ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Thießen, Friedrich

**Working Paper**

# Divestment: Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie

Chemnitz Economic Papers, No. 052

**Provided in Cooperation with:**
Chemnitz University of Technology, Faculty of Economics and Business Administration

*Suggested Citation:* Thießen, Friedrich (2021) : Divestment: Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie, Chemnitz Economic Papers, No. 052, Chemnitz University of Technology, Faculty of Economics and Business Administration, Chemnitz

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/246869

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

TECHNISCHE UNIVERSITÄT CHEMNITZ

Faculty of Economics and Business Administration

# Divestment

## Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie

Friedrich Thießen

Chemnitz Economic Papers, No. 52, October 2021

Chemnitz University of Technology

Faculty of Economics and Business Administration

Thüringer Weg 7

09107 Chemnitz, Germany

Phone +49 (0)371 531 26000

Fax +49 (0371) 531 26019

https://www.tu-chemnitz.de/wirtschaft/index.php.en

wirtschaft@tu-chemnitz.de

# Divestment

## Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie

*Friedrich Thießen*[1]

### Kontakt

Prof. Dr. Friedrich Thießen
Technische Universität Chemnitz
Thüringer Weg 7
09126 Chemnitz
finance@wiwi.tu-chemnitz.de
Tel. 0371-531-26190

[1] Der Autor bedankt sich bei Frau Uta Martin für Hilfe bei der Bewältigung des Manuskriptes. Außerdem gilt der Dank der Stiftung für die Wissenschaft, Bonn, für die Förderung der Arbeit.

# Divestment

## Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie


### Kurzfassung

Divestment ist eine Untergruppe nachhaltigkeitsorientierter Finanzstrategien. Absicht von Divestment ist es, die zum Unternehmenssektor gehörenden Förderer und Nutzer fossiler Brennstoffe sozial zu brandmarken, um sie zu einem Verzicht auf diese Aktivitäten zu zwingen. Im vorliegenden Aufsatz wird zunächst geprüft, wie betroffene Unternehmen auf Angriffe durch Divestment-Aktivisten reagieren. Dann wird Divestment aus dem Blickwinkel *marktwirtschaftlicher Konzeptionen* und aus Sicht von *Demokratie* und *Rechtsstaat* beleuchtet.

Es zeigt sich: Betroffene Unternehmen weichen dem Divestment-Druck aus. Kritische Assets werden in unbehelligte Marktsegmente verschoben. Unternehmensstrukturen werden umgestaltet, um Nachhaltigkeitskennziffern zu verbessern. Erstere sind nicht mehr Resultat der Anpassung an Knappheiten, sondern Resultat des Ausweichens. Aktivitäten verlagern sich in nationale Bereiche, wo sie weniger internationale Aufmerksamkeit und mehr Wertschätzung erfahren (z.B. Arbeitsplätze). Divestment führt zu einer Abkehr vom organisierten Kapitalmarkt. Private Equity reüssiert. Anleger, die in alternative Investments investieren, profitieren. Im Lichte marktwirtschaftlicher Konzeptionen ist Divestment suboptimal. Ein willkürfreier, klarer Ordnungsrahmen entsteht nicht. Deshalb haben es Unternehmen leicht, kritische Assets in unbehelligte Marktsegmente zu verschieben. Aus *rechtsstaatlichen* Erwägungen heraus ist Divestment als eher diffuse, unregulierte Aktivität problematisch. Besser wäre es, den Rechtsrahmen anzupassen.



*Schlagworte:* *Divestment, Sustainable Finance, Stranded Assets, Fossil Fuel Industrie, Marktwirtschaft, Ordoliberalismus, Rechtsstaat, Demokratie*



### Abstract

Divestment is a subset of sustainability-oriented financial strategies. The intention of divestment is to socially brand corporate fossil fuel producers and users in order to force them to abandon these activities. This paper first examines how affected companies respond to attacks by divestment activists. Then, divestment is examined from the perspective of market economy concepts and from the viewpoint of democracy and the rule of law.

It turns out that affected companies try to evade the pressure. Critical assets are shifted to unaffected market segments. Corporate structures are being redesigned to improve sustainability indicators. The structures are no longer the result of adaptation to scarcity, but the result of evasion. Activities shift to national spheres, where they receive less international attention and more appreciation (e.g. jobs). Divestment leads to a departure from the organized capital markets, while private equity grows. Investors of alternative assets profit. In the light of concepts of market economy, divestment is suboptimal. A clear regulatory framework free of arbitrariness does not emerge. This makes it easy for companies to move critical assets to unchallenged market segments. From a rule-of-law perspective, divestment is problematic as a rather diffuse, unregulated activity. It would be better to adapt the legal framework.



*Key Words:* *Divestment, Sustainable Finance, Stranded Assets, Fossil Fuel Industry, Market Economy, Ordoliberalism, Rule of Law, Democracy*

*JEL Classification:* *G21, G32*

# Divestment

## Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie

# Gliederung


**ZUSAMMENFASSUNG ..... 5**

**1. EINFÜHRUNG ..... 11**

1.1. EINLEITUNG ..... 11

1.2. BEGRIFF UND ZIELSTELLUNG ..... 11

**2. DIE ENTSTEHUNG DER DIVESTMENT-BEWEGUNG ..... 12**

2.1. DER KLIMASCHUTZ WIRD VERTRAGLICH VERANKERT ..... 12

2.2. DIE DIVESTMENT-IDEE ENTSTEHT ..... 13

2.3. „DO THE MATH“ – DAS URSPRUNGSKONZEPT ..... 13

2.4. DIE WEGE DER EINFLUSSNAHME ..... 14

2.5. ZUSAMMENFASSUNG ..... 15

**3. DIE DIVESTMENT-POLITIK DER DEUTSCHEN BUNDESREGIERUNG ..... 16**

3.1. DIE DIVESTMENT-VORSCHLÄGE ..... 16

3.2. DER WIRKMECHANISMUS ..... 17

3.3. WAS AUS ASSETS WIRD, DIE NICHT RECHTZEITIG VERKAUFT WERDEN ..... 17

3.4. DIE KLIMAWIRKUNGEN VON DIVESTMENTSTRATEGIEN ..... 18

3.5. ZUSAMMENFASSUNG ..... 19

**4. REAKTIONEN DER WIRTSCHAFT AUF DIVESTMENT-STRATEGIEN DER ANLEGER ..... 19**

4.1. STRANDED ASSETS UND IHR VERBLEIB ..... 20

4.2. SOZIALER DRUCK AUCH BEI AUFKÄUFERN – ABER ANDERS ..... 22

4.3. ZUNEHMENDER NATIONALISMUS ..... 23

4.4. PRODUKTIONSAUSWEITUNG TROTZ DIVESTMENT ..... 25

4.5. DAS AUSSITZEN AKTIVISTISCHER EMPÖRUNG ..... 26

4.6. ZUSAMMENFASSUNG ..... 27

**5. DIVESTMENT IM LICHTE DER VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN WIRKUNGSANALYSE ..... 28**

**6. DIVESTMENT IM LICHTE MARKTWIRTSCHAFTLICHER KONZEPTIONEN ..... 30**

6.1. EINLEITUNG ..... 30

6.2. MARKTWIRTSCHAFTLICHE KONZEPTIONEN ..... 31

6.3. ORDOLIBERALISMUS UND NACHHALTIGKEIT ..... 32

6.4. MARKTWIRTSCHAFT UND MACHTGRUPPEN ..... 35

6.5. ZUSAMMENFASSUNG ..... 36

**7. DIVESTMENT IM LICHTE VON DEMOKRATIE UND RECHTSSTAAT ..... 37**

7.1. EINLEITUNG ..... 37

7.2. WAS IST EIN RECHTSSTAAT ..... 38

7.3. LEGALITÄT VERSUS LEGITIMITÄT ..... 39

**8. DIVESTMENT UND DAS SPARKASSENWESEN ..... 41**

**9. LITERATUR ..... 43**

# Divestment

## Fallstricke einer Nachhaltigkeitsstrategie

## 1. Zusammenfassung

**Einleitung**

Nach einem jahrzehntelangen langsamen Start nehmen nachhaltigkeitsorientierte Finanzstrategien Fahrt auf.[2] Dabei werden u.a. Divestment-Strategien empfohlen, um beschleunigt Nachhaltigkeitswirkungen zu erzielen. Solche Strategien erfreuen sich bei einem Teil der Gesellschaft großer Popularität. Bei genauerem Hinsehen lassen sich spezifische Nachteile erkennen. Diese sind insbesondere auch für das Sparkassenwesen relevant und können zu einem Überdenken von Strategieoptionen führen.

**Ursprung der Divestment-Bewegung**

Die Divestment-Bewegung hat ihren Ursprung in einem Unbehagen hinsichtlich der wenig nachhaltigen Lebens- und Wirtschaftsweise der Menschen, was zu einer Bedrohung durch Klimawandel führen kann. Die Initiatoren der Divestment-Bewegung stellen fest, dass ergriffene Maßnahmen unzureichend seien. Die Politik hätte schon die Instrumente, den Klimawandel zu stoppen. Aber sie sei zu korrumpiert, um etwas Wirksames zu unternehmen. Deshalb müsse die Bevölkerung selbst aktiv werden, was eine gewisse Masse und damit eine Bewegung („*movement*“) voraussetzt.[3] Massen zu mobilisieren erfordert verengte Sichtweisen, plakativ zugespitzte Probleme und Lösungen sowie Feindbilder.

Als ein solch zugespitztes Problem wird die Förderung und Verarbeitung fossiler Brennstoffe verwendet: wenn man fossile Brennstoffe nicht fördert, kann hinterher nichts verbrannt und das Klima nicht geschädigt werden. Zum Feindbild wurden in diesem Sinne die in der Förderung tätigen Unternehmen erklärt.[4] Die Divestment-Strategie besteht nun darin, die Feinde moralisch anzugreifen und ihnen die gesellschaftliche Sittlichkeit abzusprechen. Ziel ist die

[2] Vgl. Oehmke, Opp (2020), Then, Schmidt (2020), Wilkens, Jacob (2020), Eckhardt, Pierrat (2020), EU Kommission (2019), EU Kommission (2020), UN Pri (2016), Wallis, Klein (2015)
[3] Vgl. McKibben (2012)
[4] Vgl. McKibben (2012)

Schwächung ihres Ansehens. Den ansehensgeschwächten Unternehmen soll es dann erschwert werden, lobbyistischen Zugang zur Politik zu bekommen.[5]

**Die Rolle der Politik**

Welche Rolle nimmt die Politik in der Divestment-Bewegung ein? Eigentlich ist die Divestment-Strategie eine Reaktion auf die Untätigkeit der Politik, auf deren falsche Rücksichtnahme auf klimaschädigende Unternehmen, auf das Unterlassen gesetzgeberischer Maßnahmen. Divestment ist die second-best-Lösung. Sie ist notwendig, weil die Politik untätig bleibt und die Bürger ohne Parlament und Regierung keine Gesetze machen können. Mit der second-best-Lösung des Divestment wehrt man sich gegen einen Staat, der das Instrument der Regulierung nicht einsetzt.

Deshalb sollte sich die Politik eigentlich nicht an Divestment beteiligen, sondern vielmehr die Bewegung nutzen, um die notwendigen regulatorischen Maßnahmen zu ergreifen. Tatsächlich findet man in Deutschland genau das Gegenteil. Bundestag und Bundesregierung agieren regulatorisch zurückhaltend und fördert stattdessen das Divestment.[6] Zwei von Bundestag und Bundesregierung verantwortete Studien fordern deutsche Kommunen auf, ihre Kapitalanlagen im Wege des Divestment neu auszurichten. Auch auf Sparkassen als Teil des öffentlichen Bereiches wird Druck ausgeübt, Divestmentstrategien im Anlage- und Kreditgeschäft zu betreiben.

**Zielstellung**

In dieser Studie wird geprüft, ob es sinnvoll sein kann, Divestment statt Regulatorik einzusetzen.

- Dazu wird geprüft, wie der *Unternehmenssektor* auf Angriffe der Divestment-Bewegung reagiert.
- Dann wird geprüft, wie Divestment im Lichte der *volkswirtschaftlichen Wirkungsanalyse* einzuschätzen ist.
- Anschließend wird geprüft, wie Divestment aus dem Blickwinkel *marktwirtschaftlicher Konzeptionen* zu sehen ist.
- Abschließend wird Divestment aus Sicht von *Demokratie* und *Rechtsstaat* beleuchtet.

Die Ergebnisse werden im Folgenden kurz zusammengefasst.

**Die Reaktionen des Unternehmenssektors auf Divestment**

Wie reagiert der Unternehmenssektor auf Divestment? Das erste interessante Phänomen ist, dass „*stranded assets*“ erstaunlich hohe Preise erzielen. Als „*stranded assets*“ werden solche

[5] Vgl. McKibben (2012)

[6] Vgl. Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen“ sowie Gloger, u.a. (2020) „Strategiepapier“

Rohstoffe und Vermögensanlagen bezeichnet, die nach einem Systemwechsel hin zu klimafreundlichem Wirtschaften nicht mehr gebraucht werden. Dazu gehören vor allem fossile Brennstoffe und die dazugehörenden Industrieanlagen. Sie vor allem sind Ziel von Divestment-Strategien.

Wenn derartige Vermögenswerte nach wie vor hohe Preise erzielen, bedeutet das, dass es Käufer gibt, die den Gütern einen unverändert hohen Wert beimessen. Käufer finden sich im Private Equity Kapitalmarktsegment. Transaktionen stehen nicht im Licht der Öffentlichkeit. Die von Divestment betroffenen Unternehmen verkaufen entweder Unternehmensteile oder bringen sie in Joint Ventures ein, die so gestaltet wurden, dass deren Umweltdaten nicht den Mutterkonzernen zugerechnet werden. Marktsegmentanalysen zeigen, dass vom Druck der Divestment-Bewegung nur ein Teil aller Unternehmen eines Marktsegmentes betroffen ist. Der größere Teil der Marktsemente wird von Divestment offenbar nicht erreicht. Dies erleichtert es, kritisierte Assets an weniger auffällige Stellen der Märkte zu verlagern.

Auch die Aufkäufer von *„stranded assets“* sind sozialem Druck ausgesetzt. Dieser Druck hat aber offenbar einen anderen Charakter als der direkte Druck durch die Divestment-Bewegung. Er stammt von *Stakeholdern*, die mit den Unternehmen wirtschaftlich verbunden sind und die deshalb ein ganzheitliches Interesse haben – also ökonomisch und ökologisch. Sie üben Druck hinsichtlich eines *Transitionspfades* aus, der in ganzheitlicher Betrachtung, also ökonomisch und ökologisch, günstige Eigenschaften hat. Nicht das sofortige Aus einer Aktivität ist vernünftig. Vielmehr geht es um effiziente Transitionspfade hin zu klimaneutralem Wirtschaften. Ein Experte formuliert: “*Net Zero is not enough — it’s the pathway that matters*”[7], womit er zum Ausdruck bringt, dass die Umwandlung der gegenwärtigen Wirtschaft hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft nicht einfach mit einem Verkauf von Assets erledigt ist, sondern eine Transformation der Wirtschaft erfordert, die mehr oder weniger effizient ablaufen kann und möglichst effizient ablaufen sollte.

Eine zu beobachtende Folge von Divestment ist, dass sozial gebrandmarkte Vermögensteile in *nationale* Umgebungen wandern. Dort werden die Aktivitäten nicht nur hinsichtlich ihrer Umweltdaten beurteilt, sondern auch wegen ihrer Wertschöpfungsfunktion mit Arbeitsplätzen und Einkommen geschätzt. Je näher – räumlich gesehen – eine kritisierte Aktivität bei einem Entscheider angesiedelt ist, desto wichtiger werden andere Kriterien als Klimaaspekte genommen. Dies ist in Deutschland nicht anders als international. Als Beispiel können Verhaltensweisen deutscher Kommunen herangezogen werden: Einerseits folgen einige Kommunen dem Divestment-Aufruf der deutschen Bundesregierung. Andererseits schützen sie aber weiterhin ihre Flughäfen und versorgen sie mit anhaltenden Subventionen. Es gibt mehrere Kommunen, die solche subventionierten Flughäfen besitzen und gleichzeitig mit Divestment-Aktivitäten für sich werben.

[7] Webb, Merryn Somerset (2021)

**Divestment und Marktwirtschaft**

Wie sind Divestment-Strategien aus marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen? Es gibt mehrere marktwirtschaftliche Konzeptionen. Ziel ist, die Wohlfahrt bestmöglich zu beeinflussen. Deshalb sind Nachhaltigkeitsaspekte in diese Konzeptionen über die Internalisierung externer Effekte selbstverständlich integriert. Dem Ordoliberalismus zufolge, welchem die Bundesrepublik Deutschland ihren Aufstieg nach dem 2. Weltkrieg wesentlich mitverdankt, sollen sich Wirtschaftssubjekte innerhalb eines Ordnungsrahmens unbehelligt bewegen dürfen.[8] Der Ordnungsrahmen muss fest und berechenbar sein. Damit können die Unternehmen in diesem Rahmen die bestmöglichen Lösungen finden. Die optimale Allokation der knappen Ressourcen gelingt. Die Internalisierung externer Effekte ist Teil des Ordnungsrahmens.

Wie ist in diese Konzeption Divestment eingebettet? Natürlich kann man es auch als eine Art Ordnungsrahmen begreifen, wenn der Staat eine Regulierung unterlässt und stattdessen zu Divestment aufruft. Aber es ist eine schlechte Ordnung. Sie ist diffus, sie gibt keine klaren Regeln und Grenzen. Sie ist mit Willkürhandlungen verbunden. Wie die Praxis zeigt, trifft Divestment die Unternehmen unterschiedlich. Kleinere spezialisierte Unternehmen bleiben unbehelligt. Große trifft es, auch wenn sie Nachhaltigkeitsanstrengungen unternehmen. Börsennotiertes Eigenkapital ist stärker betroffen als Private Equity. Divestment führt zu einer Abkehr vom organisierten Kapitalmarkt. Private Equity reussiert. Anleger, die in alternative Investments investieren, profitieren. Klassische Anleger, die Produkte des organisierten Kapitalmarktes halten, verlieren. Die Wirtschaft, das zeigen Beispiele aus der Praxis, weicht dem Divestment-Druck aus. Kritische Assets werden in unbehelligte Marktsegmente verschoben. Unternehmensstrukturen werden umgestaltet, um dem sozialen Druck auszuweichen. Unternehmensstrukturen sind nicht mehr Resultat der Anpassung an Knappheiten, sondern Resultat des Ausweichens. Unternehmen und Aktivitäten verlagern sich von der internationalen Bühne in nationale Bereiche, wo sie weniger internationale Aufmerksamkeit und mehr Wertschätzung erfahren.

Das alles dient keinem Nachhaltigkeitsziel, verursacht aber Ressourcenverzehr, der die Wohlfahrt einer Gesellschaft mindert und die Fähigkeiten zur Transformation hin zu einer nachhaltigen Lebensweise verkleinert. Wenn die Divestment-Bewegung ihre Energien darauf richtete, den unwilligen Staat zur Schaffung eines angemessenen Ordnungsrahmens zu bewegen, statt willkürlich das eine oder andere Unternehmen zu treffen, wäre es die vernünftigere Lösung der Klimapolitik.

**Demokratie und Rechtsstaat**

Wie sind Divestment-Strategien aus Sicht von Demokratie und Rechtsstaat zu beurteilen? Zum einen ist zu erkennen, dass sowohl die Divestment-Investoren als auch die geächteten „*Brown-Industries*“ legale Handlungen vollziehen. Es ist nicht verboten, Kohle zu verbrennen, und es ist

[8] Vgl. Steinberg, P., Börnsen, N., Neumann, D. (2021)

nicht verboten, Aktien und Anleihen zu verkaufen. Solange sich Divestment im Bereich der Privatpersonen und der Privatwirtschaft abspielt, ist der Rechtsstaat nicht direkt tangiert.

Der Rechtsstaat ist aber doch tangiert. Es kommt zu einem Auseinanderklaffen von Legitimität und Legalität,[9] wenn der Staat den Rechtsrahmen nicht an die Wünsche des Staatsvolkes anpasst. Die Mitglieder der Divestment-Bewegung empfinden die Handlungen Dritter, welche legal sind, nicht als legitim. Wenn die Divestment-Bewegung eine breite Bewegung ist und den überwiegenden Willen des Volkes widergibt, fragt sich, warum der Gesetzgeber nicht reagiert und den regulatorischen Rahmen anpasst. Wenn der Gesetzgeber gesetzgeberisch untätig bleibt, aber zu Divestment-Aktivitäten aufruft, dann fragt sich erst recht, ob das ein vernünftiges Verhalten darstellt. Der Vorteil des Gesetzgebungsverfahrens ist es, dass Vorschriften geordnet und wohldurchdacht erlassen werden. Gesetze werden durch Verfahren mit vielfältigen Prüfschritten gemacht, die dazu dienen, immer wieder zu überprüfen, ob die beabsichtigten Vorschriften vernünftig sind und bestmöglich dem anvisierten Ziel dienen. Wenn aber der Bundestag selbst, statt solche Gesetze zu erlassen, den Weg wählt, eine Broschüre erstellen zu lassen, in der zum ungeordneten Widerstand gegen legale Handlungen aufgerufen wird, ist das eine ganz merkwürdige Entwicklung des Rechtsstaatsgedankens.

Natürlich könnte man es auch in Erwägung ziehen, dass sich der Staat auf der Basis eines neoliberalen Wirtschafts- und Gesellschaftsbildes zurückhält und die Bürger und Unternehmen ihre Dispute selbst austragen lässt. Das entspricht zwar nicht dem Leitgedanken der wirtschaftspolitischen Grundkonzeption der Bundesrepublik Deutschland, aber grundsätzlich denkbar wäre eine solche Politik. Aber auch dann wäre es nicht vertretbar, wenn der Staat sich durch das Erstellen von Broschüren und Aufrufen selbst auch beteiligt. Ein Staat, der sich im neoliberalen Sinne „heraushalten“ will, muss sich auch wirklich heraushalten und nicht dann doch eingreifen. Denn wenn ein Staat eingreift, hat er auch die Pflicht, das jeweils wirksamste und effizienteste Mittel zu wählen – und das ist eine wohldurchdachte geordnete Gesetzgebung und nicht ein diffuser Aufruf, sich an Unternehmensächtungen zu beteiligen.

**Kasten 1**

**Die alternative Logik des Divestment**

Wie erklärt sich der Erfolg der Divestment-Bewegung, so dass auch Regierungen zu Divestment aufrufen und Vermögensverwalter, die auch anderweitig nachhaltig sein könnten, das Instrument einsetzen? Es gibt derzeit vier Hypothesen.

**Hypothese I** besagt, dass Divestment genutzt wird, um sich als Investor von (schwierigeren) Nachhaltigkeitsanstrengungen zu entlasten. Dem Anleger

[9] Vgl. Carlo Schmitt (1986)

wird ein gutes Gewissen verschafft. Mit dem Divestment hat er seine Schuldigkeit getan – den Rest müssen andere erledigen. Einige sprechen von einer modernen Form des „*Ablasshandels*“. Wer kritische Vermögenswerte nicht mehr im Portfolio hat, ist von Nachhaltigkeitsaufgaben befreit. Er oder sie kann sagen, „*ich habe mit der richtigen Umweltpolitik nichts mehr zu tun*“. Den Transformationsprozess hin zu nachhaltigen Wirtschaftsweisen müssen andere erledigen. Mit dem Verkauf der Assets ist man entlastet. Divestment ist in diesem Sinne die einfachste Art und Weise, sich den Verpflichtungen, die aus dem Transitionsgebot zur CO2-neutralen Wirtschaft erwachsen, zu entledigen. Man verlagert die Verantwortung und die weitere Arbeit auf Dritte.

**Hypothese II** wendet sich dem Instrument zu, mit dem negative externe Effekte bekämpft werden müssen: der *Internalisierung* der Schäden. Internalisierung bedeutet es, den Schädigern die Kosten ihrer Schädigungen aufzubürden. Diese Strategie hat nun zwei Seiten: immer dann, wenn sich ein Produzent sofort umstellen kann, wenn er leicht erreichbare Handlungsalternativen hat, wird er diese ergreifen und damit die Internalisierungszahlungen vermeiden. Aber dort, wo Alternativen erst entwickelt werden müssen (Transitionsprozess), dort werden die Internalisierungszahlungen fällig und belasten letztlich die Endverbraucher. Sie sind es, welche die Kosten tragen, was auch ökonomisch und ökologisch vernünftig ist, weil es ja ihre Nachfrage ist, welche die umweltschädigende Produktion verursacht. Aber genau vor dieser Kostenbelastung der Verbraucher habe die Politik Angst, so die Hypothese. Der Staat, so die Hypothese, möchte das Instrument der Internalisierung externer Effekte nicht einsetzen. Die Politik habe Angst vor Bürgerprotesten, wenn Abgaben erhöht werden. Deshalb fordere man zu Divestment auf: man verschiebe Verantwortung auf andere, auf Kommunen, auf Banken, auf Investoren. Der „average-voter“ werde geschont.

**Hypothese III** lautet folgendermaßen: Der Staat als Gesetzgeber sei gar nicht an Wirkungen interessiert. Er verändere absichtlich den regulatorischen Rahmen nicht, um den Unternehmen Anpassungen an geänderte gesellschaftliche Vorstellungen zu ersparen. Die – auch in diesem Beitrag beschriebenen – Ausweichreaktionen der Kapitalmärkte würden einkalkuliert. Es werde angenommen, dass Unternehmen neue Wege finden, bisherige Aktivitäten fortzuführen – sie sind ja legal und man muss nur die Form ändern. Diese „eigentliche“ Absicht werde nun durch Aufrufe zum Divestment verschleiert. Aufrufe zum Umweltschutz seien Rituale, die nicht durch wirksame Handlungen unterlegt sind. McKibben, der Begründer der Divestment-Bewegung, hatte ein solches ritualhaftes Verhalten der Politik angeprangert und seine Divestment-Strategie als Gegenmittel dazu entworfen. “*Everyone … renewed*

*their ritual calls …".*[10] Nun wird Divestment selbst in dieses ritualhafte Handeln eingebunden.

**Hypothese IV** lautet, dass Divestment-Strategien zu den billigsten und ohne großen Aufwand umsetzbaren Maßnahmen gehören. Es ist kein Gesetzgebungsverfahren nötig. Es werde niemand verärgert, weil der regulatorische Rahmen nicht angepasst wird und daher jeder unverändert weitermachen kann. Diese Motivation, „grün" zu handeln mit möglichst wenig eigenem Aufwand geht aus der Broschüre der Bundesregierung hervor. Dort heißt es: Divestment *„verbindet relativ geringe Kosten und Anstrengungen mit einer bemerkenswert hohen Hebelwirkung"*.[11]

# 2. Einführung

## 2.1. Einleitung

Nach einem jahrzehntelangen langsamen Start nehmen nachhaltigkeitsorientierte Finanzstrategien Fahrt auf.[12] Dabei werden u.a. Divestment-Strategien empfohlen, um beschleunigt Nachhaltigkeitswirkungen zu erzielen. Solche Strategien erfreuen sich bei einem Teil der Anleger großer Popularität. Bei genauerem Hinsehen lassen sich spezifische Nachteile erkennen.

Für den Sparkassensektor sind Divestmentstrategien mit besonderen Problemen verbunden. Sparkassen unterliegen dem öffentlichen Auftrag und haben als Teil des öffentlichen Bereiches über die kommunale Trägerschaft eine besondere Plicht zu rechtsstaatlichem Verhalten. Dies macht eine gründliche Beschäftigung mit Divestment-Strategien und ein sorgfältiges Abwägen von deren Vor- und Nachteile erforderlich.

## 2.2. Begriff und Zielstellung

Was ist Divestment? Im ganz allgemeinen Sinne wird Divestment als der Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen verstanden. Im Zusammenhang mit Nachhaltigkeit versteht man unter Divestment den Abzug von Geldern aus solchen Unternehmen, die aus Sicht des Investors *„nicht genügend"* nachhaltig agieren.[13] Als Divestment-Bewegung versteht man ein kollektives Handeln von Anlegern in dem Sinne, dass durch abgestimmtes Abstoßen von Ka-

[10] McKibben (2012)
[11] Gloger, A., u.a. (2020), „Handlungsempfehlungen", S. 12
[12] Vgl. Oehmke, Opp (2020), Then, Schmidt (2020), Wilkens, Jacob (2020), UN Pri (2016), Eckhardt, Pierrat (2020), EU Kommission (2019), EU Kommission (2020), Wallis, Klein (2015)
[13] Vgl. Chowdhry, Davies, Waters (2019), Geczy, Jeffers, Musto, Tucker (2018), Gollier, Pouget (2014), Hebb, (2013)

pitalanlagen in Verbindung mit dem Aufbau von sozialem Druck auf Unternehmen Nachhaltigkeitswirkungen erzielt werden sollen.[14] Die Divestment-Bewegung begann mit einem Fokus auf Klimawirkungen. Grundsätzlich sind Divestment-Aktivitäten aber mit Bezug auf alle Arten von Nachhaltigkeitszielen denkbar.[15] Und es sind auch Abwandlungen denkbar wie sie z.B. die Aktivitäten des Aktivisten Andreas Malm darstellen, dem ein „Feindbild" nicht reicht und der zu einem „Kampf" mit allen Mitteln aufruft, der auch Sachbeschädigungen umfasst und im Begriff der „kontrollierten politische Gewalt" zusammengefasst wird.[16]

Ziel des Beitrages ist es, nachhaltigkeitsbezogene Divestment-Strategien aus verschiedenen Blickwinkeln heraus zu beleuchten und Vorschläge für das zukünftige Verhalten von Investoren zu entwickeln.

# 3. Die Entstehung der Divestment-Bewegung

## 3.1. Der Klimaschutz wird vertraglich verankert

1992 war ein wichtiges Jahr für den Klimaschutz. In diesem Jahr wurde die „*United Nations Framework Convention on Climate Change*" (UNFCCC) in New York verabschiedet. Wenige Monate später wurde diese Resolution auf der Konferenz der Vereinten Nationen über Umwelt und Entwicklung (UNCED) in *Rio de Janeiro* von 154 Staaten unterzeichnet. Ziel der Konvention war es, den Klimawandel zu begrenzen. Dazu sollte ein Anstieg der Treibhausgaskonzentrationen verlangsamt werden, um den Ökosystemen die Möglichkeit zu geben, sich auf natürliche Weise an die Klimaänderungen anzupassen. Gleichzeitig sollte aber die Nahrungsmittelerzeugung der Menschheit nicht gefährdet werden. Schließlich sollte auch die wirtschaftliche Entwicklung fortgeführt werden können.

Im Lauf der Zeit traten 197 Staaten dem Vertrag bei. Es wurden jährliche Treffen vereinbart, die sog. Weltklimakonferenzen, um konkrete Maßnahmen zu beraten. Eine dieser Konferenzen war diejenige von Paris 2015, auf der das berühmte sog. *Pariser Übereinkommen* beschlossen wurde, durch das sich erstmals alle Staaten verpflichteten, konkrete CO2-Minderungsziele zu benennen, die einer ex post-Überprüfung zugänglich waren.

[14] Vg. Barber, Morse, Yasuda (2021)
[15] Vgl. Spiess-Knafl, Scheck (2017), Scholtens (2006), Noh (2018)
[16] Bei Andreas Malm wird aus der fossil fuel Industrie der Divestment-Bewegung der Fossil-fuel-Faschismus. Vgl. Steinfeld (2021).

## 3.2. Die Divestment-Idee entsteht

Der Ursprung der Divestment-Idee ist nicht mit letzter Exaktheit festzustellen. Oft basieren wichtige Entwicklungen auf Vorarbeiten vieler Personen, so dass spätere Zuschreibungen zu bestimmten Akteuren nicht immer korrekt sind.

Als Ursprung des Divestment wird aber häufig der Name Bill McKibben und ein Artikel von ihm aus dem Jahr 2012 erwähnt.[17] Darin skizziert McKibben Ziele und Hintergründe der Divestment-Bewegung. Genannt wird auch die Internetplattform 350.org, die 2008 gegründet worden war[18] und als Ziel die Gründung einer Klimabewegung, einer *„global climate movement"*, zur Beschleunigung der klimaschützenden Aktivitäten der Menschheit nennt. Der Name der Plattform leitet sich von *„350 parts per million of carbon dioxide in the atmosphere"* ab, die nicht überschritten werden dürften, wenn das Klima stabilisiert werden soll.[19]

Die Plattform nennt als Start der Divestment-Bewegung in einem Rückblick auf vergangene Aktivitäten das Jahr 2012. Damals war McKibben mit dem Slogan *„Do the Math – the divestment movement starts"* an die Öffentlichkeit getreten.[20] Auf einem Bild sieht man die Gleichung: *„CO2 + $ ="* worauf eine in Flammen aufgehende Erde folgt. Für die Jahre nach 2012 erinnert die Plattform an eine Fülle von Aktionen, die an verschiedenen Orten auf der ganzen Welt mit großen Teilnehmerzahlen organisiert und durchgeführt wurden. Die Plattform hält Lehrgänge ab, bei denen Aktivisten lernen, Massen zu mobilisieren und Events zu gestalten.

## 3.3. „Do the math" – Das Ursprungskonzept

Was bedeutet *„Do the math"*? Dies erklärt Bill McKibben in einem viel beachteten Beitrag.[21] McKibben ist Aktivist und Buchautor, der sich schon lange für Klimafragen interessiert hatte. 1989 hatte er das Buch *„The End of Nature"* veröffentlicht. Seitdem beschäftigte er sich mit der Klimakrise und organisierte teils spektakuläre Events. In seinem Beitrag *„Do the math"* entwickelt der Autor eine Strategie, negative Klimaveränderungen zu verhindern. Er beginnt mit der Beschreibung einiger ungewöhnlicher Wetterphänomene zusammen mit der Behauptung, dass die Konferenz von Rio nichts bewirkt habe, wörtlich: *„accomplished nothing"*, um das Klima zu stabilisieren. McKibben wirft den Teilnehmern der Konferenz ritualhaftes Handeln ohne wirkliche Aktivitätsbereitschaft vor: *"Everyone at the Rio conference renewed their ritual calls for serious international action to move us back to a two-degree trajectory."* Der Autor blickt dann auch auf die Konferenz von Kopenhagen zurück, die deshalb gescheitert sei, weil wieder nur unverbindliche Absichtserklärungen zustande gebracht worden wären. Der Vorspann endet mit der verzweifelten Feststelllung: *„I can say with some confidence that we're losing the*

---

[17] Vgl. McKibben (2012)
[18] Vgl. https://350.org/about/#values
[19] Vgl. https://350.org/10-years/
[20] Vgl. https://350.org/10-years/
[21] Der folgende Abschnitt basiert auf Bill McKibben, "Global Warming's Terrifying New Math - Three simple numbers that add up to global catastrophe – and that make clear who the real enemy is", in: https://www.rollingstone.com/politics/politics-news/global-warmings-terrifying-new-math-188550/.

*fight, badly and quickly – losing it because, most of all, we remain in denial about the peril that human civilization is in*."

Im Mittelteil seiner Analyse betrachtet McKibben die Mengenströme und stellt fest, wie viel fossile Rohstoffe in den nächsten Jahrzehnten im Boden bleiben müssten, damit das CO2-Minderungsziel erreicht werden kann. Man müsse Rohstoffe im Wert von 20 Billionen USD im Boden lassen, um die Klimaziele zu erreichen. Dann zeigt er auf, welche ökonomischen Kräfte wirken, um diese Rohstoffe gleichwohl zu fördern. „*Yes, this coal and gas and oil is still technically in the soil. But it's already economically above ground – it's figured into share prices, companies are borrowing money against it, nations are basing their budgets on the presumed returns from their patrimony*." Und: „*It explains why the big fossil-fuel companies have fought so hard to prevent the regulation of carbon dioxide – those reserves are their primary asset, the holding that gives their companies their value."* Es sei verständlich, wenn sich die Rohstoffunternehmen dagegen wehrten, die Rohstoffe im Boden zu belassen. Sie seien in den Aktienkursen schon eingerechnet und in den Gewinnerwartungen vorweggenommen. Hier müsse man ansetzen. Die ökonomische Logik des Hebens der Rohstoffe müsse man bekämpfen. Damit hat McKibben das Problem eingeengt: es geht darum, den Rohstoffbesitzern, deren Vermögen diejenigen Rohstoffe darstellen, welche das Weltklima vernichten, diese Werte zu entreißen und zwar in einem ökonomischen Sinne: man muss es den Rohstoffbesitzern ökonomisch unattraktiv machen, die Rohstoffe zu fördern.

## 3.4. Die Wege der Einflussnahme

Wie kann man dabei vorgehen? Man habe festgestellt, was alles *nicht* funktioniere. Sparsamere Glühbirnen seien eingeführt worden, aber stromfressende Flachbildschirme hätten die Einsparungen zunichtegemacht. Billige Flüge zu Warmwasserzielen nähmen stetig zu. Der Beitrag eines einzelnen Bürgers sei zu gering, um eine Wirkung zu erzielen. Der Weg durch die politischen Instanzen, um Vorschriften zu induzieren, sei möglich, aber oft genug seien die politischen Entscheider unterwandert von Lobbygruppen, die ihr Interesse an einer Verwertung ihrer Reserven vortrügen.

Die These, dass politische Entscheider von Lobbygruppen unterwandert seien, ist einer der zentralen Annahmen der Divestment-Strategien. Denn grundsätzlich hätte es der Staat in der Hand, über eine entsprechende Regulierung auf die Unternehmen einzuwirken. Aber wenn die Politik unterwandert ist, wenn Politiker Erfüllungsgehilfen der Klimaschädiger sind, dann greifen die regulatorischen Instrumente nicht. Beispielhaft werden die in den USA berühmten „*Koch brothers*" genannt, die „*most of their money*" mit klimaschädlichen Aktivitäten verdienten und zur Absicherung dieser Einkommensquellen hohe Spenden an politische Parteien leisteten.

Nach dieser Vorbereitung zieht McKibben die Schlussfolgerung: "*The paths we have tried to tackle global warming have so far produced only gradual, halting shifts. A rapid, transformative change would require building a movement, and movements require enemies*." Das ist der Kern: eine Bewegung muss entstehen, und Feinde werden gebraucht.

Als Feind werden die Eigentümer der riesigen fossilen Energievorkommen ausgemacht, die im Boden bleiben, statt verbrannt zu werden. Dann wird das Feinbild mit drastischen Formulierungen aufgebaut: „*Given this hard math, we need to view the fossil-fuel industry in a new light*." Die Industrie sei rücksichtslos „*like no other force on earth*". Es gebe viele schreckliche Industrien, aber keine andere könne so wie die „*fossil-fuel industry*" die gesamte Erde zerstören. Die Idee ist: "*If people come to understand the cold, mathematical truth – that the fossil-fuel industry is systematically undermining the planet's physical systems – it might weaken it enough to matter politically*." „*The more carefully you do the math, the more thoroughly you realize that this is, at bottom, a moral issue.*"

Jetzt hat McKibben einen Schwenk von einer ökonomischen zu einer moralischen Betrachtungsweise getan. Er hat hingeführt zu einer (i) sozialen Bewegung, die ein (ii) Feindbild besitzt und von einer (iii) höheren Moral aus agiert. Warum McKibben diesen Schwenk vollzieht, ist nicht ganz klar. Aber Massen lassen sich möglicherweise durch moralische Argumente leichter mobilisieren als mit diffizilen ökonomischen Kalkülen. Damit skizziert McKibben eine neue Strategie, diejenigen des „*moral outrage*", weil Unternehmen in einem für die Gesellschaft zentralen Aspekt (dem Klimaschutz) die sittlich gebotenen Werte verlassen. Im O-Ton heißt es: „*But moral outrage just might*." Es geht um moralische Entrüstung und gesellschaftliche Ächtung, mit welchen Unternehmen überzogen werden sollen, was sie – so die Hoffnung – zum Umdenken zwingt. Als Vorbild wird die Ächtung von Unternehmen bezeichnet, die mit dem Apartheid-Regime Geschäfte machten, was letztlich Erfolg gehabt hätte.[22]

Der entscheidende letzte Baustein ist die Antwort auf die Frage: wie soll die „Empörung" zu einer Verhaltensänderung der Rohstoffbesitzer beitragen? McKibben skizziert zwei Wege: (i) Man kann durch die moralischen Angriffe auf die rohstoffbesitzenden Unternehmen diese direkt zum Umdenken zwingen. (ii) Man kann aber auch einen indirekten Weg wählen und durch die gesellschaftliche Ächtung der Unternehmen ihren Zugang zur Politik schwächen. Man kann ihr Ansehen in der Politik mindern, so dass die Politik es aufgibt, Sonderrechte für diese Unternehmen zu schaffen. „*Movements rarely have predictable outcomes. But any campaign that weakens the fossil-fuel industry's political standing clearly increases the chances of retiring its special breaks.*"

## 3.5. Zusammenfassung

Zusammenfassend zeigt sich: Die Divestment-Bewegung hat ihren Ursprung in einem ganz konkreten Fall, nämlich der Bedrohung des Klimas durch die wenig nachhaltige Lebensweise der Menschen in modernen Zivilisationen. Es wird eine Kausalkette derart aufgebaut, dass bisher ergriffene Maßnahmen viel zu lange dauerten, die Politik schon die Instrumente hätte, Maßnahmen zu verhindern, aber zu schwach und zu korrumpiert sei, um etwas zu erreichen. Deshalb müsse die Bevölkerung selbst aktiv werden, was eine gewisse Masse und damit eine Be-

[22] Vgl. Chamorro-Mera, Palacios-González (2019)

wegung („*movement*“) voraussetzt. Massen zu mobilisieren erfordert Feinbilder, eine überlegene Moral und einen engen Fokus.[23] Massenbewegungen setzen verengte, plakative, zugespitzte Probleme und Lösungen voraus. Als verengter Anknüpfungspunkt bieten sich die riesigen Mengen von verfügbaren fossilen Brennstoffen an, die bei wenigen Großunternehmen konzentriert seien. Die Strategie lautet, die betroffenen Unternehmen zu Feinden zu erklären, moralisch anzugreifen, ihnen die gesellschaftliche Sittlichkeit abzusprechen. Ziel dieser Bewegung ist die Schwächung ihres Ansehens insbesondere auch in der Politik, um es der Politik zu erleichtern, letztlich doch geeignete Maßnahmen durchzuführen. Im Zuge der Debatte ist der Begriff der „*stranded assets*“ populär geworden, bei denen es sich um Vermögenswerte handelt, die im Zuge der Klimapolitik, d.h. der geänderten Verhaltensweisen der Menschen, d.h. auch einem Erfolg der Divestment-Bewegung, wertlos werden.

# 4. Die Divestment-Politik der Deutschen Bundesregierung

Wie stellt sich der deutsche Staat zum Phänomen Divestment? Immerhin fußt die Divestment-Bewegung auf einer Kritik an korrumpierten Regierungen, die zu wenig aktiv werden, das Klima zu schützen. Wie verhalten sich in diesem Zusammenhang Parlament und Regierung? [24]

Im Frühjahr 2021 bekamen die deutschen Kommunen wichtige Post aus Berlin. Die Briefe enthielten eine Studie zur Neugestaltung der kommunalen Finanzanlagen. Der Untertitel der Studie lautete: „*Handlungsempfehlungen zum Divestment und zur nachhaltigen Neuausrichtung der kommunalen Kapitalanlagen*“.[25] Herausgeber war das Beratungsunternehmen adelphi research gGmbH aus Berlin. Auf der ersten Seite prangte direkt unter dem Titel der Studie noch bevor Autoren und Herausgeber genannt wurden, der Hinweis: „*Gefördert durch das Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit aufgrund eines Beschlusses des deutschen Bundestages*“. Die Studie verbreitete die offizielle Meinung von Bundestag und Bundesregierung zum Thema Divestment.

## 4.1. Die Divestment-Vorschläge

Was fordert die Studie? Die Divestment-Studie von Bundestag und Bundesrat ist als Leitfaden konzipiert, welcher den deutschen Kommunen konkrete, umsetzbare Hinweise zum „*Abzug von Geldern aus klimaschädlichen Geldanlagen*“ bereitstellt.[26] Anhand von Schaubildern wird in einfachen Schritten erklärt, was Kommunen zu tun haben. Dazu kommen Hintergrundinformationen und Praxisbeispiele einiger Kommunen. Abschnitte, die Anleitungen zum direkten Handeln enthalten, sind farblich in Rot abgesetzt. So kann jeder schnell sehen, was er oder sie zu

---

[23] Vgl. Zwergel, Wins, Klein (2019), Wins, Zwergel (2016), Scholtens (2006), Oehmke, Opp (2020), Heinemann, Zwergel, Gold, Seuring-Stella, Klein (2018); Gutsche, Klein, Ziegler, Zwergel (2017), Gollier, Pouget (2014), Friedman, Heinle (2016), Chamorro-Mera, Palacios-González (2019)

[24] Vgl. Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen“

[25] Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen“

[26] Vgl. Gloger, u.a. (2020) „Strategiepapier“

tun. Praxisbeispiele von Modellkommunen vervollständigen das Bild. Der Leitfaden erklärt mit spürbarem Stolz, eine Reihe deutscher Städte gehörten zu den Vorreitern der Divestment-Bewegung. Sie hätten sich durch Kampagnen von „Fossil Free“, einer Teilorganisation von 350.org, zu Divestment-Beschlüssen hinreißen lassen. In Deutschland hätten Stand 2019 bereits 10 und in Europa 70 Kommunen Divestment-Beschlüsse gefasst.

## 4.2. Der Wirkmechanismus

Was haben die Kommunen von Divestment? Der Ratgeber erkennt drei hauptsächliche Vorteile: (i) Die erste ist die Rendite der Kapitalanlagen. Hierzu führt der Ratgeber aus, dass Divestment und das nachfolgende Re-Investment in nachhaltige Anlagen (oftmals) nicht mit Renditeverlusten verbunden sei; vielmehr winkten oft sogar höhere Renditen. (ii) Die nächste Komponente ist die soziale Rendite, die daraus erwächst, dass die Ziele nachhaltiger Entwicklung gefördert und eine Vorbildfunktion für Bürger und Unternehmen eingenommen würde. (iii) Die dritte Komponente ist eine Risikokomponente. Denn die Divestment-Politik verhindere, dass Kommunen Risiken trügen. Dies gelinge, weil Kommunen durch das rechtzeitige Abstoßen riskanter Assets „*Transformationsrisiken, physische Risiken und Reputationsrisiken*“ ausschlössen.

Es stellt sich die Frage, wie genau die positiven Wirkungen eintreten? Der Leitfaden erläutert die Wirkungen der Divestment-Maßnahmen in verschiedenen Strängen. Strang 1 klärt darüber auf, was aus Assets werden wird und welche Nachteile Kommunen davon haben, wenn sie *nicht* rechtzeitig die Divestment-Entscheidung treffen. Strang 2 erklärt die Wirkungen der Divestment-Entscheidungen auf das Klima.

## 4.3. Was aus Assets wird, die nicht rechtzeitig verkauft werden

Was wird aus Vermögenswerten, die mit CO2-belasteten Produktionsprozessen verbunden sind?[27] Der Leitfaden zeigt den Kommunen dies anhand des folgenden Kausalmodells: Die Bewertung von börsennotierten Unternehmen hinge stark von „*kurzfristigen Cashflow-Größen*“ ab. Mittel- bis langfristige Klima- und Umweltfaktoren würden weniger beachtet. Deshalb seien Unternehmen, „*deren Wert an den Vorräten fossiler Brennstoffe*“ hinge, stark überbewertet, was auch als „*Carbon Bubble*“ bezeichnet werde. Breche die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen ein, wie es im Gefolge der Klimapolitik irgendwann der Fall sein muss, dann käme es zum Platzen der Preisblase und zu Wertverlusten für die Anleger.

Wie und wann wird sich nun diese Preiskorrektur nach einem Platzen der Karbonblase ereignen? Zu Preiskorrekturen könne es überall dort kommen, wo die politische Debatte zu den Klimazielen und der Dekarbonisierung wirke. Dann könne es zu rapiden Preisminderungen kommen. Die Studie warnt vor einer „*abrupten Neubewertung bzw. Abwertung der betreffenden Unternehmen an den Kapitalmärkten*“. Solche abrupten Preisänderungen könnten sich z.B. durch

[27] Der folgende Abschnitt stützt sich auf Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen“ sowie Gloger, u.a. (2020) „Strategiepapier“

das Antizipieren politischer und öffentlicher Debatten einstellen. Neben Aktien wären auch Unternehmensanleihen von solch einer Neubewertung betroffen. Man solle deshalb die öffentlichen Debatten verfolgen, um Risiken früh zu erkennen und Verlustgefahren durch rechtzeitiges Verkaufen, also Divestment, mindern.

## 4.4. Die Klimawirkungen von Divestmentstrategien

Die zweite Frage, die der Leitfaden behandelt, ist die spannende Frage, welche Klimawirkungen mit Divestment verbunden sind. Dazu wird im Leitfaden folgendes Kausalmodell aufgebaut: Wenn Investoren massenhaft Aktien und Anleihen bestimmter Unternehmen verkaufen („Divestment"), dann fällt deren Preis. Daraus resultieren erhöhte Kapitalkosten für die Unternehmen, die sich in dieser Phase refinanzieren müssen. Diese Kapitalkostenerhöhung wirkt zwar zunächst nur kurzfristig, nämlich in der Phase, in welcher die Kurse durch die Verkäufe nach unten gedrückt sind. Aber die Kapitalkostenerhöhung verfestigt sich mittelfristig, wenn eine generelle Stigmatisierung der rohstoffbesitzenden Unternehmen dazukommt und kein Investor, der oder die seine bzw. ihre Assetbestände rechtfertigen muss, ein Investment mehr tätigt. D.h., die dauerhafte Wirkung tritt ein, wenn nach einzelnen Aktionen von Vorreitern eine allgemeine „Bewegung", deren sozialem Druck sich die Carbon-Industrie nicht entziehen kann, wirksam wird.[28]

Wörtlich heißt es z.B.: „*Diese Divestmententscheidung hat theoretisch kurz- und mittelfristige Auswirkungen auf die vom Divestment betroffenen Unternehmen. Wie bei jedem Verkauf von Aktien- oder Unternehmensanleihen fällt deren Kurs aufgrund der sinkenden Nachfrage kurzfristig, und dem Unternehmen entstehen somit erhöhte Kapitalkosten.*"[29] Das ist der kurzfristige Aspekt. Langfristig wirkt die öffentliche Stigmatisierung über den Risikofaktor. Dies sei so, weil Stigmatisierung zu einer Unsicherheit der (aller) Investoren hinsichtlich der zukünftigen Cash Flows des stigmatisierten Unternehmens führe. Stigmatisierte Unternehmen müssen gewärtig sein, dass Kunden sich abwenden und mit dem betreffenden Unternehmen keine Geschäfte mehr tätigen. Diese möglichen Folgen antizipieren Kapitalgeber und reagieren mit erhöhten Renditeforderungen. Die Motivation der Stakeholder, mit stigmatisierten Unternehmen in Beziehungen zu treten, sind nicht mehr von den üblichen Kosten/Nutzen-Überlegungen getragen, so dass es mehr oder weniger zufällig sein könne, wer wann und in welchem Umfang überhaupt noch Geschäfte mit einem stigmatisierten Unternehmen tätige. Die Folge der erhöhten Kapitalkosten sind dann: „*Erhöhte Kapitalkosten bedeuten für das Unternehmen weniger Spielraum für Investitionen und bewegen das Management im besten Fall dazu, das Unternehmen nachhaltiger auszurichten und CO2 einzusparen*".[30]

Es stellt sich die Frage, wie viele Investoren nötig sind, etwas zu bewirken. Im Ratgeber wird zugegeben, dass einzelne Orders sicherlich nicht viel bewirkten. Wenn also eine einzelne Kommune verkaufe, dann könnten die Marktwirkungen irrelevant sein. Aber auf eine indirekte Weise

---

[28] Vgl. Wang, Delgado, Xu (2016)

[29] Gloger, u.a., (2020) „Handlungsempfehlungen", S. 18

[30] Gloger, u.a., (2020) „Handlungsempfehlungen", S. 18; vgl. auch Chava (2014)

ließen sich Wirkungen erzielen, wenn eine öffentlichkeitswirksame Kommunikation der Divestment-Beschlüsse dazu käme: „*Diese politische Dimension ist essenziell, um die Stigmatisierung klimaschädlicher Geschäftsaktivitäten in die Breite zu tragen und betroffene Branchen zu einer Transformation zu bewegen.*“[31] Der Leitfaden schlägt den Kommunen vor, auch dann Divestment-Beschlüsse zu fassen und diese öffentlichkeitswirksam zu kommunizieren, wenn gar keine entsprechenden Assetbestände vorhanden sind.

### 4.5. Zusammenfassung

Eine vom Bundestag und der Bundesregierung verantwortete Studie fordert die Kommunen auf, Divestment-Strategien zu ergreifen. Die Studie spezifiziert nicht, welche Art Kapitalanlagen die Kommunen abstoßen sollen. Durch den Verkauf sollen sich die Kommunen zum einen gegen Nachhaltigkeitsrisiken schützen, die z.B. im Platzen von Preisblasen („Carbon Bubbles“) bestehen können. Zum anderen sollen sie Nachhaltigkeitswirkungen erzielen, indem sie Preisdruck auf Assets ausüben und mittels öffentlichkeitswirksamer Divestment-Ankündigungen andere Akteure motivieren, nachhaltig zu agieren. Kommunen sollen sich der Divestment-Bewegung anschließen, Divestment eine „*politische Dimension geben*“ und die Idee „*in die Breite*“ tragen, um Wirkungen zu erzeugen.

Eine solche Divestment-Politik verblüfft, denn die Divestment-Bewegung war ja gerade wegen der gesetzgeberischen Untätigkeit entstanden. Sie war die second-best-Lösung angesichts eines Staates, der seinen gesetzgeberischen Pflichten nicht nachkam. Jetzt kommt der Staat seinen gesetzgeberischen Pflichten immer noch nicht nach, schließt sich aber der Divestment-Bewegung an.

Im Folgenden wird untersucht, wie sich die betroffenen Unternehmen verhalten. Weichen Sie dem Druck aus und wenn ja in welcher Form. Diese Frage wird behandelt, bevor grundsätzlichere Aspekte von Marktwirtschaftlichen Konzeptionen und Demokratie und Rechtsstaat diskutiert werden.

## 5. Reaktionen der Wirtschaft auf Divestment-Strategien der Anleger

Wie reagieren Unternehmen auf die Divestment-Bewegung? Es zeichnen sich erste Ausweichstrategien von Unternehmen ab, die von Divestment-Aktivisten getroffen werden. Die gewählten Strategien geben Hinweise auf die Grenzen und Schwächen der Divestment-Strategien.[32]

---

[31] Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen“; vgl. auch Ansar et al. (2013); Baron, Fischer (2015)

[32] Vgl. Bessembinder (2016), Ervin, Wu, Khanna, Jones, Wirkkala (2012), Friede, Busch, Bassen (2015), Hart, Zingales (2017), Heinkel, Kraus, Zechner (2001)

## 5.1. Stranded Assets und ihr Verbleib

Ein wesentlicher Bestandteil von Divestment-Strategien sind die sog. „*stranded assets*“. Sie werden als Resultat der Strategie gefeiert. Als „*stranded assets*“ werden zu Umweltschäden beitragende Aktiva verstanden, die *vor* der Durchführung von Divestment-Maßnahmen Wert hatten und *nach* Divestment-Aktivitäten wertlos geworden sind, z.B. weil sich die Volkswirtschaften auf andere Herstellungsverfahren und Konsumgewohnheiten umgestellt haben. In der Entwertung der Assets kann der Erfolg der Divestment-Maßnahmen gesehen werden.

Nachdem es nun seit geraumer Zeit Divestment-Aktivitäten gibt, kann man verfolgen, was aus Assets, die „*stranded assets*“ werden sollen, tatsächlich wird.

Es stellt sich heraus, dass sie weder verschwinden noch wertlos werden. Vielmehr gibt es Unternehmen, welche sie aufkaufen. Gehandelt werden „*stranded assets*“ am Private Equity Markt. Dies ist ein gut eingeführtes Kapitalmarktsegment, an dem nicht öffentlich notierte Kapitaltranchen gehandelt werden. Die Transaktionen stehen nicht im Licht der Öffentlichkeit. Wenn weder Käufer noch Verkäufer berichtspflichtig sind, dann wird über Transaktionen nichts bekannt. Gespeist wird der Markt durch Kapital von Investoren mit verschiedensten Motiven. Man unterscheidet renditeorientierte und strategische Investoren.

Als ein Beispiel eines Investors, der mit beiden Motiven agiert, sei „Ineos Energy” genannt.[33] Es ist ein Unternehmen, das „*unwanted fossil fuel assets*” aufkauft.[34] Ein Unternehmensleiter berichtet: „*We have an appetite to acquire*”.[35] Know-how für die Zukäufe stammt u.a. von denjenigen Unternehmen, deren „*stranded assets*“ aufgekauft werden. Z.B. arbeitet ein früherer Finanzchef von BP bei Ineos Energy. Auf den Internetseiten stellt sich das Unternehmen als grünes und den Sport förderndes Unternehmen dar. Ineos Energy hebt seine Aktivitäten im Bereich Sustainability hervor und betont seine Bemühungen zur Erreichung der Klimaziele der EU. Das Unternehmen hat Nachhaltigkeitspreise erhalten. Es gibt ein erhebliches Bilanzsummenwachstum bedingt u.a. durch die Aufkäufe von „*stranded assets*“. Im Geschäftsbericht wird erläutert, dass zum Unternehmen auch mehrere Joint Ventures gehörten, die in den Finanzdaten gar nicht abgebildet seien.[36] Das ist nur ein Beispiel eines Unternehmens, das als Aufkäufer von „*stranded assets*“ behandelt wird.[37]

Es stellt sich die Frage, wer ganz generell als Käufer auf dem Markt für „*stranded assets*“ agiert? Es sind “*smaller private players, independent operators who are backed by private equity, opaque energy traders and state oil companies*.”[38] Typische Transaktionen werden am Beispiel des Nordseeöls folgendermaßen beschrieben: “*In recent years, the UK’s North Sea oilfields have seen an influx of private capital. From Austria’s OMV selling its assets in 2016 to Siccar*

---

[33] Nähere Informationen über das Unternehmen vgl. https://www.ineos.com/about/foundations/
[34] Vgl. Webb, Merryn Somerset (2021)
[35] Webb, Merryn Somerset (2021)
[36] Vgl. https://www.ineos.com/investor-relations/annual-reports/
[37] Vgl. Webb, Merryn Somerset (2021)
[38] Dieses und die folgenden Zitate wurden Webb, Merryn Somerset (2021) entnommen.

*Point, backed by private equity groups Blackstone and Bluewater, to Exxon Mobil agreeing to sell the non-operating stake in its UK exploration and production assets to HitecVision this year for more than $1bn.*"[39] Das Zitat belegt, dass Kapitalströme in klimaschädliche Produktionen trotz Divestment nicht schrumpfen, sondern wachsen können. Im zitierten Fall haben die im Rampenlicht stehenden österreichische Gesellschaft OMV sowie Exxon Mobile an die weniger beachteten Unternehmen Siccar Point und HitecVision „*stranded assets*" verkauft.[40] Hinter diesen Gesellschaften stehen dann die „eigentlichen" Kapitalgeber. Es ist möglich, komplexe Verschachtelungen aufzubauen, so dass die letztendlichen Kapitalquellen gar nicht sichtbar werden.

Das Wandern der Assets von bekannten großen Unternehmen zu unbekannteren kleinen ist augenfällig. Das Unternehmen Siccar Point Energy wirbt im Herbst 2021 auf seinen Internetseiten mit seinen großen Vorräten, die es noch bis 2050 zu nutzen vorhabe. Es heißt konkret: "*With over 500 million barrels of oil equivalent discovered reserves and resources our portfolio will produce through to the 2050s.*"[41] Weiter und noch deutlicher heißt es unter dem Stichwort Strategie: „*With assets already in our portfolio that will produce through to the 2050s, and a highly experienced team with the skills to extract the value from these assets, Siccar Point Energy is here to stay and we plan to play a key role in the future of the UK oil industry.*"[42]

Es ist überdeutlich, was das Unternehmen meint, wenn es formuliert: "*Siccar Point Energy is here to stay.*" Der Grund für dieses Selbstbewusstsein liegt darin, dass die Divestment-Bewegung sehr ungleichen Druck auf Unternehmen ausübt. Es gibt Unternehmen, gegen die sich mehr Massen mobilisieren lassen als gegen andere: „*We spend all this time focusing on BP and Shell*".[43] Weniger im Rampenlicht stehen kleinere Unternehmen bleiben unbeachtet und können gefahrlos „*stranded assets*" akkumulieren. Aber auch die riesigen nationalen Öl-Multies wie Saudi Aramco oder Adnoc, die Abu Dhabi National Oil Company, sehen sich kaum öffentlichen Aktionen der Divestment-Bewegung ausgesetzt. „*We see pressure on a small subset of listed oil companies. But it's not at all a realistic picture of the overall energy system.*"[44] Die im Rampenlicht stehenden Unternehmen decken nur geringe Marktanteile ab. Auf die an öffentlichen Marktplätzen gelisteten Unternehmen entfallen z.B. nur etwa 12 Prozent der Öl- und Gasreserven, 15% der Produktion und 10% der Emissionen.[45] Nicht die Multis, sondern kleinere nationale Unternehmen dominieren den Markt, stehen aber nicht im Fokus der Divestment-Bewegung, weil sie für die aktivistischen Massen kaum greifbar sind.[46] Vom öffentlichen Druck vor allem betroffen sind die großen global agierenden Firmen. Von ihnen haben viele Aktivisten

---

[39] Webb, Merryn Somerset (2021)
[40] Vgl. Schaltegger, Synnestvedt (2002)
[41] Siehe die Internetdomäne des Unternehmens https://www.siccarpointenergy.co.uk/
[42] Siehe https://www.siccarpointenergy.co.uk/about-us/our-strategy. Vgl. Hopke, J. & Hestres, L. E. (2017); Karpf, A. & Mandel, A. (2017).
[43] Webb, Merryn Somerset (2021)
[44] Angela Wilkinson, head of the World Energy Council. In: Webb, Merryn Somerset (2021)
[45] Vgl. Webb, Merryn Somerset (2021)
[46] Vgl. Webb, Merryn Somerset (2021)

bereits gehört und das Gefühl entwickelt, sie verstünden deren Geschäftsmentalität. Die Konzentration auf die „großen“ geht gut aus dem folgenden Zitat hervor:

> *“Yet many activists believe that it still makes sense to target prominent oil companies, arguing that, over time, it will lead to less overall investment into oil and gas production. Their brands are easily recognised by the public, the world’s biggest investors are their shareholders and politicians can be mobilised more effectively, particularly in the west. Their joint ventures with foreign governments and national oil companies also means their global reach is greater.”*[47]

Bei den Tausenden anderer Firmen, die in derselben Branche arbeiten, ist das Interesse der Aktivisten deutlich verringert, obwohl z.B. der Fokus von Siccar Point Energy gar nicht zu übersehen ist. Und selbst wenn sich ein Aktivist die Mühe machte, Anfangsinformationen über nicht nachhaltige Geschäftsfelder dieser Unternehmen zu besorgen, würde es großen Aufwand verursachen, tieferen Einblick in deren Aktivitäten zu bekommen und das zukünftige Handeln einzuschätzen. Diesen Aufwand scheuen viele. Deshalb gibt es keine allgemeinen Bewegungen gegen die Gruppe von kleineren, unbekannteren Unternehmen. Deshalb können die von den großen abgestoßenen Assets bei Firmen landen, die nicht so abhängig vom öffentlichen Druck sind.

## 5.2. Sozialer Druck auch bei Aufkäufern – aber anders

Es ist nicht so, dass Aufkäufer von „*stranded assets*“ keinen sozialen Druck verspürten. Der Druck, dem diese Unternehmen ausgesetzt sind, stammt von den Stakeholdern der Unternehmen. Das sind meist Lieferanten und Kunden. Aber auch Banken oder Wirtschaftsprüfer können Druck ausüben. Das oben genannte Aufkäuferunternehmen Ineos Energy formuliert z.B.: “*We’re a private company with private shareholders, but we still have to operate in a way that is in line with what governments, banks and investors want to achieve*.”[48]

Welche Eigenschaften hat der indirekte Druck durch Stakeholder? Der Druck durch Stakeholder der Unternehmen hat einen anderen Charakter als der aus der Massenbewegung stammende. Er ist weniger von moralischer Entrüstung geprägt, wie das typisch für die Divestment-Bewegung ist, als von sachbezogenen Überlegungen mit langfristiger Perspektive. Die oben erwähnte Abwerbung von Fachleuten, die sich mit den aufzukaufenden Assets auskennen, ist nur ein Beispiel. Man will nicht zu teuer einkaufen, man will wissen, was man kauft, man will langfristig Erfolg mit den Käufen haben. Es können rational überlegte Strategien entwickelt und verfolgt werden. Vom Druck der Divestment-Bewegung ist man abgeschottet. Die relevanten Stakeholder bestimmen das Handeln. Dazu gehört indirekt auch der Gesetzgeber, der den Handlungsspielraum regulatorisch einengt. Wenn der Staat keine Regularien zur Minderung von CO2-Emissionen setzt, kann es sein, dass diese Unternehmen keine CO2-mindernden Ziele verfolgen. Wenn jedoch der Staat Rahmenbedingungen für CO2-betroffene Aktivitäten gesetzt

---

[47] Vgl. Webb, Merryn Somerset (2021)

[48] Webb, Merryn Somerset (2021)

hat, dann werden diese auch einkalkuliert und rational umgesetzt – ganz ohne die Divestment-Bewegung.

Zusammengefasst zeigt sich: auch Druck von Stakeholdern kann Wirkung erzeugen. Aber deren Druck ist mehr durch fachbezogene rationale Überlegungen geprägt als dies bei sozialen Bewegungen mit moralischer Entrüstung und Feindbildern der Fall ist. Dabei spielt die regulatorische Gesetzgebung eine große Rolle, weil sie den Handlungsspielraum definitiv gestaltet. Wenn der Staat auf einen engen regulatorischen Rahmen verzichtet, wie das die deutsche Bundesregierung tut, und stattdessen zum eher diffusen und unbestimmten Divestment aufruft, dann kann nachhaltiges Handeln naturgemäß auf der Strecke bleiben bei den Unternehmen, die von der Divestment-Bewegung übersehen werden.

## 5.3. Zunehmender Nationalismus

Ein anderes zu beobachtendes Phänomen ist der Rückzug von Aktivitäten ins Nationale. Ein Teil der abgestoßenen Assets wandert offenbar von internationalen zu nationalen Investoren. Die Divestment-Bewegung trägt zur Re-Nationalisierung von Wirtschaftsaktivitäten bei.

> *"While listed oil majors are announcing net zero plans and a downsizing of their traditional businesses, some state-owned companies and producer economies, such as Saudi Arabia, are openly discussing plans to raise production. The activists and government officials behind the campaigns believe they lead to reduced investment and production. But in the short term production could shift to private or state-owned companies which face much less scrutiny over their activities."*[49]

Der Rückzug ins Nationale hat etwas mit der unterschiedlichen Bedeutung verschiedener Entscheidungs- und Bewertungskriterien aus nationaler und internationaler Sicht zu tun. Aktivisten, die international tätige Multis angreifen, vergessen oft, dass Unternehmen auch Arbeitsplätze schaffen und Bruttosozialprodukt erzeugen. Die Aktivitäten der kritisierten Unternehmen stellen die Lebensgrundlage vieler Menschen dar. Aktivisten kommen häufig aus gesicherten Verhältnissen westlicher Industriestaaten. Die von ihnen angegriffenen Konzerne wie BP und andere haben ihre Headquarters in westlichen Ländern, stützen sich aber auf Tochterunternehmen, die in vielen anderen, teils sehr armen Ländern tätig sind. Aus Sicht der Aktivisten sind die Leistungen der Unternehmen in diesen Ländern nur abstrakt relevant. Hohe Bedeutung haben dagegen Klimazahlen. Aus Sicht ärmerer Länder kehrt sich das um: Arbeitsplätze und Einkommen haben große Bedeutung, und Klimawerte treten zurück. Es ist deshalb nicht verwunderlich, wenn „*stranded assets*" dorthin gehen, wo sie große Bedeutung und Wertschöpfung haben – nämlich zurück in die Nationalstaaten.

[49] Webb, Merryn Somerset (2021)

*„Sometimes local groups are stepping up when foreign operators want to exit, such as in Asia. In May Shell announced it had sold a stake in an offshore gasfield in the Philippines for $460m to a subsidiary of domestic conglomerate Udenna Group."*[50]

Selbst in westlichen Ländern kann man die hohe Bedeutung des Nationalen erkennen. Das Beispiel der Kommunen (siehe Kasten 2) zeigt dies. In Norwegen wird die nationale Ölförderindustrie geschützt, obwohl die Norweger sich „im Allgemeinen" als nachhaltigkeitsorientierte Nation sehen.[51]

**Kasten 2: Divestment und Eigeninteressen im nationalen Kontext**

Gibt es die Tendenz, „*stranded assets*" zu verteidigen, nur in ärmeren Ländern? Die Antwort lautet nein – auch in Deutschland kann man Tendenzen erkennen, „*stranded assets*" im eigenen Einflussbereich zu verteidigen. Der Fall:

Bundestag und Bundesregierung rufen durch die oben erwähnte Broschüre zu einer Ächtung von Unternehmen auf, die als Klimasünder aktiv sind. Einige Kommunen schließen sich dem Aufruf an und beschließen Divestment-Strategien. Im Divestment-Leitfaden des Bundestages für Kommunen heißt es: „*Auch Kommunen entdecken das Thema für sich. Bis März 2020 hatten in Deutschland zwölf kreisfreie Städte und fünf Landkreise den politischen Beschluss gefasst, Geldanlagen aus klimaschädlichen Geschäftsmodellen abzuziehen – darunter Münster, Köln/Bonn, Bremen, Leipzig, Nürnberg und Berlin.*"[52]

Bei den genannten Kommunen handelt es sich nun allesamt um Städte mit Flughäfen, die diese intensiv verteidigen. Die Städte beteiligen sich im Rahmen ihrer Divestment-Strategie einerseits daran, Luftverkehrsaktien und -anleihen aus ihren Portfolien zu entfernen, während sie andererseits die konkrete Luftfahrt in ihren Einflussbereichen unterstützen und mit den bekannten regelmäßigen oder fallweisen Zuschüssen subventionieren.

Der Fall zeigt: Klimaschutz und Divestment „ja", aber nicht in „meinem Vorgarten".

Zusammenfassend zeigt sich: Der Rückzug ins Nationale ist ein Phänomen, das sogar in Deutschland anzutreffen ist. Solche Beispiele belegen, dass die Divestment-Bewegung auch zu kontraproduktiven Wirkungen beiträgt. Indem Assets zurückkehren zu nationalen Eigentümern, besteht die Gefahr, dass sie unter rein nationalen Gesichtspunkten weiterbehandelt werden und dem internationalen Einfluss entzogen werden.

---

[50] Webb, Merryn Somerset (2021)

[51] Vgl. o.V. (2021), Norway`s oil rises to top of election agenda as climate fears grow – bigger parties stand behind industry, in: Financial Times v. 7.9.2021.

[52] Gloger, u.a. (2020) „Handlungsempfehlungen", S. II.

## 5.4. Produktionsausweitung trotz Divestment

Es ist festzustellen, dass in rohstoffbesitzenden Ölländern die Kapazitäten ausgeweitet werden. Statt die umstrittenen Rohstoffe im Boden zu belassen und den Technologiewandel hin zu Sonne und Wind zu fördern, wird mehr produziert. "*Saudi Arabia planned to grow its production capacity. The kingdom has already announced plans to boost its output capabilities to 13m barrels a day from 12m b/d. 'Don't be surprised if we come back with additional announcements of further expansions', Prince Abdulaziz told journalists.*"[53]

Auch in einem anderen Fall ist die gut zu beobachten. Es geht um den Verkauf von texanischen Ölquellen, die dem Shell-Konzern gehörten, an den Konkurrenten Conoco-Philipps aus Houston für 9,5 Mrd. USD.[54] Shell begründet den Verkauf mit Nachhaltigkeitsabsichten vor dem Hintergrund von Divestment-Aktivitäten „*to reduce emissions*".[55] Allerdings verkündete der Käufer eine Produktionsausweitung hin zu "*200,000 b/d from the properties by next year after 175,000 b/d*" im Vorjahr. Für die verkauften Assets hatte es mehrere Bewerber gegeben: "*a number of major shale producers having considered buying the assets.*"[56] Insgesamt würden US-Unternehmen "*continue to bet on the future of oil and gas*".[57]

Grundsätzlich ist Produktionsausweitung in den Ressourcen-Ländern verständlich. Denn wenn der „*shift*" weg von fossilen Energieträgern hin zu alternativen Energien erst einmal vollzogen wurde, werden Vorräte und Industrieanlagen der alten Technologie wertlos. Es ist also für Eigentümer von Assets, die nach dem Technologiewandel zu „*stranded assets*" werden, vernünftig, sich auf die neue Zeit vorzubereiten derart, dass man versucht, so viele der alten Assets wie möglich zu Geld zu machen, um in der neuen Zeit einen Startvorteil zu haben. Das bedeutet Produktionsausweitung, statt Rückgang. Das folgende Zitat beleuchtet die Situation:

> *"UAE has invested billions of dollars in increasing its production capacity to close to 4m b/d now, and a planned 5m b/d in the future. Abu Dhabi sees maximising near-term production as vital to securing its post-oil future — to pay for refinery and petrochemical plants that will add more value to its crude extraction, and fund diversification away from oil. Some other OPEC members, such as Iraq, would also privately be happy to open the taps now."*[58]

Es gibt Anzeichen, dass auch traditionelle Ölfirmen versuchen, an dieser Entwicklung teilzunehmen. Dazu gehören auch solche Unternehmen, die sozialem Druck ausgesetzt sind. Projekte werden in alternative Organisationsformen verlagert, so dass die zu meldenden Umweltdaten trotz Geschäftsausweitung positiv beeinflusst werden. Dazu werden u.a. Joint Ventures benutzt, die nicht konsolidiert werden.

---

[53] Webb, Merryn Somerset (2021)
[54] Jacobs (2021)
[55] Jacobs (2021)
[56] Jacobs (2021)
[57] Jacobs (2021)
[58] Webb, Merryn Somerset (2021)

> *„'Eni and BP, for instance, are considering combining their Angolan interests into new joint venture. For investors, climate folks, the public', adds the executive, 'the parent company looks more attractive to everyone. Simple'."*[59]

Auch der Verkauf von Assets kann der Produktionssteigerung dienen. Dazu werden genau diejenigen Assets verkauft, die in Zukunft Geschäftsausweitungen haben sollen. Der Kaufpreis nimmt die Erträge daraus vorweg. Zunächst werden *„certain oil and gas projects in a separate entity"* zusammengefasst, die dann als eigenständige Gesellschaft verkauft wird. Dies kann auch durch die Einführung von Aktien an Handelsplätzen geschehen.

> *„'Why do you think these companies want to form these types of separate companies?' says one European oil executive. 'Not only do you take the debt off the balance sheet, you remove the emissions from these projects too'."*[60]

Die Tatsache, dass solche Assets überhaupt zu hohen Preisen verkauft werden können, zeigt, dass es sich nicht um *„stranded assets"* handelt, sondern dass es mannigfaltige Investoren gibt, die erwarten, noch lange Zeit attraktive Ergebnisse damit erzielen zu können. Die hohen Preise sind der Beleg, dass es alternative Verwendungen gibt.

## 5.5. Das Aussitzen aktivistischer Empörung

Eine bekannte Technik, problematische Situationen zu lösen, ist das Aussitzen. Unter Aussitzen versteht man ein Nichtreagieren auf Datenänderungen. Wer hat den längsten Atem? Wer kann eine Phase der Bedrohung unkompliziert und ressourcensparend überbrücken? Hier nun sind die Kräfteverhältnisse ungleich verteilt. Aussitzen bedeutet Weitermachen in gleichförmiger Routine. Routine ist eine wenig anstrengende Tätigkeit, die keine besonderen Kenntnisse und Fertigkeiten erfordert. Dem Aussitzen kommt entgegen, dass fossile Energie noch lange gebraucht werden wird, weil die Transition des Energiemarktes aus technologischen und ökonomischen Gründen nur langsam voranschreitet. Denn die verbliebenen technologischen Hürden bei der Erneuerung des Energiesystems lassen sich nicht beliebig schnell überwinden; fossile Energie bleibt nötig, wenn man nicht die Lebensweise in modernen Zivilisationen ganz radikal ändern will. Es gibt also lange Phasen des Übergangs. Solch lange Phasen des Übergangs sind ein Problem für Aktivisten, denn sie können moralische Entrüstung nicht über lange Zeit aufrechterhalten. Der Weg über soziale Ächtung und moralische Empörung verläuft über kurze heftige Attacken und Aktionen. Es lohnt sich also für die rohstoffbesitzenden Wirtschaftssubjekte, Strategien des Übergangs zu entwickeln, die helfen, Phasen der Attacken „auszusitzen", um danach in unveränderter Weise die Transition fortzusetzen.

---

[59] Webb, Merryn Somerset (2021)
[60] Webb, Merryn Somerset (2021)

## 5.6. Zusammenfassung

Die Frage dieses Abschnitts lautete, wie Unternehmen auf die Divestment-Bewegung reagieren. Ein systematisches Bild liegt noch nicht vor. Aber es zeichnen sich Reaktionsmuster der betroffenen Unternehmen ab.

Das erste interessante Phänomen ist, dass „*stranded assets*“ erstaunlich hohe Preise erzielen. Das bedeutet, es gibt Käufer, und sie messen den Gütern einen unverändert hohen Wert bei. Käufer stammen aus dem Private Equity Kapitalmarktsegment. Transaktionen stehen nicht im Licht der Öffentlichkeit. Käufer richten sich systematisch auf die zu erwerbenden Assets ein. Die vom sozialen Druck betroffenen Unternehmen verkaufen entweder Unternehmensteile oder bringen sie in Joint Ventures ein, deren Umweltdaten nicht den Mutterkonzernen zugerechnet werden.

Marktsegmentanalysen zeigen, dass vom sozialen Druck der Divestment-Bewegung nur ein Teil aller Unternehmen eines Marktsegmentes betroffen ist. Der größere Teil der Märkte wird nicht tangiert. Dies erleichtert es, kritisierte Assets an weniger auffällige Stellen der Märkte zu verlagern.

Es ist nicht so, dass Aufkäufer von „*stranded assets*“ nicht von sozialem Druck betroffen wären. Aber dieser Druck hat offenbar einen anderen Charakter als der direkte Druck durch die Divestment-Bewegung. Er stammt von *Stakeholdern*, die mit den Unternehmen wirtschaftlich verbunden sind und die deshalb ein ganzheitliches Interesse haben. Sie üben Druck hinsichtlich eines Transitionspfades aus, der in ganzheitlicher Betrachtung, also ökonomisch und ökologisch, optimale Eigenschaften hat. Der Charakter dieses Drucks wird durch die Forderung eines Experten einer Branche deutlich, der formulierte, dass Klimaneutralität als Ziel nicht genug sei, es müsse ein vernünftiger Transitionspfad gefunden werden: “*Net Zero is not enough — it’s the pathway that matters*”[61], womit er zum Ausdruck bringen wollte, dass die Umwandlung der gegenwärtigen hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft nicht einfach mit einem Verkauf von Assets erledigt ist, sondern eine Transformation der Wirtschaft erfordert, die mehr oder weniger effizient ablaufen kann und möglichst effizient ablaufen sollte.

Ein weiteres Phänomen ist, dass sozial gebrandmarkte Vermögensteile in *nationale* Umgebungen wandern, weil sie dort nicht nur ihrer Umweltdaten wegen, sondern auch wegen ihrer Wertschöpfungsfunktion mit Arbeitsplätzen und Einkommen geschätzt werden. Je näher eine kritisierte Unternehmung liegt, desto wichtiger werden alternative Kriterien als Klimaaspekte genommen. Dies ist auch bei deutschen Kommunen zu verspüren, die einerseits dem Divestment-Aufruf der deutschen Bundesregierung folgen, andererseits aber ihre Flughäfen weiterhin nicht nur nicht abstoßen, sondern mit anhaltenden Subventionen versorgen.

---

[61] Webb, Merryn Somerset (2021)

# 6. Divestment im Lichte der volkswirtschaftlichen Wirkungsanalyse

Welche Wirkungen auf das Klima haben Divestment-Strategien?[62] Diese Frage wird im Folgenden beleuchtet. Dabei werden vorwiegend methodische Aspekte untersucht.

Die volkswirtschaftliche Wirkungsanalyse hat vier Wirkungsebenen herausgearbeitet:

- Input
- Output
- Outcome
- Impact

Als Input werden die Ressourcen bezeichnet, die bereitgestellt werden, um eine Maßnahme durchführen zu können. Die Maßnahmen selbst sind der Output. Outcome sind die Wirkungen der Maßnahmen auf eine Zielgruppe. Als Impact werden die langfristigen Gesamtwirkungen einer Maßnahme auf einzel- und volkswirtschaftlicher Ebene bezeichnet.

Divestment-Strategien beabsichtigen Klimawirkungen. Damit sind sie per se der Impact-Ebene zugeordnet. Allerdings ist ein Divestment zunächst nichts weiter als eine Maßnahme, also ein Output. Um den Impact dieses Outputs zu ermitteln, benötigt man kausale Modelle, die in logisch einwandfreier Weise einen Bogen vom Output, also vom Rückzug von Geldern aus Projekten, hin zum Impact, also zum Weltklima, ziehen. Solche Modelle können nie vollständig sein – dafür gibt es zu viele Abhängigkeiten und Einflussfaktoren – sie müssen aber alle wesentlichen Kausalketten beinhalten. Ansonsten besteht die Gefahr, dass ein Kapitalrückzug das anvisierte Ziel nicht erreicht, aber anderweitige evtl. nicht beabsichtigte und nachteilige Wirkungen hervorruft, die mit Kapitalabzügen verbunden sein können. Wer unvollständige, nicht sachgerecht ausgearbeitete Kausalketten verwendet, macht sich angreifbar und läuft Gefahr, seine Ziele zu verfehlen.

Darüber hinaus gibt es einen weiteren zu beachtenden Aspekt. Es geht letztlich um Wirkungen, die ohne die jeweilige Nachhaltigkeitsmaßnahme nicht erreicht worden wären. Wilkens und Klein formulieren: *„Für uns bedeutet Wirkung oder Impact ... dass transformative Realinvestitionen durchgeführt werden, die einen Beitrag zur Erreichung eines Nachhaltigkeitsziels leisten“*, wobei die Autoren als Bedingung einfügen, dass *„diese Realinvestitionen <u>sonst nicht</u> realisiert worden wären (‚Additivität‘).“*[63]

Angesichts der vielen denkbaren Kausalketten, ist es im Regelfall sehr schwierig, festzustellen, ob eine Wirkung erreicht wurde oder überhaupt erreicht werden kann. Wilkens und Klein for-

---

[62] Vgl. Kölbel, Heeb, Paetzold, Busch (2019), Maltais, Nykvist (2020), Oehmke, Opp (2020), Larcker, Watts. (2019), Pastor, Stambaugh, Taylor, (2019), Rohleder, Wilkens, Zink, (2020), Scholtens (2006), Wagemans, Koppen, Mol (2013)

[63] Wilkens, Klein (2021), S. 4 pdf

mulieren: „*In praktischer Hinsicht ist es teilweise schwierig festzustellen, ob transformative Wirkungen erzielt werden.*“[64] Für eine Diskussion der mit den Divestmentaktivitäten erhofften Wirkungen sind nicht nur die naturwissenschaftlichen Zusammenhänge relevant. Vielmehr ist auch die Kenntnis und das Verständnis der zumeist nicht-trivialen und komplexen finanzwirtschaftlichen Wirkungskanäle erforderlich.[65] Es müssten auch „*Reaktionen anderer Marktteilnehmer, die diese Änderungen wieder kompensieren können, um nur ein Beispiel zu nennen, berücksichtigt werden*“.[66]

Wilkens und Klein weisen dann darauf hin, dass die verwendeten Kausalmodelle oft auf einer Reihe von expliziten und impliziten Annahmen fußen, auf denen die Argumentationen aufgebaut werden. Beispielsweise werde oft davon ausgegangen, dass die Kurse der Aktien vor dem Hintergrund der notwendigen Transformationen der Wirtschaft „falsch“ wären und dadurch die Transformation behinderten.[67] In diesem Fall wäre eine Divestmentaktivität sinnvoll, welche die Aktienkurse zu dem Optimum bringt, das nachhaltiges Verhalten bestmöglich induziert. Tatsächlich könnte es aber auch sein, dass Finanzmarktpreise sich bereits angepasst haben und genau das Niveau besitzen, das eine bestmögliche Transition zu einer nachhaltigen Wirtschaft ermöglicht.

Wenn man nun die Literatur zu Divestment-Strategien analysiert, dann findet man praktisch keine ausgearbeiteten Kausalketten. Stattdessen dominieren ad-hoc-Vermutungen. Eine verbreitete Begründung lautet folgendermaßen: Unternehmen, die von Divestment-Strategien ihrer Geldgeber betroffen sind, müssen sich neues Kapital beschaffen und dabei möglicherweise bessere Konditionen bieten. Das erhöht die Kapitalkosten. Um die erhöhten Kapitalkosten zu verringern, könnte das Management zum Ergreifen von klimagerechten Maßnahmen veranlasst sein. Wörtlich heißt es z.B.: „*Diese Divestmententscheidung hat theoretisch kurz- und mittelfristige Auswirkungen auf die vom Divestment betroffenen Unternehmen. Wie bei jedem Verkauf von Aktien- oder Unternehmensanleihen fällt deren Kurs aufgrund der sinkenden Nachfrage kurzfristig, und dem Unternehmen entstehen somit erhöhte Kapitalkosten. Erhöhte Kapitalkosten bedeuten für das Unternehmen weniger Spielraum für Investitionen und bewegen das Management im besten Fall dazu, das Unternehmen nachhaltiger auszurichten und CO2 einzusparen*“.[68]

Deutlich wird an diesen Formulierungen, dass es sich nicht um ausgearbeitete, nach vielerlei Richtungen abgesicherte Kausalketten handelt, sondern eher um Vermutungen und Möglichkeiten auf einer sehr engen gedanklichen Basis. Angesichts der großen globalen Kapitalvermögen, mit ihren vielen Möglichkeiten, ist es zweifelhaft, ob die vermuteten Wirkungen eintreten.

---

[64] Wilkens, Klein (2021), S. 7 pdf.
[65] Vgl. Wilkens, Klein (2021), S. 18 pdf.
[66] Wilkens, Klein (2021), S. 19 pdf.
[67] Vgl. Wilkens, Klein (2021), S. 19 pdf.
[68] Gloger, u.a., (2020) „Strategiepapier“, S. 18

Zusammenfassend kann gesagt werden: Die volkswirtschaftliche Wirkungsanalyse unterscheidet vier Wirkungsebenen, nämlich Input, Output, Outcome und Impact. Ziel von Divestment ist der Impact. Zwischen Input und Output gibt es noch direkte Beziehungen. Aber zwischen Output und Impact gibt es nur noch sehr abstrakte, theorie- und Annahmen-beladene Kausalmodelle, die keiner direkten Überprüfung zugänglich sind. Jedes halbwegs vernünftige Kausalmodell muss eine Vielzahl von Wirkungsketten berücksichtigen. Zumindest die im Leitfaden der Bundesregierung zur Fundierung der Wirksamkeit von Divestment vorgebrachten Modelle stellen keine sorgsam ausgearbeiteten Kausalmodelle dar. Auch der von McKibben erstellte Beitrag, der die Divestment-Bewegung wesentlich mitbegründete, enthält kein sorgsam ausgearbeitetes Kausalmodell.[69]

# 7. Divestment im Lichte marktwirtschaftlicher Konzeptionen

## 7.1. Einleitung

Wie sieht es eigentlich mit Divestment aus marktwirtschaftlicher Perspektive aus? Passen Divestment-Strategien in marktwirtschaftlich organisierte Gesellschaften? Und wenn ja, welche Verhaltensforderungen stellen sie dann an die Akteure?

Der Sustainable Finance Beirat des Bundesfinanzministeriums hat sich mit dem Verhältnis von Divestment und marktwirtschaftlicher Regulierung auseinandersetzt.[70] Es ist eigentlich keine „Auseinandersetzung", sondern mehr eine kurze Bemerkung. Aber man kann erkennen, mit welchen Argumenten der Beirat seine Unterstützung von Divestment-Aktivitäten vertritt. Die öffentliche Hand, so der Beirat, sei einerseits „*Gestalter des Regulationsrahmens*". Andererseits habe sie eine „*Vorbildfunktion*" und könne mit ihrem Verhalten Signaleffekte aussenden. Der besondere Vorteil der Divestment-Strategie sei es nun, dass sie „*ohne Regulierung*" Wirkungen erzielen könne. „*Ohne per Regulierung in den Markt einzugreifen*", kann per Signaleffekt eine signifikante Wirkung in Bezug auf die Umsetzung des Ziels der Treibhausgasneutralität bis 2050 erreicht werden.[71] Es fragt sich natürlich, warum es vorteilhaft sein soll, *keine* Regulierung durchzuführen, wenn man ein wichtiges Ziel vor Augen hat. Aber immerhin ist auch nicht jede Regulierung sinnvoll, so dass man mit den Divestment-Aktivitäten als Alternative zu einer Regulierung vielleicht ein überlegenes Instrument hat – so jedenfalls suggerieren es die Äußerungen des Nachhaltigkeitsbeirates.

---

[69] Vgl. McKibben (2021)

[70] Sustainable Finance Beirat (2020), S. 43pdf

[71] „Die öffentliche Hand hat neben ihrer Rolle als Gestalter des Regulationsrahmens und der Anreizsysteme eine Schlüssel- und Vorbildfunktion für die Transformation des Finanz- und Wirtschaftssystems als Nachfrager, Finanzierer und Finanzmarktakteur. Ohne per Regulierung in den Markt einzugreifen, kann ihre Wirkung aufgrund des Signaleffekts, den ihr Verhalten auf andere Finanzmarktakteure hat, signifikant sein, etwa in Bezug auf die Umsetzung des Ziels der Treibhausgasneutralität bis 2050." Quelle: Sustainable Finance Beirat (2020), S. 43pdf

Im Folgenden wird geprüft, welche Anforderungen marktwirtschaftliche Konzeptionen an staatliches Handeln und insbesondere an die Regulierung stellen. Stimmt es, wie der Sustainable Finance Beirat andeutet, dass Divestment-Strategien auf der Basis von „Vorbild" einem regulatorischen Ordnungsrahmen vorzuziehen sind?

## 7.2. Marktwirtschaftliche Konzeptionen

Zunächst einmal ist zu beachten, dass es verschiedene marktwirtschaftliche Konzeptionen gibt. Ein besonderes Gewicht in Deutschland haben liberale Konzeptionen und darunter insbesondere der Ordoliberalismus, der seit Gründung der Bundesrepublik Deutschland eine der Grundlagen des deutschen Wirtschafts- und Gesellschaftssystems darstellt.[72] Es wird im Folgenden geprüft, wie Divestment-Strategien im Lichte des Ordoliberalismus zu bewerten sind.[73]

> *„Die überzeugenden Elemente des Ordoliberalismus sind eine freie, aber gleichzeitig zur Selbstbestimmung des Einzelnen ausgerichtete Wirtschaftsordnung mit einem inklusiven sozialen Charakter, die Vorzugsrechte einzelner Interessengruppen kategorisch zu unterbinden versucht."*[74]

Mit diesem Statement fasst Müller das Wesen des Ordoliberalismus zusammen. Der Ordoliberalismus ist ein Zweig der liberalen marktwirtschaftlichen Schulen des 20. Jahrhunderts, die sich sowohl vom klassischen Laissez-Faire-Liberalismus der vorangegangenen Zeit als auch vom Sozialismus abgrenzen. Der Ordoliberalismus kritisiert ein *„Übermaß an Deregulierung"*, lehnt aber auch ein *„Übermaß an Regulierung"* ab.[75] Der Staat soll nicht interventionistisch in laufende Prozesse eingreifen, vielmehr soll er durch einen längerfristigen Ordnungsrahmen dem privaten Wirtschaftsgeschehen eine Orientierung geben und Grenzen setzen. Ökonomische Kräfte sollen nicht gänzlich sich selbst überlassen werden. Ökonomische, aber auch moralische und ethische Aspekte setzen der Entfaltung der Individuen Grenzen, was durch eine staatliche Ordnung unterstützt wird.[76]

Die einzelnen Richtungen der liberalen Schulen unterscheiden sich vor allem in der Frage, *wann* ein Eingriff des Staates als probat und marktkonform gilt. Die einen verlangen mehr Zurückhaltung des Staates. Sie setzen auf Selbststeuerung und spontane Ordnung sozio-ökonomischer Prozesse vor allem vor dem Hintergrund begrenzten Wissens des Staates oder, allgemeiner formuliert, einzelner Akteure. In solchen Konzeptionen könnte man sich staatliche Lenkung nicht durch Regulierung, sondern durch Vorbild vorstellen. Noch besser wäre aber ein völliges Zurückhalten des Staates, weil die Herkunft des Wissens des Staates in den sehr liberalen Konzeptionen angezweifelt wird. Woher soll der Staat wissen, welche Wirkungen Divestmentaufrufe tatsächlich haben? Hat er alle Kausalketten durchdacht und befriedigend genau

---

[72] Vgl. Steinberg, P., Börnsen, N., Neumann, D. (2021)
[73] Dabei wird, wenn nichts anderes gesagt wird, auf Müller (2019) zurückgegriffen.
[74] Müller (2019)
[75] Vgl. Müller (2019)
[76] Müller (2019)

aufgeklärt? In den sehr liberalen Konzeptionen, die mit dem fehlenden Wissen der Akteure argumentieren, würde dies verneint und eine Divestmentstrategie als Staatspolitik abgelehnt. Er dürfte dann auch keine Vorbildfunktion einnehmen.

Andere Richtungen verlangen mehr Regulierung vom Staat. Diese kann zunächst einmal in der Sicherung eines allgemeinen Ordnungsrahmens bestehen. Die Notwendigkeit einer Ordnung wird oft als Antwort auf Elemente des *Marktversagens* interpretiert. Aber sie ist zugleich auch ein Instrument, um das *Staatsversagen* zu bekämpfen, das sich in uninformierten, willkürlichen, halbdurchdachten Eingriffen in das Wirtschaftsgeschehen zeige. Der Staat kann sein eigenes „*nicht -genau-Wissen*" durch einen Ordnungsrahmen bekämpfen, der einmal gründlich durchdacht festgelegt wird. Er verhindert dann willkürliche, nicht-genau-durchdachte diskretionäre Eingriffe. Zwischen dem Markt- und dem Staatsversagen muss ein Kompromiss gefunden werden, und dieser besteht der Literatur zufolge in der Etablierung einer längerfristig geltenden Ordnung. Durch die Fokussierung des Staates auf die Etablierung und Erhaltung beziehungsweise Anpassung von Spielregeln wird die Gefahr der genannten Fehler gemindert.

Für diese Lösung wird vor allem das Problem des nicht vorhandenen Wissens seitens der Politik in Bezug auf die Nebenwirkungen staatlichen Handelns, deren man nicht gewahr ist, angeführt. Das liberale marktwirtschaftliche Konzept erfordert deshalb die Etablierung eines liberalen Rechtsstaates, der im Sinne allgemein anerkannter Verfahrensspielregeln einen Ordnungsrahmen für die Wirtschaft setzt. Der Staat soll nicht diskretionär eingreifen, sondern eine Ordnung setzen, in deren Rahmen sich die Wirtschaftssubjekte frei entfalten können. Walter Eucken formuliert die Forderung nach einem Ordnungsrahmen so, dass die „*wirtschaftspolitische Tätigkeit des Staates auf die Gestaltung der Ordnungsformen der Wirtschaft gerichtet sein (soll), nicht auf die Lenkung des Wirtschaftsprozesses*".[77]

## 7.3. Ordoliberalismus und Nachhaltigkeit

In welcher Weise sind nun Marktwirtschaft und Nachhaltigkeit miteinander verknüpft? Hier wird oft auf die sog. Externen Effekte zurückgegriffen. Unter Externen Effekten versteht man Folgendes: Wenn Unternehmen im Rahmen ihrer Aktivitäten gestützt auf die marktwirtschaftlichen Freiheiten, Verträge abzuschließen, dabei Dritte mit Belastungen überziehen, dann liegen Externe Effekte vor. Wenn also ein Wirtschaftssubjekt Kohle fördert und es an ein zweites verkauft, damit dieses die Kohle verbrennen kann, dann liegt in Form der Klimaverschlechterung ein Externer Effekt vor, der viele Dritte berührt, die an der ursprünglichen Transaktion zwischen Wirtschaftssubjekt 1 und 2 gar nicht beteiligt waren. Diese Dritten konnten nicht ihre Interessen zur Geltung bringen. Sie fangen nun an (*müssen* gezwungenermaßen), sekundäre Maßnahmen zu ergreifen, indem sie sich vor Hochwasser, Trockenheit, Stürmen etc. schützen. Sie müssen Kosten aufwenden, die negativen Folgen der Transaktion, an der sie gar nicht beteiligt waren, zu bekämpfen. Dabei kommt es zu einer Reallokation von Ressourcen, welche die ursprünglichen Vertragsparteien gar nicht einkalkuliert haben. Die ursprüngliche Transaktion zwischen dem ersten und zweiten Wirtschaftssubjekt hat die Folgen nicht berücksichtigt,

[77] Eucken (1952, 2004), S. 338

die Schäden wurden nicht einkalkuliert, sie müssen von den unbeteiligten Dritten oder Gesellschaft als Ganzes getragen werden, was zu einer Fehlallokation von Ressourcen und einer Entfernung der Gesellschaft vom Wohlfahrtsmaximum führt.

Insbesondere der Klimawandel stellt eines der größten Bedrohungen, wenn nicht sogar die größte Bedrohung für die Menschheit dar, die enorme Anpassungshandlungen unbeteiligter Dritter auslöst. Verursacht wird sie durch viele „erste" und „zweite", welche die Folgen ihres Tuns für die Milliarden von Dritten nicht einkalkulieren. Es wird behauptet, der Staat sei dabei zu inaktiv. Er agiere „too little, too late". Er könne mit Externen Effekten nicht umgehen. Deshalb seien Bürgeraktivitäten wie die Divestment-Bewegung nötig.

Was wäre die marktwirtschaftliche Antwort auf Externe Effekte? Die Antwort ist die sog. *Internalisierung*. Darunter versteht man die Belastung derjenigen, welche Transaktionen durchführen, die Auslöser von Externen Effekten sind, mit genau den Kosten, welche Dritte durch diese Transaktionen zu tragen haben. Wenn jeder Schädiger genau die Kosten tragen muss, die der von ihr oder ihm herbeigeführte Schaden bedeutet, dann ist dies Bedingung für eine bestmögliche Verhaltensanpassung der Schädiger. Das ist die marktwirtschaftliche Regel im Umgang mit Externen Effekten.

Genau diese Regel entspricht aber nicht der Politik vieler Regierungen. An vielen Stellen kann man erkennen, dass die Preise für die Schädigung des Gemeinwesens zu gering sind. Die Entschädigungspflichten von Menschen und Unternehmen, die schädigen, sind viel zu niedrig angesetzt. Das zerrüttet das Vertrauen in den Ordnungsrahmen und in den Staat als regulatorische Kraft.

Wenn der Staat nun sagt, er wolle eine „*Vorbildfunktion*" einnahmen, gleichzeitig aber nicht den Ordnungsrahmen schafft, in dem Schädiger zum Tragen der verursachten Schäden verpflichtet werden (z.B. durch den Kauf von Zertifikaten), dann liegt hier durchaus ein Widerspruch vor.

**Kasten 3: Widersprüchliche Staatspolitik – Absicht oder Zufall?**

Am Beispiel der Luftverkehrswirtschaft wird die Widersprüchlichkeit des staatlichen Handelns deutlich. Zum einen ruft der Staat im Rahmen seiner Divestment-Politik dazu auf, klimaschädliche Aktivitäten durch Kapitalrückzug zu bestrafen. Andererseits fördert er aber umweltschädliches Fliegen, Airlines und Flughäfen durch mannigfaltige regulatorische Erleichterungen und Hingabe von Geld.

Konkret: Die Vergangenheit zeigt, dass immer dann, wenn deutsche Airlines und Flughäfen Schwierigkeiten mit der Kapitalbeschaffung hatten – was ja ein Ziel und sogar der zentrale Baustein der Divestment-Strategie ist – der Staat mit Kapitaleinbringungen und subventionierten Krediten half. Zusätzlich entlastete er die Unternehmen von Kerosin- und Mehrwertsteuer. Entschädigungszahlungen an negativ Betroffenen fielen gering aus. Eine Internalisierung Externer Effekte fand nicht statt.

Demzufolge unternahmen Flughäfen und Airlines nur geringe Anstrengungen, Schäden zu verringern. Auch Vorsorge für die Zukunft fand nur in begrenztem Maße statt.

**Divestment als Strafe**

Unterlässt der Staat die Schaffung eines Ordnungsrahmens, greifen die Menschen zur Selbstjustiz. Wenn Menschen zur Selbstjustiz greifen, besteht die Gefahr undurchdachter, ineffizienter Handlungen. *„Regierungen müssen die richtigen Rahmenbedingungen schaffen, um es dem technologischen Fortschritt zu erlauben, sich zu entfalten.“*[78]

Die Divestment-Politik kann auch als eine Art von Bestrafung für diejenigen, die sich nicht an den gesellschaftlichen Konsens halten, betrachtet werden. Sanktionen, also Bestrafungen, gelten aber als suboptimale Maßnahmen. Dazu formuliert Müller:

> *„Es [ist] auch notwendig, aus anreiztechnischer Sicht zu verstehen, dass Sanktionen meistens nicht funktionieren. Statt Sanktionen ist eine positive Anreizlegung, als nicht nur wirkungsvoller, sondern gleichermaßen auch werthaltiger anzusehen. Denn nicht nur die Reduktion der Emissionen, sondern auch das Verhindern von Emissionen sollte das Ziel sein.“*[79]

**Die Rolle der Konsumenten**

Dabei muss man weiterdenken und auch sehr indirekte Wirkungen beachten. Konsumenten bedrängen einerseits Unternehmen, sich umweltfreundlicher zu verhalten. Andererseits fragen sie selbst wenig nachhaltige Produkte und Dienstleistungen nach. Ihr Verhalten ist ambivalent. Sie bedrängen Unternehmen der Fossil-fuel Industrie, Rohstoffverbrennungen zu unterlassen,

[78] Müller, 2019
[79] Müller, 2019

fragen andererseits aber auch deren Produkte nach. Während Divestment nur die einen – nämlich die anbietenden Unternehmen – trifft, könnte der Staat mit einem Ordnungsrahmen, der auf die Internalisierung Externer Effekte abstellt, auch die anderen, die Konsumenten, treffen. Wenn sie keine entsprechenden Produkte und Leistungen mehr nachfragen, wird die Nutzung fossiler Energien von selbst zum Stillstand kommen. Es erscheint irrational, wenn eine Beschimpfung und Ächtung von Unternehmen mit bestimmten Produkten und Dienstleistungen für richtig gehalten wird, eine Beschimpfung und Ächtung der Konsumenten, die genau die kritisierten Produkte und Leistungen nachfragen, aber nicht. Die Divestment-Bewegung hat auf der Suche nach einem „*Feind*", den eine genügende Masse von Menschen als solchen anerkennen könnte, die rohstoffbesitzende Fossil-fuel Industrie ausgemacht. Die Konsumenten zum Feind zu erklären, wäre objektiv gesehen, vielleicht sinnvoller gewesen.[80] Es würde aber dem Credo, eine Massenbewegung zu werden, nicht helfen, weil sich die Masse nicht gern selbst beschimpft.

Zusammengefasst ergibt sich: Im Rahmen von marktwirtschaftlichen Konzeptionen werden negative Externe Effekte durch ein Regulierungssystem internalisiert. Ein Staat, der dies unterlässt, handelt nicht marktwirtschaftlich, macht sich unglaubwürdig und verliert das Vertrauen der Bevölkerung. Er bewirkt Maßnahmen der Selbstjustiz, die ineffizient und unzweckmäßig sein können.

## 7.4. Marktwirtschaft und Machtgruppen

In welchem Verhältnis steht eigentlich die Divestment-Bewegung zur Marktwirtschaft, wenn man die Beteiligten als eine „Machtgruppe" betrachtet?

Ein zentraler Grundsatz liberaler Marktwirtschaftskonzeptionen lautet, Machtgruppen zu verhindern. „*Die Politik des Staates sollte darauf gerichtet sein, wirtschaftliche Machtgruppen aufzulösen oder ihre Funktion zu begrenzen. Jede Festigung der Machtgruppen verstärkt die neofeudale Autoritätsminderung des Staates. Dieser Grundsatz folgt aus dem Verständnis der Kraft des Wettbewerbs als Entmachtungsinstrument*".[81]

Marktwirtschaft funktioniert dann besonders gut, wenn Menschen rational handeln, sich bei ihren Entscheidungen an die relevanten Kriterien[82] halten und keine Machtgruppen vorhanden sind. Die ordoliberale Marktkonzeption hat Machtballungen vor dem Hintergrund der Weimarer Republik ein besonderes Augenmerk gewidmet und regulatorische Maßnahmen zur Verhinderung von Machtausübung für sehr wichtig gehalten.

---

[80] Ein anderes viel diskutiertes und auch umgesetztes Instrument, Nachhaltigkeitswirkungen zu erzielen, sind Anreize. Müller rät aber zur Vorsicht. Die Schlussfolgerung, so schreibt er, ist, dass Anreize gut durchdacht sein müssen und ihre indirekten sozialen Auswirkungen mit in Betracht gezogen werden müssen; vgl. Müller (2019).

[81] Eucken (1952, 2004), S. 334

[82] Das sind diejenigen Kriterien, die bei der Entscheidung über den Einsatz von Ressourcen dazu beitragen, den höchstmöglichen Wohlfahrtsgewinn aus den knappen Ressourcen zu erlangen.

Wie ist nun Divestment vor diesem Hintergrund zu beurteilen? Wie gesehen, hat es Bill McKibben angestrebt, die Untätigkeit des Staates durch *Movements* zu bekämpfen. Movements oder Bewegungen sind Gruppen von Menschen, die sich gleichgerichtet verhalten und beabsichtigen, damit Einfluss auszuüben. Sind das bereits die *Machtballungen*, vor denen der Ordoliberalismus warnt?

Grundsätzlich gilt, dass gleichgerichtetes Verhalten Aller zu einem bestimmten Zeitpunkt sogar ein Kennzeichen effizienter Märkte darstellt. An effizienten Märkten erhalten die Menschen gleichzeitig neue Informationen, analysieren sie rational und reagieren unmittelbar darauf. Preise springen ohne Umsatz auf ihr neues Gleichgewichtsniveau. Gleichgerichtetes Verhalten ist also nichts Schlimmes, sondern Zeichen von Qualität eines Marktes.

Was im Fall der Divestment-Bewegung anders ist, ist die Tiefe des Durchdringens der Entscheidungssituation. Das Weltklima durch moralische Entrüstung, durch Boykott und soziale Ächtung einzelner Unternehmen beeinflussen zu wollen, erfordert Kenntnisse von weitreichenden Wirkungsketten, welche die Divestment-Teilnehmer mit großer Sicherheit nicht haben. Divestment durchzuführen und sich dabei nur auf ein paar bekannten Unternehmen zu stürzen, die Masse der Märkte außen vor zu lassen, ist nicht effizient. Unternehmen durchkommen zu lassen, wenn sie nur ein paar billige Umwegkonstruktionen aufbauen, ist nicht effizient. Assets in nationale Umfelder abwandern zu lassen, wo sie unangreifbar sind, ist nicht effizient. Divestment kann insofern höchstens eine second-best-Lösung sein.

Ganz anders sieht es bei der Beeinflussung von Akteuren im Wege der Internalisierung Externer Effekte aus. Hier ist der Staat der Akteur. Er bedient sich fein ausgearbeiteter Gesetzgebungsprozeduren mit sorgfältiger Fundierung von Maßnahmen und vielfachen Kontrollen im Gesetzgebungsprozess. Ein vom Staat geschaffener Ordnungsrahmen bietet deshalb eine gewisse Gewähr dafür, dass die Entscheidungen rational zustande gekommen sind.

## 7.5. Zusammenfassung

Es gibt marktwirtschaftliche Konzeptionen, die Wege aufzeigen, wie eine Wirtschaftsordnung beschaffen sein soll, um die Wohlfahrt bestmöglich zu beeinflussen. Nachhaltigkeitsaspekte sind in diese Konzeptionen integriert. Dem Ordoliberalismus zufolge gilt es, einen Ordnungsrahmen zu schaffen, in dem sich die Wirtschaftssubjekte unbehelligt bewegen dürfen. Der Ordnungsrahmen muss fest und berechenbar sein. Damit können die Unternehmen in diesem Rahmen die bestmöglichen Lösungen für die Transition finden. Die optimale Allokation der knappen Ressourcen gelingt.

Natürlich kann man eine Divestment-Politik des Staates auch als eine Art Ordnungsrahmen begreifen. Aber es ist eine schlechte Ordnung. Sie ist diffus, sie gibt keine klaren Regeln und Grenzen. Sie ist mit Willkürhandlungen verbunden. Wie die Praxis zeigt, trifft Divestment die Unternehmen unterschiedlich. Kleinere spezialisierte Unternehmen bleiben unbehelligt. Große trifft es, auch wenn sie Nachhaltigkeitsanstrengungen unternehmen. Börsennotierte Unternehmen sind stärker betroffen als Private Equity. Die Wirtschaft, das zeigen Beispiele aus der Pra-

xis, passt sich an. Kritische Assets werden in unbehelligte Marktsegmente umgeleitet. Unternehmensstrukturen werden umgestaltet, um dem sozialen Druck auszuweichen. Legale Joint-Venture-Konstruktionen werden benutzt. Unternehmensstrukturen sind nicht mehr Resultat der Anpassung an Knappheiten, sondern Resultat des Ausweichens von Druck. Unternehmen und Aktivitäten verlagern sich von der internationalen Bühne in nationale Bereiche, wo sie weniger Aufmerksamkeit erfahren. Der organisierte Kapitalmarkt verliert an Bedeutung.

Das alles dient keinem Nachhaltigkeitsziel, verursacht aber Ressourcenverzehr, der die Wohlfahrt einer Gesellschaft mindert und die Fähigkeiten zur Transformation hin zu einer nachhaltigen Lebensweise verkleinert.

Die Schlussfolgerung lautet: aus marktwirtschaftlicher Sicht ist Divestment keine Politik. Wenn die Divestment-Bewegung ihre Energien darauf richtete, den (unwilligen) Staat zur Schaffung eines angemessenen Ordnungsrahmens zu bewegen, statt willkürlich das eine oder andere Unternehmen zu treffen, wäre es die vernünftigere Lösung der Klimapolitik.

# 8. Divestment im Lichte von Demokratie und Rechtsstaat

## 8.1. Einleitung

Wer sich mit Divestment befasst, stößt unweigerlich irgendwann auf die Fragen von Demokratie und Rechtsstaat. Es fragt sich, wie Divestment aus Sicht von Demokratie und Rechtsstaat anzusehen ist?

Divestment gründet auf der sozialen Ächtung von Unternehmen und Personen.[83] Als die deutsche Bundesregierung zusammen mit dem deutschen Bundestag 2020 die Kommunen durch eine Ratgeberbroschüre aufforderten, ihre Finanzanlagen mit Divestment-Strategien zu steuern, da beteiligten sie sich an der sozialen Ächtung von Unternehmen. Die geächteten Unternehmen verstießen *nicht* gegen Gesetze. Ihre Aktivitäten waren *erlaubte* Handlungen. Die Bundesregierung ist das ausführende Organ der Beschlüsse des Parlamentes. Das Parlament hat die Macht, unerwünschte Handlungen von Unternehmen per Gesetz zu beschneiden. Kann es richtig sein, wenn ein Parlament und eine Regierung dazu aufrufen, Unternehmen zu ächten, die Handlungen durchführen, die vom Parlament für rechtens erklärt wurden? Und wenn man zur Ächtung von Unternehmen aufruft, kann es dann sinnvoll sein, dies in einer sehr diffusen

[83] Divestment im engen Sinne bedeutet „Verkauf“, also Rückzug von Kapital. Der bloße Rückzug von Kapital an sich durch einige motivierte Investoren würde noch keine gesamtwirtschaftlichen Wirkungen erzeugen, denn in einem Markowitz'schen Mü-Sigma-Entscheidungsumfeld würden sofort andere Kapitalgeber einspringen. Erst dann, wenn andere Kapitalgeber auch ein bestimmtes Unternehmen nicht als investitionswürdig ansehen, trotz attraktiver Mü-Sigma-Eigenschaften, kann Divestment anfangen, Wirkungen zu erzeugen, indem Preise von Aktien und Anleihen dauerhaft niedrig bleiben und die Kapitalkosten steigen. Die soziale Ächtung durch mehr oder weniger alle Kapitalbesitzer, zumindest alle wesentlichen, ist also ein wichtiger, wenn nicht der zentrale Aspekt der Divestment-Strategie.

Art und Weise zu tun, den Kreis der zu ächtenden Unternehmen nicht exakt einzugrenzen, es jedem angesprochenen staatlichen Organ selbst zu überlassen, wen es ächten will und wie intensiv die Ächtung ausfallen soll?

Das sind fast rhetorisch formulierte Fragen, die eine eindeutige Antwort zu implizieren scheinen. Aber das ist nicht so – die Antwort ist offen. Es stellt sich auf jeden Fall die Frage, wie Divestment-Maßnahmen unter dem Blickwinkel eines Rechtsstaates zu sehen sind. Diese Frage soll im Folgenden beleuchtet werden.[84]

## 8.2. Was ist ein Rechtsstaat

Rechtsstaaten im modernen Sinne entstanden im 18. und 19. Jahrhundert. Ihre Wurzeln reichen bis in die Antike zurück. Landläufig spricht man von Rechtsstaaten als Staaten, in denen die „Herrschaft des Gesetzes" gilt. Der englische Begriff „rule of law" macht dies deutlicher als der deutsche Begriff „Rechtsstaat".

Man unterscheidet zwei Arten von Rechtssystemen: „rule book"-Systeme" und „rights"-Systeme. Das erste System, besteht aus Regeln, die „irgendwie" aufgestellt sind, vielleicht von willkürlich agierenden Diktatoren oder durch historische Entwicklung. Währenddessen folgen im letzteren System die geltenden Regeln rationalen Prinzipien und sind deshalb durchdacht und geordnet.

Platon entwarf ein politisches Gemeinwesen, in dem nicht die Menschen, sondern allein die Gesetze herrschen, so dass die politischen Amtsträger strikt nach den bestehenden – von einem Gott oder einem außerordentlichen Menschen bei der Staatsgründung erlassenen – Gesetzen handeln. Diese Gesetze, die man als eine Verfassung betrachten kann, setzen den Rahmen, innerhalb dessen jedes weitere Gesetz erlassen werden muss und sich jede Handlung vollzieht. Auf diese Weise sollte jede Spur von menschlicher Willkür im politischen Handeln verschwinden, und die Bürger sollten nur der Vernunft des Gesetzes und nicht der Unvernunft oder den Begierden eines Menschen unterworfen sein.

Die formale „Gesetzlichkeit" als Prinzip wird in Rechtsstaaten ergänzt durch die inhaltliche Richtigkeit, die „Gerechtigkeit", die sich in der Vernunft der Normen widerspiegelt und aus Naturgesetzlichkeiten oder göttlichen Vorschriften ableitet. Beides zusammen, also die *Form* des Rechts- bzw. Gesetzesstaates zusammen mit „gerechten" *Inhalten* machen das wohlgeordnete Gemeinwesen eines Rechtsstaates aus.[85]

Divestment durch staatliche Stellen kann man in diesem Sinne nun als eine Art der Einflussnahme ansehen, deren Inhalt „gerecht" ist, aber deren Form nicht der des Rechtsstaates genügt. Denn die Ächtung der von Divestment Betroffenen trifft Wirtschaftssubjekte, welche rechtlich legale Handlungen vollziehen. Der Staat hat sich im Fall des Divestment nicht die

---

[84] Wenn nichts anderes angegeben, beruhen die folgenden Aussagen auf Campagna (2018).
[85] Vgl. Campagna (2018)

Mühe gemacht, das Ächtungsziel in Gesetzesform zu kleiden und die Ächtungsmaßnahmen in einem gesetzlichen Rahmen festzuhalten. Das hat Nachteile.

Im Rechtsstaat herrscht das Gesetz als oberste Norm. Die Herrschaft des Gesetzes garantiert nicht nur die Rechtssicherheit, sondern auch die Freiheit, wie Montesquieu es festhält: „*Freiheit ist das Recht, alles zu tun, was die Gesetze erlauben*".[86] In einer Welt des Divestment ist die Freiheit eingeschränkt, weil man Handlungen, die der Gesetzgeber für legal erklärt hat, nicht oder nur erschwert tun kann. Wenn nun der Gesetzgeber, so wie das der Deutsche Bundestag zusammen mit der Bundesregierung getan haben, selbst zum Divestment aufruft, dann schränken beide genau die Freiheit ein, die sie als Gesetzgeber geschaffen haben. Sie schaffen als Gesetzgeber Vorschriften, welche Handlungen erlauben und schränken dann die Handlungsfreiheit über sekundäre Instrumente wieder ein, hier letztlich über die große Macht, die der weitreichende Staat besitzt. Es fragt sich, wäre es nicht besser, die Freiheit per Gesetz einzuschränken, anstatt durch das diffuse Divestment?

## 8.3. Legalität versus Legitimität

Grundsätzlich kann jeder menschliche Akteur nach eigenem Ermessen entscheiden, welche Handlung er oder sie vollziehen möchte. Das sind Handlungen, die er oder sie für „legitim" hält. In einem wohlgeordneten Rechtsstaat fallen Legitimität und Legalität zusammen.[87] Illegitime Handlungen werden durch das Recht ausgeschlossen. Es macht keinen Sinn, illegitime Handlungen nicht durch Gesetz auszuschließen; es würde zu Selbstjustiz und unterschiedlichen Behandlungen gleichartiger Fälle führen. In einem wohlgeordneten Rechtsstaat gibt es prinzipiell keinen Platz mehr für einen Konflikt zwischen Legalität und Legitimität.[88]

Beim Divestment liegt der Fall vor, dass der Staat Recht schafft oder beibehält, welches Unternehmen Handlungen erlaubt, welche von Teilen der Bevölkerung nicht als legitim angesehen werden. Das an sich ist noch nicht ganz verwerflich, denn der Staat kann nicht für jede Splittergruppe neue Gesetze schaffen, die dann für alle gelten. Auch kann man sich vorstellen, dass es sinnvoll sein kann, Handlungen, die von vielen als illegitim angesehen werden, nicht gleich zu illegalen zu machen, z.B. weil der Gesetzgeber nicht weiß, was an die Stelle treten soll. Aber wenn der Gesetzgeber selbst zum Boykott von Kapitalbeteiligungen aufruft, dann muss er doch zumindest diese eine Handlung als vernünftig beurteilt haben, und dann kann er auch überlegen, ob ein ungeordneter Boykott gesteuert durch Massenbewegungen und Marketingmaßnahmen von Lobbygruppen nicht schlechter ist als ein gesetzlich gesteuerter.

Der Vorteil des Gesetzgebungsverfahrens ist es, dass Vorschriften geordnet und wohldurchdacht erlassen werden. Gesetze werden durch Verfahren mit vielfältigen Prüfschritten gemacht, die dazu dienen, immer wieder zu prüfen, ob die beabsichtigten Vorschriften vernünftig sind und bestmöglich dem anvisierten Ziel dienen. Währenddessen kann ein Protest von Bür-

---

[86] Montesquieu (1951), S. 395, zitiert nach Campagna (2018)
[87] Vgl. Campagna (2018); siehe auch Carlo Schmitt (1986), Schmitt (1995), Schmitt (1938)
[88] Campagna (2018)

gern weniger Qualität haben. Die Internetseiten von 350.org machen deutlich, dass eine „Bewegung“ plakativ auftreten muss, wenig differenzieren kann, um Massen zum Mitmachen zu „bewegen“. Ein Gesetzgeber kann viel differenzierter agieren.

Es war bisher Usus in Rechtsstaaten, dass das, was die Gesetze verkörperten, also die Legalität, mit dem übereinstimmte, was die Menschen als legitim empfinden. Wenn das der Fall ist, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass das Zusammenleben in einer Gesellschaft durch gut durchdachte, rationale Vorschriften bestimmt wird. Mit der Divestment-Bewegung ist das nicht mehr der Fall. Die Gesetze werden nicht an das angepasst, was die Bürger als legitim empfinden. Die Aktionen der Bürger sind nicht immer von Vernunft und Ratio geprägt. Unterschiedliche Ansichten brechen sich Bahn und behindern sich in ihren Wirkungen. Ein Gesetz wäre sicherlich ein rationalerer Weg. Wenn aber nun der Bundestag selbst, statt ein solches Gesetz zu erlassen, den Weg wählt, eine Broschüre erstellen zu lassen, in der zum ungeordneten Widerstand gegen legale Handlungen aufgerufen wird, ist das eine ganz merkwürdige Entwicklung des Rechtsstaatsgedankens.

Natürlich könnte man es auch in Erwägung ziehen, dass sich der Staat auf der Basis eines neoliberalen Wirtschafts- und Gesellschaftsbildes zurückhält und die Bürger und Unternehmen ihre Dispute selbst austragen lässt. Das entspricht zwar nicht dem Leitgedanken der wirtschaftspolitischen Grundkonzeption der Bundesrepublik Deutschland, aber grundsätzlich denkbar wäre eine solche Politik. Aber auch dann wäre es nicht vertretbar, wenn der Staat sich durch das Erstellen von Broschüren und Aufrufen von machtvollen Organen zum entsprechenden Handeln sich ganz deutlich auf eine Seite stellt und diese protegiert. Ein Staat, der sich im neoliberalen Sinne „heraushalten“ will, muss sich auch wirklich heraushalten und nicht dann doch eingreifen. Denn wenn ein Staat eingreift, hat er auch die Pflicht, das jeweils wirksamste und effizienteste Mittel zu wählen – und das ist eine wohldurchdachte geordnete Gesetzgebung eher als ein diffuser Aufruf, sich an Unternehmensächtungen zu beteiligen.

Die OECD sieht die Sorgfalt der Regierungspolitik gefährdet. Sie hat im Nachgang zur Coronakrise die Mitgliedsländer in Bezug auf ihre Rechtsetzungsverfahren aufgefordert „*to improve the effectiveness of regulatory frameworks*.“[89] Es habe sich gezeigt, dass regulatorische Ansätze gründlicher durchdacht und sorgfältiger geplant werden müssten als in der Vergangenheit. “*Global crises and complex policy problems are forcing governments to consider how to regulate better.*”[90] Problematisch sei insbesondere, dass „*Government spend far too little time checking whether rules work in practice, not just on paper*”.[91] “*Government needs to consider more holistically all societal impacts of proposed rules*.”[92] Dieser Aufruf der OECD zu sorgfältigerer Planung der staatlichen Maßnahmen trifft auf die Divestment-Strategie sicherlich zu.

Als konkrete Maßnahmen zur Qualitätssteigerung schlägt die OECD vor: “*Rules can be significantly improved when those impacted are involved. It allows for alternatives to be found and*

---

[89] OECD (2021), S. 19.
[90] OECD (2021), S. 18.
[91] OECD (2021), S. 16.
[92] OECD (2021), S. 15.

*assumptions to be tested."*[93] Auf jeden Fall sollen ex-post-Evaluations durchgeführt werden, um die erzielten impacts zu messen und Politik-Korrekturen rechtzeitig einzuleiten („impact assessments"). Aber gerade solche ex-post-Analysen, die in jedem Lehrbuch zu Kosten-Nutzen-Analysen empfohlen werden, werden laut OECD regelmäßig unterlassen, womit ein großer Hebel weggeworfen wird, Politik effizienter zu gestalten.[94]

Mit dieser Forderung der OECD für eine durchdachtere Regulierung endet dieses Kapitel. Vielleicht wird eine ex-post-Analyse zeigen, dass diffuse Aufrufe zu Divestment besonders effektiv sind. Aber die Erfahrungen mit den Ausweichreaktionen der Wirtschaft (s.o.) deuten eher darauf hin, dass eine wohldurchdachte und nach Möglichkeit international abgestimmte Gesetzgebung die bessere Verfahrensweise wäre.

## 9. Divestment und das Sparkassenwesen

Die Bundesregierung hat Mitglieder des öffentlichen Bereiches aufgerufen, sich an Divestment-Maßnahmen zu beteiligen. Die Frage ist, ob Sparkassen solchen Aufrufen des Gesetzgebers Folge leisten müssen, oder ob sie nicht vielleicht im Gegenteil ein berechenbares und vor allem rationales, auf wissenschaftlich abgesicherten Erkenntnissen beruhendes Verhalten an den Tag legen müssen. Sparkassen verfolgen ein multiples Zielsystem. Sie müssen mehrere Kriterien unter einen Hut bringen. Sie haben sich das Ziel gesetzt, „*im Rahmen des öffentlichen Auftrags … als Kreditinstitut nach kaufmännischen Grundsätzen und mit unternehmerischem Grundverständnis"* zu handeln. *„Dabei orientiert sich* [die Sparkasse] *am Gemeinwohl."*[95] Mit dieser Maxime können Sparkassen keine unausgegorenen Konzepte verfolgen. Solange es keine abgesicherten Erkenntnisse über die Wirksamkeit von Divestment-Strategien gibt und solange der Gesetzgeber keinen Ordnungsrahmen für die Aktivitäten von Brown-Industries schafft, solange widersprechen Divestment-Ansätze marktwirtschaftlichen und demokratisch-rechtsstaatlichen Grundsätzen. Sie können kaufmännische, unternehmerische und gemeinwohlorientierte Verhaltensziele verletzen.

Aber natürlich will das Sparkassenwesen nicht abseitsstehen. Vielmehr ist es sein Ziel, intensiv zu einer klimagerechten Wirtschaft beizutragen. Deshalb muss gefragt werden, ob es andere Instrumente als Divestment-Strategien gibt, positive Klimawirkungen zu erzielen. Dies ist absolut zu bejahen. Letztlich geht es darum, den Transitionspfad von Wirtschaft und Gesellschaft hin zu klimagerechten Verhaltensweisen positiv zu beeinflussen. Dies kann auf vielfältige Weise ganz direkt geschehen. Hier drängen sich Förderkredite z.B. von der KfW auf, die Nachhaltigkeitsziele verfolgen. Sparkassen leiten derartige Kredite mit ökologischen Zielset-

[93] OECD (2021), S. 51.
[94] OECD (2021), S. 52.
[95] Leitfaden für die Neuorientierung der ostdeutschen Sparkassenorganisation und für die Weiterentwicklung des Verhältnisses zwischen Sparkasse und Kommune, o.V. 1999.

zungen an die Kreditnehmer weiter. Förderkredite werden auch von anderen Kapitalgebern gewährt. Eine weitere Alternative sind die sog. ESG-linked-loans und die ESG-linked-bonds.[96] Letztlich lassen sich alle Finanzprodukte mit ESG-linked-Elementen ausstatten. ESG-linked-Finanzprodukte sind solche, bei denen der Kapitalgeber mit dem Kapitalnehmer vereinbart, dass letzterer eine umweltfreundliche Maßnahme durchführt. Dies wird in den Kapitalüberlassungsverträgen vereinbart und bei Nichteinhaltung sanktioniert. Mit solchen Produkten lassen sich Transitionspfade des Kapitalnehmers begründen und Umgehungskonstruktionen verhindern, ganz im Gegensatz zu der oben ausführlich geschilderten Situation bei Divestment-Strategien.

[96] Vgl. Burand (2016), Geczy, Jeffers, Musto, Tucker (2018), Gollier, Pouget (2014), Heinkel, Kraus, Zechner (2001), Maltais, Nykvist (2020), Noh (2018); Park (2019)

# 10. Literatur


Ansar, A., Caldecott, B., Tilbury, J. (2013), Stranded assets and the fossil fuel divestment campaign: what does divestment mean for the valuation of fossil fuel assets?, Oxford

Barber, B. M.; Morse, A., Yasuda, A. (2021), Impact investing, in: Journal of Financial Economics, Vol. 139, S. 162-185

Baron, R., Fischer, D. (2015), Divestment and Stranded Assets in the Low-carbon Transition. Background paper for the Round table on Sustainable Development, Paris.

Bessembinder, H. (2016), Frictional Costs of Fossil Fuel Divestment, Arizona State University, Working Paper v. 03.06.2016.

Burand, D. (2016), Contracting for Impact. Embedding Social and Environmental Impact Goals into Loan Agreements, in: New York University Journal of Law and Business, Vol. 13, S. 775-824.

Campagna, N. (2018), Rechtsstaat, in: Voigt, R. (Hrsg.), Handbuch Staat, Wiesbaden

Chamorro-Mera, A., Palacios-González, M. (2019), Socially responsible investment: An analysis of the structure of preferences of savers. In: Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 26. Verfügbar unter https://doi.org/10.1002/csr.1757

Chava, S. (2014), Environmental Externalities and Cost of Capital, in: Management Science, Vol. 60, S. 2223-2247

Chowdhry, B., Davies, S., Waters, B. (2019), Investing for Impact, in: The Review of Financial Studies, Vol. 32, S. 864-904. Verfügbar unter https://doi.org/10.1093/rfs/hhy068

Eckhardt, P., Pierrat, A.-C. (2020), Die künftige EU-Strategie zur nachhaltigen Finanzierung, in: CEP-Input, Nr. 23/2020, Centrum für Europäische Politik, Freiburg, Berlin

Ervin, D., Wu, J., Khanna, M., Jones, C., Wirkkala, T. (2012), Motivations and Barriers to Corporate Environmental Management, in: Business Strategy and the Environment, Vol. 22, S. 390-409

EU Kommission (2019), Der europäische Grüne Deal. Brüssel. Verfügbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea8c1f-01aa75ed71a1.0021.02/DOC_1&format=PDF

EU Kommission (2020), Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa, Brüssel. Verfügbar unter https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_de

Eucken, W. (1952, 2004), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen

Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015), ESG and financial performance – aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Vol. 5, S. 210-233

Friedman, H., Heinle, M. (2016), Taste, information, and asset prices – Implications for the Valuation of CSR, in: Review of Accounting Studies, Vol. 21, S. 740-767. Verfügbar unter https://doi.org/10.1007/s11142-016-9359-x

Geczy, C., Jeffers, J., Musto, D., Tucker, A (2018), Contracts with Benefits – The Implementation of Impact Investing., in: SSRN Electronic Journal. Verfügbar unter https://doi.org/10.2139/ssrn.3159731

Gloger, A. Kaldenkerken, P., McClellan, A., Schütt, S., Schwarz, J., Sterzel, T. (2020), („Handlungsempfehlungen“) Nachhaltige kommunale Finanzen - Handlungsempfehlungen zum Divestment und zur langfristigen nachhaltigen Ausrichtung kommunaler Finanzen und Kapitalanlagen, Hrsg. adelphi GmbH, Berlin

Gloger, A., Sterzel, T., McClellan, A., Schiehle, S., Schütt, S., Schwarz, J. (2020), („Strategiepapier“) Divestment und nachhaltiges Investment stärken – Strategiepapier mit Handlungsempfehlungen für Verantwortliche in Bund, Ländern und Kommunen, Hrsg. adelphi GmbH, Berlin

Gollier, C., Pouget, S. (2014), The Washing Machine: Investment Strategies and Corporate Behavior with Socially Responsible Investors, Working Paper, Toulouse School of Economics, Toulouse 2014

Gutsche, G., Klein, C., Ziegler, A., Zwergel, B. (2017), Characterizing German (sustainable) investors, in: Corporate Finance, Vol. 8, S. 77-81

Hart, O. & Zingales, L. (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. SSRN Electronic Journal. Advance online publication. Verfügbar unter https://doi.org/10.2139/ssrn.3004794

Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing. What does it mean? Journal of Sustainable Finance & Investment, Vol. 3, S. 71-74. Verfügbar unter https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776255

Heinemann, K., Zwergel, B., Gold, S., Seuring-Stella, S., Klein, C. (2018), Exploring the Supply-Demand-Discrepancy of Sustainable Financial Products in Germany from a Financial Advisor's Point of View, in: Sustainability, Vol. 10, S. 1-20

Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J. (2001), The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, in: The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, S. 431-449.

Hopke, J., Hestres, L. (2017), Fossil Fuel Divestment and Climate Change Communication, Oxford Encyclopedia of Climate Change, London

Jacobs, J. (2021), Divestiture in core US region comes as supermajor encounters pressure to shift from fossil fuels, Financial Times, 21.9.2021, verfügbar in: https://www.ft.com/content/33e48318-91ab-47e4-88f3-72986b0a85f6

Karpf, A., Mandel, A. (2017), Does it Pay to Be Green?, in: SSRN Electronic Journal. Verfügbar unter https://doi.org/10.2139/ssrn.2923484

Kölbel, J., Heeb, F., Paetzold, F., Busch, T. (2019), Can Sustainable Investing Save the World? – Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, in: SSRN Electronic Journal. Verfügbar unter https://doi.org/10.2139/ssrn.3289544

Larcker, D., Watts, E. (2019), Where's the Greenium?, in: SSRN Electronic Journal. Verfügbar unter https://doi.org/10.2139/ssrn.3333847

Malm, A. (2021), The Zetkin Collective: White Skin, Black Fuel. On the Danger of Fossil Fascism, London

Maltais, A., Nykvist, B. (2020), Understanding the role of green bonds in advancing sustainability, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Vol. 10, S. 1-20. Verfügbar unter https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1724864

McKibben, B. (2012), Global Warming's Terrifying New Math, 19.07.2012. Verfügbar unter https://www.rollingstone.com/politics/politics-news/global-warmingsterrifying-new-math-188550/

Montesquieu, C. (1951), De l'esprit des lois, in: Montesquieu C., Euvres complètes, Bd II, Paris

Müller, M. (2019), Neo-Ordoliberalismus – Ein Zukunftsmodell für die Soziale Marktwirtschaft, Wiesbaden

Noh, H. (2018), Financial Strategy to Acclerate Green Growth, ADBI Working Papers Nr. 866. Verfügbar unter https://www.adb.org/publications/financial-strategy-accelerate-green-growth

o.V., (1999), Leitfaden für die Neuorientierung der ostdeutschen Sparkassenorganisation und für die Weiterentwicklung des Verhältnisses zwischen Sparkasse und Kommune, 3. Ostdeutscher Sparkassentag Rostock 4./5. Mai 1999, Sparkassenverband (Hrsg.), Berlin

OECD (2021), Regulatory Policy Outlook 2021, OECD Publishing, Paris

Oehmke, M., Opp, M. (2020), A theory of socially responsible investment. Verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3526077

Park, S. (2019), Green Bonds and Beyond – Debt Financing As a Sustainability Driver, in: Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability. Verfügbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=3383561

Pastor, L., Stambaugh, R., Taylor, L. (2019), Sustainable Investing in Equilibrium. Cambridge, MA. Verfügbar unter https://doi.org/10.3386/w26549

Rohleder, M., Wilkens, M., Zink, J. (2020), The Effects of Decarbonizing Institutional Portfolios on Stock Prices and Carbon Emissions. Working Paper Universität Augsburg, Augsburg

Schaltegger, S., Synnestvedt, T. (2002), The link between 'green' and economic success – Environmental management as the crucial trigger between environmental and economic performance, in: Journal of environmental management, Vol. 65, S. 339-346. Verfügbar unter https://doi.org/10.1006/jema.2002.0555

Schmitt, C. (1938), Verfassungslehre. Berlin

Schmitt, C. (1986), Legalität und Legitimität. Berlin

Schmitt, C. (1995), Staat, Großraum, Nomos. Arbeiten aus den Jahren 1916 – 1969. Berlin

Scholtens, B. (2006), Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility, in: Journal of Business Ethics, Vol. 68, S. 19-33. Verfügbar unter https://doi.org/10.1007/s10551-006-9037-1

Spiess-Knafl, W., Scheck, B. (2017), Impact Investing – Instruments, Mechanisms and Actors, Palgrave Macmillan. Verfügbar unter https://ebookcentral.proquest.com/lib/gbv/detail.action?docID=5149896

Steinberg, P., Börnsen, N., Neumann, D. (2021), Digitale Ordnungspolitik, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 101, S. 706-712

Steinfeld, T. (2021), Hau drauf, in: Süddeutsche Zeitung v. 13.10.2021

Sustainable Finance Beirat (2020) Zwischenbericht – Die Bedeutung einer nachhaltigen Finanzwirtschaft für die große Transformation, Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, Bundesministerium der Finanzen, Berlin

Then, V., Schmidt, T. (2020), Impact Investing in Deutschland 2020 – Ein dynamischer Wachstumsmarkt. Verfügbar unter https://www.soz.uniheidelberg.de/wp-content/uploads/2020/06/Impact-Investing-in-Deutschland2020_Zusammenfassung.pdf

UN Pri (2016), Leitfaden für die Integration von ESG-Themen bei der Kapitalbeteiligung an börsennotierten Unternehmen, (Hrsg.) unpri.org, New York

Wagemans, F., Koppen, C.v., Mol, A. (2013), The effectiveness of socially responsible investment – A review, in: Journal of Integrative Environmental Sciences, Vol. 10, s. 235-252. Verfügbar unter https://doi.org/10.1080/1943815X.2013.844169

Wallis, M.v., Klein, C. (2015), Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing, in: Business Research, Vol. 8, S. 61-98

Wang, Y., Delgado, M., Xu, J. (2016), Long-term financial incentives for environmental self-regulation – Socially responsible investing and cost of capital. Working Paper o.O.. Verfügbar unter https://ag.purdue.edu/agecon/Documents/ Yanbing_Wang_Job_Market_Paper.pdf

Webb, M. S. (2021), Want a greener world? Don’t dump oil stocks - Better to hold energy and mining shares and influence managers than sell out to other shareholders, in: FT Financial Times, 12.3.21, verfügbar: https://www.ft.com/content/4dee7080-3a1b-479f-a50c-c3641c82c142

Wilkens, M., Görgen, M., Jacob, A., Nerlinger, M., Wagner, B., Ohlsen, H., Remer, S. (2019), Carbon Risiken und Financed Emissions von Finanztiteln und Portfolios: Quantifizierung, Management und Reporting auf der Basis von Kapitalmarktdaten, in: Carima Handbuch. Verfügbar unter https://carima-project.de/

Wilkens, M., Jacob, A. (2020), Green Finance und Carbon-Risiken im Asset Management, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Vol. 73, S. 32-35

Wilkens, M., Klein, C. (2021), Welche transformativen Wirkungen können nachhaltige Geldanlagen durch Verbraucherinnen und Verbraucher haben?, Gutachten für den Bundesverband der Verbraucherzentralen (vzbv), Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. (Hrsg.), Berlin

Wins, A., Zwergel, B. (2016). Comparing those who do, might and will not invest in sustainable funds – A survey among German retail fund investors, in: BuR – Business Research, Vol. 9, S. 51-99

Zwergel, B., Wins, A., Klein, C. (2019), On the heterogeneity of sustainable and responsible investors, in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Vol. 9, S. 282-294