

## Wissenschaftsplattform Sustainable Finance

Policy Brief – 1/2021

# Effizientes Impact Investing unter Berücksichtigung der Eigenschaften bestehender Eigentümer\*innen

Timo Busch (Universität Hamburg), Christian Klein (Universität Kassel), Stefan Paulus (Universität Augsburg) und Marco Wilkens (Universität Augsburg)

**Die Wissenschaftsplattform Sustainable Finance** ist ein Kooperationsnetzwerk aus fünf deutschen Forschungseinrichtungen, die seit vielen Jahren intensiv zum Thema Sustainable Finance forschen. Ziel der Plattform ist es, die Beantwortung zentraler gesellschaftlicher, politischer und privatwirtschaftlicher Fragestellungen wissenschaftlich zu unterstützen, etabliertes und neu entstehendes Forschungswissen bereitzustellen sowie eine beratende Funktion im politisch-öffentlichen Diskurs einzunehmen. In diesem Zusammenhang unterstützt die Plattform durch eine wissenschaftliche Begleitung die Arbeit des Sustainable Finance-Beirates der Bundesregierung. Zudem will die Plattform Sustainable Finance als ein wichtiges Zukunftsthema in der deutschen Forschungslandschaft etablieren und gleichzeitig die Verknüpfung mit europäischen und internationalen Institutionen und Prozessen sicherstellen.

## Zusammenfassung

Wirkungsorientiertes Investieren (Impact Investing) kann ein entscheidender Treiber für die nachhaltige Transformation der Wirtschaft sein. Allerdings beschränken sich öffentliche Förderprogramme und Initiativen in der Regel auf einen recht eng definierten Kreis an Zielunternehmen und vernachlässigen dadurch hohe Transformationspotenziale. Dieser Policy Brief regt eine Ausweitung der potenziellen Zielunternehmen für das Impact Investing an. Konkret empfehlen wir, die Eignung möglicher Zielunternehmen nicht nur anhand der bisher im Impact Investing üblichen Kriterien, sondern auch auf Basis einer Analyse der Eigenschaften der aktuellen Eigentümer\*innen zu bewerten. Hierfür wird ein Ansatz vorgeschlagen, der auf der Quantifizierung und Aggregation der Nachhaltigkeitspräferenzen der aktuellen Eigentümer\*innen basiert, was eine bessere Identifikation aussichtsreicher Zielunternehmen ermöglicht. Dieser Ansatz könnte sowohl für öffentliche Finanzinvestitionen

als auch für private Impact Investments, die durch öffentliche Mittel gefördert werden, in Betracht gezogen werden.

### Impact Investing als Form öffentlicher Finanzinvestitionen

Die besondere Rolle der öffentlichen Hand im Transformationsprozess der Wirtschaft basiert primär auf ihrer Verantwortung zur Umsetzung internationaler Abkommen (Übereinkommen von Paris<sup>1</sup>, UN 2030 Agenda<sup>2</sup>). Neben regulatorischen Bestrebungen, Nachhaltigkeitsaspekte in den finanzpolitischen Rahmen zu integrieren, um (private) Finanzmittel für nachhaltiges Wachstum zu mobilisieren, verantworten staatliche Akteure öffentliche Gelder, die auch in Unternehmen investiert werden.

Der durch die EU-Kommission aufgestellte *Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa* bzw. *Investitionsplan für den europäischen Grünen Deal*<sup>3</sup> sieht für das kommende Jahrzehnt ein ambitioniertes Volumen in Höhe von einer Billion Euro zur Finanzierung der Transformation vor. Eine Schlüsselrolle wird dabei der als „Klimabank der EU“ bezeichneten Europäischen Investitionsbank (EIB) zugesprochen, die – neben der Übernahme von Finanzierungs- und Investitionsrisiken – mit der Finanzierung und Förderung wirkungsorientierter Investitionen<sup>4</sup> (Impact Investing) den Übergang zu einer nachhaltigen Wirtschaft unterstützen soll. Eine Herausforderung besteht dabei in der Auswahl von aussichtsreichen Zielunternehmen („Targets“). Diese gestaltet sich aktuell sehr schwierig, da einfache und zugleich leistungsfähige quantitative Indikatoren zur Einschätzung der Erfolgsaussichten wirkungsorientierter Finanzinvestitionen nicht in umfangreicher Form vorliegen.

---

<sup>1</sup> [eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)&from=DE](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01)&from=DE).

<sup>2</sup> [ec.europa.eu/info/strategy/international-strategies/sustainable-development-goals/eu-approach-sustainable-development\\_de](http://ec.europa.eu/info/strategy/international-strategies/sustainable-development-goals/eu-approach-sustainable-development_de).

<sup>3</sup> Siehe [eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN).

<sup>4</sup> Siehe z.B. *European Social Innovation and Impact Fund* ([esiif.de/](http://esiif.de/)) sowie *Equity Social Impact Investment Instruments* ([www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/efsi/](http://www.eif.org/what_we_do/equity/efsi/)).

## Auswahl der Zielunternehmen unter Berücksichtigung der Eigenschaften der aktuellen Eigentümer\*innen der Unternehmen

Ziel des Impact Investing im Sinne dieses Policy Briefs ist es, neben einer finanziellen Rendite, positive soziale und ökologische Auswirkungen durch Beteiligungen an den Targets und anschließende aktive Mitsprache zu erreichen. Dieses Vorhaben (Engagement) kann durch die Wahrnehmung und Ausübung der mit den Beteiligungen verbrieften Rechte (zum Beispiel durch Beschlussvorschlag gemäß § 110 AktG) verfolgt werden. Ob die Versuche, auf diese Art Einfluss zu nehmen, erfolgreich sind, hängt im Wesentlichen von der Höhe des eigenen Eigentumsanteils und von der Kooperationsbereitschaft weiterer Aktionär\*innen ab. Da das investierbare Kapital eines Impact-Investors in der Regel begrenzt ist, kann in den seltensten Fällen eine Mehrheitsbeteiligung an einem Target erreicht werden. Um das zur Verfügung stehende Kapital möglichst effizient einzusetzen, sollte sich die Auswahl der Targets explizit an der bestehenden Aktionärsstruktur orientieren. Dementsprechend sollte die öffentliche Hand Targets bevorzugen, deren Anteilseigner\*innen eine hohe Kooperationsbereitschaft in Bezug auf die eigenen Nachhaltigkeitsziele versprechen.

In der Fachliteratur werden spezifische Eigenschaften genannt, die als Indikatoren für eine Nachhaltigkeitspräferenz beziehungsweise zumindest für eine Aufgeschlossenheit der Eigentümer\*innen gegenüber Nachhaltigkeitszielen verstanden werden können. Hierzu zählen insbesondere:

- **Langfristigkeit:** Bénabou und Tirole (2010) argumentieren, dass sich Investitionen in Nachhaltigkeitsaktivitäten zumeist nicht unmittelbar in einer Steigerung der Rendite niederschlagen, sondern sich erst in mittel- bis langfristiger Sicht rentieren. Es ist demnach zu erwarten, dass Eigentümer\*innen, die längerfristige Beteiligungen an Unternehmen haben, eher für Nachhaltigkeits-Engagements zu motivieren sind.
- **Universalität:** Monks und Minow (1995) prägen den Begriff „universelle Eigentümer“, um damit Investor\*innen mit einem breiten Spektrum von Beteiligungen zu beschreiben. Da negative Externalitäten einzelner Beteiligungsfirmen (zum Beispiel infolge umweltschädlichem Verhaltens) auch Auswirkungen auf andere Beteiligungsfirmen(werte) haben, liegt es im Interesse der universellen Eigentümer\*innen, nachhaltiges Verhalten zu unterstützen (vgl. OECD, 2017).

- ESG-Präferenz:** Investor\*innen, die ESG-Kriterien im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen explizit berücksichtigen, sollten in ihrer Rolle als Eigentümer\*innen einer Verbesserung der Nachhaltigkeit ihrer Portfoliounternehmen offen und positiv gegenüberstehen. In Anbetracht der derzeit zunehmenden Nachfrage nach (sowie dem begrenzten Angebot an) nachhaltigen Investitionsmöglichkeiten, argumentieren Mackey et al. (2007) zudem, dass Verbesserungen der Nachhaltigkeit von Unternehmen zu einer Unternehmenswertsteigerung führen können, da (immer mehr) nachhaltige Investor\*innen bereit sind, entsprechend höhere Anteilspreise zu bezahlen. Folglich profitieren Eigentümer\*innen mit hoher ESG-Präferenz potenziell nicht nur von einer – durch entsprechende Engagements – verbesserten Nachhaltigkeitsperformance, sondern auch von einem höheren Shareholder Value.
- Homogenität:** Dimson et al. (2015) zeigen, dass sich Kooperationen zwischen Aktionär\*innen positiv auf die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen auswirken. Ein Beispiel hierfür sind koordinierte Engagement-Aktivitäten über die Investoreninitiative Principles for Responsible Investment (PRI). Eine Bedingung für das erfolgreiche Eingehen derartiger Allianzen ist, dass sich die Aktionär\*innen hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeitspräferenzen ähneln (Goranova and Ryan, 2014).

Ausgehend von diesen als relevant identifizierten Eigenschaften leiten Benz, Paulus, Rohleder, und Wilkens (2020) eine methodische Vorgehensweise ab, mit der eine portfoliobasierte Quantifizierung der Eigenschaften der Eigentümer\*innen sowie deren Aggregation über alle Eigentümer\*innen je Unternehmen ermöglicht wird. Die Basis dafür sind Daten zur Eigentümerschaft („Ownership“), die für die meisten relevanten Aktiengesellschaften weltweit zur Verfügung stehen.

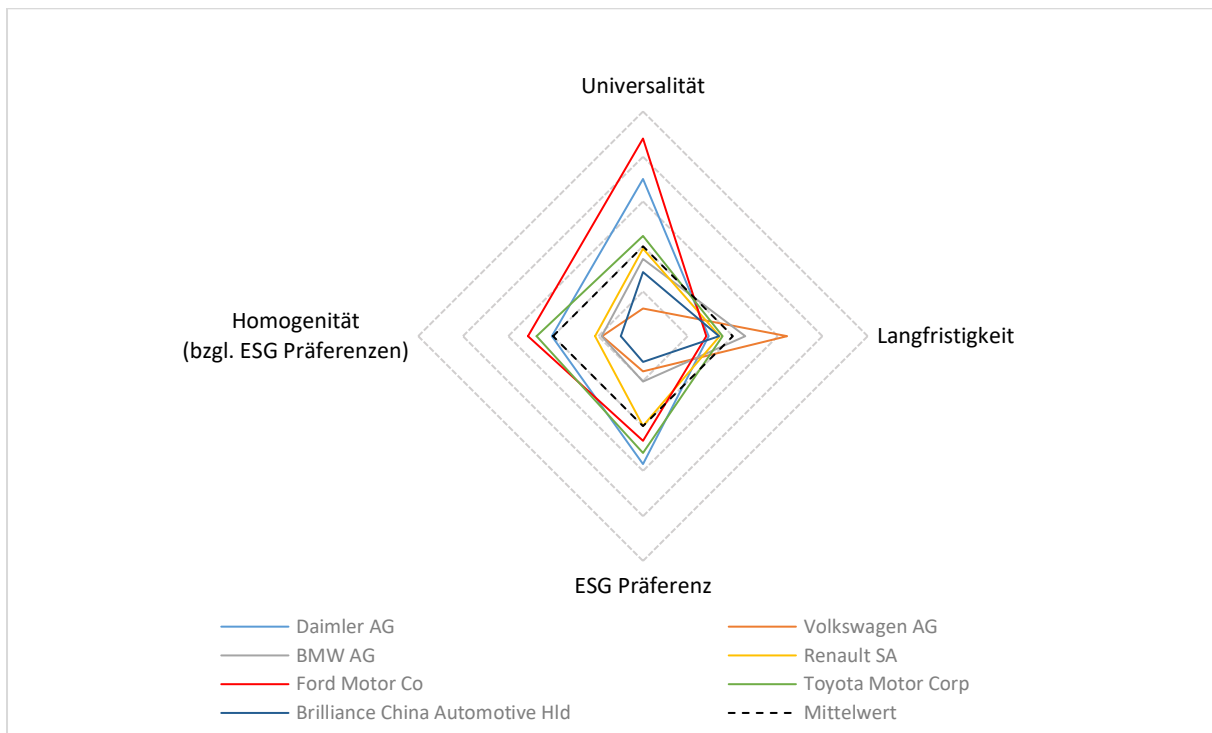


Abbildung 1: Ausprägungsprofile von Eigentümerschafts-Charakteristika ausgewählter Automobilhersteller.<sup>5</sup>

Beispielhaft zeigt Abbildung 1 die Ausprägungen der einzelnen Eigenschaften der Eigentümer\*innen für ausgewählte Automobilhersteller auf. Dabei fällt die Volkswagen AG durch eine starke Ausprägung bezüglich der Langfristigkeit ihrer Eigentümer\*innen auf. Langfristig beziehungsweise intertemporal rentierende Nachhaltigkeits-Engagements könnten hier entsprechende Unterstützung finden. Als aussichtsreiches Target zeigt sich in diesem Beispiel auch die Ford Motor Company, die in drei der vier Eigenschaften überdurchschnittlich hohe Ausprägungen aufweist. Demgegenüber warnen die konsistent unterdurchschnittlichen Ausprägungen der Eigenschaften der Aktionär\*innen der Brilliance China Automotive Holding vor einem möglichen Scheitern des Impact Investing aufgrund von Engagement-Aktivitäten.

### Politikempfehlung

Die unter dem Dach der EIB angesiedelten Impact Investing-Initiativen fokussieren ihre Engagements in der Regel auf die Finanzierung öko-sozialer Unternehmungen in der Früh-, Wachstums- oder Expansionsphase.<sup>6</sup> Unternehmen, die originär kein öko-soziales Geschäftsmodell besitzen oder sich in einer anderen Zyklusphase befinden, bleiben bei den derzeitigen

<sup>5</sup> Eigene Darstellung basierend auf der Methodik nach Benz et al. (2020).

<sup>6</sup> Vgl. etwa [www.eif.org/news\\_centre/publications/eif\\_efsi\\_equity\\_en.pdf](http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_efsi_equity_en.pdf).

Initiativen unseres Wissens nach aktuell eher unberücksichtigt. Gerade bei diesen Unternehmen bestehen jedoch hohe Potenziale zur Verbesserung der Nachhaltigkeits-Performance, die mit Hilfe des Impact Investing aufgrund von Engagement-Aktivitäten gehoben werden könnten. Im Sinne einer gesamtwirtschaftlichen Nachhaltigkeitstransformation empfehlen wir daher, den Kreis der potenziellen Targets bei zukünftigen Impact Investing-Initiativen auszuweiten.

Die hier beispielhaft für Automobilunternehmen gezeigten Eigenschaften der Eigentümerschaft sind grundsätzlich für alle börsenorientierten Unternehmen auf der Basis von Ownership-Daten ermittelbar. Sie können zur Identifikation aussichtsreicher Targets dienen und damit zu einer effizienten und wirkungsorientierten Allokation privater wie öffentlicher Mittel beitragen. Wir empfehlen daher für auf Engagement ausgelegte Impact Investing-Initiativen, die Eigenschaften bestehender Unternehmenseigentümer\*innen durch die beschriebene Quantifizierung als Selektionskriterium zu evaluieren und entsprechend bei der Wahl der Unternehmen zu berücksichtigen.

**Die Arbeit der Wissenschaftsplattform Sustainable Finance wird unterstützt durch:**

**STIFTUNG  
MERCATOR**

## Literatur

Bénabou, R., Tirole, J., 2010. Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica* 77 (305), 1-19.

Benz, L., Paulus, S, Rohleder, M., Wilkens, M., 2020. Ownership Comes with Responsibility – the Impact of Ownership Characteristics on CSR. Working Paper. [ssrn.com/abstract=3606143](https://ssrn.com/abstract=3606143).

Dimson, E., Karakaş, O., Li, X., 2015. Active Ownership. *Review of Financial Studies* 28 (12), 3225-3268.

Goranova, M., Ryan, L.V., 2014. Shareholder Activism. *Journal of Management* 40 (5), 1230-1268.

Mackey, A., Mackey, T.B., Barney, J.B., 2007. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review* 32 (3), 817–835.

Monks, R.A.G. and Minow, N., 1995. *Corporate Governance*, Cambridge, Mass: Basil Blackwell.

OECD, 2017. Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors, 24. [www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf](http://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf).