

Jan Krahen, Jörg Rocholl und Marcel Thum*

Grüne Finanzierung und grüne Staatsanleihen – Illusion und Wirklichkeit¹

Der Klimawandel ist eine der größten globalen Herausforderungen unserer Zeit. Zum Erreichen der essenziellen Begrenzung der Emissionen steigt in letzter Zeit der Druck auf den Finanzsektor, seinen Beitrag zu leisten. Der Klimawandel ist als Thema zu wichtig, um auf scheinbar einfache Lösungen zu setzen. In der Unternehmenswelt ist eine ökologisch orientierte Anlagepolitik möglich. Sie erfordert aber weitergehende Eingriffe der Investoren in die Geschäftspolitik von Unternehmen. Bei den Staatsfinanzen verbietet sich ein solcher Einfluss der Investoren aus guten, demokratischen Gründen.

Der Klimawandel ist eine der größten globalen Herausforderungen unserer Zeit, die massive gemeinschaftliche Anstrengungen von Politik, Wirtschaft, Wissenschaft und Gesellschaft erfordert. Wissenschaftler betonen mehr oder weniger unisono, dass es eines umfassenden, weltweiten und unverzüglichen Umsternens vor allem bei der Verwendung fossiler Brennstoffe bedarf, um eine Erderwärmung jenseits der Zwei-Grad-Grenze zu vermeiden.

Zum Erreichen der essenziellen Begrenzung der Emissionen steigt in letzter Zeit der Druck auf den Finanzsektor, seinen Beitrag zu leisten. Gerade weil der Klimawandel ein so entscheidendes Thema für diese und die kommenden Generationen ist, ist es wichtig, dass die richtigen Entscheidungen im Finanzsektor getroffen werden. Richtig bedeutet, dass grüne Finanzierung tatsächlich die positiven Folgen aufweist, die Anleger sich von ihr erhoffen. Denn leider ist es so, dass viele Aktivitäten im Bereich Green Finance den Anlegern zwar ein gutes Gewissen verschaffen oder sich als Marketinginstrument für Anbieter eignen mögen, dass sie aber nicht zu einer Minderung der Emissionen führen. Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen hat sich vor diesem Hintergrund mit den entscheidenden Kriterien befasst, ob und wie grüne Finanzierung tatsächlich ihre Wirkung auf die Bekämpfung des Klimawandels entfalten kann.²

Vor einer voreiligen und leichtgläubigen Begeisterung für Green Finance können wir nur warnen – nicht etwa, weil wir daran zweifeln, dass eine Begrenzung klimaschädlicher Emissionen dringend notwendig ist, sondern weil diese über die Finanzsphäre nicht ohne Weiteres erreichbar ist. Was heute unter dem Titel „grüne Finanzierung“ verkauft wird, ist häufig sein Geld nicht wert. Das liegt daran, dass es praktisch keine ursächliche Verknüpfung zwischen den sogenannten grünen Finanzierungsinstrumenten und einer tatsächlich grünen Mittelverwendung gibt. Zwei Beispiele mögen dieses grundlegende Argument illustrieren: das eine zu grünen Anlagestrategien, das andere zu grüner Staatsverschuldung.

Für Privatanleger werden heute von vielen Fondsgesellschaften, Banken und Versicherern nachhaltige oder grüne Portfolios angeboten. Damit einhergehen soll nicht nur eine Transformation der Wirtschaft, sondern oftmals wird auch eine erhöhte Rendite versprochen – denn Nachhaltigkeit soll,

so heißt es, auf Dauer auch für passive Anleger zu einer höheren Verzinsung führen als konventionelle oder gar „braune“ Kapitalanlagen.

Leider ist das Argument fehlerhaft: Die Zusammenstellung von grünen Aktientiteln, also von Firmen, die ökologisch verantwortlich wirtschaften, führt alleine noch nicht zu einer tatsächlichen Veränderung der Produktion. Ein Unternehmen kann nominell die eigene Produktion in saubere und schmutzige Teilprozesse aufteilen. Formal hat dann vielleicht ein Teil der Anleger die grünen und ein anderer Teil die braunen Produktionsprozesse finanziert. An der gesamten Produktion hat sich aber gar nichts geändert – nur dass die Anleger mit starkem Umweltbewusstsein nun vielleicht ein besseres Gewissen haben. Dasselbe gilt im gesamten Finanzmarkt. Wenn ein Anleger eine braune Aktie verkauft und dafür eine grüne Aktie kauft, dann wird dadurch zwar sein eigenes Portfolio grüner. Aber an der Gesamtemission aller Unternehmen hat sich nichts geändert. Es gilt als Eigenschaft eines global integrierten Finanzmarktes, dass eine Umverteilung existierender Finanztitel zwischen Anlegern im Marktgleichgewicht keine Preiseffekte auslöst. Allenfalls ist aus grüner Anlegersicht mit einem Diversifikationsverlust zu rechnen.

Das zweite Beispiel bezieht sich auf grüne Staatsanleihen, wie sie seit September 2020 auch in Deutschland für Anleger erhältlich sind. Bei diesen Green Bonds handelt es sich um Wertpapiere, die in jeder Hinsicht identisch zu konventionellen Staatsschuldtiteln sind, außer dass ihnen Staatsausgaben gegenübergestellt werden, die das Etikett „grün“ oder „ESG“ tragen. Erwirbt eine Anlegerin eine derartige grüne Anleihe, kann sie sich dann eine Wirkung auf das Investitionsverhalten des Staates zugutehalten? Die Antwort lautet: nein. Der Kauf einer grünen Anleihe hat den gleichen Effekt wie der Kauf jeder Staatsanleihe: Er ermöglicht dem Staat die Schuldenaufnahme und trägt damit zu jeder einzelnen Position des Haushalts bei. Eine direkte Zurechnung einer bestimmten Anleihe zu einer bestimmten Haushaltsposition, bspw. zu einer besonders kli-

* Jan Krahen ist Professor für Kreditwirtschaft an der Frankfurter Goethe-Universität, Jörg Rocholl ist Präsident der Wirtschaftshochschule ESMT Berlin und Marcel Thum ist Geschäftsführer der Niederlassung Dresden des ifo Instituts – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.

mafreundlichen Ausgabenposition, ist schiere Illusion. Kurz: Einnahmen- und Ausgabenseite des Staatshaushalts sind nicht im Sinne einzelner Bilanzschichten ursächlich miteinander verknüpft.

Die beiden Beispiele zeigen, dass Anleger, die den grünen Anlagemöglichkeiten offensichtlich gerne folgen, in den allermeisten Fällen keine tatsächliche Wirkung auf das Investitionsverhalten von Unternehmen sowie Staat und damit auf die ökologische Verfasstheit der Welt haben.

Diese Überlegungen bringen uns zu den Folgerungen für Anleger, die tatsächlich etwas bewirken wollen und sich nicht mit Wohlfühleffekten zufriedengeben wollen.

Die Hauptfolgerung lautet: Kapitalanleger, die wirkungsvoll ein Ziel verfolgen wollen, können dies im Wesentlichen durch eine Rolle als aktive Anleger erreichen. Aktionäre müssen sich entweder persönlich oder mittelbar über ihre Fondsvertreter aktiv in den Entscheidungsprozess auf Unternehmensebene einbringen. Voraussetzung ist hier allerdings die Bereitschaft, dauerhaft eine verminderte Rendite auf das eingesetzte Kapital zu akzeptieren, denn die Beeinflussung einer Unternehmensleitung in Richtung grünerer oder sozialerer Geschäftspolitik geht in aller Regel zu Lasten der Firmenerträge.

Die zweite Forderung lautet: Anleger, die tatsächlich etwas bewirken wollen, sollten ihre Anlageentscheidung nicht davon abhängig machen, ob ein Unternehmen derzeit grün oder braun ist. Sondern sie sollten sich darauf konzentrieren, in welchen Unternehmen sie durch ihre Aktivitäten den größten Wandel von brauner zu grüner Geschäftspolitik erzielen kön-

nen. Denn dieser Wandel könnte am Ende zu einer Reduzierung der Emissionen führen.

Die dritte Folgerung lautet: Grüne Staatsanleihen bleiben ein Scheinbeitrag zu einer „grüneren“ Gesellschaft, solange sich mit der Finanzierung nicht auch eine grünere Politik nachweisen lässt. Im Sinne der oben beschriebenen aktiven Investoren ginge das nur mit erweiterten Mitspracherechten über die Verwendung des Staatsbudgets – in einer Demokratie sind diese Verwendungsentscheidungen aber dem Parlament vorbehalten. Ein Einfluss der Investoren verbietet sich – auch bei guten Absichten zum Klimaschutz.

Fazit: Der Klimawandel ist als Thema zu wichtig, um auf scheinbar einfache Lösungen zu setzen. In der Unternehmenswelt ist eine ökologisch orientierte Anlagepolitik möglich. Sie erfordert aber weitergehende Eingriffe der Investoren in die Geschäftspolitik von Unternehmen. Bei den Staatsfinanzen ist ein solcher Einfluss der Investoren aus guten, demokratischen Gründen nicht wünschenswert.

1 Der Text ist zuerst in leicht gekürzter Form am 20. Juni 2021 in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung erschienen.

2 Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2021), Grüne Finanzierung und Grüne Staatsanleihen – Geeignete Instrumente für eine wirksame Umweltpolitik?, Gutachten 01/2021 vom 29. April 2021.