

---

# Das Transformationspotential des deutschen Sustainable Finance Diskurses: Eine Einschätzung auf Basis von Logiken und Frames

ANDREAS DIMMELMEIER UND ELSA EGERER

---

Andreas Dimmelmeyer, Ludwig Maximilians-Universität, München, E-Mail: andreas.dimmelmeyer@web.de  
Elsa Egerer, Cusanus Hochschule für Gesellschaftsgestaltung, Koblenz; E-Mail: elsa.egerer@cusanus-hochschule.de

---

**Zusammenfassung:** Vor dem Hintergrund der Gleichzeitigkeit einer Dynamisierung von Sustainable Finance sowie sich verschärfenden Umwelt- und Sozialkrisen unternimmt der folgende Artikel einen Beitrag zur Analyse des Transformationspotentials des deutschen Sustainable Finance Diskurses auf der bundespolitischen Governance Ebene. Dieser wird beispielhaft anhand einer Inhaltsanalyse der Sustainable Finance Strategie der Bundesregierung und des Abschlussberichts des ersten Sustainable Finance Beirats dargestellt. Um eine Deutung des Transformationspotentials vorzunehmen, wird eine Frameanalyse durchgeführt. Anschließend werden die analysierten Frames mit dem Konzept der institutionellen Logiken, welches eine Deutung des Transformationspotential ermöglicht, verknüpft. Auf dieser Grundlage kommt der Beitrag zu dem Ergebnis, dass der Governance Diskurs zu Sustainable Finance in Deutschland von einem Integrativen Frame, welches Sustainable Finance per se als erstrebenswert beschreibt, sowie einem Frame, das finanzielle Risiken hervorhebt, dominiert wird. Hinsichtlich der institutionellen Logiken zeigt sich die Dominanz einer standortpolitisch motivierten Staatslogik sowie der Finanzmarktlogik. Dies steht im Einklang mit der Deutung, dass mit dem Mainstreaming von Sustainable Finance eine zunehmend finanzialisierte Diskurs einhergeht, der seine Ziele weitgehend aus den eigenen, d. h. dem Finanzsystem inhärenten Systemlogiken ableitet. Auf der Grundlage der Analyse wird das Transformationspotential von Sustainable Finance in Deutschland als eher gering eingeschätzt.

**Summary:** Against the backdrop of a simultaneous dynamization of sustainable finance and intensifying environmental and social crises, the following article carries out an analysis of the transformation potential of the sustainable finance discourse that is present in German governance discussions. The discourse is illustrated through a content analysis of the German government's Sustainable Finance Strategy and the final report of the first Sustainable Finance Advisory Council. In order to evaluate the transformation potential, a frame analysis is conducted. Subsequently, the analyzed frames are linked to the concept of institutional logics, which allows for

- JEL classification: P11, P18, G28, Q54
- Keywords: Sustainable Finance, Diskursanalyse, Transformation, institutionelle Logiken, Framaanalyse, Inhaltsanalyse

---

an assessment of their transformation potential. The article comes to the conclusion that the governance discourse on sustainable finance in Germany is dominated by an integrative frame, which describes sustainable finance per se as desirable, and a frame, which emphasizes financial risks. With regard to institutional logics, a state logic that is motivated by location specific competitiveness policies and a financial market logic dominate. This is consistent with the interpretation that the mainstreaming of sustainable finance is accompanied by an increasingly financialized discourse that derives its goals largely from its own system logics, i. e. those inherent in the financial system. Based on the analysis, the article concludes that the transformation potential of the assessed governance discourse on Sustainable Finance in Germany is relatively low.

Im Jahr 2020 wurden mit über US \$ 35 Billionen etwa 36 % aller weltweit professionell verwalteten Vermögenswerte als nachhaltig gelabelt. Europa war hierbei Spitzentreiter mit US \$ 9 Billionen (GSIA 2020). Deutschland trägt mit EUR 2.2 Billionen so gen. verantwortlicher Investments im Jahr 2021 einen beträchtlichen Anteil zu dieser Summe bei (FNG 2022: 8). Zudem werden Regierungen, internationale Organisationen, Regulatoren und Zentralbanken zunehmend im Bereich Sustainable Finance (SF) aktiv (Bafin 2019; Bundesregierung 2021; Europäische Kommission 2021; EZB 2020).

Gleichzeitig akzentuieren sich Umwelt- und Sozialkrisen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwiefern die Dynamisierung von SF und (nicht)-nachhaltige Entwicklung zusammenhängen: Wenn mehr Gelder nachhaltig investiert werden und die Finanzmarktregulierung Nachhaltigkeitskriterien stärker berücksichtigt, so sollten die Effekte des Klimawandels und anderer Krisen reduziert werden, indem Investitionen eine Ökonomie schaffen, in der Emissionen beschränkt werden, Ungleichheiten abgebaut werden und die Risiken von Naturkatastrophen abgedeckt werden. So eine nicht nur von Laien geäußerte Hoffnung.

Jedoch bestehen Zweifel daran, dass mehr Aufmerksamkeit für SF automatisch mehr Nachhaltigkeit impliziert. Hier stehen zum einen die Frage der qualitativen Wirkmechanismen, d. h. wie und über welchen Zeitraum verschiedene SF Praktiken und Maßnahmen Wirkung entfalten (Caldecott et al. 2022; EU 2021; Kölbel et al. 2021; Wilkens und Klein 2021), als auch die Frage, inwiefern die beschriebene Dynamisierung ausreicht, um Transformationsbedarfe zu finanzieren (CPI 2021), im Raum. So argumentiert bspw. der letzte IPCC-Bericht, dass globale Finanzflüsse in Mitigation (Emissionsreduktion) und Adaptation (Anpassung) sich bis 2030 verdreifachen bis zu sechsfachen müssen, um Klimaneutralitäts- und Anpassungsziele zu erreichen. Darüber hinaus bemerkt der Bericht, dass weiterhin eine andauernde (persistente) Fehlallokation globalen Kapitals hin zur Finanzierung fossiler Energieträger besteht (Carbon Brief 2022; vgl. auch UNEP 2022: XXVI).

Angesichts der Divergenz zwischen dem revolutionären Potential, das SF zugeschrieben wird (z. B. Carney 2021; Schoenmaker 2017; Sparkes 2002) und der anhaltenden Ambiguität hinsichtlich der Wirkungsmechanismen wird die Bedeutung von nachhaltigen Investitionen für die Transformation zunehmend hinterfragt. In Presse und Academia werden diese Diskussionen insbesondere unter dem Begriff „Greenwashing“ diskutiert. Individuelle Beispiele (Mooney und Flood 2021), sowie weitergehende Auswertungen von Greenwashing (Schultz und Senn 2021) legen nahe, dass sich nachhaltige Anlagen oft nur wenig von herkömmlichen Finanzinstrumenten unterscheiden. Vor diesem Hintergrund argumentieren kritische Beobachter, SF Praktiken und Maßnahmen seien wirkungslos bzw. sei der SF Diskurs sogar transformationsschädlich, da er von notwendigen transformativen Handlungen durch Regierungen, wie Steuern und Regulierung, ablenke (Fancy 2021).

Dieser Artikel argumentiert, dass die sich verschärfenden Kontroversen in Teilen darauf zurückzuführen sind, dass SF und verwandte Begriffe (noch) keine feste Bedeutung besitzen (Ahlström und Monciardini 2022: 197; Seabrooke und Steenström 2022). Verschiedene, teils konkurrierende, teils komplementäre Bedeutungszuschreibungen können sich wiederum in Institutionen festsetzen und reproduzieren (Hirschman und Berman 2014). Welche Bedeutungen SF dominieren, hat somit Einfluss auf die (fehlende) Wirkmächtigkeit von SF, zu Änderungen in Finanzwesen, Wirtschaft und Umwelt zu führen. Dementsprechend ist eine empirische Analyse der Bedeutungszuschreibung von SF relevant. Während solche Analysen bereits im europäischen (Ahlström und Monciardini 2022; Dimmelmeyer 2021; Migliorelli 2021), und britischen (Dumas und Louche 2016; Strauß 2021) Kontext empirisch und konzeptionell ausgearbeitet wurden, liegt eine Verortung des deutschen Diskurses bisher noch nicht vor.

Dieser Artikel unternimmt eine solche empirische Untersuchung, in welcher der Analyserahmen aus der obengenannten Literatur auf den deutschen Kontext der politischen Governance von SF angewendet wird. Der Beitrag geht jedoch über existierende Analysen hinaus, indem er eine Systematisierung entwickelt, die es erlaubt, die verschiedenen Bedeutungen von SF in Relation zu ihrem Transformationspotenzial zu deuten.

Zunächst wird eine Systematisierung der Bedeutungen von SF anhand der Konzepte von Frames und institutionellen Logiken entwickelt. Anschließend wird der deutsche SF Diskurs beispielhaft, anhand einer Inhaltsanalyse der SF Strategie und des Abschlussberichts des SF Beirats, dargestellt. Aufbauend auf dieser Analyse wird der deutsche SF Diskurs hinsichtlich seines Transformationspotenzials eingeordnet.

## I Systematisierung der Bedeutungen von Sustainable Finance anhand von Logiken und Frames

Im Moment besteht keine einheitliche Bedeutungszuschreibung von SF (Migliorelli 2021: 1–2). SF ist jedoch kein „Empty Signifier“, dem Akteur\*innen eine beliebige Bedeutung zuschreiben können. Stattdessen eröffnet der Begriff SF einen diskursiven Raum, welcher durch teils widerstreitende, teils komplementäre Bedeutungen gefüllt wird (Ahlström und Monciardini 2022: 194; Dimmelmeyer 2021: 5; Seabrooke und Stenström 2022).

Um die Bedeutungen von SF zu systematisieren und zu bewerten, greift dieser Beitrag die Konzepte der „institutionellen Logiken“ und „Frames“ auf.

Das Konzept der institutionellen Logiken wird in der (neuen) Institutionentheorie angewendet und bezeichnet „Master Prinzipien“, welche die Werte, Annahmen und Praktiken eines relativ stabilen institutionellen Rahmens determinieren (Thornton und Ocasio 2008). Logiken umfassen in dieser Interpretation immer auch Bewertungen mit Hinblick auf ein fixes, prioritäres Ziel.

Während Logiken über Jahrzehnte und über Landesgrenzen hinweg stabile Charakteristiken von komplexen Institutionen wie dem „Markt“ beschreiben, sind Frames vorwiegend induktive, kurzfristigere Interpretationen von Situationen und Sachverhalten, die einen Evaluations- und Lösungsrahmen vorgeben (Entman 1993, Goffman 1974, Benford und Snow 2000). Diese Interpretationen gehen in der Regel von Individuen aus und werden von Gruppen und Organisationen reproduziert. Für den Soziologen Goffman beantworten Frames die Frage „What is it that's

going on here?“ (Goffman 1974: 8). Entmans (1993: 54) weit genutzte Definition betont, dass Frames bestimmte Aspekte eines wahrgenommenen Phänomens hervorheben, während sie andere in den Hintergrund stellen und somit einen Evaluations- wie Lösungsrahmen vorgeben. Nach Benford and Snow (2000) konstatieren Frames zumeist ein Problem (Diagnostik), eine Lösung (Prognostik) und einen Grund der die Adressat\*innen des Frames zum handeln bringt (Motivation). Die Funktion von Frames ist dementsprechend, die Probleme und Lösungen eines Politikfeldes zu benennen (siehe auch Rein und Schön 1993: 146), was wiederum Implikationen für den institutionellen Rahmen und die anzuwendenden Politikinstrumente mit sich bringt (Vanhala und Hestbaek 2016: 121). Texte erfüllen diese Framing-Funktion unter anderem durch Definitionen, Konzepte, Metaphern und Bilder (Entman 1993: 52).

Die Anwendung von verschiedenen Frames sowie deren politische Implikationen lässt sich am Beispiel des Sachverhalts von „Loss and Damage“ in den internationalen Klimaverhandlungen illustrieren. Länder des globalen Nordens wie die USA sowie auch Finanzakteure haben durch den Klimawandel verursachte Schäden vor allem durch die (finanzielle) Kategorie von Risiken gefragt. Aus dieser Problemanalyse ergibt sich die Lösung, eventuelle Schäden durch Versicherung zu adressieren, sowie die Notwendigkeit, globale Versicherungsinstitutionen und Fonds aufzubauen. Vertreter\*innen des globalen Südens sowie NGOs framen Loss and Damage unterdessen mit den (rechtlichen) Kategorien von Haftung (liability) und Kompensation, was wiederum Implikationen für die institutionelle globale Governance von Loss and Damage mit sich bringt (Vanhala und Hestbaek 2016).

### 1.1 Wie Logiken Sustainable Finance als Mittel definieren und von wem sie institutionell vertreten werden

Legt man den Begriff der institutionellen Logiken zugrunde, so kann SF als Mittel gesehen werden, welches für die Erreichung der fixen Ziele einer Logik dienlich ist (siehe Yan et al. 2021). Die soziologische Literatur (Friedland und Alford 1991; Güümüsay 2020; Thornton und Ocasio 2008, Yan et al. 2019, 2021) identifiziert eine Reihe von institutionellen Logiken, wie etwa die Marktlogik, die Staatslogik, die Familienlogik und die religiöse Logik und deren Ziele. Beiträge zu SF (Yan et al. 2019; 2021; Ahlström und Monicardini 2022) beziehen sich bisher v.a. auf die Finanzmarktlogik, die Umweltlogik, die Staatslogik und die religiöse Logik. Im Folgenden werden die Bezüge dieser Logiken zu SF kurz ausgeführt.

In der Finanzmarktlogik wird SF als Mittel zur Schaffung neuer finanzieller Werte (siehe Yan et al. 2021: 4) bzw. – etwas weiter interpretiert – der Erhaltung derselben gesehen. In diesem Sinne stellt die Finanzmarktlogik auch die Erweiterung sowie die Resilienz des Finanzwesens in den Vordergrund. Ferner lässt sich aus der Finanzmarktlogik die Erhaltung von Preisstabilität ableiten, indem argumentiert wird, dass diese für die Aufrechterhaltung des Preismechanismus und der wirtschaftlichen Effizienz – und damit der Finanzmarktlogik (vgl. Thomann et al. 2016) – erforderlich sei. Institutionell wird diese Logik von Finanzmarktinstitutionen sowie von Regulierern als auch Zentralbanken vorangetrieben (z.B. NGFS 2019; Bolton et al. 2020).

Für die Umweltlogik ist SF dadurch definiert, dass der Finanzsektor Geldflüsse so verändert, dass sie in Übereinstimmung mit der Bewahrung der Natur bzw. einer nachhaltigen Entwicklung stehen. Diese Logik liegt beispielsweise Migliorellis (2021) Definition zugrunde, die SF als „finance **for** sustainability“ beschreibt. Je nach Nachhaltigkeitsdefinition – z.B. im Sinne des Dreisäulen-Modells (Enquete-Kommission „Schutz des Menschen und der Umwelt“ 1995), des Leit-

plankenmodells (z.B. WBGU 2011), der UN Entwicklungsziele (SDGs) oder der Fokussierung auf Treibhausgasemissionsreduktion (Übereinkommen von Paris 2016) – divergieren die Zielstellungen bzw. Prioritäten (z.B. Berücksichtigung sozialer Nachhaltigkeit, Emissionsfokus oder breiteres Verständnis von Umwelt). Die Nachhaltigkeits- bzw. Umweltlogik eint jedoch, dass sie die Ziele außerhalb des Finanzsektors setzt (vgl. auch Kölbel et al. 2021).

Die Staatslogik ist nach Yan et al. darauf ausgerichtet, die Ziele des Allgemeinwohls und der öffentlichen Daseinsvorsorge der Bürger\*innen eines Nationalstaates zu erfüllen (Yan et al. 2021: 4). Als weitere Ziele gelten die Beibehaltung und Erweiterung staatlicher Souveränität (Thomann et al. 2016: 59). Die Staatslogik wird institutionell durch die Exekutive sowie öffentliche Institutionen vertreten. Allerdings werden die Ziele der Staatslogik von politischen Prozessen wie dem Wandel von „Policy Paradigmen“ (Hall 1993), welche etwa die Definition des Allgemeinwohls beeinflussen, sowie durch regulatorisches „Capture“ von Interessenverbänden (siehe Baker 2010) beeinflusst.

Die Ziele der religiösen Logik leiten sich originär aus den Werten religiöser und heiliger Texte, wie der Bibel oder dem Koran, ab (Gümüsay 2020) und stellen die moralische Verantwortung von Akteur\*innen in den Vordergrund. Indem die religiöse Logik abstrakt breiter als ethische Logik gefasst wird, lassen sich christliche und islamische Spielarten, sowie auch andere wertebasierte Logiken, welche sich nicht auf heilige Texte beziehen, zusammenfassen.

## 1.2 Zum Transformationspotential verschiedener Logiken

Im Folgenden ordnen wir verschiedene Logiken hinsichtlich ihres Transformationspotentials ein.

Dabei verstehen wir Transformation im Sinne der Literatur aus politischer Ökonomie und Transformationswissenschaften als einen fundamentalen sozioökonomischen Strukturwandel (u.a. Geels et al. 2017; Göpel 2016; Newell et al. 2021), der eine Wirtschaftsweise ermöglicht, die mit den Zielen der Einhaltung planetarer Leitplanken (Steffen et al. 2015; WBGU 2011) und insbesondere einem industriellen Wandel hin zu einer post-fossilen Wirtschaft übereinstimmt.

Aus der Betrachtung der Literatur lassen sich zwei Dimensionen von Transformationspotential ableiten. Erstens ist Transformationspotential im Sinne des „Ausmaßes“ (Scope), nur dann festzustellen, wenn eine tiefe Veränderung von verschiedenen institutionellen Faktoren in Bereichen wie Technologie, Normen, Politik oder Ökonomie angestrebt wird bzw. als Konsequenz absehbar ist. Zweitens ist Transformationspotential im Sinne der „Richtung“ nur dann vorhanden, wenn die Änderungen mit umweltlichen Einzelzielen, wie der Einhaltung des „unter 2 Grad“ Ziels und den planetaren Leitplanken, vereinbar ist (für eine ähnliche politikorientierte Definition von Transformation nach Breite, Tiefe und Richtung, siehe Miller et al. 2021).

Während sich entlang der zwei Dimensionen das Transformationspotential einer Logik zumindest annähernd einordnen lässt, wird hier aufgrund der Komplexität die tatsächliche Transformationswirkung einer Logik nicht abschließend bewertet. Zudem lassen sich aus einer Logik unterschiedliche Maßnahmen und Praktiken ableiten.

Im Folgenden werden die Interpretationen von SF den verschiedenen Logiken zugeordnet. Diese Zuordnungen, in denen ein Idealtyp von SF als Mittel zum Erreichen der Ziele der Logik hergeleitet wird, werden dann hinsichtlich ihres Transformationspotentials eingeschätzt.

Grundsätzlich sind die Klimakrise bzw. ökologische Fragen im Sinne der **Finanzmarktlogik** nur relevant, insofern sie finanzielle Werte bzw. Finanzmarktstabilität gefährden bzw. sich aus Umweltentwicklungen neue Renditemöglichkeiten ergeben. Die Finanzmarktlogik richtet das Augenmerk vor diesem Hintergrund auf den Wirkungskanal von der (Um)Welt auf den Finanzmarkt (Outside-In-Perspektive). So fungiert SF im Sinne der Finanzmarktlogik nach Gabor (2021a) und Dafermos et al. (2021) als Mittel zur Generierung neuer Assets für Asset Manager und Pensionskassen. Da diese neuen nachhaltigen Finanzwerte jedoch keine gleichzeitige Minderung nicht-nachhaltiger Finanzwerte implizieren (Richtung) und auch keine großen institutionellen Änderungen von politischen, Markt- oder sozialen Institutionen bedingen (Ausmaß), schätzen die Autor\*innen die Transformationswirkung von SF im Sinne der Finanzmarktlogik als gering ein.

Beiträge, die eine Implementierung von SF im Sinne der Finanzmarktlogik als Mittel für die Erhaltung von Finanzmarkt- und Preisstabilität betrachten, haben bisher noch keine abschließende Bewertung hinsichtlich des Transformationspotentials unternommen. Stattdessen wird darauf verwiesen, dass sich aus der Komplexität, Endogenität und radikalen Unsicherheit von Umweltveränderungen und Transformationsprozessen Probleme für die Anwendung traditioneller Ansätze des Risikomanagements und der Geldpolitik ergeben. Teile der Policy und akademischen Literatur (z.B. Dietz et al. 2016; EZB 2022; NGFS 2019) gehen dabei davon aus, dass Finanzmarkt- und Preisstabilität durch die Weiterentwicklung existierender Risikomanagementprozesse und durch eine Modifikation prudenter Regulierung erreicht werden kann. In dieser Interpretation bleibt das Transformationspotential ungewiss, da das Ausmaß und die Richtung des Wandels davon abhängen, wie groß der von Umweltkrisen und der Transformation anderer Sektoren und Institutionen ausgehende Anpassungsdruck ist. Andere Beiträge aus der akademischen und Policy Literatur (Bolton et al. 2020; Chenet et al. 2021; Krahé 2021; Smolenska und van't Klooster 2022) heben hingegen hervor, dass aufgrund der epistemologischen Probleme, die sich aus der radikalen Unsicherheit der Transformation für die Aggregierung und Kalibrierung von Risikomodellen ergeben, eine tiefgreifende Transformation (Ausmaß) im Sinne des Vorsorgeprinzips (Richtung) die *einige* Möglichkeit für die langfristige Erhaltung von Finanz- und Preisstabilität darstellt. Folglich ist das Transformationspotential einer solchen Interpretation der Finanzmarktlogik als hoch einzuschätzen.

Für die **Umweltlogik** ist SF ein Mittel für das Erreichen einer ökologisch nachhaltigen Ökonomie und Gesellschaft (Yan et al. 2021: 6). Da nachhaltige Entwicklung das explizite Ziel der Transformation im Sinne der SDGs oder anderer Referenzpunkte, wie dem Pariser Abkommen darstellt (Richtung), lässt sich die Interpretation von SF als Mittel der Umweltlogik a priori per Definition einem hohen Transformationspotential zuordnen. Dies trifft auch im Bezug auf das Ausmaß zu, da Referenzpunkte wie die SDGs oder das Pariser Abkommen sich explizit auf den Wandel verschiedener internationaler, nationaler und regionaler Institutionen und Praktiken beziehen (siehe z.B. UN Vollversammlung 2015).

Da sich je nach ideologischer Orientierung bzw. dem vorherrschenden Policy Paradigma (Hall 1993) eine unterschiedliche Auffassung darüber besteht, ob die Ziele der **Staatslogik** mit denen der (Finanz-)markt oder der Umweltlogik übereinstimmen, ist eine eindeutige Positionierung dieser Logik im Bezug auf SF nicht vorzunehmen. Die Staatslogik kann jedoch mit dem keynesianischen Konzept des Green New Deal Staates (Gabor 2021a: 435) oder dem evolutionsökonomischen Konzept eines Green Entrepreneurial Staates (Mazzucato 2015) in Verbindung gebracht werden. In dieser Spielart der Staatslogik ist SF ein aus gezielter Industriepolitik für nachhaltige Produktion sowie massiven kredit- oder steuerfinanzierten Investitionsinitiativen bestehendes Mittel, welches

die nachhaltige Entwicklung des Staates ermöglicht. Die zentralen Akteur\*innen einer solchen Staatslogik sind Finanz- und Wirtschaftsministerien und Förderbanken. Diese werden wiederum durch Zentralbanken, die von Staaten und Förderbanken emittierte Assets aufkaufen im Sinne des „Monetary Financing“, unterstützt (vgl. Gabor 2021b). Das Transformationspotential einer solchen Interpretation von SF kann als hoch angesehen werden, da hohe realwirtschaftliche Investitionen mit einem expliziten Nachhaltigkeitsziel (Richtung) getätigten werden. Darüber hinaus findet durch eine Verschiebung von Finanzmacht zu Förderbanken und Staaten, sowie durch eine Veränderung der Rolle und des Mandats der Zentralbanken hin zu einer umwelt-/entwicklungsrechtlich orientierten Funktion (Dikau und Volz 2021) ein weitgehender Wandel von Institutionen und Normen im und über den Finanzsektors hinaus statt (Ausmaß).

Eine weitere Spielart der Staatslogik konzeptualisiert SF als Mittel bzw. Teil traditioneller Handels- und Industriepolitik (Chang 2002: 19ff). Dadurch wird die Etablierung von SF innerhalb des Staatsgebiets zum Mittel, nachhaltige Investitionen anzuziehen. Die Transformationswirkung ist dabei ungewiss, da sie davon abhängt, wie sich SF hinsichtlich Ausmaß und Richtung unabhängig von staatlichen Interventionen entwickelt.

Für die **religiöse und ethische Logik** ist SF ein Mittel, um Werte wie Pazifismus, Respekt von Menschenrechten, Verlässlichkeit oder Nachhaltigkeit in Gesellschaft und Wirtschaft voranzubringen und andere „sündhafte“ Praktiken wie z.B. Glückspiel, Ausbeutung oder Alkoholkonsum zu vermindern (Gümüsay 2020: 18ff; Sparkes 2002: 22ff). Darüber hinaus kann SF auch z.B. im christlichen Sinne als Strategie zur Erhaltung der göttlichen Schöpfung und damit von der Zielsetzung her ähnlich wie die Umweltlogik interpretiert werden. Das Transformationspotential der Implementierung von SF anhand der Ziele der religiösen/ethischen Logik ist als hoch einzuschätzen. Der Bezug auf Werte und Normen ist ein Indiz für eine Transformation größeren Ausmaßes. Andererseits ist die Richtung ebenfalls von den Werten abhängig. Dies bedeutet, dass Transformationspotential in unserer Definition nur gegeben sein kann, wenn eine Kongruenz zwischen ethischen Werten und Nachhaltigkeitszielen wie z.B. dem Einhalten des „unter 2 Grad“ Kriteriums besteht.

### Die zeitliche Dimension als kritisches Element für Transformationspotential

Während die Umweltlogik a priori als transformativ einzuordnen ist, ist im Bezug auf die anderen Logiken festzustellen, dass transformatives Potential nur dann zu erwarten ist, insofern Maßnahmen und Praktiken, die sich aus der Finanzmarkt-, Staats-, oder ethischen Logik ableiten, (zufällig) zum Erreichen von Transformationszielen beitragen. Ist z.B. die Finanzmarktlogik dominant, impliziert dies, dass Maßnahmen i. S. der Umweltlogik nicht nur dann unterbleiben, wenn sie im Konflikt zur Finanzmarktlogik stehen, sondern auch, wenn sie sich nicht aus der Finanzmarktlogik ableiten lassen. Kritisch ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Finanzmarktlogik im Sinne kurzfristiger oder langfristiger Rentabilität – letztere würde z.B. dem oben genannten Vorsorgeprinzip entsprechen – zu interpretieren ist. Insbesondere ließe sich aus einer Langfristperspektive eine weite Überschneidung zwischen Finanzmarktlogik und Umweltlogik implizierten Maßnahmen ableiten, wenn anerkannt wird, dass das Wirtschaftssystem auf die Regenerationsfähigkeit des Gesamtsystems (welches verschiedene miteinander verzweigte Umwelt- und Sozialsysteme integriert) angewiesen ist. So lässt sich eine Nichtbeachtung ökologischer Kippunkte in der kurzfristig orientierten Finanzmarktlogik systemisch mit einer großen Verzögerung von Rückkopplungsschleifen begründen (vgl. Meadows 1999). Sofern diese jedoch antizipiert werden, sind, langfristig betrachtet, Maßnahmen zur Vermeidung bzw. Ab-

milderung der Klimakrise auch aus wirtschaftlicher, d.h. aus der Perspektive der Finanzmarktlogik kostenoptimal, da z.B. eine disruptive Klimakrise massive wirtschaftliche Schäden mit sich bringen würde.

Um die transformative Wirkung der Finanzmarktlogik zu bewerten, ist vor diesem Hintergrund die These zu diskutieren, ob die Finanzmarktlogik typischerweise eher kurzfristig orientiert ist. Für eine Kurzfristorientierung sprechen dabei die vergleichsweise kurzen Zeitspannen im Risikomanagement und der Regulierung (Carney 2015). Zudem kann die Betonung so gen. „transitorischer Risiken“ und „Stranded Assets“ im SF Diskurs als Indiz für Kurzfristorientierung interpretiert werden. Die Überbetonung transitorischer Risiken im Verhältnis zu (langfristigen) physischen Risiken lässt sich nur im Sinne einer kurzfristigen Finanzmarktlogik begründen. Im Gegensatz hierzu leitet sich aus der Umweltlogik die Dekarbonisierung der Realwirtschaft als essenzielle Maßnahme aus dem Ziel, die Klimakrise abzumildern, ab. Während Preiskorrekturen von fossilen Vermögenswerten aus der Sicht der kurzfristigen Finanzmarktlogik ein Risiko für den Finanzmarkt darstellen, sind sie aus Sicht der Umweltlogik der Kollateralschaden wirkungsvoller Nachhaltigkeitsmaßnahmen und damit grundsätzlich ziellogisch (vgl. Egerer und Reibestein 2023).

### 1.3 Frames als Analyseinstrumente für den SF Diskurs

Da es sich bei SF um ein dynamisches Phänomen handelt, betrachten Analysen von Frames und Diskursen deren Entwicklung über einen abgesteckten Zeitraum. Empirische Analysen des SF Diskurs haben bisher vor allem Mediendiskurse (Dumas und Louche 2016; Strauß 2021) und auf Basis von Interview und Dokumentenanalyse basierend Expert\*innen und Policy-Diskurse untersucht (Ahlström und Monciardini 2022; Dimmelmeyer 2021).

Um eine möglichst hohe Bandbreite an Frames aufnehmen zu können, baut dieses Kapitel auf Dimmelmeyers (2021) Analyserahmen auf. Nach Dimmelmeyer lässt sich der SF Diskurs in fünf Frames unterteilen, deren Bedeutung in verschiedenen Zeitperioden und zwischen verschiedenen Akteur\*innenkoalitionen variiert. In Anlehnung an die in Kapitel 1 ausgearbeitete Definition bieten diese fünf Frames alle eine Problemanalyse sowie einen Lösungsvorschlag an, welche zusammen benennen, worum es sich bei SF handelt und wie SF implementiert werden kann und sollte. Wie im Folgenden ausgearbeitet, beinhalten diese Analysen und Lösungsvorschläge eine Reihe von Kategorien, welche unter anderem finanzielle Risiken, Werte, Investitionslücken und institutionelle Machtstrukturen hervorheben.

Das historisch gesehen älteste Frame ist hierbei **Socially Responsible Investment (SRI)**, welches von christlich-religiösen Investor\*innen geprägt wurde. Dieses Frame hebt die ethische Komponente von SF hervor, indem es die Inkongruenz von Werten und dem existierenden Finanzsystem als Problem darstellt und wertebasierte Investitionen als Lösung anbietet.

Das historisch zweitälteste Frame ist das **Risks and Opportunities Frame** (im Folgenden: Risikoframe), welches SF als Addition neuer Information für Investitionsentscheidungen begreift. Die Nichtberücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren führt demnach zu finanziellen Fehlallokationen und Verlusten.

Das dritte, so gen. **Kritische Frame** ging im Zuge der globalen Finanzkrise der späten 2000er in Verbindung mit dem Konzept eines „Green New Deals“ hervor. SF wird hier mit einer radikalen

Änderung der Besitzverhältnisse, Funktionen und Regulierung des Finanzwesens gleichgesetzt. Mit zunehmender Bedeutung des SF Diskurses heben Vertreter\*innen des Kritischen Frames auch die Unzulänglichkeit von privaten und freiwilligen Initiativen hervor.

Das vierte Frame, das **Climate Finance (CF) Frame**, besitzt eine institutionelle Definition, die in Anlehnung an die Vereinbarung der CoP 15, jährlich 100 Milliarden an Klimafinanzierung an „Entwicklungsänder“ bereitzustellen, durch das UNFCCC etabliert wurde. Während diese Definition den Fokus des CF Frames auf die (internationale) Klimafinanzierung etabliert, wird im diskursiven Gebrauch des Frames zumeist hervorgehoben, dass öffentliche Mittel nicht in ausreichendem Maß vorhanden seien. Die Lösung besteht aus der Mobilisierung von privaten Investitionen (z.B. durch staatliche Garantien) und der Schaffung von dezidierten Klimafinanzinstrumenten, wie beispielsweise Green Bonds.

Das fünfte, historisch jüngste Frame ist ein so gen. **Integratives Frame**. Dieses Frame unterscheidet sich von den bisher aufgezählten Frames, da auf einer abstrakteren Ebene operiert und auf dem bereits artikulierten SF Diskurs aufgebaut wird. Demnach bewertet das Integrative Frame SF als grundsätzlich positives Phänomen. Vertreter\*innen des Integrativen Frames, welche u.a. aus internationalen Organisationen oder spezialisierten NGOs bestehen, heben die Notwendigkeit hervor, SF in all seinen Facetten zu fördern. Damit entspricht das integrative Frame dem in der Literatur beschriebenen Konzept eines „Master Frames“ (z.B. Crespy 2014: 174; Wahlström et al. 2013: 104), welches zum Ziel hat, verschiedene Akteur\*innen unter einem gemeinsamen Nenner zu vereinigen.

#### 1.4 Logiken, Frames und Transformationspotentiale: Der Versuch einer Synthese

Logiken zeichnen zumeist ein idealtypisches Bild der verschiedenen Institutionen einer Gesellschaft (Thornton und Ocasio 2008). Dieser Fokus erlaubt eine eindeutigere Identifikation und Zuordnung der Ziele von Logiken zu Transformationspotentialen. Allerdings können Logiken nur schwer für die Analyse von Diskursen angewendet werden, in denen sich die Bedeutungen noch „im Fluss“ befinden und Akteur\*innen in „Sense-Making“ Prozessen involviert sind (Purdy et al. 2019). Frames sind hingegen eine bekannte und vielfach angewendete Methode, um solche emergenten und hybriden Diskurse einzuordnen. Allerdings bedürfen Frameanalysen einer Grundierung, um die politischen und transformatorischen Implikationen der Frames zu deuten. Frameanalysen (Dimmelmeyer 2021; Strauß 2021, siehe auch Hasselbalch 2019; Wahlström et al. 2013 für Beispiele außerhalb von SF) umgehen Fragen nach Implikationen jedoch zumeist oder bringen ad hoc weiterführende Literatur oder Politikempfehlungen ins Spiel.

Dementsprechend stellt eine Synthese von Logiken und Frames einen vielversprechenden Analyserahmen dar, welcher gleichzeitig empirisch anwendbar und normativ-politisch aussagekräftig ist. Eine solche Kombination wurde kürzlich in der Studie des europäischen regulatorischen Diskurses zu SF von Ahlström und Monciardini (2022) angewendet. Aufbauend auf dieser Literatur schlagen wir vor, dass über eine Zuordnung von Frames zu Logiken die Präsenz eines Frames als Indikator für die relative Stärke einer Logik im Politikfeld SF interpretiert werden kann. Der folgende Abschnitt integriert die Verbindung zwischen Logiken und Transformationspotential, welche in Sektion 2.2 herausgearbeitet wurde, mit einer Korrespondenztabelle, die Logiken und Frames verbindet. Dieser Analyserahmen wird im Folgenden genutzt, um den deutschen SF Diskurs zu beschreiben und sein Transformationspotential einzuschätzen.

## Aufbau des Analyserahmens: Zuordnung von Frames zu Logiken

Die von **Finanzmarktlogik** abgeleitete Funktion von SF als Generator zusätzlicher Finanzwerte lässt sich mit dem **CF Frame** verbinden, welches ebenfalls auf die Schaffung neuer nachhaltiger „Asset Klassen“ wie Green Bonds abzielt. Die Funktion von SF als Mittel der Bewahrung von Finanzmarkt- und Preisstabilität lässt sich dem **Risikoframe** zuordnen. Diese Assoziation begründet sich darin, dass das Risikoframe auf eine korrekte Integration von Nachhaltigkeitsinformationen abzielt, welche die Stabilität und kontinuierliche Profitabilität einzelner Finanzmarktteilnehmer\*innen sowie des ganzen Finanzsystems im Kontext der Klimatransformation garantieren sollen (Carney 2015).

In der **Umweltlogik** meint SF die Umlenkung von Finanzflüssen, um die Ziele einer nachhaltigen Transformation zu erreichen. Dies kann einerseits mit dem **CF Frame** assoziiert werden, wenn man davon ausgeht, dass neu geschaffene Finanzinstrumente, Praktiken und Maßnahme nicht nur eine Addition zu nicht nachhaltigen Anlagen darstellen, sondern ein tatsächlicher „Shift of Trillions“ stattfindet. Das heißt, dass zusätzliche Finanzierung für nachhaltige Projekte gewährt wird (Busch et al. 2021) sowie schädliche Finanzierungsflüsse unterbleiben. Darüber hinaus kann das **Risikoframe** auf systemischer Ebene mit der Umweltlogik assoziiert werden. Diese Verbindung baut auf der Annahme auf, dass eine „korrekte“ Einschätzung und Bepreisung von Nachhaltigkeitsrisiken insbesondere im Sinne einer längerfristigen Betrachtung zu einer massiven Änderung der Finanzflüsse hin zu nachhaltigen Investitionen bedeuten würde (wie z.B. im Universal Owner Theorem vorgeschlagen, siehe Hawley und Williams 2007). Dies erfordert laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) jedoch eine „epistemologischen Wandel“ (Bolton et al. 2020) und hängt von den Annahmen ab, dass Finanzmärkte Informationen effizient und „rational“ prozessieren und somit nicht nachhaltige ökonomische Akteur\*innen durch höhere Kapitalkosten disziplinieren (für eine Kritik dieser Annahmen siehe Christophers 2017). Das **Kritische Frame** lässt sich ebenfalls mit der Umweltlogik assoziiieren. In dieser Interpretation erreicht SF die Ziele der Umweltlogik durch regulatorische Interventionen, welche z.B. bestimmte Finanzinstrumente verbieten oder große Finanzinstitutionen, die nicht der Klimatransformation und Realökonomie dienen, in kleinere Einheiten aufbrechen (Elliot et al. 2008).

Aus der **Staatslogik** gesehen lässt sich SF einerseits als die Mobilisierung staatlicher Ressourcen für Investitionen in eine nachhaltige Transformation, welche die Lebensqualität der Staatsbürger\*innen garantiert, definieren. Diese Interpretation deckt sich mit dem **Kritischen Frame** und seiner Bezugnahme auf einen keynesianisch inspirierten „Green New Deal“. Eine zweite Bedeutung, die SF im Sinne der Staatslogik zugeschrieben werden kann ist, dass es sich bei Förderung von SF um selektive Handels- und Industriepolitik im Finanzsektor handelt. Diese Interpretation deckt sich mit dem **Integrativem Frame**, welches sich der Verstetigung von SF verschreibt.

Zuletzt lässt sich das **SRI Frame** der **religiösen bzw. ethischen Logik** zuordnen. Für die ethische Logik ist SF ein Mittel zum Erreichen wertebasierter Praktiken in der Finanzwelt und der Realökonomie. Das SRI Frame deckt sich mit dieser Interpretation in seiner christlich inspirierten Variante, da es ebenfalls die Integration von Werten in Finanzentscheidungen hervorhebt. Für Islamic Finance und andere Wertesysteme kann davon ausgegangen werden, dass dem SRI Frame ähnliche Frames existieren. Diese wurden jedoch bisher noch nicht in der Literatur herausgearbeitet.

Tabelle 1:

## Korrespondenz zwischen Logiken, Frames und Transformationspotentialen

Logik	Sustainable Finance als Mittel für ...	Assoziierte Frames	Bewertung Transformationspotential
Finanzmarktlogik	Generierung von zusätzlichen Finanzwerten	Climate Finance	Ungewiss bis niedrig, da nicht nachhaltige Finanzinstrumente nicht ausgeschlossen werden, Profitabilität als Gate Keeper wirkt, sowie das Kriterium der Zusätzlichkeit offen bleibt (Richtung) Institutionen werden nicht notwendigerweise modifiziert (Ausmaß)
	Erhaltung von Finanzmarkt- und Preisstabilität in Zeiten von Umweltkrisen und Transformation	Risiko	Niedrig wenn es sich um die Anpassung des Finanzsektors bzw. einzelner Akteur*innen an die Transformation handelt. Hoch, wenn die Transformation der gesamten Wirtschaft als einzige viable Form des langfristigen Risikomanagements gesehen wird (Richtung und implizit auch Ausmaß)
Umweltlogik	Änderung von Finanzflüssen weg von nicht nachhaltigen Aktivitäten hin zu nachhaltigen Aktivitäten	Climate Finance, Risiko, Kritisch	Hoch, da Zielkongruenz besteht (Richtung) und ein weitgehender Wandel (Ausmaß) angestrebt wird
Staatslogik	Investitionen in nachhaltige staatliche Infrastruktur und industriepolitische Prioritätsfelder	Kritisch	Hoch, da ein tiefgehender volkswirtschaftlicher und gesellschaftlicher Veränderungsprozess (Ausmaß) und Zielkongruenz angestrebt wird (Richtung)
	Wettbewerbsvorteile für den Staat durch Attraktion nachhaltiger Investitionen	Integrativ	Ungewiss, da SF Praktiken (Richtung und Ausmaß) extern bestimmt werden
Ethische Logik	Erreichen christlicher Werte	SRI	Hoch, insofern Werte im Einklang mit Nachhaltigkeit stehen (Richtung) und angestrebte Maßnahmen bzw. Praktiken der Umorientierung von Normen und Institutionen wirkungsvoll sind (Ausmaß)
	Erreichen anderer ethischer und religiöser Werte (z.B. Islamic Finance Werte)	Nicht analysiert	

## 2 Eine empirische Analyse des deutschen Sustainable Finance Diskurses anhand exemplarischer Beispiele

Um sich einer Bewertung des deutschen Diskurses zu SF im Allgemeinen und des Governance Diskurses zu SF im Besonderen anzunähern, werden die Frames der SF Strategie der Bundesregierung (SFS 2021) und des Abschlussbericht des SF Beirats (SFBB 2021) untersucht. Auch wenn auf der Basis dieser beiden Dokumente keine abschließende Bewertung des gesamten deutschen SF Diskurses getroffen werden kann, so können die SFS und der SFBB aufgrund ihrer institutionellen Wirkmächtigkeit als repräsentativ – zumindest für den Diskurs auf der institutionellen und Governance Ebene – gewertet werden.

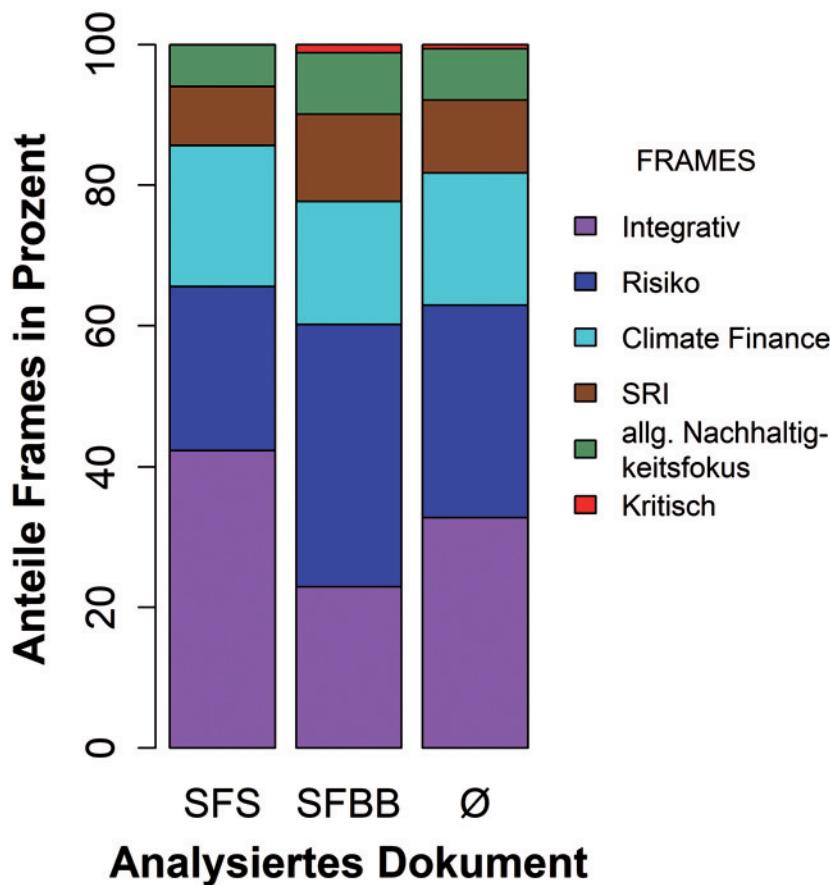
Die Frameanalyse wird methodisch anhand der oben eingeführten Literatur operationalisiert. Erstens wird in Anlehnung an Goffman die Frage der Bedeutung bzw. Definition (What is it that's going on here?) von SF beleuchtet. Zweitens wird in Anlehnung an Entmann und Benford und Snow erfragt, welche Probleme, Lösungen und Motivationen (bzw. Begründungen) mit SF in Verbindung gebracht werden. Auf dieser Basis wurden relevante Textpassagen von zwei Coder\*innen identifiziert und den SF Frames nach Dimmelmeyer (2020; 2021) zugeordnet. Neben der Zuordnung bei expliziter Begründung wurde – sofern eine Begründung nicht expliziert wurde – auch Maßnahmenbeschreibungen selbst interpretativ vor dem Hintergrund der kritischen Diskursanalyse (Mayr und Machin 2012) verschiedenen Frames zugeordnet, um eine Ko-

dierung für einen substanziellen Anteil des Textes zu ermöglichen. Unstimmigkeiten zwischen den Coder\*innen wurden anschließend diskutiert, um eine gemeinsame Zuordnung zu ermöglichen. Textpassagen, die sich auch nach der Diskussion nicht eindeutig zu einem Frame zuordnen ließen, wurden doppelt attribuiert.

In Graphik 1 werden die relativen Häufigkeiten der Frames (in %) in beiden Dokumenten sowie im Durchschnitt (absolute Häufigkeiten in beiden Dokumenten geteilt durch alle codierten Segmente) dargestellt. Die darauf folgenden Abschnitte beschreiben qualitativ, wie sich diese Häufigkeiten ergeben. Dazu wird zuerst die SFS zusammengefasst und danach eine Gegenüberstellung des SFBB mit der SFS unternommen.

Grafik 1

#### Relative Häufigkeiten der Codierungen in SFS, SFBB und im Durchschnitt



## 2.1 Die Sustainable Finance Strategie der Bundesregierung

### Dominanz des Integrativen Frames: Sustainable Finance fördern

Die erste Priorität der in 5 Prioritätsabschnitte unterteilten SFS ist „Sustainable Finance europäisch wie weltweit voranzubringen“ (S. 18ff). Im Rahmen dieser Priorität wird vor allem die Integration von SF als Thema in bilateralen, europäischen und multilateralen Foren und Institutionen beschrieben. Der Fokus liegt folglich auf der Verfestigung von SF, was als Kriterium für die Zuordnung zum Integrativen Frame herangezogen wird. Die Relevanz des Integrativen Frames im Sinne der ersten Priorität deckt sich mit der textlichen Dominanz (siehe Grafik 1) der im Rahmen der Codierung – auch über den Abschnitt „Priorität 1“ hinaus – dem Integrativen Frame zugeordneten Abschnitte.

Aus Sicht der deutschen Bundesregierung geht es bei SF demnach (auch) um klassische Wirtschaftsförderung, mit dem Ziel, die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. So nennt die SFS das Wirtschaftsförderungsziel bereits in der Einführung als Ausgangspunkt: „Mit der Sustainable Finance-Strategie stellt die Bundesregierung die Weichen, damit Deutschland zu einem führenden Sustainable Finance-Standort wird.“ (S. 8). Ganz im Sinne des Integrativen Frames zielt die SFS auf die Förderung und Institutionalisierung von SF *per se* ab. Die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit bzw. die Etablierung Deutschlands als führender SF Standort wird im Text wiederholt betont. In Bezug auf konkrete Maßnahmen stellt die SFS Prozesse und Indikatoren vor, die zur Verfestigung von SF in Deutschland beitragen sollen (S. 38).

Auch im Rahmen der vierten Priorität wird das Ziel, den Finanzstandort Deutschland zu stärken und Expertise aufzubauen, aufgegriffen. Schließlich lässt sich auch die fünfte Priorität, den Bund als Vorbild für SF im Finanzsystem zu etablieren, dem Integrativen Frame zuordnen. Die Gründe für diese Priorität werden zwar nicht explizit erläutert. Jedoch deuten die Maßnahmen wie die Erarbeitung von Standards und Methoden (S. 26) und die Anwendung von existierenden SF Bewertungs- und Investitionskriterien auf Vermögenswerte des Bundes darauf hin (S. 33ff), dass auch hier eine Verbindung mit dem Integrativen Frame vorliegt, indem versucht wird, SF zu verstetigen.

### Risiken und Chancen: Outside-In-Perspektive dominiert

Weite Teile der SFS lassen sich dem Risikoframe zuordnen. Die Codierungen machen hier den zweitgrößten Umfang aus (siehe Grafik 1).

Bereits in den einleitenden Sätzen der Präambel wird der Fokus der Strategie im Sinne des Risikoframes beschrieben. Bemerkenswert ist dabei zunächst die Begründung der Relevanz von Nachhaltigkeitsfragen aufgrund ihrer Wirkung auf Finanzmarktstabilität: „Nachhaltigkeitsrisiken sind auch Anlagerisiken. Daher ist aus Sicht der Bundesregierung die Finanzmarktstabilität selbst ein [...] Ziel von Sustainable Finance“ (S. 6; eigene Hervorhebungen) Soziale und ökologische Aspekte werden in diesem Sinne zumindest in der einleitenden Zusammenfassung der SFS (nur) über ihre Wirkung auf den Finanzmarkt relevant. Hierbei wird der Wirkungsmechanismus als Outside-In, d.h. vom Realsektor auf den Finanzmarkt, beschrieben. „Gleichzeitig ist Sustainable Finance aber auch eng verknüpft mit Politikfeldern wie z.B. der Fiskal-, Umwelt-, Menschenrechts- und Entwicklungspolitik sowie der Unternehmensverantwortung: Werden etwa durch Umweltstandards bestimmte Produktionsweisen unwirtschaftlich oder verlieren Vermögenswerte an Wert, werden Subventionen angepasst oder Steuern verändert, wirken sich diese Politikmaß-

nahmen auf das Risiko der Realwirtschaft und somit auch auf die Investitionen der Finanzmarkakteure aus“ (ebd., S. 6). Das primäre Ziel der SFS ist dieser Einleitung zufolge die Finanzmarktstabilität selbst, während Nachhaltigkeitsfragen nur indirekt erläutert werden. Gleichzeitig greift die SFS an anderer Stelle das Konzept der „doppelten Wesentlichkeit“ auf.

Auch die eingehende Definition von SF deckt sich mit dem Risikoframe: SF wird als Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in den Entscheidungen von Finanzmarkakteur\*innen definiert (S. 9). Das Risikoframe findet sich zudem in der dritten Priorität wieder, die die Gewährleistung von Risikomanagement und Finanzmarktstabilität umschreibt. Obwohl nur an dritter Stelle aufgelistet, ist diese Priorität im Maßnahmenkatalog der SFS stark sichtbar und dominiert vom Umfang der Codierungen sowohl das CF als auch das SRI Frame.

Neben der Risikoperspektive findet sich auch die Beschreibung von Chancen, d.h. Opportunities im Sinne des Risks and Opportunities Frame: „Gleichzeitig ist die Finanzindustrie aber bereits jetzt aufgefordert, die Chancen, die sich aus dem Investitionsbedarf ergeben, zu ergreifen und Innovationen zu finanzieren, Unternehmen bei der Transformation zu begleiten oder neue Kund\*innen durch nachhaltige Produkte zu gewinnen“ (ebd., S. 6).

Inhaltlich deutet auch der Fokus auf Transparenz auf die Bedeutung des Risikoframes hin. So heißt es in der SFS: „Finanzmarkakteure benötigen Informationen, um Nachhaltigkeitsaspekte in ihre Entscheidungen integrieren zu können.“ (S. 23). Anschließend wird ausgeführt, dass es insbesondere bei Finanzierungen über den Kapitalmarkt wichtig sei, dass relevante Unternehmensinformationen „vergleichbar und qualitätsgesichert veröffentlicht werden“ (S. 23). Die Bereitstellung von transparenter Information wird allerdings nicht ausschließlich auf das Risikomanagement bezogen. So ergeben sich hier auch die meisten Doppelcodierungen mit dem SRI Frame, wie nachfolgend erläutert.

### *Climate Finance und die Mobilisierung privater Mittel*

Gemessen am Umfang der Codierungen steht das Climate Finance Frame an dritter Stelle. Das Climate Finance Frame spiegelt sich auch in der zweiten Priorität der SFS, welche darin besteht, Chancen zu ergreifen, die Transformation zu finanzieren und Nachhaltigkeitswirkung zu verankern. In der weiteren Ausarbeitung dieses Ziels bezieht sich die SFS auf „Investitionen in erheblichem Umfang“ die nötig sind, um unter anderem die physische Infrastruktur und Produktionsanlagen in den Einklang mit den 17 Sustainable Development Goals zu bringen (S. 16). Diese Investitionslücke wird mit SF in Verbindung gebracht, indem die Strategie konstatiert: „Die nachhaltige Finanzierung der Transformation eröffnet Chancen, die der Finanzmarkt jetzt ergreift.“ (S. 16). Diese Verbindung von Investitionsbedarf für Nachhaltigkeitsziele und Finanzmarkt ist charakteristisch für das CF Frame. Zudem präsentiert die SFS die Ausgabe grüner Bundesanleihen als Beitrag zu „einer Weiterentwicklung des Markts für nachhaltige Finanzinstrumente“ (S. 33). Diese Argumentation deckt sich mit dem Augenmerk des Climate Finance Frames auf die Generierung neuer Finanzinstrumente. Zwar werden auch öffentliche Ausgaben und die Finanzierung der Transformation durch Förderbanken wie der KfW betont (S. 17, 30). Da diese jedoch nicht als ausreichend erachtet werden und in Bezug zu „Komplementäreffekten“ die „zusätzliche private Investitionen anregen“ (S. 17) und „Innovation im Bereich nachhaltiger Finanzprodukte am Finanzplatz Deutschland (...) stärken“ (S. 30), gesetzt werden, kann argumentiert werden, dass öffentliche Investitionen in der SFS im Sinne des CF Frames und nicht im Sinne des Kritischen Frames gesehen werden.

### *Transparenz und Wirkungskanäle: SRI Frame und Risikoframe*

Die Bereitstellung von transparenter Information wird im SFS vorwiegend jedoch nicht ausschließlich auf das Risikomanagement bezogen. So spricht sich die SFS für eine „doppelte We sentlichkeit“ aus in der „Nachhaltigkeitsauswirkungen auf das Unternehmen oder Auswirkungen der Tätigkeit des Unternehmens und seiner Geschäftsbeziehungen auf die Nachhaltigkeitsas pekte“ (S. 24) berücksichtigt werden. Während erstere (so gen. Outside-In Risiken) klar als Risiko einzuschätzen sind und deswegen auch von Regulierern wie der BaFin (2019) oder der EZB (2020) eingefordert werden, ist die Verbindung der letzteren Kategorie (so gen. Inside-out Risiken) mit Finanzrisiken von indirekter Natur. So bemerkt die SFS, dass Inside-Out Risiken „sich auch zu Outside-In-Risiken entwickeln, wenn beispielsweise von dem Unternehmen verursachte Umwelt- und Sozialschäden von der Öffentlichkeit erkannt werden und es zu Schadenersatzansprüchen und Reputationsverlusten kommt.“ (S. 15). Dieser Fokus auf Wirkungen in der Umwelt und Realwirtschaft von Finanzinstrumenten wird auch im Bezug auf Messungsmethoden (S. 28–29) deutlich. Auch hier wird der Risikoaspekt zwar erwähnt (z. B. bei Wasser oder Ressourcenrisiken) bleibt aber nicht der alleinige Treiber hinter diesen Initiativen und Vorschlägen. Stattdessen werden Methoden aus dem Feld des Impact Investments als Quelle erwähnt. Im Bezug auf Fra ming ist dieser Fokus auf die Implementierung von Werten dem SRI Frame zuzuordnen, auch wenn es historische, soziologische und praktische (bzgl. Investitionsstrategien) Unterschiede zwischen SRI und Impact Investment gibt (siehe Barman 2015: 16 ff). Gleichzeitig deutet die Ausführung, Inside-Out Risiken könnten zu Outside-In Risiken werden, originär auf die Adres sierung aus der Perspektive des Risikoframes hin.

### *Bezugnahme auf allgemeine Nachhaltigkeitsziele*

Neben den Zuordnungen zu verschiedenen in der Literatur beschriebenen SF Frames, nimmt die SFS explizit auf diverse Nachhaltigkeitsziele Bezug. Die entsprechenden Textstellen wurden als „allgemeiner Nachhaltigkeitsfokus“ codiert. U. a. werden die UN-Nachhaltigkeitsziele sowie das Pariser Klimaabkommen erläutert sowie die deutsche Nachhaltigkeitsstrategie referenziert, die SF als „entscheidende[n] Hebel für die Transformation im Sinne der Agenda 2030“ (ebd., S. 8) ansieht. In diesem Sinne sind die Ziele von SF weit umfassender als eine Reform des Finanzsektors.

### *Der Sustainable Finance Beirat Bericht der Bundesregierung – Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur SFS*

Der SF Beirat (SFB) ist ein von der Bundesregierung erstmals 2019 eingesetztes beratendes Gremium. Er besteht zu ¾ aus Vertretenden der Finanz- und Realwirtschaft (Egerer, Reibestein 2023). Die restlichen Plätze werden von NGOs bzw. zivilgesellschaftlichen Organisationen sowie einzelnen Vertretenden aus der Wissenschaft ausgefüllt. 2021 legte der erste SFB einen umfassenden Abschlussbericht mit dem Titel „Shifting the Trillions – Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation“ vor. Im Folgenden wird der SFB-Bericht (SFBB) in Relation zur SFS beschrieben<sup>1</sup>. Codiert wurde nur das Vorwort und die Zusammenfassung des Textes (S. 2–36).

Eine Codierung anhand der Frames, sowie die Argumentationen für SF legen eine relativ große Nähe zur SFS nahe (siehe Grafik 1). Auch die Definition von SF als die Berücksichtigung von Umwelt, Sozial- und Governance Kriterien bei Investitionsentscheidungen (S. 40) ähnelt der SFS.

---

<sup>1</sup> Ähnlich wie die SFS ist auch der SFBB in Prioritäten gegliedert. Aufgrund der Schwierigkeit, diese eindeutig einem Frame zuzuordnen, gehen sie in die folgende Betrachtung nicht ein.

Gleichwohl setzt der SFBB etwas andere Schwerpunkte und unterscheidet sich insbesondere hinsichtlich der inhaltlichen Tiefe der Argumentation sowie der Ambition der vorgeschlagenen Maßnahmen.

Ein Vergleich der Codierungen zeigt zunächst, dass das integrative Frame relativ weniger bedeutend ist. Dies ist voraussichtlich darauf zurückzuführen, dass die SFS viele allgemeine Prozessbeschreibungen enthält und in weiten Teilen das Handeln der Bundesregierung bzw. der Organe der öffentlichen Hand im weitesten Sinne umfangreich positiv würdigt. Gleichzeitig ist auch im SFBB das Narrativ der Wettbewerbsfähigkeit sowie SF als Standortpolitik sehr präsent.

Wird das Integrative Frame zunächst ignoriert, zeigt sich für beide Dokumente basierend auf den Codierungen eine Dominanz des Risikoframes. Dieses ist im SFBB sogar noch stärker repräsentiert als in der SFS. Die interpretative inhaltliche Analyse lässt jedoch in Relation zur SFS auch den Schluss einer weniger starken Ausrichtung entlang des Risikoframes zu, da dieses – im Gegensatz zur SFS – nicht den expliziten Ausgangspunkt des Dokuments bildet<sup>2</sup>. Stattdessen sieht der SFBB die „Schlüsselrolle“ des Finanzsektors in der Transformation darin, „die nötigen Mittel für die Große Transformation zu mobilisieren.“ Dieser Fokus lässt sich dem CF Frame zuordnen, welches basierend auf der quantitativen Auswertung der Codierungen erst an vierter Stelle verortet ist<sup>3</sup>. SF zielt laut SFBB darauf ab, „alle Marktkräfte für eine wirksame Kapitalallokation verbunden mit einem belastbaren Risikomanagement zu aktivieren“ und verknüpft damit CF und Risikoframe (S. 4).

Bemerkenswert ist in Relation zur SFBB sowohl basierend auf Auswertung der quantitativen Codierung als auch in der qualitativen Bewertung ein stärkerer Fokus auf SRI und die Inside-Out-Perspektive. 11 mal greift der SFBB den Begriff der „doppelten Wesentlichkeit“ auf. Die Deutung der Wirkung des Finanzsektors bezieht dabei im Gegensatz zur SFS etwas stärker auch negative Wirkungen mit ein. Während die SFS Inside-Out-Wirkung zumindest im Rahmen einer Grafik auf S. 15 mit dem positiv konnotierten Begriff „Impact“ framet, erwähnt die SFBB in der Definition der doppelten Wesentlichkeit (S. 20) auch explizit negative Wirkungen. In diesem Zusammenhang ist zudem zu erwähnen, dass obgleich das Kritische Frame in beiden Dokumenten marginalisiert ist<sup>4</sup>, im SFBB relativ mehr Textabschnitte dem Kritischen Frame zugeordnet wurden.

Ähnlich wie die SFS bezieht sich auch der SFBB auf internationale Abkommen und Rahmenwerke wie die SDGs und das Pariser Abkommen. Der Hauptreferenzpunkt des Berichts ist der Begriff der „Großen Transformation“, des Wissenschaftlichen Beirats der Bundesregierung Globale Um-

---

2 Zudem ergaben sich bei der Codierung des Textes Herausforderung bzgl. der transparenzbezogenen Textstellen. Je nach Interpretation lassen sich diese sowohl dem Risikoframe, als auch dem SRI und schließlich dem Climate Finance Frame zuordnen.

3 Dies könnte auch auf eine relativ stärkere nationale Ausrichtung des SFB zurückzuführen sein, da das CF Frame im Sinne der Literatur und der UN Definition von Climate Finance zumeist mit internationalen Finanzflüssen in Verbindung gebracht wird.

4 Dies scheint bezüglich der SFS grundsätzlich nicht überraschend. Hinsichtlich des Vergleichs der Arbeit des SFB mit dem „Vorgängergremium“ des durch den Rat für nachhaltige Entwicklung initiierten „Hub for Sustainable Finance“ (H4SF) scheint sich im Vergleich die Entwicklung hin zu einer weniger kritischen Perspektive zu offenbaren. So heißt es in den Thesen des H4SF (2017) u. A. noch: „Der Politik kommt eine impulssetzende Rolle als Gestalterin zu, die sie bislang noch nicht ausreichend wahrnimmt. [...]“ (S. 1) und weiter: „Nachhaltiges Finanzieren erfordert ein neues Verhältnis zwischen Staat und Finanzwirtschaft, das gesellschaftliche Zielen und allgemeiner Integrität dient“ (S. 2). Hinsichtlich der Zielsetzung von Sustainable Finance führt der H4SF weiter aus: „Die von der Finanzwirtschaft angestrebte Vorrangrolle bemisst sich primär an dem spezifischen Beitrag, die UN-Klimaziele zu erfüllen und die Nachhaltigkeitsziele der Agenda 2030 zu erreichen.“ (S. 3).

weltveränderungen (WBGU). Die Bezugnahme auf Nachhaltigkeitsthemen und Dokumente im Allgemeinen wurde, wie auch für die SFS, separat codiert („allgemeiner Nachhaltigkeitsfokus“ in Grafik 1).

Der größte inhaltliche Unterschied der beiden Dokumente betrifft die inhaltliche Tiefe und lässt sich somit nicht anhand der Codierungen bewerten. Während die SFS eher vage formuliert ist, beschreibt der SFBB sehr viel expliziter konkrete, teils technische, Maßnahmen zur Stärkung von SF, die den SFBB in Summe weit ambitionierter erscheinen lassen als die SFS (vgl. Bergius 2021, Paus 2021).

## 2.2 Besonderheiten des SF Diskurses in der SFS und im SFBB Abschlussbericht

Eine Interpretation der Ergebnisse im Hinblick auf die Literatur legt nahe, dass sich die Häufigkeit des Integrativen Frames in Teilen durch den Typus der analysierten high-level, zusammenfassenden Dokumente erklären lässt (vgl. Dimmelmeyer 2021). Die Prävalenz des Risikoframes und die Beobachtung, dass das CF Frame gehäuft in Verbindung mit diesem auftritt, deckt sich ebenfalls mit der Literatur. Darüber hinaus bestätigt die Analyse die relative Schwäche des ehemals dominanten SRI Frames (Dimmelmeyer 2021; Dumas and Louche 2016) – zumindest bezüglich der SFS.

Als Neuerungen gegenüber den in der Literatur etablierten Frames lässt sich feststellen, dass die Motivation bzw. Begründung des Integrativen Frames nicht nur Bezug auf die Bedeutung von SF für ökologische und soziale Ziele und internationale Verträge nimmt, sondern die Förderung von SF mit Standortpolitik in Verbindung gebracht wird. Im Bezug auf das CF Frame lässt sich feststellen, dass sich der analysierte Diskurs verhältnismäßig mehr mit der Schaffung von nachhaltigen Finanzprodukten in Deutschland beschäftigt. Dies divergiert in gewisser Weise von den Ursprüngen des CF Frames, in denen internationale Entwicklungsbanken und zivilgesellschaftliche Akteur\*innen die Bedeutung von CF für den Globalen Süden hervorgehoben haben.

Ein weiterer Punkt, in dem der deutsche Diskurs von existierenden Frameanalysen divergiert liegt in der stärkeren Betonung der sozialen Komponente. Diese Priorisierung könnte einerseits auf die noch vorhandene Bedeutung des SRI Frames hinweisen, welches soziale Aspekte stärker herausgestellt hat und im SF Beirat weiterhin durch kirchliche Akteur\*innen repräsentiert wurde (siehe S. 47 zur Zusammensetzung des Beirates). Allerdings könnte diese Betonung auch Teil eines emergierenden oder Deutschland-spezifischen Frames sein, das möglicherweise mit gewerkschaftlichen Interessen oder einer Argumentation in der SF als Weiterführung der sozialen Marktwirtschaft gesehen wird, in Verbindung gebracht werden kann.

## 2.3 Der deutsche Sustainable Finance Diskurs aus der Perspektive von Logiken und Transformationspotential

Legt man die Korrespondenztabelle (Tabelle 1) in Sektion 2 zugrunde lässt sich feststellen, dass alle Logiken (bzw. eine oder mehrere ihrer Spielarten) im SF Diskurs durch die ihnen zugeordneten Frames repräsentiert sind. Weitgehend dominant scheint dabei die Staatslogik, welche sich des Integrativen Frames bedient. Diese Logik startet von der Prämisse, dass Deutschland einen starken und im internationalen Vergleich gut etablierten Finanzsektor benötigt. SF wird demnach als wichtiges Element für den Finanzstandort Deutschland erachtet. Daraus wiederum leitet sich die Notwendigkeit der Verfestigung und Institutionalisierung von SF in Deutschland ab. Da das In-

tegrative Frame selbst keine Orientierung von SF vorgibt, sollte es jedoch auch in Verbindung mit den anderen Frames gelesen werden.

Mit Bezug auf die inhaltlich Orientierung gebenden Frames scheint die Finanzmarktlogik dominant. Sie ist einerseits durch den Fokus auf die Schaffung von nachhaltigen Finanzinstrumenten wie Green Bonds, welche mit dem CF Frame beschrieben wird, vertreten. Andererseits deutet das sehr dominante (2. Stelle in der SFS, 1. Stelle im SFBB) Risikoframe, welches auch in der Definition von SF auftaucht, auf die starke Präsenz der Finanzmarktlogik hin. Dies wird nicht zuletzt dadurch deutlich, dass in den dem Riskoframe zugeordneten Textstellen Finanzmarktsstabilität und transparente Finanzmärkte selbst als erstrebenswert bzw. als vorrangiges Ziel von SF definiert werden.

Die Umweltlogik wird in der Korrespondenztabelle mit dem Risikoframe, dem CF Frame und dem Kritischen Frame assoziiert. Wie in der Analyse gezeigt wurde, spielt das Kritische Frame keine größere Rolle im deutschen SF Diskurs. Dies beschränkt die Untersuchung auf die Frage, inwieweit die bereits der Finanzmarktlogik zugeordneten Frames (Risiko und CF) gleichzeitig die Ziele der Umweltlogik erfüllen können.

Wie in Sektion 2 erläutert ist das Risikoframe im Sinne der Finanzmarktlogik mit den Zielen der Umweltlogik nur dann weitgehend deckungsgleich, wenn erstere eine langfristige Orientierung vorweist. Mit Bezug auf das CF Frame ist festzustellen, dass die Adressierung der Frage der Zusätzlichkeit sowie die Umkehr von nicht-transformativen Finanzflüssen (z. B. hin zu fossilen Energieträgern) als Indikatoren dafür herangezogen werden können, ob dieses Frame im Sinne der kurzfristigen Finanzmarktlogik oder der Umweltlogik operiert. Auf Basis dieser Kriterien lässt sich festhalten, dass das CF Frame im analysierten Diskurs eher im Sinne der Finanzmarktlogik operiert, da die Probleme der Zusätzlichkeit und der Umkehr von Finanzflüssen nur sporadisch adressiert werden, obgleich der Titel der SFBB seinen Ausgangspunkt in der „Umlenkung“ von Finanzflüssen nimmt. Hinsichtlich des Risikoframes ergibt sich das Transformationspotential hingegen mit Bezug auf die Frage der Fristigkeit. Hier liegt die stärkere Betonung von Outside-in Risiken nahe, dass das Risikoframe eine eher kurzfristige Perspektive einnimmt, welche nicht mit der Umweltlogik vereinbar ist. Trotz der eher stärkeren Betonung kurzfristiger Risiken, ist eine Langfristorientierung nicht komplett absent. Diese zeigt sich v. A. im SFBB, der Inside-out Risiken im Sinne der doppelten Wesentlichkeit betont. Diese langfristige und Impact-orientierte Perspektive überlappt wiederum mit dem SRI Frame und der ethischen/religiösen Logik. Schließlich beinhalten die Dokumente auch einen breiteren Transformationsfokus, welcher im Sinne der Umweltlogik interpretiert werden kann.

Die ethische und religiöse Logik ist durch das SRI Frame vor allem im SFBB vertreten. Wie die Auswertung gezeigt hat, ist das SRI Frame und somit die ethische/religiöse Logik in den Dokumenten vor allem für das Design von Messinstrumenten und Transparenzinitiativen relevant. In diesem Bereich taucht das SRI Frame zusammen mit dem Risikoframe und dem CF Frame auf. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass der Metriken und Transparenzinitiativen ein (politisches) Feld darstellen in welchem das historisch etablierte SRI Frame trotz seiner verhältnismäßigen diskursiven Marginalisierung (vgl. Dimmelmeyer 2021; Dumas und Louche 2016) weiterhin mit anderen Interpretationen von SF konkurriert.

Auf Basis der vorangegangen Betrachtungen lässt sich feststellen, dass die Staatslogik und die Finanzmarktlogik im deutschen SF Diskurs, so wie er sich in SFS und SFBB repräsentiert, ver-

gleichsmäßig am stärksten vertreten sind. Darüber hinaus spielt die ethische und religiöse Logik im Bereich von Metriken und Transparenzinitiativen eine Rolle. Die Umweltlogik ist wiederum relativ unterrepräsentiert, was auf die Absenz des Kritischen Frames, sowie das Fehlen einer expliziten Langfristorientierung des Riskoframes zurückzuführen ist. Dieses Ergebnis lässt sich möglicherweise auf die institutionelle Repräsentation von Staats- und Finanzakteur\*innen in der Autor\*innenschaft von SFS und SFBB zurückführen, bleibt deswegen jedoch nicht weniger bedeutend. Zudem sind beide Dokumente sehr generell formuliert und haben den Anspruch, die SF Landschaft in Deutschland abzubilden. So lässt sich auch argumentieren, dass die Ergebnisse den allgemeinen deutschen SF Diskurs, wie er auf der Governance Ebene geführt wird, widerspiegeln.

Bringt man diese Betrachtung mit der Zuordnung der Logiken zu Transformationspotentialen (siehe Tabelle 1), so lässt sich mutmaßen, dass der deutsche SF Diskurs grundsätzlich transformative Elemente enthält bzw. enthalten könnte. Allerdings sind diese nicht dominant und von Entwicklungen und Interpretation von Akteur\*innen, die nicht notwendigerweise eine transformative Agenda haben, abhängig. So ist das Transformationspotential der dominanten Staatslogik beispielsweise ungewiss, da SF in dieser Logik per se und somit unabhängig von seinem Transformationspotential gefördert werden soll. Das Transformationspotential der ebenfalls stark präsenten Finanzmarktlogik ist stark von der Frage der Fristigkeit abhängig. Zuletzt lässt sich sagen, dass die ethische Logik zwar durchaus Transformationspotential aufweist. Allerdings bleibt abzuwarten, wie sich diese Logik auf dem Level von Metriken und Transparenzinitiativen mit den Zielen der Finanzmarktlogik vereinbaren lässt. Die verhältnismäßige Marginalisierung der Umweltlogik und das komplett Fehlen einer „transformativen“, Green New Deal orientierten Staatslogik, wie sie im Kritischen Frame repräsentiert wird, deuten gleichzeitig darauf hin, dass bestimmte Strategien mit erwartbar hohem Transformationspotential bisher kein nennenswerter Teil des deutschen SF Diskurses sind.

### 3 Abschließende Betrachtungen und weiterführende Forschungsfragen

Dieser Beitrag hat die Frames und Logiken im deutschen SF Diskurs untersucht. Aufbauend auf diesen Ergebnissen wurde das Transformationspotential des deutschen SF Diskurses beleuchtet. Dadurch macht dieser Beitrag einen theoretischen und methodischen Beitrag, der in einer Verbindung von Frameanalyse mit der Bewertung von Transformationspotentialen über das Konzept der institutionellen Logiken besteht. Darüber hinaus stellt der Fokus auf den SF Diskurs in Deutschland eine empirische Neuerung dar.

Im Rahmen dieser Analyse kommt der Beitrag zu dem Ergebnis, dass SF in Deutschland von einem standortpolitisch motivierten Integrativen Frame sowie dem Risikoframe dominiert werden.

Aufbauend auf der Analyse der Frames zeigt der Beitrag, dass eine standortpolitisch motivierte Staatslogik sowie die Finanzmarktlogik im deutschen SF Diskurs dominant sind. Dies steht im Einklang mit der Deutung, dass mit dem Mainstreaming von Sustainable Finance eine zunehmend finanziatisierter Diskurs einhergeht (Ahlström und Monciardini 2022), der seine Ziele weitgehend aus den eigenen, d. h. dem Finanzsystem inhärenten, Systemlogiken ableitet. Darüber hinaus ist die ethische/religiöse Logik weiterhin in Teilen des Diskurses präsent. Diese Zuordnung, sowie die Marginalisierung der als transformativ erachteten Umweltlogik führt wiederum zu der Einschätzung, dass das Transformationspotential von SF in Deutschland als eher gering

einzuschätzen ist. Zwar sind potentiell transformative Logiken durchaus im Diskurs vorhanden, gleichzeitig scheinen diese eher marginalisiert und z. B. im Sinne der SRI-Logik eher instrumentell im Sinne von Transparenzpolitiken von Bedeutung. Allerdings besteht auch weiter eine große Ungewissheit, da „technische“ Fragen wie die Fristigkeit in der Finanzmarktlogik sowie „externe“ Entwicklungen (z. B. Initiativen auf EU oder globaler Ebene, Marktentwicklungen) welche die Staatslogik beeinflussen können, die (Nicht)Transformativität von SF stark beeinflussen können. In diesem Sinne bestätigt der Beitrag die bestehende Literatur, die SF als ein hybrides, noch unzureichend definiertes Feld beschreibt (Ahlström und Monciardini 2022; Dimmelmeyer 2021; Seabrooke und Stenström 2022). Allerdings sollte dabei auch berücksichtigt werden, dass die vorliegende empirische Analyse einen „Schnappschuss“ eines sich schnell entwickelnden Diskurses darstellt.

Dementsprechend schlagen wir vor, dass eine dynamische und weitergehende Analyse des Diskurses sowie von Praktiken und Maßnahmen nötig ist, um unsere Befunde zu überprüfen. Darüber hinaus weist unsere Betrachtung des deutschen SF Diskurses auf eine Reihe von Punkten bzw. „Blind Spots“ hin, die bisher in der Analyse von SF Diskursen noch nicht beleuchtet wurden. So finden wir z. B. eine Anwendung des CF Frames auf die nationale Ebene. Dies steht im Kontrast zur Literatur, welche Diskurse zu Investitionslücken im Klimaschutz und der Notwendigkeit der Mobilisierung von Privatkapital v. A. mit Bezug auf internationale Finanzflüsse beschreibt. Ferner ist die standortpolitische Rechtfertigung von Sustainable Finance Initiativen ein Novum. Darüber hinaus ist die relativ starke Betonung der sozialen Komponente von SF ein möglicherweise Deutschland-spezifisches Merkmal. Neben der Präsenz dieser in der Literatur bisher nicht adressierten Punkte zeigt unsere Betrachtung der ethischen/religiösen Logik, dass aus theoretischer Sicht die Präsenz von nicht-christlichen ethisch/religiösen Frames wie z. B. eines Islamic Finance Frames (Gümüsay 2020; Rethel 2011) zu erwarten wäre. Die empirische Absenz eines solchen Frames könnte folglich neben den oben beschriebenen Observationen ebenfalls in zukünftiger Forschung zum SF Diskurs in Deutschland beleuchtet werden.

Während die oben genannten Aspekte den deutschen SF Diskurs im Hinblick auf die wissenschaftliche Diskussion einordnen, sind unsere Ergebnisse auch aus einer polit-ökonomischen Perspektive relevant. So ist unsere Interpretation eines vermutlich geringen transformativen Potentials des deutschen SF Diskurses dahingehend bemerkenswert, weil sie im Kontrast zu den in den untersuchten Dokumenten selbst zugeschriebenen transformativen Potentialen von Sustainable Finance steht.

## Literaturverzeichnis

- Ahlström, H. und Monciardini, D. (2022): The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms. *Journal of Business Ethics*, 177(1), 193–212. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04763-x>.
- Baker, A. (2010): Restraining regulatory capture? Anglo-America, crisis politics and trajectories of change in global financial governance. *International Affairs (Royal Institute of International Affairs 1944)*, 3, 647.
- Barman, E. (2015): Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing. *Valuation Studies*, 3(1), 9–44. <https://doi.org/10.3384/VS.2001-5592.15319>
- Benford, R. D. und Snow, D. A. (2000): Framing processes and social movements: An overview and assessment. *Annual Review of Sociology*; Palo Alto, 26, 611–639.

- Berg, F., Kölbel, J. F., Rigobon, R. und Sloan, M. (2019): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. 48.
- Bergius, S. (2021): Sustainable-Finance-Strategie in der Kritik. Tagesspiegel Background Sustainable Finance.
- Bolton, P., Després, M., da Silva, L. A. P., Samama, F. und Svartzman, R. (2020): The green swan.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bafin (2019): Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken. [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl\\_mb\\_Nachhaltigkeitsrisiken.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.html).
- Bundesregierung (2021): Deutsche Sustainable Finance-Strategie. [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren\\_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=6](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Broschueren_Bestellservice/deutsche-sustainable-finance-strategie.pdf?__blob=publicationFile&v=6).
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B. und Weber, O. (2021): Impact investments: a call for (re) orientation. *SN Bus Econ* 1, 33. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.
- Caldecott, B., Clark, A., Harnett, E., Koskelo, K., Wilson, C. und Liu, F. (2022): Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy (No. 22-04). Oxford Sustainable Finance Group, Smith School of Enterprise and the Environment, University of Oxford.
- Carbon Brief (2022, April 5): In-depth Q&A: The IPCC's sixth assessment on how to tackle climate change. Carbon Brief. <https://www.carbonbrief.org/in-depth-qa-the-ipccs-sixth-assessment-on-how-to-tackle-climate-change/>.
- Carney, M. (2015): Breaking the tragedy of the horizon—climate change and financial stability. Speech given at Lloyd's of London, September 29.
- Chang, H. J. (2002): Kicking away the ladder: development strategy in historical perspective. Anthem Press.
- Chenet, H., Ryan-Collins, J. und van Lerven, F. (2021): Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy. *Ecological Economics*, 183, 106957. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.106957>.
- Christophers, B. (2017): Climate Change and Financial Instability: Risk Disclosure and the Problematics of Neoliberal Governance. *Annals of the American Association of Geographers*, 107(5), 1108–1127. <https://doi.org/10.1080/24694452.2017.1293502>.
- Cowton, C. (1999): Playing by the rules: Ethical criteria at an ethical investment fund. *Business Ethics: A European Review*, 8(1), 60–69. <https://doi.org/10.1111/1467-8608.00126>.
- CPI (Climate Policy Initiative) (2021): Global Landscape of Climate Finance 2021.
- Crespy, A. (2014): A dialogue of the deaf? Conflicting discourses over the EU and services liberalisation in the WTO. *The British Journal of Politics and International Relations*, 16(1), 168–187.
- Dafermos, Y., Gabor, D. und Michell, J. (2021): The Wall Street Consensus in pandemic times: What does it mean for climate-aligned development? *Canadian Journal of Development Studies / Revue Canadienne d'études Du Développement*, 42(1–2), 238–251.
- Dietz, S., Bowen, A., Dixon, C. und Gradwell, P. (2016): 'Climate value at risk' of global financial assets. *Nature Climate Change*, 6(7), 676–679. <https://doi.org/10.1038/nclimate2972>.
- Dikau, S. und Volz, U. (2021): Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. *Ecological Economics*, 184, 107022. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>.

- Dimmelmeier, A. (2021): Sustainable Finance as a Contested Concept: Tracing the Evolution of Five Frames Between 1998 and 2018. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1937916>.
- Dimmelmeier, A. (2020): The Role of Economic Ideas in Sustainable Finance: From Paradigms to Policy. Copenhagen Business School [Phd]. <https://research.cbs.dk/en/publications/the-role-of-economic-ideas-in-sustainable-finance-from-paradigms->.
- Dumas, C. und Louche, C. (2016): Collective Beliefs on Responsible Investment. *Business & Society*, 55(3), 427–457. <https://doi.org/10.1177/0007650315575327>.
- Egerer, E. und Reibestein, F. (2023): Sustainable Finance – Eine Kartographie. In: Egerer, E., Freydorf C.: *Finance for the Planet – Perspektiven auf den Beitrag des Finanzsektors zur sozialökologischen Transformation*. Cusanus Hochschule für Gesellschaftsgestaltung.
- Elliot, L., Hines, C., Juniper, T., Lucas, C., Murphy, R., Pettifor, A., Secrett, C. und Simms, A. (2008): A Green New Deal: Joined-up policies to solve the triple crunch of the credit crisis, climate change and high oil prices. New Economics Foundation & Green New Deal Group.
- Entman, R. M. (1993): Framing: Toward Clarification of a Fractured Paradigm. *Journal of Communication*, 43(4), 51–58. <https://doi.org/10.1111/j.1460-2466.1993.tb01304.x>.
- Europäische Kommission (2021): Impact Assessment Report. Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds.
- Europäische Kommission (2021): Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth. Retrieved November 14, 2022, from [https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en).
- Europäische Zentralbank (2022): Walking the talk: Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks Publications Office. <https://www.banksupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcerreport12022~2eb322a79c.en.pdf>.
- Europäische Zentralbank. (2020): Guide on climate-related and environmental risks.
- Fancy, T. (2021): The Secret Diary of a ‚Sustainable Investor‘ – Part 1. Medium. <https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-1-70b6987fa139>.
- Forum Nachhaltige Geldanlagen, FNG. (2022): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2022. [https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht\\_NG\\_2022-online.pdf](https://fng-marktbericht.org/fileadmin/Marktbericht/2022/FNG-Marktbericht_NG_2022-online.pdf).
- Friedland, R. und Alford, R. (1991): ‚Bringing society back in: Symbols, practices, and institutional contradictions,‘ in *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, ed. Walter W. Powell and Paul J. DiMaggio, 232–263. Chicago: University of Chicago Press.
- Gabor, D. (2021a): The Wall Street Consensus. *Development and Change*, 52(3), 429–459. <https://doi.org/10.1111/dech.12645>.
- Gabor, D. (2021b): Revolution Without Revolutionaries: Interrogating the Return of Monetary Financing [Preprint]. SocArXiv. <https://doi.org/10.31235/osf.io/jagbk>.
- Geels, F. W., Sovacool, B. K., Schwanen, T. und Sorrell, S. (2017): The Socio-Technical Dynamics of Low-Carbon Transitions. *Joule* 1, 463–479. <https://doi.org/10.1016/j.joule.2017.09.018>.
- Global Sustainable Investment Alliance, GSIA. (2020): Global Sustainable Investment Review 2020.
- Goffman, E. (1974): Frame analysis: An essay on the organization of experience (Northeastern University Press ed): Northeastern University Press.

- Göpel, M. (2016): The Great Mindshift (Vol. 2). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-43766-8>.
- Gümüsay, A. A. (2020): The Potential for Plurality and Prevalence of the Religious Institutional Logic. *Business & Society*, 59(5), 855–880. <https://doi.org/10.1177/0007650317745634>.
- Hall, P. A. (1993): Policy Paradigms, Social Learning, and the State: The Case of Economic Policymaking in Britain. *Comparative Politics*, 25(3), 275. <https://doi.org/10.2307/422246>.
- Hasselbalch, J. A. (2019): Framing brain drain: Between solidarity and skills in European labor mobility. *Review of International Political Economy*, 26(6), 1333–1360. <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1626755>.
- Hawley, J. P. und Williams, A. T. (2007): Universal owners: Challenges and opportunities. *Corporate Governance: An International Review*, 15(3), 415–420.
- Hirschman, D. und Berman, E. P. (2014): Do economists make policies? On the political effects of economics 1. *Socio-Economic Review*, 12(4), 779–811.
- Hub for Sustainable Finance (2017): Thesen der Mitglieder des Steuerungskreises des Hub for Sustainable Finance für eine nachhaltige Finanzwirtschaft in Deutschland.
- IPCC (2022): Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change. IPCC AR6 WG III.
- Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F. und Busch, T. (2020): Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment* 33, 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>.
- Krahé, M. (2021): „Sustainable investments and sustainable development: an epistemological one-way street“, Report for the Royal Academy of Belgium, April 2021.
- Machin, D. und Mayr, A. (2012): How to do critical discourse analysis: A multimodal introduction. SAGE.
- Mazzucato, M. (2014): The entrepreneurial state: Debunking public vs. private sector myths (Revised edition). Anthem Press.
- Meadows, D. (1999): Leverage Points: Places to Intervene in a System. The Academy for Systems Change website: <http://donellameadows.org/archives/leverage-pointsplaces-to-intervene-in-a-system>.
- Migliorelli, M. (2021): What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks. *Sustainability*, 13(2), 975. <https://doi.org/10.3390/su13020975>.
- Miller, C., Davies, W., Barth, J., Hafele, J., Dirth, E., Korinek, L., Schulze, N., Kögel, N. und Kiberd, E. (2021): Methodology for Recovery Index of Transformative Change (RITC). ZOE Institute for Future-fit Economies : Cologne.
- Mooney, A. und Flood, C. (2021, August 31): DWS probes spark fears of greenwashing claims across investment industry. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/a3d6a8d1-0800-41c9-ab92-c0dfce1f6e1>.
- Network for Greening the Financial System, NGFS (2019): First comprehensive Report. A call to action: Climate Change as a source of financial risk. April 2019. <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>.
- Newell, P., Paterson, M. und Craig, M. (2021): The Politics of Green Transformations: An Introduction to the Special Section. *New Political Economy*, 26(6), 903–906. <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1810215>.
- Paus, Lisa (2021): Vergleich der Empfehlungen des SF Beirats mit der SF Strategie der Bundesregierung. URL <https://lisa-paus.de/2021/pm-sustainable-finance-strategie-der-bundesregierung-das-prinzip-hoffnung-ist-keine-strategie/> (abgerufen am 21. 11. 2022).
- Purdy, J., Ansari, S. und Gray, B. (2019): Are Logics Enough? Framing as an Alternative Tool for Understanding Institutional Meaning Making. *Journal of Management Inquiry*, 28(4), 409–419. <https://doi.org/10.1177/1056492617724233>.

- Rein, M. und Schön, D. (1993): Reframing Policy Discourse. In Fischer, F. und Forester, J. (Eds.), *The Argumentative Turn in Policy Analysis and Planning* (145–166).
- Rethel, L. (2011): Whose legitimacy? Islamic finance and the global financial order. *Review of International Political Economy*, 18(1), 75–98. <https://doi.org/10.1080/09692290902983999>.
- Schoenmaker, P. D. (2017): Investing for the Common Good: A sustainable finance framework. BRUEGEL. Working paper.
- Schultz, A. und Senn, M. (2021): Studie zu Fonds: Greenwashing im großen Stil. (n.d.). Finanzwende Recherche. Retrieved November 14, 2022, from <https://www.finanzwende-recherche.de/unser-themen/nachhaltige-finanzmaerkte/greenwashing-im-grossen-stil/>.
- Seabrooke, L. und Stenström, A. (2022): Professional ecologies in European sustainable finance. *Governance*. <https://doi.org/10.1111/gove.12739>.
- Smoleńska, A. und van 't Klooster, J. (2022): A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks. *Journal of Financial Regulation*, 8(1), 51–74. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjac002>.
- Sparkes R. (2002): *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. Chichester: John Wiley.
- Steffen, W., Richardson, K., Rockstrom, J., Cornell, S. E., Fetzer, I., Bennett, E. M., Biggs, R., Carpenter, S. R., de Vries, W., de Wit, C. A., Folke, C., Gerten, D., Heinke, J., Mace, G. M., Persson, L. M., Ramanathan, V., Reyers, B. und Sorlin, S. (2015): Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet. *Science*, 347(6223), 1259855–1259855. <https://doi.org/10.1126/science.1259855>.
- Strauß, N. (2021): Framing Sustainable Finance: A Critical Analysis of Op-eds in the Financial Times. *International Journal of Business Communication*, 23294884211025984. <https://doi.org/10.1177/23294884211025982>.
- Sustainable Finance Beirat (2021): *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*.
- Thomann, E., Lieberherr, E. und Ingold, K. (2016): Torn between state and market: Private policy implementation and conflicting institutional logics\*. *Policy and Society*, 35(1), 57–69. <https://doi.org/10.1016/j.polsoc.2015.12.001>.
- Thornton, P. H. und Ocasio, W. (2008): Institutional logics. *The Sage handbook of organizational institutionalism*, 840(2008), 99–128.
- United Nations. UN (2015): *Übereinkommen von Paris*.
- United Nations Environment Programme. UNEP (2022, October 21): *Emissions Gap Report 2022*. UNEP – UN Environment Programme. <http://www.unep.org/resources/emissions-gap-report-2022>.
- UN Vollversammlung (2015): Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015: Transformation our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015: Transformation our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. <https://sdgs.un.org/2030agenda>.
- Vanhala, L. und Hestbaekm, C. (2016): 'Framing Climate Change Loss and Damage in UNFCCC Negotiations', *Global Environmental Politics* 16, no. 4, 111–29, [https://doi.org/10.1162/GLEP\\_a\\_00379](https://doi.org/10.1162/GLEP_a_00379).
- Wahlström, M., Wennerhag, M. und Rootes, C. (2013): Framing „The Climate Issue“: Patterns of Participation and Prognostic Frames among Climate Summit Protesters. *Global Environmental Politics*, 13(4), 101–122. [https://doi.org/10.1162/GLEP\\_a\\_00200](https://doi.org/10.1162/GLEP_a_00200).
- Wilkens, D. M. und Klein, D. C. (2021): Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben? Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband.

- Wissenschaftlicher Beirat der Bundesregierung Globale Umweltveränderungen, WBGU (2011): Transformation zur Nachhaltigkeit. WBGU.
- Yan, S., Almandoz, J. (John) und Ferraro, F. (2021): The Impact of Logic (In)Compatibility: Green Investing, State Policy, and Corporate Environmental Performance. *Administrative Science Quarterly*, 66(4), 903–944. <https://doi.org/10.1177/00018392211005756>.
- Yan, S., Ferraro, F. und Almandoz, J. (2019): The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic. *Administrative Science Quarterly*, 64(2), 466–501. <https://doi.org/10.1177/0001839218773324>.