

Frankfurter Regulierungskonferenz

am 05.11.2021
(hybrid – online und in Präsenz)

Wortprotokoll
(Auszug)

Erstellt von
Wolfgang Groth
Verhandlungsstenograf
Mühlwiese 2a
65779 Kelkheim
Germany
E-Mail: wolfgang.groth@arcor.de
Tel.: +49 6195 6038535

Prof. Dr. Roland Koch:

Vielen herzlichen Dank. Wir gehen dann so langsam zum nächsten Beitrag über. Erst einmal hallo und guten Morgen nach New York. Ich möchte Ihnen kurz die beiden Mitstreiter vorstellen. Jan Pieter Krahen kommt aus der Nachbarschaft als Professor und einer der Leiter des House of Finance hier in Frankfurt. Er ist zugleich Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesminister für Finanzen. Georg Kell ist ein Deutscher, der uns zu früh und zu lange nach New York abgewandert ist und deshalb dort zu Hause ist. Jan hat an führender Stelle für die Vereinten Nationen gearbeitet. Er hat im Auftrag von Kofi Annan die Struktur und die Organisation des United Nations Compact Netzwerkes begründet. Er ist damit jemand, der sich schon sehr lange aus wirtschaftlicher Sicht mit den möglichen Einwirkungen durch die Veränderung unserer Klimasituation beschäftigt. Und heute ist er ein Stück wieder zurück hier in Deutschland als Sprecher des Nachhaltigkeitsbeirates der Volkswagen Gruppe und als Chairman von Arabesque, einem Unternehmen, das sich mit ähnlichen Dingen beschäftigt, wie es die Deutsche Börse heute Morgen beschrieben hat, nämlich der Frage der Indexierung und Bewertung von möglichst vielen umweltrelevanten Daten, und den Fußabdruck von Unternehmen - was auch immer das so genau ist - zu erklären und zu betrachten hilft.

Ich will eingangs nur kurz sagen, worüber wir jetzt reden wollen und wozu die Einladung war; danach brauchen wir die beiden dazu. Es geht um eine Diskussion, die auch Jan Pieter Krahen und ich miteinander geführt haben, eine Annahme, die man haben konnte oder erhoffen kann, gerade wir Regulierer, dass je marktwirtschaftlicher ich die Bepreisung von Finanzanlagen unter dem Gesichtspunkt von grünen Kriterien behandle umso höher die Incentivierung von Unternehmen ist, die grün handeln. Wenn die Unternehmen intrinsisch aus ökonomischen Gründen interessiert sind, grün zu handeln, kann ich relativ am Ende der Kette meine ordnungspolitischen oder gar ordnungsrechtlichen Impulse, dass sie sich in einer bestimmten Weise verhalten wollen sollen - was auch immer das ist -, reduzieren, weil ein viel freieres Umfeld, ökonomisch getrieben eigentlich zu dem gleichen Effekt führt. Das war ein sehr abstraktes Bild. Jan Pieter Krahen sagt - ich hoffe, ich interpretiere ihn nicht falsch -, Vorsicht an der Baustelle, denn es könnte sein, dass dadurch, dass Crown Assets, also anderes, auch ihren Wert behalten, die Finanzierung für die Unternehmen knapper wird, der Gewinn, wenn man dort hinein investiert, höher wird, am Ende diese Hoffnung, dass alle Druck auf die Grünen ausüben, damit sie so werden, gar nicht so groß ist, weil es viele Investoren gibt, die entspannt sagen: Ich habe eine andere, viel höhere Renditeinvestition.

Ich bitte aber um Entschuldigung, das ist eine hoch polemische, High-Level-Zusammenfassung einer Diskussion. die sehr spannend ist: Wenn Georg Kell hier ein Stück die Gegenposition vertritt und sagt - ich unterstelle das einmal -, Vorsicht, das kann wirken, und Jan Pieter Krahen sagt, Vorsicht, das wirkt vielleicht nicht, ergibt sich die Frage, wie viel Ordnungsrecht ich schaffen muss, weil ja der Planet nicht wartet. Deshalb sind wir damit am Ende unserer Tagung an einer extrem spannenden Nahtstelle, die zu diskutieren ich jetzt in die Hände von Sandra Eckert und Ihnen beiden geben will.

Prof. Dr. Sandra Eckert:

Vielen Dank. - Ich schlage vor, dass wir unserem Experten, der aus New York zugeschaltet ist, die Gelegenheit geben, ein Eingangsstatement zu dem, was hier gerade recht provokativ formuliert wurde, abzugeben. Herzlich willkommen hier in Frankfurt!

Georg Kell:

Danke schön, und vielen Dank, Professor Koch, dass Sie mich zugeschaltet haben. Ich freue mich sehr.

Drei Punkte möchte ich zur Eröffnung anführen. Erstens, ich behaupte, wir sind gerade mitten in einer der größten strukturellen Transformationen unserer Geschichte. Das Tempo beschleunigt sich. Es sind nicht nur die Erderwärmung und der Klimawandel, die uns immer mehr zwingen anders zu denken. Es ist auch die Digitalisierung, die immer rasanter voranschreitet. Ich behaupte also, es sind zwei fundamentale Kräfte, die die Strukturen neu orientieren werden: Erstens beschleunigter Energiewandel,

die Notwendigkeit, sich immer mehr mit natürlichen Assets und langfristig zu denken. Und zweitens die rasante fortschreitende Digitalisierung.

Diese zwei Faktoren sind oft enger verknüpft als die Öffentlichkeit es wahrnimmt. Denn technologische Lösungen sind notwendig, um den Klimawandel in den Griff zu bekommen, ob es die Energietransformation ist, Automobilität oder difficult-to-abate Industries und so weiter. Das ist meine erste These: Es geht um einen großen, langfristigen Strukturwandel.

Die Evaluierungsfrage, die Finanzfrage ist in einem Dilemma. Es geht um verschiedene Zeitdimensionen. Mark Carney hat den Begriff "The tragedy of the horizon" geprägt: Wir alle wissen eigentlich, wohin die Reise geht, aber unser kurzfristiges Verhalten wird noch nicht richtig incentiviert. Das heißt, in den Strukturen, mit denen wir uns umgeben haben, die aus dem Industriezeitalter kommen, wird immer noch das alte Denken gefördert und unterstützt. Es geht jetzt um die Neuorientierung und um den Neuanfang, um diese großen, irreversiblen Kräfte, von denen ich gerade gesprochen habe, zu unterstützen und sich ihnen nicht entgegenzustellen, sondern wenn möglich sogar ihnen voraus zu sein, wie es der Green Deal will, wie es die Taxonomie will und wie es viele andere wollen.

Die Frage ist, ob das möglich ist in der Finanzwelt, die in der Regel sehr kurzfristig agiert. Der Beweis ist bisher nicht ganz klar. Es ist immer noch rentabel, kurzfristig den Planeten zu verbrennen; ohne Frage, es gibt viele Beispiele dafür und es ist noch hoch rentabel. Und wenn Divestment stattfindet, dann kommen immer noch andere rein, wo die Regulierung oder die Erwartungshaltung noch nicht entsprechend ist. Von daher ist Ihr provozierendes Eröffnungsstatement durchaus treffend für die gegenwärtige Lage.

Aber es gibt zwei große Punkte, die dafür sprechen, dass sich dieser Wandel bald in eine andere Phase bewegen wird. Erstens. Die Messbarkeit von kurz- und langfristigen Impacts und auch der Rückwirkungen auf die Assetevaluierung wird immer schärfer und besser; das ist ein wahnsinniger Fortschritt, der im Moment stattfindet, in der Datenerfassung und in der Analyse - dank Technologie. Meine eigene Firma in Frankfurt zum Beispiel macht da voll mit, aber auch andere.

Das erhöht natürlich das Risikobewusstsein und führt zu einem neuen Einschätzungsvermögen über zukünftige Risiken. Sprich, wenn es kurzfristig noch rentabel ist, den Globus zu verbrennen, dann muss man auch wissen, dass das Risiko von stranded assets wahnsinnig hoch ist. Denn es gibt keine ESG-Exits mehr, wie es sie früher gab, das ist irreversibel. Das erhöht natürlich den Risikohorizont enorm, und das führt auch zu neuen Bewertungsmaßstäben.

Ich möchte nur kurz darauf hinweisen, dass viele Finanzinstitutionen inzwischen die Frage der Klimarisiken schon anfangen in monetäre Einheiten umzusetzen, nicht nur in der Versicherungsindustrie, auch in anderen langfristig agierenden und denkenden Institutionen. Sprich, der Zug geht eindeutig in die Richtung einer neuen Evaluierung. Es ist aber noch eine holprige „messy situation“. Denn die Transformation ist natürlich nicht linear, da gibt es Blasen, die platzen werden, da gibt es Neuanfänge wie beim Internet im Jahr 2000. Eine solche gigantische Transformation verläuft nicht linear, sondern messy, zwei Schritte vorwärts, ein Schritt zurück. Erschwerend kommt hinzu, dass die internationale Gemeinschaft nicht bereit ist, sich gemeinsam nach vorne zu bewegen, sondern eher immer fragmentierter wird, wobei Europa, ganz klar, eine spezielle Rolle spielt, eine Vorreiterrolle in vielen Bereichen.

Meine Grundthese ist also: Langfristig keine Frage, Nachhaltigkeit ist das einzige Investitionspotenzial, das auch weiterhin gedeihen und wachsen wird. Mittelfristig, kurzfristig viele Turbulenzen, viele Rückschläge und auch viele Blasen, die noch platzen werden. Wir müssen uns auf eine raue Umstellung einstellen. Die gute Nachricht, wie schon kurz gesagt, ist, dass Technologie und Digitalisierung immer mehr nicht nur die Antwort auf die Probleme selbst darstellen, sondern auch für Bewertungsfragen immer wertvoller werden, weil Digitalisierung und die Erfassung von großen Daten es immer besser und einfacher machen, langfristige Risiken, Klimarisiken klarer aufzuzeigen, und damit auch selbst als Beschleuniger für die Transformation wirken.

Vielleicht noch zwei ergänzende Sätze. Ich bin auch sehr viel unterwegs in der Wirtschaft. Auch da ist die Transformation, der Strukturwandel, in vollem Gange. Die Finanzwelt agiert ja nicht isoliert. Die

Finanzwelt ist immer fest eingeschlossen in der Gesellschaft und in der Marktwirtschaft. Auch auf Firmenebene ist diese Transformation weg vom Industriezeitalter hin zu einem zukunftsfähigen Unternehmen in vollem Gange in allen Bereichen. Darum geht es meines Erachtens auch in Deutschland, wo Deutschland jetzt die erste ESG-Regierung hat: Umwelt-, soziales-, marktbasierende Governance. Ich glaube, da hat Deutschland jetzt eine besondere Rolle und vielleicht sogar eine historische Möglichkeit einen neuen Konsensus zu schaffen. Denn diese Transformation umfasst alle Bereiche, auch Regulierungen; nur ein Beispiel auf Betriebsebene: In der Vergangenheit stand oft das Motto „compliance optimization“ im Vordergrund. Es gab und gibt sogar MBA-Kurse dazu. Aber inzwischen gibt es immer mehr CEOs, die weg von „compliance optimization“ gehen, die die Rahmenbedingungen neu aufgestellt sehen wollen, die eine neue Incentivestruktur sehen wollen, eine, die nicht mehr das Industriezeitalter subventioniert, sondern eine, die Zukunftsinvestitionen attraktiver macht. Es tut sich viel und es ist sehr spannend.

Prof. Dr. Sandra Eckert:

Vielen Dank für die Einschätzung. - Dass es sich um ein großes und langfristiges Unterfangen handelt, ist vermutlich unstrittig. Auch der Begriff der "Tragedy of the Horizon" ist sehr passend. Eine ganz kritische Frage ist: Wie kommen wir dahin? Welche Phase wann mit welcher Incentivierung? Vermutlich, kann ich mir vorstellen, gibt es dazu gewisse Diskrepanzen in der Einschätzung. Es wäre interessant für unsere Diskussion, Jan, wenn du gleich in deinem Eingangsstatement schon auf die Frage eingehst, wie man die Klimarisiken messen und am besten in die Logik der Finanzmärkte einbauen kann.

Prof. Dr. Jan Pieter Krahen:

Vielen Dank! Vielen Dank auch für die Einladung an die Organisatoren. - Ich will gleich auf Ihr Statement eingehen. Das, was Sie gesagt haben, kann man alles ganz herzlich unterschreiben: Wir sind in der Transformation. Wir müssen damit rechnen, dass es dabei zu Problemen kommt. Wir müssen Investitionen neu ausrichten, ordnungspolitisch die Rahmenregeln neu denken, neu formulieren. Das ist, glaube ich, völlig konsensual. Das hat aber alles nichts mit Finance zu tun. Ich sitze hier als jemand, der fragt: Was hat ein Assetmanager, was hat Finance generell mit Grün zu tun?

Wir sind uns in der Frage der politischen, ordnungspolitischen und wirtschaftspolitischen Grundrichtung völlig einig. Nur übersetzt sich das für mich überhaupt nicht in irgendein Plädoyer für etwas wie Green Finance. Das ist die Diskrepanz, darüber hatten Herr Koch und ich auch länger diskutiert. Ich sehe - um die Diskussion ein bisschen anzustacheln -, wie eine Finanzindustrie mit Begeisterung das Thema Sustainability und ESG aufgreift, sofort Produkte in großer Menge anbietet, mit der Illusion, dass die Kunden, die das kaufen, irgendetwas damit zu tun hätten, was am anderen Ende real passiert. Darüber haben sie gesprochen. Da sind wir uns einig, das ist ein politischer Prozess. Das hat etwas mit Konsumpräferenzen, mit der Ausrichtung der Unternehmen ihrem Gewinninteresse folgend zu tun usw. Da habe ich auch gar keinen Zweifel, dass das in die Gänge kommt. Aber mit der Begeisterung der Finanzindustrie zu dem Thema und mit dem Anbieten für die Anleger, dass sie hierzu etwas beitragen, indem sie ein so geartetes Portfolio kaufen, vielleicht sogar noch mit der Zusage versehen, dass das renditeträchtig sein könnte, damit habe ich schon ein Problem; denn ich glaube, diesen Zusammenhang muss man erst mal konstruieren und der ist nicht so evident, wie es auf den ersten Blick scheint.

Da wir hier diskutieren und Sie auch einen großen Fondsmanager vertreten, der auch mit dieser These unterwegs ist, würde ich gerne wissen, wie man diesen Anspruch, an die Investoren gerichtet, irgendwie ersetzen kann.

Prof. Dr. Sandra Eckert:

Die Verbindung mit dem Geldverdienen - kann das funktionieren, dass man beides erreicht?

Georg Kell:

Dann erlauben Sie mir, in der Geschichte kurz zurückzugehen. 2005 hatte ich das Glück, in einer Arbeitsgruppe mit Kofi Annan Pensionskassen einzuladen. Sie haben den Begriff ESG formuliert, Environmental Social Governance Factors. Die Hypothese war damals und ist heute noch, dass Externalities immer wichtiger werden für Financial Returns und für Risikoeinschätzung. Es hat lange gedauert, bis diese Thematik und das Konzept marktfähig wurden, erst nach der Finanzkrise, erst ab 2014, als die ersten Metastudien herauskamen aus allen möglichen Orten von Harvard bis Kiel und Shanghai, die etabliert haben, dass es tatsächlich einen Zusammenhang gibt zwischen ESG-Faktor-Analysen auf der einen Seite und langfristiger Evaluierung auf der anderen Seite. Dieser Zusammenhang ist immer noch umstritten und es gibt Beweise in beide Richtungen, da gebe ich Ihnen recht. Aber man ist sich inzwischen mehr oder weniger einig, dass mittel- bis langfristig gesehen ESG-Faktoren wichtig sind, um eine gute Rentabilität zu erzeugen. Das ist im Moment Konsensus aus vielen Papieren, die überall herauskommen.

Praktisch gesehen ist es relativ einfach. Meine Firma war eine der ersten auf der Welt vor fünf Jahren, inzwischen machen es viele: Sie integrieren ESG-Faktoren von unten herein in die Portfolio-Konstruktion und können jetzt immer mehr bessere Angebote machen, die ganz spezifisch auch halten, was sie versprechen. Zum Beispiel, wenn Sie in ein Portfolio investieren wollen, das mit dem 1,5-Grad-Ziel aligned ist, dann ist das möglich. Es gibt die Science-based-Targets-Initiative, die glaubwürdig ist, die den quantitativen Beweis erbringen kann, welche Firmen welche Assetclusters auf welcher Stufe sind. Wenn eine Auswahl dementsprechend stattfindet, dann kann man durchaus ein Portfolio anbieten, wie wir es machen und wie es auch andere machen, das an dem Ziel 1,5 °C aligned ist.

Das bedeutet, Kapital geht immer mehr in solche Bereiche, die Dekarbonisierung beschleunigen, die Dekarbonisierung ernst meinen. Das ist meines Erachtens eine wichtige Entwicklung. Sie sehen es auch daran, wie Venture Capital inzwischen nachzieht, immer mehr in grüne Investitionen hineingeht. Das spiegelt die große Transformation wider. Aber auch bei Assetmanagern geht der Zug weg von indiskriminierten Investitionen hin zu selektiven, mit ESG-Faktoren unterstützten Auswahlen. Dieser Trend ist voll im Gange, aber er ist immer noch imperfekt. Ich gebe auch den Kritikern recht, die behaupten, das alleine kann keine Lösung sein. Denn wenn sich letztendlich nicht die Rahmenbedingungen ändern, wie CO₂-Bepreisung zum Beispiel, dann können diese Firmen gar nicht erfolgreich sein, dann können solche Portfolios auch langfristig gar nicht erfolgreich sein. Aber die Annahme ist, die CO₂-Preise werden im Durchschnitt weiter nach oben gehen. Nachhaltigkeitsfragen werden materiell immer wichtiger werden. Deswegen ist die Annahme einer guten Rentabilität mit Investments in ein 1,5-Grad-aligned-Portfolio durchaus vertretbar. Ich glaube, es ist ein wichtiger Beitrag, den die Finanzindustrie damit leistet. Ich hoffe nur, dass das vom Ordnungsrahmen auch immer mehr unterstützt wird.

Prof. Dr. Sandra Eckert:

Ich möchte da noch einmal nachhaken: Könntest du vielleicht noch einmal etwas anschaulicher den Missing Link beschreiben? Wir haben jetzt noch einmal gehört: Die Rentabilität ist da, und wir sehen den Wandel in der Finanzwirtschaft. Du hast gesagt, es gibt nicht die Verbindung mit dem Wandel in der Realwirtschaft. Was ist da der Punkt?

Prof. Dr. Jan Pieter Krahenen:

All dem, was Sie jetzt gesagt haben, Herr Kell, stimme ich voll zu. Ich glaube auch, dass die lukrativen Investments in diese Richtung gehen, wohin sich die ganze Politik bewegt. Aber was hat Finance damit zu tun? Meine erste Behauptung ist: nichts. Ich sage es noch einmal etwas pointierter: Wenn ich als Investor an diesem Prozess nicht nur teilhaben will, indem ich die Rendite, die dort erwirtschaftet wird, mitnehme, sondern ihn mit fördern will, also einen Einfluss, ein Impact haben will, dann müsste ich sagen, ich investiere überhaupt nicht in Grün, sondern ich investiere in Braun, und setze dort einen Hebel an, um braun grüner zu machen. Ich gucke also auf Delta-Grün und nicht auf Grün. Das ist aber

nach den herkömmlichen Messtechniken und Taxonomien etwas komplett anderes und wird damit überhaupt nicht erfasst. Wir reden hier gar nicht über den Impact des Finance. Auch sie reden immer über den Impact des Investments; darüber gibt es gar keinen Zweifel. Das ist alles sozusagen zugestanden und da sind wir uns schnell einig.

Das Problem entsteht, wenn Finance ins Spiel kommt. Wo ist der Link? Wenn ich ein Investor bin und mir bei Ihnen oder woanders ein grünes Portfolio kaufe, was habe ich damit verändert an der Welt? Meine erste Behauptung: nichts. Aber mir wird erzählt, es wäre so. Weil man mir das erzählt und viele das tun, ist meine Rendite am Ende negativ, ich verdiene weniger als andere. Das ist die Logik, mit der ich mich beschäftige.

Georg Kell:

Ich verstehe. Dem würde ich erstens entgegenhalten: Der Einfluss, den die Finanzwelt daraus nimmt, ist eine Verlagerung des Kapitals. Kapitalkosten werden geringer für bessere Unternehmen, die weiter fortgeschritten in diesem Wandel sind. Das ist sicherlich ein Effekt. Zweitens, Engagement. Viele Assetmanager organisieren sich kollektiv, sehr erfolgreich zum Teil, um durch Engagement auch Druck auf einzelne Firmen auszuüben. Auch damit wird viel bewegt. Da gibt es nicht nur einzelne Beispiele, ganze Sektoren werden davon betroffen. Also Finanzierungskosten, Engagement, und drittens würde ich behaupten, es ist ganz einfach eine Mindset-Veränderung für die Finanzwelt. Sich mit Klimafragen zu beschäftigen und sich mit Klimarisiken ernsthaft auseinanderzusetzen, ist eine neue Dimension. Die hat es vor zehn Jahren nicht gegeben. Das trägt dazu bei, dass neue Produkte aufgeföhren werden. Es trägt dazu bei, dass neue Investitionsmöglichkeiten eruiert werden, es trägt dazu bei, dass es neue Leverage Funding gibt, auch Public-Private usw.

Im Grunde ist es natürlich eine Frage der Valuierung und wo die Politik und die Gesellschaft hingehen. Weil der Ordnungsrahmen noch nicht angepasst ist und noch in Entwicklung ist, ist das ein imperfekter Ansatz, völlig richtig, und auch nicht ein systemischer Ansatz, aber ein Ansatz, der wichtig ist. Er gibt Impulse, letztendlich auch für Politiker, er gibt Impulse für Sparer, die ihr Geld investieren, die weiter aktiv werden usw. Er trägt dazu bei, den gesellschaftlichen Ordnungsrahmen insgesamt voranzutreiben. Davon gehe ich zumindest aus.

Die Komplikation, die ich im Moment mehr sehe, ist die Fragmentierung der Märkte, weil die Erwartungshaltungen in verschiedenen Märkten sehr unterschiedlich sind. Wir haben vorher viel über die EU gehört. Ich lebe hier in den USA, und Sie wissen, Bidens Agenda steht im Moment auf der Kippe. Wir wissen noch nicht, wo es hingeht. Es kann durchaus sein, dass in zwei Jahren die andere Partei wieder kommt und die all die Executive Orders wieder rückgängig macht. China geht seinen eigenen Weg. Wir wissen, wie es mit den Schwellenländern steht. Wir bewegen uns also in einer Welt der Fragmentierung. Dadurch wird für die Finanzwelt die Komplexität größer, darin sehe ich ein echtes Problem.

Prof. Dr. Sandra Eckert:

Eine kurze Reaktion, Herr Krahen, und dann sammeln wir noch Fragen.

Prof. Dr. Jan Pieter Krahen:

Ich finde den Ansatz richtig, den sie präsentieren, den vertrete ich so auch. Ich würde sagen, die Ordnungspolitik ist der eigentliche Ansatzpunkt. Da muss etwas passieren. Das haben Sie im Grunde auch gesagt. Man darf nicht vergessen, dass die Ordnungspolitik und ein aktives Green Finance miteinander substitutiv sind. Also je mehr wir im Green Finance erreichen, umso beruhigter lehnt sich die Ordnungspolitik zurück und sagt, die Märkte machen das ja ganz allein. Wir müssen genau darum die Arbitragemöglichkeiten abschaffen, die in der Ordnungspolitik derzeit existieren.

Georg Kell:

Da bin ich völlig Ihrer Meinung. Klimawandel ist ein systemisches Problem. Ein systemisches Problem braucht systemische Antworten und die kann letztendlich nur die Ordnungspolitik liefern. Das heißt aber nicht, dass man in der Privatwirtschaft, die ziemlich oft weiter voraus ist als der Konsensus in der Gesellschaft, nicht auch Bewegungen unterstützen kann oder soll, die innovativ sind und in die Zukunft weisen. Deswegen glaube ich, dass die ESG-Bewegung, die seit 15 Jahren im Gange ist und inzwischen weltweit aktiv geworden ist, im Grunde eine positive Kraft ist, die auch die Ordnungspolitik mit unterstützt. Es ist ein Wegbereiter, kann man argumentieren.

(Diskussion nicht transkribiert)