



Landesrechnungshof Postfach 3180 24030 Kiel

**Per E-Mail:**

[Finanzausschuss@landtag.ltsh.de](mailto:Finanzausschuss@landtag.ltsh.de)

Vorsitzender des Finanzausschusses  
des Schleswig-Holsteinischen Landtages  
Herrn Stefan Weber, MdL  
Landeshaus  
24105 Kiel

Nachrichtlich:

Finanzministerin  
des Landes Schleswig-Holstein  
Frau Monika Heinold  
Düsternbrooker Weg 64  
24105 Kiel

Ihr Schreiben vom  
13.11.2020

Unser Zeichen  
P20

Telefon 0431 988-0  
Durchwahl 988-8931

Datum  
14. Dezember 2020

## **Entwurf eines Gesetzes zur Regelung der Finanzanlagestrategie Nachhaltigkeit in Schleswig-Holstein**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,

für die Gelegenheit, zum Gesetzentwurf Stellung zu nehmen, dankt der Landesrechnungshof. Diese Möglichkeit nehme ich gerne wahr.

Ziel des Gesetzes soll sein, die Finanzpolitik stärker an ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien auszurichten. Zudem soll eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeitskriterien geschaffen werden. Diese sollen durch ein zweistufiges Verfahren berücksichtigt werden, das zunächst Ausschlusskriterien zur Anwendung bringt und in einem zweiten Schritt den Best-In-Class Ansatz verfolgt. Nach dem Best-in-Class Ansatz werden aus jeder Industrie die „nachhaltigsten“ Unternehmen ausgewählt. Beurteilt wird die Nachhaltigkeit des Unternehmens dabei nach dem ESG-Ansatz, also unter ökologischen, sozialen und Unternehmensführungs-Aspekten.

### **ESG-Ansatz**

Kerngedanke des ESG-Ansatzes ist, dass nachhaltiges Verhalten am Finanzmarkt mit niedrigeren Finanzierungskosten belohnt werden soll. Dieser ESG-Ansatz ist recht

weit verbreitet und die Finanzindustrie bietet dafür viele Finanzprodukte und Ratings an.

Der ESG-Ansatz ist aber ein sehr ungenaues und daher wenig wirkungsvolles Politikinstrument.

Denn zwar müssen negative ökologische oder soziale Auswirkungen unternehmerischen Handelns in vielen Fällen staatlich reguliert werden. Die Regulierung sollte aber direkt an den unerwünschten Handlungen ansetzen. Ebendieser Gedanke liegt z. B. der CO<sub>2</sub>-Steuer oder dem CO<sub>2</sub>-Zertifikate-Handel zugrunde. Der ESG-Ansatz wirkt dagegen nur indirekt über den Umweg des ESG-Ratings auf die Unternehmensfinanzierungskosten. Dadurch könnte die Lenkungswirkung erheblich abgeschwächt werden. Zudem besteht die Gefahr einer ineffizienten Doppelregulierung und von sogenanntem „green-washing“. Diese Ansicht wird jüngst auch vertreten von Clemens Fuest und Koautoren in einer Studie des ifo-Instituts.<sup>1</sup>

Denkbar ist zwar, dass Unternehmen und Staaten ihr Verhalten auf Druck von großen institutionellen Investoren ändern.<sup>2</sup> Allerdings hat das Land Schleswig-Holstein mangels Größe keine nennenswerte Wirkung auf die internationalen Kapitalmärkte oder einzelne Firmen - auch keine Signalwirkung.

### **Definition der Nachhaltigkeitskriterien**

Die Definition der Nachhaltigkeitskriterien in § 4 Abs. 1 sowie in der folgenden Begründung des Gesetzentwurfs ist zwangsläufig wenig konkret. Dies passt zum empirischen Befund von Forschern des renommierten Massachusetts Institute of Technology, wonach verschiedene ESG-Indikatoren oft widersprüchlich sind. Aus Unternehmenssicht ist daher unklar, wie sich ihr Handeln auf die verschiedenen ESG-Ratings auswirkt und welches ESG-Rating ihre Finanzierungsbedingungen beeinflusst. Dadurch werde aber die erhoffte Anreizwirkung erheblich abgeschwächt, so die Forscher.<sup>3</sup> Diese

---

<sup>1</sup> Vgl. C. Fuest, C. Hainz, J. Wackerbauer und T. Sitteneder (2020): „Sustainable Finance - Eine kritische Würdigung der deutschen und europäischen Vorhaben“. *ifo-Studie*, Februar 2020.

<sup>2</sup> Vgl. A. Dyck, K. Lins, L. Roth und H. Wagner (2019): „Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence“. *Journal of Financial Economics*, 131, S. 693 - 714.

<sup>3</sup> Vgl. F. Berg, J. F. Koelbel, R. Rigobon (2020): „Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings“. *MIT Sloan School Working Paper*, 5822-19, S. 2 sowie <https://mitsloan.mit.edu/sustainability-initiative/aggregate-confusion-project>

Ansicht vertritt auch die Bundesbank und sieht zudem die Gefahr, dass Anleger über den Grad der Nachhaltigkeit ihres Investments getäuscht würden.<sup>4</sup>

Die Definition von „Nachhaltigkeit“ überschneidet sich zudem mit einer entsprechenden EU-Verordnung. Diese Verordnung legt Kriterien für „ökologisch nachhaltige“ Investitionen fest und ist für alle Mitgliedsstaaten bindend.<sup>5</sup> Entgegen der Darstellung in der Drucksache zum Gesetzentwurf beinhaltet die EU-Definition von ökologischer Nachhaltigkeit ebenfalls soziale Mindeststandards.<sup>6</sup> Die Landesregierung schafft also neben der EU-Definition eine weitere schleswig-holsteinische Definition von Nachhaltigkeit. Damit verfehlt sie aber ihr erklärtes Ziel, eine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit zu schaffen.

### **Mögliche Renditenachteile**

Durch den ESG-Ansatz werden die Anlagemöglichkeiten eingeschränkt. Dies verschlechtert nach Ansicht der Bundesbank typischerweise das Rendite-Risiko-Profil der Anlagestrategie.<sup>7</sup> Die Landesregierung glaubt aber, dass dadurch „*nicht zwangsläufig Renditenachteile*“ entstünden und hofft vielmehr, dass der ESG-Ansatz zu „*langfristig ertragreichere[n] und erfolgreichere[n] Anlagen*“ führe.<sup>8</sup>

Die Landesregierung beruft sich dabei auf eine Studie von Gunnar Friede et al. aus dem Jahr 2015.<sup>9</sup> Kernaussage dieser Studie ist, dass es einen positiven Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitskriterien und dem wirtschaftlichen Erfolg einer Firma gebe.<sup>10</sup> Die Aussagekraft der Studie ist aber aus den folgenden Gründen begrenzt:

- Die Studie ist eine „Meta-Meta-Studie“, also eine Studie über Studien über Studien. Dabei besteht die zwangsläufig die Gefahr, dass „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden.

---

<sup>4</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2019), Monatsbericht Oktober 2019, S. 15.

<sup>5</sup> Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.06.2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 - L 198/13, Art. 1.

<sup>6</sup> Vgl. Verordnung (EU) 2020/852, Art. 3 und 18.

<sup>7</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2019), S. 19

<sup>8</sup> Vgl. Drucksache 19/2473, S. 4.

<sup>9</sup> Ebda.

<sup>10</sup> Vgl. G. Friede, T. Busch und A. Bassen (2020): „ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies“. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), S. 210 - 233.

- Ein erheblicher Teil der untersuchten Meta-Studien untersucht in der Tat einen völlig anderen Zusammenhang als den zwischen Nachhaltigkeitskriterien und finanziellem Erfolg.<sup>11</sup>
- Die Autoren unterscheiden nicht zwischen Risiko und Rendite.
- An der Erstellung der Studie war auch ein Vermögensverwalter beteiligt; Interessenkonflikte können nicht ausgeschlossen werden.

Für eine bessere Rendite nachhaltiger Investmentportfolios finden Friede et al. zudem keine Belege. Dies steht im Gegensatz zu ihren Ergebnissen auf der Ebene einzelner Firmen.<sup>12</sup> Anhand dieser Studie lässt sich demnach nicht begründen, dass die Finanzanlagestrategie zu „*langfristig ertragreichere[n] und erfolgreichere[n] Anlagen*“ führt.

Empirisch lässt sich auf dem Markt für nachhaltige Anleihen aber folgender Effekt beobachten: Die Bundesrepublik hat im September 2020 eine „grüne“ Bundesanleihe am Markt platziert. Diese soll mit verschiedenen Nachhaltigkeitsprojekten verbunden sein und wird daher von Investoren mit Nachhaltigkeitsanspruch gekauft. Das Besondere an dieser Anleihe ist, dass sie einen „konventionellen Zwilling“ mit ansonsten gleichen Merkmalen hat. Dennoch liegt die Rendite der „grünen“ Bundesanleihe seit Auflage um zwei Basispunkte (0,02%) unter der Rendite ihres „konventionellen Zwilings“. In einer jüngst erschienenen Studie stellen Immel et al. (2020) sogar einen noch größeren Renditenachteil von „green Bonds“ im Bereich von 8 bis 14 Basispunkten (0,08 % - 0,14 %) fest.<sup>13</sup>

Nachhaltige Investoren nehmen demnach - bei gleichem Risiko - eine geringere Rendite für nachhaltige Anleihen in Kauf.

### **Administrativer Aufwand**

Der administrative Aufwand des Gesetzesvorhabens wird nicht beziffert. Dabei dürfte der personelle und sächliche Aufwand groß sein, um die Einhaltung der umfänglichen ESG-Kriterien zu überprüfen. Denn die Dienste externer Ratingagenturen sollen nur in Einzelfällen in Anspruch genommen werden.<sup>14</sup> Das überrascht, denn es steht im Widerspruch zur bisherigen Praxis des Versorgungsfonds: Dessen Mittel werden

---

<sup>11</sup> Vgl. Anlage 1

<sup>12</sup> Vgl. Friede et al. (2015), S. 220 u. 226

<sup>13</sup> Vgl. M. Immel, B. Hachenberg, F. Kiesel und D. Schiereck (2020): „Green bonds: shades of green and brown“. *Journal of Asset Management*, 29.10.2020.

<sup>14</sup> Vgl. Drucksache 19/2473, S.24.

bereits heute unter Nachhaltigkeits-Kriterien angelegt, welche von externen Rating-Agenturen überprüft werden. Die Landesregierung hat aber nicht dargelegt, dass eine interne Überprüfung der ESG-Kriterien kostengünstiger ist als eine Auslagerung an eine spezialisierte Rating-Agentur.

Das Gesetz soll auch für Stiftungen und Beteiligungen des Landes gelten. Diese müssten also zunächst aus der Vielzahl verfügbarer Produkte eine Anlage auswählen, die mit dem vorliegenden Gesetzentwurf kompatibel ist. Dieser administrative Aufwand wird ebenfalls nicht beziffert.

An dieser Stelle erinnere ich an die 2018 von der Nationalparkstiftung Schleswig-Holstein ausgewiesenen Verluste am Wertpapiermarkt von über 600 T€. Nach Angaben der Stiftung werden ihre Ertragsmöglichkeiten am Kapitalmarkt auch durch die strikte Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien eingeschränkt. Eine bemerkenswerte Aussage für eine Umweltstiftung.

### **Fazit**

Es ist eine politische Entscheidung, mit einem Gesetz die Finanzanlagestrategie des Landes anhand nachhaltiger Kriterien auszurichten.

Aus Sicht des Landesrechnungshofes entstehen dadurch aber nicht unerhebliche Kosten in allen betroffenen Bereichen des Landes. Diese werden von der Landesregierung nicht beziffert.

Die Ausführungen der Landesregierung zum Erfolg nachhaltiger Anlagen überzeugen nicht. Denn der erwünschte Nachhaltigkeits-Wettbewerb kann nur funktionieren, wenn nachhaltige Firmen sich günstiger finanzieren können. Das heißt, dass die Rendite für Investoren geringer ist. Sofern die Landesregierung also „Anreize für eine Art ESG-Wettbewerb“ schaffen möchte, müsste sie bereit sein, dafür eine geringere Rendite in Kauf zu nehmen.

Mit freundlichen Grüßen

gez. Dr. Gaby Schäfer

## Anlage 1

Friede et al. (2015) möchten den Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeitskriterien und dem finanziellen Erfolg einer Firma messen. Im quantitativen Teil ihrer Auswertung untersuchen sie hierzu insgesamt 25 Meta-Studien (Tabelle 2, S. 214). Von diesen 25 Meta-Studien untersuchen zehn Studien aber einen ganz anderen Zusammenhang. Dies zeigt die folgende Übersicht.

<i>Meta-Studie</i>	<i>untersucht den Effekt von ...</i>	<i>auf ...</i>
Combs et al. (2006)	<b>Personalmanagement<sup>1</sup></b>	CFP <sup>2</sup>
Rosenbusch, Bausch, and Galander (2007)	<b>Ressourcen-Wettbewerb</b>	CFP
Darnall and Sides (2008)	Umweltprogramme	<b>Umweltbilanz</b>
van Wijk, Jansen, and Lyles (2008)	<b>Wissenstransfer</b>	CFP
Crook et al. (2011)	<b>Humankapital</b>	CFP
Rosenbusch, Brinckmann, and Bausch (2011)	<b>Innovationen</b>	CFP
Unger et al. (2011)	<b>Humankapital</b>	CFP
Rubera and Kirca (2012)	<b>Innovationen</b>	CFP
Mayer-Haug et al. (2013)	<b>Talent des Unternehmers</b>	CFP
Stam, Arzlanian, and Elfring (2014)	<b>Soz. Netzwerk des Unternehmers</b>	CFP

1) genauer: „high-performance work practices“; darunter fallen Personalmanagement-Praktiken, welche die Leistung der Mitarbeiter z. B. durch Teambuilding oder Bezahlung nach Leistung erhöhen sollen. Vgl. <https://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110810105055938>, abgerufen am 26.11.2020.

2) CFP = corporate financial performance, also finanzieller Firmenerfolg