



Grüne Finanzierung und Grüne Staatsanleihen – Geeignete Instrumente für eine wirksame Umweltpolitik?

Grüne Finanzierung und Grüne Staatsanleihen – Geeignete Instrumente für eine wirksame Umweltpolitik?

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen
Gutachten 01/2021 vom 29. April 2021

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	2
2. Die Neutralität der Finanzierung von Unternehmen	4
3. Wann machen grüne Kapitalanlagen einen Unterschied?	6
3.1 Passive Portfolio-Strategien	6
3.2 Aktive Portfolio-Strategien	8
4. Grüne Staatsanleihen	10
5. Schlussfolgerungen	12
6. Literatur	13
Mitgliederverzeichnis	14

1. Einleitung

Traditionell versucht die Politik, die Produktionsseite von Unternehmen durch Regulierungsmaßnahmen zu steuern, um gesellschaftliche Ziele zur Ausgestaltung der Arbeitswelt oder der Umwelt zu erreichen. Hierzu gehören Umweltauflagen, Ökosteuern, Arbeitszeitrichtlinien, Standards zur Arbeitsplatzsicherheit und vieles mehr. In jüngster Zeit weitet sich die Verfolgung gesellschaftlicher Ziele auf die Finanzierungsseite aus. Die von derartigen Zielsetzungen gesteuerten Budgets sind entweder öffentlicher Natur, wie etwa bei dem Green Deal der EU¹ oder den grünen Staatsanleihen des Bundes, oder sie finden sich im privaten Bereich, wie etwa bei den Anlagestrategien großer Pensionsfonds, den Produktangeboten von Kapitalanlagegesellschaften oder den Plänen und Jahresabschlüssen nationaler und internationaler Unternehmen. Damit soll es dem einzelnen Anleger ermöglicht werden, zur Erreichung gesellschaftlicher Ziele beizutragen.

„ESG (Environment, Social, Governance) Finance“ bezeichnet die Gesamtheit der Aktivitäten, die durch die Wahl bestimmter finanzwirtschaftlicher Instrumente und Strategien einen steuernden Einfluss nehmen sollen auf nachhaltiges wirtschaftliches Handeln mit Blick auf ökologische, soziale und/oder gesellschaftliche Ergebnisse. Wir verwenden in diesem Zusammenhang die Begriffe „ESG“, „Sustainable“ und „Grün“ im Folgenden als gleichbedeutend.

In den letzten Jahren hat es in diesem Kontext mehrere internationale Initiativen gegeben: Auf EU-Ebene wurde 2016 die High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) berufen, die ihren Bericht im Januar 2018 vorgelegt hat. Im März 2018 wurde der EU-Aktionsplan „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ verabschiedet, in dem eine Strategie zur Entwicklung eines nachhaltigen Finanzwesens in der EU dargelegt wurde.² Im Mai desselben Jahres hat die EU-Kommission einen Maßnahmenkatalog verabschiedet, darunter einen Regulierungsvorschlag eines Rahmenwerks zur Förderung nachhaltiger Investitionen (insbesondere Klassifizierung und Benchmarks) sowie einen Vorschlag zu Offenlegungspflichten im Zusammenhang mit nachhaltigen Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken. Im Juli 2018 wurde eine sogenannte Technical Expert Group zur Beratung der Kommission bei der Implementierung des o. g. EU-Aktionsplans eingerichtet, die im Juni 2019 Unternehmensrichtlinien für die Offenlegung klimabezogener Informationen vorgelegt hat (darunter Klassifizierungsvorschläge, EU-Green Bond Richtlinien, Klima-Benchmarks und Offenlegung von ESG-bezogenen Informationen).

1 Zu diesem Plan gehören ein Fonds für einen gerechten Übergang in Höhe von 7,5 Mrd. Euro sowie regulatorische und steuerliche Anreize. Das Gesamtpaket soll eine Mobilisierung von 1.000 Mrd. Euro zum Zwecke der Klimaneutralität erreichen; siehe https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_24.

2 Die 10 Forderungen auf der Liste des Aktionsplans:
1) Ein EU-Klassifikationssystem für nachhaltige Tätigkeiten, 2) Standards und Siegel für umweltfreundliche Finanzprodukte, 3) Förderung von Investitionen in nachhaltige Projekte. 4) Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Finanzberatung, 5) Entwicklung von Nachhaltigkeitsbenchmarks, 6) Bessere Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in Ratings und Marktanalysen, 7) Klärung der Pflichten institutioneller Anleger und Vermögensverwalter, 8) Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in den Aufsichtsvorschriften, 9) Stärkung der Vorschriften zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen und zur Rechnungslegung, 10) Förderung einer nachhaltigen Unternehmensführung und Abbau von kurzfristigem Denken auf den Kapitalmärkten

Wir thematisieren in dieser Stellungnahme derartige Verwendungsbestimmungen aus finanzwirtschaftlicher Sicht und schätzen ihre Bedeutung für Politik und Wirtschaft ein. Unsere zentrale Frage lautet: Inwieweit können Anlagen in ESG- und besonders grüne Finanzinstrumente (etwa „grüne“ Staatsanleihen) dazu beitragen, dass die entsprechenden Mittel die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit im Sinne der ESG-Ziele (etwa umweltschonende Produktion) steigern? Wir verweisen dabei auf Gemeinsamkeiten von und Unterschiede zwischen ESG-Finanzierung bei Unternehmen und der öffentlichen Hand. Die Stellungnahme gibt einen Überblick über wichtige Positionen in der wissenschaftlichen Literatur und leitet daraus Empfehlungen für den Umgang mit „ESG Finance“ ab.³

Im Vordergrund steht die Frage, ob es einen Zusammenhang zwischen der Finanzierungsseite von Staat bzw. Unternehmen und der angestrebten Zielerreichung im ESG-Sinne gibt. Wir betrachten die Bedingungen, unter denen eine ESG-orientierte Portfoliostrategie in der privaten Vermögensverwaltung Auswirkungen auf die Art und Weise der Mittelverwendung bei Unternehmen haben kann, und untersuchen, ob spezielle staatliche Schuldeninstrumente eine spezifische ESG-orientierte Mittelverwendung auslösen können. Weiterhin geht es um die Auswirkung ESG-orientierter Mittelverwendung auf die Kapitalkosten für eine realwirtschaftliche Investitionstätigkeit privater oder öffentlicher Einrichtungen. Dabei zeigt sich unter anderem: In einem offenen, kompetitiven Kapitalmarkt lässt sich nicht sicherstellen, dass ein vorgegebener Zweck (ESG) auf dem Wege der Finanzmittelauswahl durch Anleger, also durch die Portfoliobildung, erreicht wird.

Hinzu kommt ein grundsätzliches Zuordnungsproblem, das besonders dann schwer wiegt, wenn die betrachtete Entscheidungseinheit mehrere Projekte gleichzeitig verantwortet, wie etwa bei einer größeren Unternehmung, einer Bank oder einem öffentlichen Haushalt. Die intuitiv plausible, aber ökonomisch diffizile Zuordnung von Mittelherkunft (Bilanzpassiva) zu Mittelverwendung (Bilanzaktiva) müsste nachvollziehbar vorliegen, damit es einen Wirkungszusammenhang zwischen ESG-Finanzierung und ESG-Projekten geben könnte. Ein solcher kausaler Zusammenhang lässt sich jedoch in der Regel nicht herstellen. Der Begriff einer „grünen Finanzierung“, wie er heute oftmals in Staat und Wirtschaft verwendet wird, kann vor diesem Hintergrund daher leicht in die Irre führen.

Besser wäre es, die zu erwartende realwirtschaftliche Veränderungswirkung als zentrale Messlatte für eine Finanzierung zu verwenden, die als grün oder ESG-orientiert bezeichnet wird. Eine wirkungsbezogene Deutung des Begriffs grüner Finanzierung kann sich vor allem aus der gezielten Einflussnahme von Kapitalanlegerinnen auf das Investitionsprogramm eines Unternehmens (und kaum der öffentlichen Hand) ergeben – und sei es unter Inkaufnahme eines eigenen Vermögensverlusts.

Zusammengefasst zeigen diese Überlegungen, was grüne bzw. ESG-orientierte Finanzierung leisten kann – und was nicht.

3 Direkte umweltpolitische Maßnahmen wie Ökosteuern, Zertifikatehandel oder technische Regulierungen sind in der Literatur umfassend behandelt und nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Auch klammert diese Stellungnahme die aktuelle Diskussion über die Erweiterung der Geldpolitik um die ESG-Dimension aus. Siehe hierzu beispielsweise Schoenmaker (2021) sowie zu einer kritischen Sicht auf eine Erweiterung des EZB-Mandats, Kronberger Kreis (2021).

2. Die Neutralität der Finanzierung von Unternehmen

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht ist die Verknüpfung von ESG-Zielen mit der Finanzierung der Unternehmen irritierend. Denn eine nachhaltige, sozial- und umweltverträgliche Produktion hat zunächst nichts mit der Finanzierungsseite eines Unternehmens zu tun. Ob ein Projekt umweltschonend oder –verschmutzend ist, lässt sich nicht durch die Art von Mitteln (Eigenkapital oder Fremdkapital, grüne oder konventionelle Anleihen) bestimmen, mit denen das Projekt finanziert wird.

Auch auf den Gesamtwert eines Unternehmens hat die Ausgestaltung der Passivseite, also die Mischung unterschiedlicher Finanzierungsformen – üblicherweise Fremd- und Eigenkapital –, in der traditionellen Finanztheorie keine Auswirkung. Denn die Zahlungsüberschüsse des Unternehmens ergeben sich aus den realwirtschaftlichen Aktivitäten. Wie diese Aktivitäten finanziert werden, ändert an diesen Zahlungsüberschüssen nichts. Da aber allein die Zahlungsüberschüsse für die Bestimmung des Werts eines Unternehmens entscheidend sind, kann die Finanzierungsentscheidung keine eigenständige Bedeutung für den Gesamtwert des Unternehmens besitzen. Unterschiedliche Ausgestaltungen der Passivseite (d. h. unterschiedliche Mischungen von Eigen- und Fremdkapital, von grünen und konventionellen Anleihen) betreffen daher lediglich das Verhältnis der Werte- und ggf. der Risikoaufteilung zwischen den Finanzierungsformen. Nur bei Vorliegen von Friktionen wie z. B. Marktabschottungen, die die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes behindern, oder finanzierungsabhängige Steuerunterschiede, die einzelne Formen der Finanzierung behindern oder bevorzugen, kann die Finanzierungsentscheidung Auswirkungen auf den Wert eines Unternehmens haben.

Was grundsätzlich für den Wert der Unternehmen gilt, gilt auch für deren Bilanzen. Die Unternehmensbilanz gibt in aller Regel keine Auskunft darüber, in welchem Umfang bestimmte Aktiva mit Eigenkapital oder mit bestimmten Teilen des Fremdkapitals finanziert sind. Ausgewählte Positionen der Passivseite einer Unternehmung lassen sich deswegen nicht verursachungsgerecht einzelnen Positionen der Aktivseite zuordnen. Es ist daher auch unklar, inwiefern eine bestimmte Finanzierung überhaupt einzelnen (ESG-orientierten) Aktivitäten zugerechnet werden kann. Diese elementare Eigenschaft einer Unternehmensbilanz, nach der die Zahlungsüberschüsse aller Aktiva zusammengenommen den ihnen gegenüberstehenden Verbindlichkeiten zuzuordnen sind, wird in der öffentlichen Debatte oftmals übersehen; „grüne“ Finanzierung stellt hier keine Ausnahme dar.

Neben der fehlenden Zurechenbarkeit von Aktiva und Passiva generiert auch die Messung der Zielerreichung von ESG-Aktivitäten erhebliche Probleme. Wie grün oder wie sozial ein Unternehmen ist, lässt sich nicht ohne weiteres in einer einzelnen Kennzahl ausdrücken. Würde nur die ESG-Zielerreichung auf der einzelnen Firmenebene oder Produktionsstufe erfasst, ohne die entsprechende Zielerreichung auf den Vorstufen zu berücksichtigen, könnte eine Firma stets einen hohen Zielerreichungsgrad vortäuschen, indem sie die unerwünschten Aktivitäten auslagert. Es bedarf daher der Erfassung der gesamten Wertschöpfungskette. Erst dadurch werden Anleger in die Lage versetzt, eine informierte Auswahl am Kapitalmarkt zu treffen, so dass die Mittel in die gewünschte Richtung gelenkt werden. Bei CO₂-Emissionen ist das Problem zumindest bei den Sektoren, die im Zertifikatehandel erfasst werden, näherungsweise

gelöst. Jedes Unternehmen in der europäischen Produktionskette muss im Umfang der eigenen CO₂-Emissionen Zertifikate erwerben. Die Kosten dieser Zertifikate spiegeln sich im Preis des Zwischen- oder Endprodukts wider. Bei zwei ansonsten gleichen Produkten kann das Produkt, das mit weniger CO₂-Emissionen erstellt wird, günstiger angeboten werden. Bei allen anderen ESG-Dimensionen existiert ein solches marktförmiges Erfassungs- und Messungssystem nicht. Auch wenn die EU im Rahmen ihres Green Deal an einer systematischen Erfassung arbeiten will, birgt eine solche Taxonomie die Gefahren hoher Komplexität und exzessiver bürokratischer Kosten.

Im weiteren Verlauf der Stellungnahme abstrahieren wir von der Frage der detaillierten Erfassung der ESG-Zielgrößen. Wir fragen lediglich, ob die Schaffung grüner Anlageformen – wenn sie denn klar als solche klassifizierbar wären – zur Erreichung der ESG-Ziele beitragen kann.

3. Wann machen grüne Kapitalanlagen einen Unterschied?

Grundsätzlich lassen sich im Portfoliomanagement aktive und passive Anlagestrategien unterscheiden. Passiv bedeutet, dass die Anlageauswahl aus einem Universum existierender Alternativen in diesem Fall unter Beachtung eines ESG-Index erfolgt und somit grüne Anlagen in der Form von Beteiligungstiteln und Unternehmensanleihen umfasst. Eine direkte Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik wird hier nicht angestrebt. Aktiv bedeutet, dass eine direkte Einflussnahme als wesentlicher Teil des finanziellen Engagements erfolgt, zum Beispiel unter Ausnutzung der Rolle als Miteigentümerin bei Beteiligungstiteln oder hybriden Anleihen. Beide Formen der Portfolio-Strategie sollen nachfolgend beschrieben werden.

3.1 Passive Portfolio-Strategien

In einem gut funktionierenden Kapitalmarkt haben passive Portfolio-Strategien einzelner Anleger keine Auswirkung auf die Erreichung der ESG-Ziele. Denn in einem integrierten, informationseffizienten Markt wird die Umleitung von Anlagegeldern in eine Teilklasse möglicher Anlagen die relativen Preise der Anlagealternativen wie Aktien nicht oder zumindest nicht dauerhaft beeinflussen. In diesem offenen Markt wird jede Umleitung von Geldern kompensiert von liquiden Geldern anderer Kapitalanleger, für die die Verfolgung von ESG-Zielen keine Bedeutung hat; das Angebot an liquiden Mitteln ist unendlich elastisch. Demnach kann kein Preiseffekt erwartet werden, solange die erwarteten Zahlungsströme der Firmen nicht berührt werden.

Die Neutralität passiver Investitionen verschwindet, wenn die Nachfrage nach ESG-Titeln das Angebot bei herrschendem Kapitalmarktzins übersteigt. Treten viele passive Kapitalanleger auf einem Markt für ESG-Titel auf, wird ein Einfluss auf die Erreichung der ESG-Ziele möglich, selbst wenn diese Kapitalanleger keinen Einfluss auf das Management der Unternehmen ausüben, deren Aktien sie halten. Denn sie verändern die relativen Kapitalkosten von ESG-Unternehmen im Vergleich zu konventionellen Unternehmen und schaffen damit Anreize für die konventionellen Unternehmen, sich in ESG-Unternehmen zu verwandeln. Diese Veränderung der relativen Kapitalkosten entsteht durch die Präferenz der Kapitalanleger für ESG-Anlagen und deren Bereitschaft zum Renditeverzicht. Anleger könnten zum Beispiel auf Rendite verzichten, weil sie durch die ESG-Investitionen einen höheren nicht-finanziellen Nutzen erzielen oder diese Investitionen als partielle Versicherung gegen die Folgen des Klimawandels betrachten. Durch die gefallen Kapitalkosten für ESG-Investitionen und die gestiegenen Kapitalkosten für konventionelle Investitionen lohnen sich immer mehr ESG-Investitionsprojekte, während immer mehr konventionelle Investitionsprojekte keinen positiven Nettobarwert der Zahlungsströme aufweisen. Als Konsequenz wandeln sich die Unternehmen.

Diese passiven ESG-Kapitalanleger erleiden in der Regel einen finanziellen Verlust. Denn die gesunkenen Kapitalkosten der ESG-Unternehmen haben ihr Spiegelbild in den gesunkenen Renditen der Anleger in grünen Titeln. Die Bereitschaft der ESG-Anleger, auf Rendite für die Erreichung der ESG-Ziele zu verzichten, macht die Ausdehnung von ESG-Aktivitäten erst möglich [Pastor, Stambaugh und Taylor (2020)].

Heinkel, Kraus und Zechner (2001) entwickeln ein Modell, in dem es neutrale Kapitalanleger gibt, für die ethische Erwägungen in ihren Anlageentscheidungen irrelevant sind, und grüne Kapitalanleger, die sich weigern, in Unternehmen zu investieren, die nicht ihren ethischen Ansprüchen genügen. Gleichzeitig gibt es zwei Arten von Unternehmen: diejenigen mit einer sauberen Produktionstechnologie, die den Ansprüchen der grünen Kapitalanleger genügen, und diejenigen mit einer verschmutzenden Produktionstechnologie, die von grünen Kapitalanlegern gescheut werden, zumindest solange diese Unternehmen ihre Produktionstechnologie nicht umstellen. Durch die Weigerung der grünen Kapitalanleger, in letztere Unternehmen zu investieren, verändern sich die Möglichkeiten zur Risikoteilung im Markt. Denn es gibt nun weniger Kapitalanleger, die sich in diese Unternehmen einkaufen wollen. Dadurch fallen die Aktienkurse dieser Unternehmen, da den Anlegern Möglichkeiten zur Risikodiversifizierung abhandenkommen. Für Unternehmen lohnt es sich, auf eine saubere Produktionstechnologie umzusteigen, wenn die Kosten der Umstellung geringer ausfallen als die durch diese Umstellung eingesparten Kapitalkosten. Nach einer von Kraus, Heinkel und Zechner vorgenommenen Kalibrierung müssen mindestens 20 Prozent – und damit nicht nur einzelne – aller Kapitalanleger grün sein, bevor diese einen Einfluss auf die Kapitalkosten und damit auf realwirtschaftliche Investitionsentscheidungen haben können.

Die zentrale Annahme [u.a. auch bei Pastor, Stambaugh und Taylor (2020)] ist, dass Anleger unterschiedliche Präferenzen für ESG-Anlagen aufweisen, so dass die Erfüllung von ESG-Kriterien unmittelbar in die Nutzenfunktion einfließt. Je größer der Nutzenunterschied der Anleger zwischen grünen und braunen Anlageformen ausfällt, desto größer wird das ESG-Anlagevolumen werden. Verschiedene empirische Studien liefern Ergebnisse, die konsistent sind mit diesen modelltheoretischen Überlegungen. So untersuchen Hong und Kacperczyk (2009) sogenannte „Sin Stocks“, also Aktien von Unternehmen zum

Beispiel aus den Branchen Alkohol, Tabak und Glücksspiel, die im Hinblick auf ihre geringe gesellschaftliche Akzeptanz mit den Aktien konventioneller Unternehmen vergleichbar sind. Die Autoren zeigen, dass diese Unternehmen signifikant höhere Kapitalkosten aufweisen als andere Unternehmen. Als Hauptmechanismus machen die Autoren die Vermeidung dieser Aktien durch große institutionelle Kapitalanleger aufgrund sozialer Normen oder regulatorischer und juristischer Risiken aus. In der Folge weisen diese Unternehmen eine geringere Beteiligung institutioneller Kapitalanleger und eine geringere Anzahl sie begleitender Analysten aus. Die Autoren interpretieren diese Evidenz derart, dass Anleger aufgrund gesellschaftlicher Normen und nicht-finanzieller Präferenzen diese Aktien meiden und dadurch wissentlich einen finanziellen Verlust akzeptieren.

Chava (2014) belegt, dass Aktien von Unternehmen, die im Vergleich zu grünen Unternehmen eine besonders umweltgefährdende Produktionstechnologie verwenden, signifikant höhere erwartete Renditen aufweisen. Darüber hinaus zahlen solche Unternehmen höhere Zinsen auf Bankkredite. Die Evidenz in dieser Untersuchung legt den Schluss nahe, dass es sich dabei nicht um eine Kompensation der Kapitalanleger für unbeobachtete Insolvenzrisiken handelt. Vielmehr werden die höheren Kapitalkosten auf die Vermeidung dieser Unternehmen durch ESG-Anleger zurückgeführt.

Riedl und Smeets (2017) zeigen, dass Kapitalanleger für den Erwerb von Fondsanteilen, die sich sozial verantwortlichen Anlagen verschreiben, bereit sind, auf einen Teil der finanziellen Rendite zu verzichten, um damit im Einklang mit ihren sozialen Präferenzen investieren zu können. In Summe zeigen diese Papiere, dass Anleger in ESG-Aktien geringere Renditen als im Gesamtmarkt erzielen, ihnen diese finanzielle Unterperformance aber angesichts ihrer persönlichen Präferenzen für verantwortungsvolles Investieren nicht nachteilig erscheint.

Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass es sich bei dieser Analyse um eine ex ante Betrachtung handelt, die auf erwartete Renditen abstellt. Dies schließt nicht aus, dass ex post einzelne oder sogar alle ESG-Aktien besser abschneiden als konventionelle Aktien [Pastor, Stambaugh und Taylor (2020)]. Dieser Fall kann beispielsweise eintreten, wenn es zu unerwarteten Änderungen in den ESG-Präferenzen von Kunden und Kapitalanlegern kommt. Durch einen exogenen Schock können Kunden eine höhere Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen grüner Anbieter entwickeln. Auch wäre es denkbar, dass viele Marktteilnehmer die vollen Auswirkungen des Klimawandels bisher nicht realisiert hatten und ihre Erwartungen erst durch große Naturkatastrophen korrigieren, so dass grüne Aktien eine positive Überrendite erzeugen. Umgekehrt sähen sich konventionelle Unternehmen demnach dem Risiko von „Stranded Assets“ ausgesetzt, also Anlagegütern, die durch unerwartete Abschreibungen in ihrem Wert gemindert werden oder im Extremfall von einem Anlagegut zu einer Verbindlichkeit mutieren. Die Unterscheidung zwischen den ex ante erwarteten und den ex post erzielten Renditen ist also von zentraler Bedeutung für die ökonomische Bewertung von ESG-Anlagen.

3.2 Aktive Portfolio-Strategien

Eine aktive Anlagestrategie erfordert zur Durchsetzung der ESG-Ziele eine Intervention auf der Ebene des einzelnen Unternehmens. Anders als bei der passiven Strategie mit ESG-Ausrichtung, bei der viele Anleger über ihre Portfolioentscheidung tätig werden, richtet sich die Investition hier nicht vornehmlich auf die ESG-Firmen, sondern gerade auch auf die konventionellen Firmen mit der Absicht, deren Produktionsaktivitäten zu verändern. Diese Intervention kann in Form von Einflussnahme über die Jahreshauptversammlung oder eine Mitgliedschaft im Aufsichtsrat des Unternehmens erfolgen und das Ziel verfolgen, damit andere Anleger, Konsumenten oder Regulatoren zu erreichen. Diese Intervention kann über Eigenkapital als Beteiligungstitel

oder über Fremdkapital als Anleihen oder Kredite geschehen. Zudem kann eine solche Intervention alternativ oder in Ergänzung über die Öffentlichkeit erfolgen. Wenn das Unternehmen bisher einen gewinnmaximierenden Pfad beschritten hat, dann sollte diese Intervention zu einer Wertverminderung der Kapitalanlagen führen. Denn wenn ein geändertes unternehmerisches Verhalten wie der Einbau zusätzlicher und regulatorisch nicht verlangter Emissionsfilter den Unternehmenswert erhöhte, dann würde das gewinnmaximierende Unternehmen dieses Verhalten ohnehin und ohne den Einfluss der aktiven Kapitalanlegerinnen an den Tag legen, um dem finanziellen Eigeninteresse der Eigentümerinnen zu dienen. Damit würde durch die Intervention aktiver Kapitalanlegerinnen in der Regel die Profitabilität des Unternehmens verringert und der Unternehmenswert würde sinken. Aus Sicht der Anlegerinnen ist die Anlagerendite gesunken. In der Konsequenz würde eine aktive Anlagestrategie, im Unterschied zur passiven Strategie, die ESG-Ziele zwar erreichen, aber im Gegenzug zu sinkenden Renditen führen [Oehmke und Opp (2020).]

Aus Sicht der Anlegerinnen kann eine solche Strategie dennoch sinnvoll sein. Denn erstens könnte eine aktive Kapitalanlegerin wie bei der Verfolgung einer passiven Portfolio-Strategie ihre finanziellen Renditenachteile durch eine höhere Zufriedenheit über die Verfolgung ihrer genuinen Präferenzen ausgleichen oder sogar überkompensieren. Zweitens könnte die aktive Kapitalanlegerin auch dann eingreifen, wenn ein Unternehmen den gewinnmaximierenden Pfad verfehlt: Wenn aus Gründen der Gewinnmaximierung eine grüne der konventionellen Produktionstechnologie vorgezogen werden sollte, diese Entscheidung aber aus Unwissenheit oder Bequemlichkeit unterbleibt, dann könnte die aktive Kapitalanlegerin auf diese Entscheidung drängen, und damit gleichzeitig ESG-Ziele verfolgen und eine Überrendite erzielen. Dimson, Karakas und Li (2015) dokumentieren, wie aktive Aktionärinnen das Management eines Unternehmens zur Verfolgung von ESG-Zielen und einer Erhöhung des Marktwerts bringen können. Drittens – und verwandt

zum zweiten Punkt – könnte die Kapitalanlegerin eingreifen, wenn sie über private Informationen verfügt, dass durch einen exogenen Schock, z. B. wegen einer neuen Bewertung von Klimarisiken, die Profitabilität eines Unternehmens mit konventioneller Produktionstechnologie deutlich sinken könnte. Die Kapitalanlegerin könnte damit ihre privaten Informationen nutzen, um ESG-Ziele wiederum mit einer Überrendite zu verbinden. Schließlich könnte eine anstehende verstärkte Regulierung dazu führen, dass bisherige Externalitäten konventioneller Produktionstechnologien nun internalisiert werden. Das Unternehmen müsste in diesem Fall seine bisherigen Technologien verändern, und die aktive Kapitalanlegerin könnte dafür frühe und entscheidende Impulse geben.⁴

Grundsätzlich sind aktive Anlagestrategien nicht auf ESG-Unternehmen beschränkt. Eher im Gegenteil zielt effektives Impact-Investment auf konventionelle Unternehmen und versucht, deren Verhalten zu verändern.

Es gibt eine Reihe von Veröffentlichungen, die einen weitergehenden, aktiven Einfluss der Kapitalanlegerinnen thematisieren. So betonen Landier und Lovo (2020) die Bedeutung von Marktfriktionen in der Frage, welchen Einfluss ESG-Fonds auf Unternehmen haben. Sie zeigen, dass diese Fonds eine umso stärkere Wirkung entfalten, je größer die Friktionen sind, die in einem Kapitalmarkt vorliegen [siehe auch Scholtes (1972)]. Sie schließen daraus, dass diese Fonds ihre größte Wirkung in weniger effizienten Märkten, wie bei Unternehmen ohne Börsennotierung oder bei kleinen Unternehmen, erzielen können. Die Autoren zeigen zudem, dass diese Fonds durch Intervention in Managemententscheidungen den Effekt verstärken können, wenn sie beispielsweise dem Unternehmen Restriktionen hinsichtlich der Lieferanten auferlegen.

Diese Ergebnisse zur besonderen Bedeutung aktiver Kapitalanlegerinnen bei der Erreichung von ESG-Zielen deuten darauf hin, dass der Gesetzgeber bei Regulierungen der Corporate Governance auf die Möglichkeiten von deren Einflussnahme achten sollte. Eine wachsende Bedeutung aktiver Kapitalanlegerinnen könnte die in den letzten Jahren zu beobachtende Entwicklung hin zu passiven Anlagen verlangsamen oder sinnvoll ergänzen. Nimmt man den gesellschaftlichen Wandel im Bereich ESG in den Blick, so könnte eine Stärkung der Eigentümerinnen und der von Eigentümerinnen besetzten Aufsichtsgremien gegenüber der Unternehmensleitung einen wichtigen Beitrag zur Erreichung von ESG-Zielen leisten. Schon jetzt wird intensiv die Frage gestellt, welche Verantwortung die Aufsichtsräte börsennotierter Unternehmen neben ihren sonstigen Pflichten bei der Umsetzung von ESG-Zielen tragen und wie sie dieser gerecht werden können. Denn durch die Mitwirkung in diesen Gremien ist im Gegensatz zu passiven Anlagen eine direkte Einflussnahme auf das Investitionsverhalten der Unternehmen möglich.

⁴ Das zweite und das dritte Argument gelten nicht nur für grüne Investitionen sondern für jegliche aktive Portfolio-Strategie.

4. Grüne Staatsanleihen

Nicht nur im privaten Bereich spielen ESG-geleitete Kapitalanlagen eine wichtige Rolle. Auch die Emission sogenannter grüner Staatsanleihen hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen.

Tabelle 1 liefert einen Überblick über verschiedene Staaten, die bereits grüne Staatsanleihen emittiert haben.

Tabelle 1: Übersicht über die Emissionen grüner Staatsanleihen

Land	Erstmission	Ausgabevolumen
Belgien	März 2018	4,5 Mrd. Euro
Fiji	November 2017	100 Mio. FJD (49 Mio. \$)
Frankreich	Januar 2017	14,8 Mrd. Euro
Indonesien	März 2018	2 Mrd.\$
Irland	Oktober 2018	3 Mrd. Euro
Litauen	Mai 2018	20 Mio. Euro
Nigeria	Dezember 2017	10,7 Mrd. NGN (30 Mio. \$)
Polen	Dezember 2016	1,8 Mrd. Euro
Seychellen	Oktober 2018	5 Mio. \$

Quelle: International Capital Market Association, 2019

Im September 2020 hat auch die Bundesrepublik Deutschland zum ersten Mal grüne Staatsanleihen begeben. Einem Emissionsvolumen von 6,5 Mrd. Euro stand dabei eine Nachfrage in Höhe von 33 Mrd. Euro gegenüber. Die besondere Ausgestaltung dieser Wertpapiere beinhaltet die Emission von sogenannten Zwillinganleihen, bei der neben einem konventionellen Bundeswertpapier ein grünes Wertpapier mit gleicher Fälligkeit und gleichem Kupon emittiert wird. Die grüne Anleihe als der eine Zwilling ersetzt dabei einen Teil des Auktionsvolumens der konventionellen Anleihe als anderem Zwilling. Mit diesem Emissionsdesign soll sichergestellt werden, dass grüne Bundesanleihen jederzeit in konventionelle Staatsanleihen umgetauscht werden können und somit eine vergleichbare Liquidität aufweisen. Damit kann der Bund auch sicher sein, dass die grünen Staatsanleihen keine höheren Kosten für den Bund als Emittenten (aber natürlich auch keine höheren Renditen für die Anleger) aufweisen. Grüne Staatsanleihen des Bundes sind also so konzipiert, dass sie keine zusätzlichen Kosten für den Bund oder die Steuerzahler verursachen.

Den Erlösen aus der Emission grüner Staatsanleihen werden auf der Ausgabenseite Staatsausgaben gegenübergestellt, die bereits geplant und mit grünen Zielen vereinbar sind. Laut Presseberichten zählen dazu Ausgaben für die energetische Gebäudesanierung, die E-Auto-Kaufprämie oder den öffentlichen Nahverkehr. In Befolgung dieser Politik hat das Finanzministerium alle Ministerien gebeten, in ihren jeweiligen Etats nach Ausgaben zu suchen, die mit grünen Zielen kompatibel sind. Demnach ergibt sich das maximale Volumen der grünen Bundesanleihen daraus, wie hoch das Volumen der mit grünen Zielen zu vereinbarenden bestehenden Ausgaben im Bundeshaushalt ist.

Eine derartige Vorgehensweise legt den Schluss nahe, dass ohnehin geplante staatliche Ausgaben, die ESG-Kriterien gerecht werden, in ihrer Summe quantifiziert und in ihrer Höhe grünen Bundesanleihen in entsprechendem Umfang zugerechnet werden. Letztlich wird lediglich ein Teil der bisherigen konventionellen Staatsanleihen durch grüne substituiert bzw. umbenannt.

Für diese Einschätzung spricht auch die Ausgestaltung durch grüne Zwillingsanleihen, die einen Teil der Volumina der konventionellen Anleihen ersetzen.

Für die öffentliche Hand gelten hierbei analoge Überlegungen wie für Unternehmen. Für den Bund mag die Emission grüner Bundesanleihen unter bestimmten Bedingungen Sinn ergeben. Erstens lassen sich günstigere Finanzierungsbedingungen erreichen, wenn die Bereitschaft der Anleger, Renditenachteile in Kauf zu nehmen, genutzt werden kann. Zweitens kann der Bund darauf hoffen, ein attraktives Benchmark-Anlageinstrument zu schaffen, das auch in dieser Anlageklasse als Referenzwert für den Euroraum fungieren kann und durch diese Leitzinsstruktur-Rolle einen Renditevorteil erfährt. Die Sinnhaftigkeit dieser Strategie kann mit der signifikanten und wahrscheinlich weiterwachsenden Nachfrage nach ESG-kompatiblen Anlagen erklärt werden.

Grüne Staatsanleihen bergen aber auch die Gefahr, dass ein vordergründiges, ökonomisch nicht stichhaltiges Argument geschaffen wird, die Staatsverschuldung auszuweiten. Denn in der öffentlichen Diskussion könnte das Argument verfangen, dass die ohnehin geplante Neuverschuldung nun weiter aufgestockt werden müsse, um der Nachfrage nach ESG-kompatiblen Anlagen gerecht zu werden.

Aus Sicht der Anleger kann die Anlage in grüne Staatspapiere – wie bei grünen Unternehmensanleihen – mit einem Renditenachteil einhergehen, der durch die individuellen Nutzengewinne aus einer gesellschaftlich „guten“ Anlageform kompensiert werden muss. Allerdings sollte damit nicht die Erwartung der Anleger verbunden sein, dass der Staat spezifisch mit ihren Mitteln mehr für das Erreichen von ESG-Zielen unternehmen werde. Eine derartige direkte Verbindung zwischen den über die Emission grüner Staatsanleihen eingeworbenen Mitteln und den staatlichen Ausgaben mit ESG-Charakter existiert im Allgemeinen nicht. Denn einzelne Teile der Einnahmen sind nicht ursächlich an eine bestimmte Verwendungsweise gebunden; auch die haushaltsrechtlich

verankerten Grundsätze in der öffentlichen Finanzwirtschaft sehen eine derartige Zweckbindung nicht vor. Ein rechnerischer Zusammenhang zwischen den Emissionserlösen grüner Staatsanleihen und ESG-kompatiblen Ausgaben des Staates mag Anlegern den Eindruck eines tatsächlichen Zusammenhanges vermitteln, grüne Staatsanleihen weisen aber per se keine höhere und zurechenbare ESG-Wirkung als konventionelle Staatsanleihen auf. Es besteht insofern kein Unterschied zu einer konventionellen Staatsanleihe.⁵

Im Vergleich zur Unternehmensfinanzierung gibt es bei der Staatsfinanzierung jedoch einen wichtigen Unterschied: Während Unternehmen an den Kapitalmärkten sowohl Eigen- als auch Fremdkapital aufnehmen, treten Staaten dort nur als Schuldner auf. Während also bei den Unternehmen besonders die Eigenkapitalgeberinnen Möglichkeiten haben, im Sinne einer stärkeren Verfolgung von ESG-Zielen Einfluss auf das Management dieser Unternehmen auszuüben oder im Extremfall dieses Management sogar auszutauschen, besteht diese Möglichkeit bei der Finanzierung von Staaten nicht. Vielmehr ist das Verfolgen von ESG-Zielen der politischen Willensbildung und damit dem parlamentarischen Prozess unterworfen. Die Einflussmöglichkeiten der Kapitalmärkte im Hinblick auf die Erreichung von ESG-Zielen sind damit bei Staaten deutlich geringer als bei Unternehmen, weil die Kapitalanlegerinnen als Akteursgruppe keine privilegierte Stimme im politischen Entscheidungsprozess besitzen bzw. nach verbreiteter Auffassung besitzen sollten. Die Rolle, die aktive Kapitalanlegerinnen bei Unternehmen besitzen können, fällt im Staat den Wählern zu.

5 Eine massive Ausweitung von grünen Anleihen könnte gegebenenfalls strategisch genutzt werden, um kurz vor Wahlen das nachfolgende Parlament zu binden, das bei einem hinreichend großen Volumen grüner Anleihen in seinen Ausgabeentscheidungen begrenzt wäre. Dies würde jedoch das Budgetrecht des Parlaments und mithin die Demokratie beschneiden. Hinsichtlich der ESG-Ziele wären grüne Staatsanleihen sogar kontraproduktiv, wenn damit Mittel von ansonsten aktiven Portfolioanlegerinnen umgelenkt würden, so dass insgesamt weniger aktive grüne Anlagen im Unternehmenssektor stattfänden. Allerdings ist das Volumen grüner Staatsanleihen bisher zu klein, um solche Umlenkungseffekte in nennenswerem Umfang auszulösen.

5. Schlussfolgerungen

Für eine an ESG-Kriterien ausgerichtete (staatliche) Finanzpolitik ergeben sich aus den grundsätzlichen Überlegungen eine Reihe von Empfehlungen. Die Beförderung realwirtschaftlicher Ziele durch entsprechende Vorgaben bei der Ausgabenfinanzierung (ESG Finance) ist nur unter bestimmten, sehr restriktiven Bedingungen überhaupt denkbar. So sollte das Mittel der ESG-orientierten Staatsfinanzierung nicht missbraucht werden, um reine Symbolpolitik zu betreiben oder das Gebot des Haushaltsausgleichs aufzuweichen. Schließlich gilt es festzuhalten:

1. Bei vollkommenen Kapitalmärkten lassen sich realwirtschaftliche Ziele wie jene, die mit ESG eigentlich verfolgt werden, durch Kapitalanlageentscheidungen nicht ohne Weiteres befördern.
2. Die Schwierigkeit, gerade bei größeren Unternehmen oder öffentlichen Haushalten zwischen Mittelherkunft und Mittelverwendung eindeutige Bezüge herzustellen, stellt die Sinnhaftigkeit einer ESG-orientierten Finanzierung grundsätzlich infrage.
3. Um die Wirkung einer ESG-orientierten Finanzierung sicher zu ermitteln, wären umfassende, detaillierte und äußerst aufwendige Erfassungen realwirtschaftlicher Tätigkeiten über die gesamte Wertschöpfungskette der Unternehmen hinweg notwendig. Eine solche Taxonomie birgt die Gefahren hoher Komplexität und exzessiver bürokratischer Kosten.
4. Zentrale Messlatte für eine an ESG-Kriterien ausgerichtete Finanzierung sollten bei Unternehmen und Staat allein die zu erwartenden realwirtschaftlichen Veränderungen sein.
5. Eine realwirtschaftliche Änderung kann sich im gewünschte Sinne dann ergeben, wenn private Kapitalanlegerinnen aktiv gestaltenden Einfluss nehmen – nicht zuletzt unter Inkaufnahme einer persönlichen Ertragsschmälerung. Eine vergleichbare Möglichkeit der Einflussnahme durch Anlegerinnen gibt es beim Staat nicht.
6. Eine realwirtschaftliche Wirkung ist grundsätzlich auch bei passiver Kapitalanlage vorstellbar, aber nur dann, wenn die Zahl der passiven Kapitalanleger groß ist und wenn die Märkte durch besondere Friktionen und Ineffizienz gekennzeichnet sind. Denn unter vollkommenen Kapitalmarktbedingungen werden die Anlageentscheidungen ESG-orientierter Sparer durch gegenläufige Entscheidungen anderer Kapitalanleger der Tendenz nach neutralisiert.
7. Der Gesetzgeber sollte bei möglichen Anpassungen der Corporate Governance von Unternehmen die Einflussmöglichkeiten aktiver und passiver Kapitalanleger im Hinblick auf die Erreichung von ESG-Zielen bedenken. Die Rolle aktiver Anlegerinnen erfährt im ESG-Kontext eine besondere neue Bedeutung, die möglicherweise sogar geeignet ist, den in den letzten Jahren zu beobachtenden Trend hin zu passiven Anlageformen um einen gegenläufigen Trend zu ergänzen.

6. Literatur

- Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, 60(9), 2223-2247.
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431-449.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Kronberger Kreis (2021). Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Was geändert werden sollte und was nicht. *Kronberger Kreis-Studien Nr. 67*, Berlin.
- Landier, A., & Lovo, S. (2020). ESG Investing: How to Optimize Impact?. *HEC Paris Research Paper No. FIN-2020-1363*.
- Oehmke, M., & Opp, M. M. (2020). A theory of socially responsible investment. *Swedish House of Finance Research Paper No. 20-2*.
- Pastor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2020). Sustainable Investing in Equilibrium. *Journal of Financial Economics*, im Erscheinen.
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505-2550.
- Schoenmaker, D. (2021). Greening monetary policy. *Climate Policy*, im Erscheinen.
- Scholes, M. S. (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *The Journal of Business*, 45(2), 179-211.
- Vishwanathan, P., van Oostehout, H., Heugens, P., Duran, P., & van Essen, M. (2020). Strategic CSR: A concept building meta analysis. *Journal of Management Studies*, 57 (2), 314-350.

Verzeichnis der Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen

Prof. Marcel Thum (Vorsitzender)	Dresden
Prof. Jörg Rocholl (Stellv. Vorsitzender)	Berlin
Prof. Klaus Adam	Mannheim
Prof. Dieter Brümmerhoff	Rostock
Prof. Thiess Büttner	Nürnberg-Erlangen
Prof. Lars P. Feld	Freiburg/Br.
Prof. Lutz Fischer	Hamburg
Prof. Clemens Fuest	München
Prof. Klaus Dirk Henke	Berlin
Prof. Joachim Hennrichs	Köln
Prof. Johanna Hey	Köln
Prof. Bernd Friedrich Huber	München
Prof. Wolfgang Kitterer	Köln
Prof. Kai A. Konrad	München
Prof. Jan Pieter Krahn	Frankfurt/M.
Prof. Alois Oberhauser	Freiburg/Br.
Prof. Andreas Peichl	München
Prof. Helga Pollak	Göttingen
Prof. Wolfram F. Richter	Dortmund
Prof. Nadine Riedel	Münster
Prof. Kerstin Roeder	Augsburg
Prof. Ronnie Schöb	Berlin
Prof. Ulrich Schreiber	Mannheim
Prof. Christoph Spengel	Mannheim
Prof. Klaus Stern	Köln
Prof. Christoph Trebesch	Kiel
Prof. Christian Waldhoff	Berlin
Prof. Alfons Weichenrieder	Frankfurt/M.
Prof. Dietmar Wellisch	Hamburg
Prof. Volker Wieland	Frankfurt/M.
Prof. Berthold Wigger	Karlsruhe
Prof. Horst Zimmermann	Marburg/Lahn
Prof. Volker Wieland	Frankfurt/M.
Prof. Berthold Wigger	Karlsruhe
Prof. Horst Zimmermann	Marburg/Lahn

Impressum

Herausgeber

Bundesministerium der Finanzen
Referat L C 3 (Öffentlichkeitsarbeit)
Wilhelmstraße 97, 10117 Berlin

Stand

Mai 2021

Redaktion

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen

Weitere Informationen im Internet unter

www.bundesfinanzministerium.de
www.bundesfinanzministerium.de/wissenschaftlicher-beirat

