

ESG: GREENWASHING VERMEIDEN

NACHHALTIGE BEWERTUNG VON INVESTITIONSOBJEKTEN



Fallen die Maßnahmen zum Klimaschutz unzureichend aus, so könnten die volkswirtschaftlichen Konsequenzen schon bald die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie übertreffen. Um dem vorzubeugen, müssen schon jetzt nachhaltige Aspekte in die Beurteilung von Investitionsobjekten einfließen, um so ökonomische Fehlbewertungen in der Zukunft möglichst zu vermeiden. Der Beitrag stellt dieses innovative Bewertungskonzept am Beispiel der Immobilienbewertung auf Basis einer Ökobilanz vor.

Bedingt durch die Covid-19-Pandemie bzw. die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie ist das BIP im ersten und zweiten Quartal 2020 weltweit gesunken. In Deutschland beispielsweise betrug der Rückgang laut Eurostat im ersten Quartal 2 Prozent und im zweiten Quartal 10,1 Prozent. Diese Zahlen sind aktuell, mess- und vor allem spürbar. Gründe und Erklärungen sind schnell gefunden und wenig überraschend.

Wesentlich schlechter zu greifen sind hingegen die wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels. Das Network for Greening the Financial System (NGFS), ein weltweites Netzwerk von 66 Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, hat die Konsequenzen anhand von Klimaszenarien simuliert und im Juni 2020 veröffentlicht. Bei rechtzeitigem, geordneten

politischen Handeln kann davon ausgegangen werden, dass sich das weltweite BIP bis zum Jahr 2050 aufgrund transitorischer Risiken um ca. 2 Prozent verringern wird.

Starten die verschärften Klimaschutzmaßnahmen jedoch erst ab 2030, so kann der Rückgang bis 2050 bereits ca. 6 Prozent betragen, und bis 2100 nähert er sich 10 Prozent an. Werden keine weiteren Maßnahmen ergriffen, ist durch die mit dem Klimawandel einhergehenden physischen Risiken mit einer Verringerung von 10 Prozent bereits im Jahr 2040 zu rechnen. BIP-Rückgänge, wie sie in der Covid-19-Pandemie erstmalig seit dem Zweiten Weltkrieg beobachtet werden, könnten sich in kürzester Zeit wiederholen. Allerdings wird eine rasche Erholung in späteren Quartalen nicht mehr möglich sein, denn Klippeneffekte machen eine Rückkehr in die alte „heile“ Welt unmöglich.

Obwohl die aktuelle Pandemie die Transformation von Gesellschaft und Wirtschaft hin zu mehr Nachhaltigkeit auf den ersten Blick verzögert, lässt sich auf den zweiten Blick doch feststellen, dass die Entwicklung sogar Fahrt aufgenommen hat. Dies ist anhand der vom NGFS aufgeworfenen Szenarien auch dringend erforderlich. Die gewaltigen Finanzmittel, die die Politik investiert, um die wirtschaftlichen Pandemie-Effekte zu mildern, entpuppen sich als eine entscheidende Weichenstellung. Es ist unverzichtbar, die Finanzströme in erster Linie in nachhaltige Investitionsobjekte zu lenken, um die schlimmsten Szenarien zu verhindern.

Der Kreditwirtschaft kommt bei der Transformation eine Schlüsselrolle zu, da der Prozess der Kreditvergabeentscheidung besonders geeignet ist, zwischen – plakativ formuliert – grünen und grauen Investitionen zu selektieren.

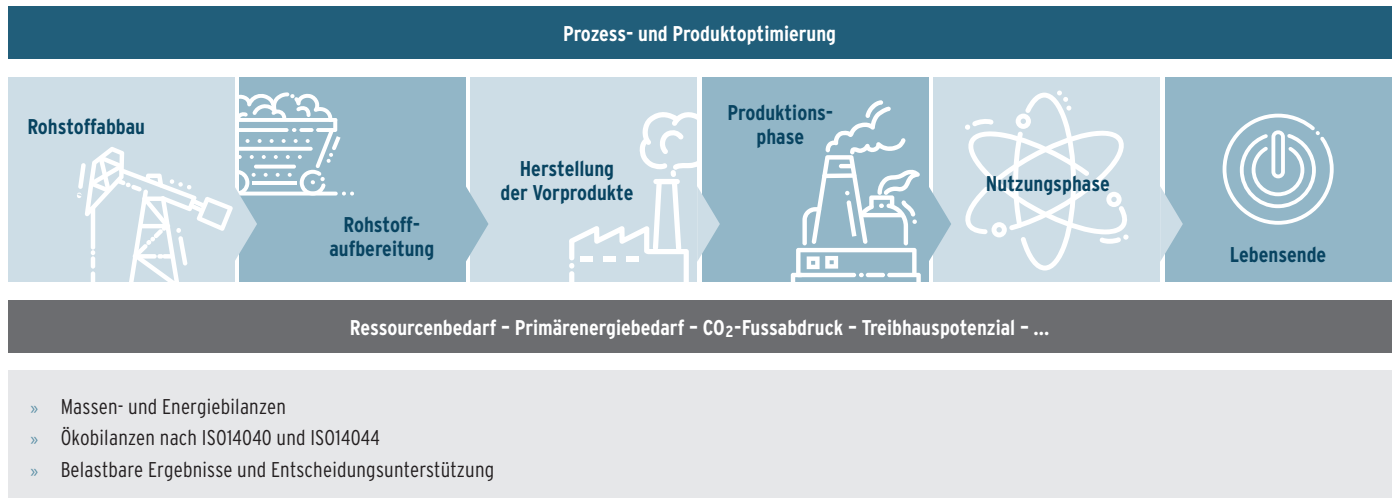
Letztere sollten abgelehnt oder mit einem hohen Zinsaufschlag versehen werden. Diese Preisgestaltung ist aus betriebswirtschaftlicher Sicht zwingend notwendig, denn bei den grauen Investitionen drohen hohe Kreditausfälle in der Zukunft.

Die Aufsicht meint es ernst

Die europäische Bankenaufsicht hat jüngst nachdrücklich betont, wie ernst sie den Umbau in Richtung Ökologie nimmt. Im Folgenden werden zwei Beispiele vorgestellt, auf das BaFin-Merkblatt sei ergänzend verwiesen.

▷ Final Report on GL on Loan Origination and Monitoring [EBA/GL/2020/06 (29/05/2020)]. Er besagt, dass die Institute insbesondere mit den ESG-Faktoren (Environmental, Social and Governance) verbundene Risiken in ihre Strategien für die Kreditrisikoneigung und das Kreditrisikomanagement sowie in ihre Strategien und Verfahren für das Kreditrisiko aufnehmen sollen. Außerdem sollen sie qualitative und quantitative Ziele fixieren, um die Vergabe ökologisch nachhaltiger Kredite zu fördern. Die mit ESG-Faktoren verbundenen Risiken des Kreditnehmers sollen Eingang bei der Kreditvergabeentscheidung finden.

1 | Prozess- und Produktoptimierung entlang des gesamten Lebenszyklus und der Wertschöpfungskette



- ▷ ECB Banking Supervision's Approach to Climate Risks (17.06.2020). Die EZB verweist hierin auf die Parallelität mit der Covid-19 Pandemie. Der volkswirtschaftliche Schock kam massiv und unerwartet. Er macht deutlich, wie wichtig ein widerstandsfähiges funktionierendes Bankensystem in einer von Unsicherheit geprägten Welt ist. Die gesamte Welt sollte sich mit den Folgen des Klimawandels auseinandersetzen und sich vorbereiten, das Finanzsystem eingeschlossen. Denn dass es hier zu Veränderungen kommt, steht mittlerweile außer Frage.

Rund 15 Prozent der signifikanten Kreditausreichungen der Institute betreffen besonders CO₂-intensive Firmenkunden, und der abrupte Umbau zu einer „Low-Carbon-Wirtschaft“ würde massive Konsequenzen für klimasensitive Wirtschaftsbereiche haben. Dies würde zu Verlusten im Bankensystem führen, die um bis zu 60 Prozent höher ausfielen als Verluste bei einem milderem Basisszenario. Ein Stresstest zu den Transitionsrisiken, der in den Niederlanden durchgeführt wurde, ergab ein Abschmelzen der Kernkapitalquote (CET1) um rund 4 Prozent.

Schließlich fordert die EZB dazu auf, jetzt sehr viel stärker in mehrperiodischen Szenarien zu denken. Sie kehrt dabei bewusst vor der eigenen Tür. Denn wie das Risikomanage-

ment der Banken schaut auch die Aufsicht zu meist nur auf einen Planungshorizont von einem Jahr. Zudem gilt es der EZB zufolge, Klimarisiken in den Kreditzins einzupreisen.

Der Bund als Wertpapier-Emittent folgt

Die Finanzagentur des Bundes plant ab September 2020 erstmals die Emission grüner Bundeswertpapiere mit einem Volumen zwischen 8 und 12 Mrd. Euro. Der Plan, grüne Anleihen zu begeben, ist zwar nicht neu, die Schnelligkeit in der Umsetzung und das Volumen dahinter jedoch schon.

Der Vergleich zu einer konventionellen Emission wird dann aufzeigen, auf wie viel Rendite die Käufer bereit sind zu verzichten, wenn der Bund sich verpflichtet, die eingesammelten Gelder für nachhaltige Zwecke zu verwenden. Aktuell wird von 1 bis 2 Basispunkten ausgegangen, die hochgerechnet auf das Volumen und die Laufzeit der Anleihe zu einer Ersparnis an Zinszahlungen in Millio-nenhöhe durch den Bund führen.

Die Einsparung an Finanzierungskosten ist auch für andere Emittenten und Fremdkapitalnehmer relevant: Es besteht ein unmittelbarer Anreiz, einen nachhaltigeren Ansatz zu verfolgen, da die Zinslasten sinken.

Die EU-Taxonomie ist verabschiedet

Bei der Deklaration einer Kreditvergabe-entscheidung oder einer Wertpapier-Emis-

sion mit dem Etikett „grün“ kommt es entscheidend darauf an, welche objektiven Kriterien gelten sollen. Die am 22. Juni 2020 rechts-wirksam verabschiedete EU-Taxonomie ist dabei als erster Meilenstein anzusehen. Weitere Schritte sind nun die Erarbeitung und Festlegung technischer Evaluierungskriterien, um konkret entscheiden zu können, ob eine Wirtschaftstätigkeit konform zu den Umweltzielen ist oder nicht.

Klimaschutz-Selbstverpflichtung des Finanzsektors

Ergänzend zu den skizzierten politisch getriebenen Ansätzen reagierte der deutsche Finanzsektor von sich aus mit einer eigenen Initiative. Am 30. Juni 2020 unterschrieben 16 Akteure (darunter u. a. Deutsche Bank, Commerzbank, HypoVereinsbank, LBBW und GLS-Bank) eine Selbstverpflichtung, dass sie ihre Kredit- und Investitionsportfolien zukünftig konform zu den Pariser Klimaschutzzielen gestalten wollen. Sie möchten die Investitionen, die für die Transformation in eine nachhaltige Ökonomie nötig sind, aktiv finanzieren.

Um die Auswirkungen ihrer Aktivitäten auf das Klima messen zu können, kündigen diese Institute an, die entsprechenden Kriterien und Modelle innerhalb der kommenden Jahre zu entwickeln. Von ihrem Engagement erwarten sich die Banken eine Reduktion ih-



rer Nachhaltigkeits- und Kreditrisiken, da die von ihnen finanzierten nachhaltigen Unternehmen in Zukunft resilienter sein werden als die „grauen“ Unternehmen.

Konsequenzen für die ökonomische Bewertung

Diese aktuellen Entwicklungen belegen die stürmische Entwicklung im Bereich Sustainable Finance. Trotz der Covid-19-Pandemie wird grundsätzlich am ursprünglichen Fahrplan festgehalten. Von rechtlicher Seite wird dies helfen, die Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgebern und -nehmern abzubauen und die nötige Rechtssicherheit zu schaffen.

Welche Konsequenzen aber hat die Nachhaltigkeit auf die ökonomische Bewertung von Investitionsobjekten? Bereits an dieser Stelle ist klar, dass konventionelle Verfahren der Investitionsrechnung nicht ausreichen, um alle Aspekte der Nachhaltigkeit vollumfänglich zu bewerten. Dies betrifft damit nicht nur die Kreditvergabeentscheidungen der Banken und insbesondere die Bewertung von Sicherheiten, z. B. Immobilien im Zuge der Kreditvergabe, sondern allgemein sämtliche zu bewertenden Investitionsobjekte, wie Fertigungsanlagen oder Unternehmen.

Bezieht man Nachhaltigkeitsfaktoren nicht in die Investitionsbewertung ein, so kommt es zu einer systematischen Fehlbewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers und der Marktpreise von Sicherheiten. Im Immobiliemarkt etwa sind bereits heute Fehlbewertungen zu konstatieren.

Eine umfassende und korrekte Bewertung setzt die Transformation der ökologischen Kennzahlen in monetäre Größen voraus: Die Bonitätsbeurteilung und die Bewertung von Investitionsobjekten verbessern sich dadurch markant. Zu realisieren ist dieser Anspruch nur durch interdisziplinäres Agieren, wie auch der Autorenmix dieses Artikels andeutet. Dies wird in den nächsten Abschnitten am Beispiel der Immobilienbewertung deutlich.

Ohne Berücksichtigung der Nachhaltigkeitsfaktoren droht systematische Fehlbewertung

Werden verschiedene Alternativen unter ökologisch-ökonomischen Aspekten verglichen, kommt es stets auf eine stringente Bewertung über den gesamten Lebenszyklus hinweg an, wie auch das Life-Cycle-Konzept in Abbildung ► 1 illustriert.

Soll eine umfassende Bewertung von Immobilien – über ihren gesamten Lebenszyklus von der Rohstoffgewinnung, Produktion und Nutzung bis zum Lebensende – durchgeführt werden, so stellt sich unmittelbar die Frage nach welchen Aspekten diese ganzheitliche Beurteilung vorzunehmen ist. Dabei ist zu klären, welche ökologischen Ziele verfolgt werden, z. B. in Bezug auf die Reduzierung des CO₂- und Wasser-Fußabdrucks sowie des Energiebedarfs.

Die Quantifizierung der Umweltwirkungen eines Gebäudes erfolgt üblicherweise mit der Methode der Ökobilanz, die sich mit dem ökologischen Teil der Nachhaltigkeitsbewertung auseinandersetzt. Sie bewertet, welche Wirkungen die hergestellten Produkte auf die Umwelt haben. Neben dem Beitrag zum Klimawandel können weitere relevante Umweltproblemfelder adressiert werden, wie der Wasserbedarf als Wasser-Fußabdruck, der saure Regen als Ursache für die Versauerung von Böden und Waldsterben, die Bildung von Sommersmog durch bodennahes Ozon (Photochemisches Oxidantienbildungspotenzial) oder die Überdüngung von Gewässern (Eutrophierungspotenzial).

Für produzierende Unternehmen spielt die Ökobilanz als Grundlage für politische Entscheidungsprozesse oder für das Marketing eine zunehmend größere Rolle, die wichtige quantitative und transparente Informationen liefert. Hinzu kommt, dass in einigen Branchen und Ländern (z. B. in Schweden oder Frankreich) bereits obligatorische Vorgaben für Umweltkennzahlen ausschreibungsrelevant in öffentlichen Vergabeverfahren sind.

Neben der Anwendung etablierter und genormter Methoden werden aktiv neue methodische Ansätze zur Abbildung und Bewertung von Nachhaltigkeit entwickelt. Verstärkt rücken dabei auch die 17 Nachhaltigkeitsziele der UN (Sustainable Development Goals, SDG) in den Fokus.

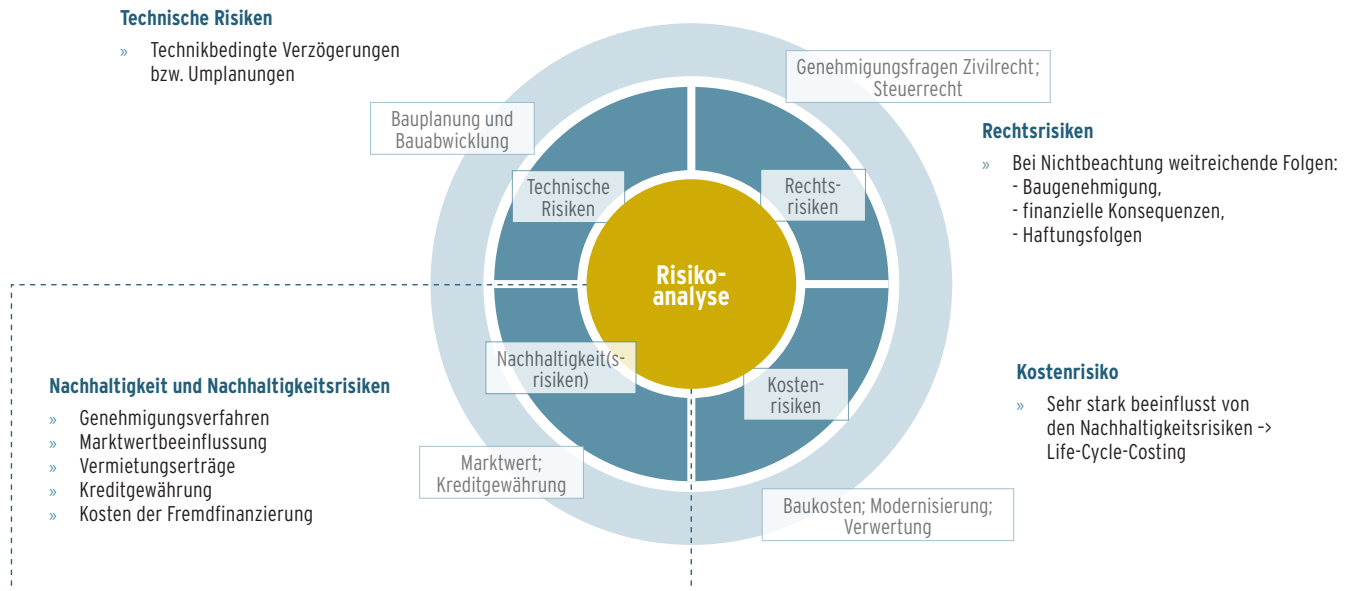
Risikoquantifizierung mithilfe des Cashflow-at-Risk

Die Ökobilanz eines Gebäudes kann neben der Umweltbewertung die Funktion eines Planungsinstruments zur Risikobeherrschung sehr gut unterstützen. Der Rahmen für eine ökologische Bewertung von Gebäuden ist bereits verfügbar, die konsequente Verknüpfung mit Kennzahlen zu ökonomischen Implikationen sowie die Überführung in eine zukunftsweisende Bewertung des Investitionsobjekts ist jedoch noch ein anderes aktuelles Forschungsgebiet, mit dem sich das Autorenteam auseinandersetzt.

Die Cashflow-Ermittlung und darauf basierend die Bewertung des Investitionsobjekts nach der Investitionsrechnung, wie z. B. der Kapitalwertmethode oder dem (vollständigen) Finanzplan, müssen ebenfalls über den gesamten Lebenszyklus hinweg erfolgen. Bei der Immobilie sind dies die Phasen des Gebäudelebenszyklus nach DIN EN 15804. Die Cashflow-Ermittlung beruht dabei auf einer Planungsrechnung, die mit einer Risikoabschätzung versehen wird¹, vgl. dazu beispielhaft und vereinfachend auch die Abbildung ► 2.

Die Risikoquantifizierung kann mithilfe des Cashflow-at-Risk-Modells erfolgen. Dabei werden die einzelnen Risikotreiber bestimmt, die den Cashflow vom Erwartungswert abweichen lassen können. Durch Simulation der einzelnen Risikofaktoren entsteht eine diskrete Verteilung aller möglichen Cashflow-Werte innerhalb des Planungshorizonts. Bestimmt man auf dieser Verteilung die Quantilswerte analog zum Value-at-Risk-Ansatz, so können mit dem Cashflow-at-Risk das Risiko quanti-

2 | Basis Risikoanalyse



Quelle: Wimmer/Ender, msgGillardon AG.

fiziert und unterschiedliche Handlungsalternativen hinsichtlich ihres Risikos verglichen werden.

Risikotreiber, die den Cashflow bei Immobilienbewertungen beeinflussen, sind z. B. die Baukosten, die Vermietungserträge und die Wertentwicklung der Immobilie. Je nach ökologischer Ausgestaltung der Immobilie unterliegen diese Schwankungen, die es mit dem Cashflow-at-Risk Ansatz abzuschätzen gilt. Daraus ergibt sich die beispielhafte Aussage:² „Mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 Prozent liegt der Cashflow innerhalb der Planperiode nicht unter xy Mio. €.“

Autoren



Prof. Dr. Konrad Wimmer (Foto links) ist Executive Partner bei msgGillardon, Prof. (FH) Dr. Manuela Ender (Foto Mitte) ist Executive Business Consultant im gleichen Unternehmen und lehrt im Fachbereich Controlling & Finance an der Fachhochschule Salzburg. Dr. Robert Ilg (Foto rechts) ist tätig im Business Development Ganzheitliche Bilanzierung (GaBi) am Fraunhofer-Institut für Bauphysik IBP.

1 Vgl.: Gleißner, Risiko Manager 07/2017, S.30-34.

2 Quelle: Vgl. Ender, Lanza, Sproedt: Cash Flow at Risk, Risk, Compliance & Audit 01/2010, S. 16-22.

Die Autoren danken Herrn Univ.-Prof. Dr.-Ing. Dipl.-Phys. Klaus Peter Sedlbauer, Dr. Stefan Albrecht und Matthias Fischer für ihre wertvolle Mithilfe bei der Erstellung dieses Beitrags.

FAZIT

Die Preise der produzierten Güter in unserem marktwirtschaftlichen System müssen die Kosten über die gesamte Wertschöpfungskette bis hin zu anfallenden Entsorgung- und Recyclingkosten nach dem Life-Cycle-Konzept verursachungsgerecht abbilden.

Für die Bankwirtschaft ist dies eine zentrale Botschaft. Wertpapieranlage-Entscheidungen der Kunden sind immer enger mit der Forderung nach Green Investments verbunden. Ohne aussagekräftige Gesamterfolgsrechnung bleibt es jedoch bei der Gefahr, dass Bank wie Kunde dem Greenwashing ausgeliefert sind. Ähnliches gilt für Kreditvergabe-Entscheidungen. Hier muss die Bank letztlich das Geschäftsmodell des Kreditnehmers sowie den Kreditgegenstand unter nachhaltigen Aspekten beurteilen. Ohne monetäre Einbindung ökologischer Kennzahlen verlieren die bestehenden Ratingsysteme perspektivisch betrachtet ihre Fähigkeit, zutreffende Bonitätsbeurteilungen vorzunehmen. Wie anhand der Immobilienbewertung skizziert, würden Investitionsobjekte mit falschen Marktwerten versehen. Entsprechend würde die Kreditvergabe oder die Bewertung der Immobilie als Sicherheit auf einer unzulänglichen Datenbasis beruhen. Es kommt zu falschen Kreditentscheidungen und zu nicht verursachungsgerechten Kreditzinsen, da Nachhaltigkeitsrisiken nicht bzw. unzureichend Eingang finden.

Wie ausführlich dargestellt, ist die Ökonomie auf die naturwissenschaftliche Expertise angewiesen. Der Ökobilanz kommt dabei eine Schlüsselfunktion zu – liefert sie doch den ökologischen Teil der Nachhaltigkeitsbewertung und zwar umfassend im Sinn des Life-Cycle-Konzepts.