird z. B. seit zehn Jahren die Problematik diskutiert, dass bei einer massiven Umstellung auf Bio-Sprit die Gefahr einer Flächenkonkurrenz im Agrarbereich im Sinne von „Tank, Trog oder Teller“ entsteht (Höner & Rolink, 2022). Ähnliche Interessenkonflikte können zwischen Klimaschutz und Biodiversität bestehen bzw. zwischen Umwelt- und Sozialthemen, wenn diese eindimensional und nicht systemisch gedacht werden. Somit ist die Einschätzung zu treffen, dass es noch ein gutes Stück Weg ist vom Phasing, z. B. in einigen Environmental-Risiko-Themen bis zu einer vollintegrierten ESG-Risikoprüfung als Normalfall.

Zukünftig könnte ein Wettbewerb entstehen, bei dem Versicherer als Unique Selling Point nutzen, dass sie besonders viel bzw. besonders gut ESG-Risiken prüfen. Banken und Asset Manager

³ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_191220_MB_Nachhaltigkeitsrisiken.html; https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html.

⁴ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veranstaltungen/DE/220913_sustainable_finance_2022.html.



könnten damit werben, immer umfassend ESG-integriertere Portfolien anzubieten. Damit ESG-Risiken als materiell eingestuft werden und damit eine zentrale Rolle erhalten, sind jedoch Entwicklungen in Politik und Regulatorik nötig (s. u.).

5.5 Anreizsysteme & Regulatorik verknüpfen, um Marktverzerrung aufzuheben

Betrachten wir die Interviewergebnisse auf einer abstrakteren Ebene, so spielen Marktverzerrung und Instrumente, um diese zu beseitigen, eine zentrale Rolle. Nur in zwei Interviews wird Marktverzerrung bzw. Marktversagen explizit thematisiert. Die (fehlende) Anerkennung von ESG-Faktoren als materiell bzw. gleichwertig zu finanziellen Faktoren findet sich gerade bei den Empfehlungen an die Politik und im Ausblick auf eine gelingende Transformationsfinanzierung.

Analytisch lassen sich zwei Typen der Marktverzerrung identifizieren:

Erstens: Im Moment lohnt sich nachhaltiges Wirtschaften finanziell nicht, weil Aufwände für Nachhaltigkeit nur kostenseitig sichtbar werden (Lay-Kumar et al., 2023). Damit sind nachhaltig wirtschaftende Unternehmen am Markt benachteiligt, denn die Aufwände für Nachhaltigkeit fließen in die Produktpreise ein, weshalb sie im Vergleich zu Mitbewerbern mit geringeren Nachhaltigkeitsaufwänden schlechter dastehen. Gleichzeitig werden negative Externalitäten nicht verursachergerecht integriert, d. h. Schadfolgekosten aus nicht-nachhaltigem Wirtschaften fallen nicht auf die verursachenden Unternehmen zurück, womit deren Gewinne gemindert würden. Diese Verzerrung würde aufgelöst, wenn Aufwände und Leistungen, Risiken und Schadfolgekosten aus ESG-Faktoren in die finanzielle Erfolgsrechnung und Unternehmenssteuerung vollintegriert würden.⁵

Zweitens: Solange eine Integration von ESG-Faktoren nur partiell und auf nationaler Ebene umgesetzt wird, besteht eine weitere Marktverzerrung. Für KMU ist Marktverzerrung ein Problem bezogen darauf, dass sie als in Deutschland tätige Unternehmen eine Vielzahl von Anforderungen (Zertifizierung, Compliance, Berichtspflicht) erfüllen müssen, international oder in nicht EU-Ländern

⁵ Beispielsweise durch Sustainable Performance Accounting, Lay-Kumar et al. 2022. Ein Beispiel zur Integration von CO₂ in die Rechnungslegung: Lay-Kumar/Henkel 2023: https://regionalwert-research.de/wp-content/uploads/2023/06/Henkel-Lay-Kumar_Integration-von-CO2-in-Rechnungslegungsstandards-1.pdf



tätige Unternehmen aber nicht. Dies ist ein weiteres Argument für ein level playing field. Damit ESG-Faktoren in Analysen & Investmententscheidungen integriert werden, müssten wichtige Nachhaltigkeitsziele politisch-regulatorisch materiell gemacht werden, z. B. über Preise, Steuern, Ge- und Verbote. Marktversagen (Marktverzerrung durch fehlende Integration von Externalitäten) sollte in die Anreize einbezogen werden. In den Interviews wird ein Best Practice aus dem Bereich der Energiewende genannt: Einspeisevergütungen & concessionary loans haben sich bewährt. Eine systematische Definition von ESG-Leistungsfaktoren und objektivierbare Bewertungskriterien (z. B. anhand der von Sustainable Finance Beirat vorgeschlagenen ESG-Skala) stehen noch aus.

6 Fazit

Im Rahmen dieser Studie konnten die Rahmenbedingungen nachhaltiger Finanzprodukten systemisch aufgearbeitet werden. Dabei wurden die Kunde- und Finanzierer-Beziehung, die Realwirtschaft, der Finanzmarkt und die landes-, bundes- und EU-weiten Rahmenbedingungen als verknüpfte Systemstrukturen erkannt. Daraus resultieren fünf Schwerpunkte der Rahmensetzung: Bedingungen für Interaktionen, Markt- und Branche und Investitionen sowie Voraussetzungen und Erwartungen an politische Instanzen und die Expertise von Systemakteuren. Diese wurden in Einzelnen beschrieben.

Außerdem wurden Handlungsempfehlungen ausgewiesen, die direkt in den Interviews gegeben wurden sowie fünf Kernthemen in der Diskussion ausgeführt, die sich als inhaltlicher Transfer aus den Interviews ableiten lassen. So wurde in den Interviews deutlich, dass an Sustainable Finance Instrumente nahezu identische Erwartungen bestehen wie zu klassischen Finanzinstrumenten und eine konsistente Definition zu ESG-Performance gefordert wird, welche für KMUs vereinfacht und vereinheitlicht werden sollte. Außerdem wurde die Perspektive für ESG-Finanzierungen als „new normal“ eröffnet, wobei Anreize und Regulatorik verknüpft werden sollten, um Marktverzerrung entgegenzuwirken.



Quellen

- Bundesinitiative Impact Investing e.V. (2021). *Bundesinitiative Impact Investing – Für wirtschaftliches Umdenken und sozialen Wandel in Deutschland*. <https://bundesinitiative-impact-investing.de/>
- Cooke, P. (2020). Regionale Innovationssysteme, Cluster und die Wissensökonomie. *Innovationssysteme*, 87–118. https://doi.org/10.1007/978-3-658-22343-4_5
- Cunha, F. A. F. de S., Meira, E., & Orsato, R. J. (2021). Sustainable finance and investment: Review and research agenda. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3821–3838.
- Deutsche Bundesbank. (2023). *Sustainable Finance*. Bundesbank. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/einzelaspekte/sustainable-finance/sustainable-finance-805570>
- Europäische Kommission. (2018). *Nachhaltiges Finanzwesen: Aktionsplan der Kommission für eine umweltfreundlichere und sauberere Wirtschaft* [Text]. European Commission - European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_18_1404
- Europäische Kommission. (2021, July 14). *Der europäische Grüne Deal*. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_de
- Europäische Kommission. (2023a). *Corporate sustainability reporting*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en
- Europäische Kommission. (2023b). *EU taxonomy for sustainable activities*. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
- Europäische Kommission. (2023c). *European green bond standard*. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en
- Europäische Kommission. (2023d). *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en
- European Commission. (2023). *What is sustainable finance? Overview of Sustainable Finance*. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en
- Haberstock, P. D. P. (2021). *Definition: Impact Investing* [Text]. <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/impact-investing-120058>; Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH. <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/impact-investing-120058>
- Helfferich, C. (2014). Leitfaden- und Experteninterviews. In *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*. Springer VS.
- Höner, G., & Rolink, D. (2022). *Tank, Trog oder Teller-Diskussion: Jetzt live! | top agrar online*. <https://www.topagrar.com/management-und-politik/news/tank-trog-oder-teller-die-konsequenzen-fuer-die-landwirtschaft-13163274.html>
- Lay-Kumar, J., Walkiewicz, J., Hiß, C., & Heck, A. (2023). Sustainable Performance Accounting als Schlüssel für die Nachhaltigkeitstransformation – Einsichten aus dem Projekt QuartaVista. In *Mit Sustainable Finance die Transformation dynamisieren: Wie Finanzwirtschaft nachhaltiges Wirtschaften ermöglicht* (pp. 187–199). Springer.
- Lundvall, B.-Å., Johnson, B., Andersen, E. S., & Dalum, B. (2002). National systems of production,



- innovation and competence building. *Research Policy*, 31(2), 213–231. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00137-8](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00137-8)
- Mayring, P. (2014). *Qualitative content analysis: Theoretical foundation, basic procedures and software solution*.
- Mytelka, L. K. (2000). LOCAL SYSTEMS OF INNOVATION IN A GLOBALIZED WORLD ECONOMY. *Industry and Innovation*, 7(1), 15–32. <https://doi.org/10.1080/713670244>
- Patton, M. Q. (2014). *Qualitative research & evaluation methods: Integrating theory and practice*. Sage publications.
- Regionalwert AG Freiburg, Lay-Kumar, J., Hiß, C., Heck, A., Fus, E., Saxler, J., Rohloff, J., Metz, A., & Mark, C. (2021). *Abschlussbericht QuartaVista*. <https://www.quartavista.de/abschlussbericht>.
- Statistisches Bundesamt. (2023). *Anteile Kleine und Mittlere Unternehmen 2021 nach Größenklassen in %*. Statistisches Bundesamt. <https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Kleine-Unternehmen-Mittlere-Unternehmen/Tabellen/wirtschaftsabschnitte-insgesamt.html>
- Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung. (2021). *Shifting the Trillions Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*. https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf
- Warnke, P., Koschatzky, K., Dönitz, E., Zenker, A., Stahlecker, T., Som, O., & Cuhls, K. (2016). *Opening up the innovation system framework towards new actors and institutions*. 51.
- Weber, M., & Petrick, S. (2014). Was sind social impact bonds? Definition, Strukturen, Marktentwicklung. Wirkungsorientierte Finanzierung für gesellschaftliche Herausforderungen. *Bertelsmann Stiftung*.
- Zwick, Y., & Jeromin, K. (2023). *Mit Sustainable Finance die Transformation dynamisieren*. Springer.