

Policy Brief 10/2021

# Divestments von Aktienportfolios führen zu sinkenden CO<sub>2</sub>-Emissionen

Christian Klein, Martin Rohleder, Marco Wilkens & Jonas Zink

## Auf einen Blick

- Zur Erreichung der Klimaziele müssen Finanzströme von klimaschädlichen zu klimafreundlichen Wirtschaftsaktivitäten umgeleitet werden.
- Ein zentraler Ansatz dafür ist das Divestment, d. h. der gezielte Verkauf klimaschädlicher Aktien zur Dekarbonisierung von Investmentportfolios durch private, institutionelle und öffentliche Anleger:innen.
- Theoretische Forschung legt einen Zusammenhang zwischen Divestments, niedrigeren Aktienkursen und sinkenden CO<sub>2</sub>-Emissionen nahe.
- Eine jüngst erschienene Studie analysiert nun erstmals empirisch die Auswirkungen von Divestments europäischer und US-amerikanischer Aktienfonds auf die Aktienkurse und CO<sub>2</sub>-Emissionen von Unternehmen.
- Das Ergebnis ist, dass umfangreiche Divestments von Fonds die Aktienkurse klimaschädlicher Unternehmen um durchschnittlich ca. 7 % reduziert haben.
- Diese Kursverluste führten schließlich dazu, dass die betroffenen Unternehmen ihre CO<sub>2</sub>-Emissionen im Vergleich zu anderen Unternehmen um durchschnittlich ca. 10 % reduzierten.
- Divestments können folglich ein probates Mittel für private, institutionelle und öffentliche Anleger:innen zur Eindämmung des Klimawandels sein.



Zusammenfassung der Studie als [Video](#)

## Eine globale Herausforderung: Umlenken der Finanzströme zu klimafreundlichen Wirtschaftsaktivitäten

Bei der Bekämpfung des Klimawandels wird dem Finanzsystem eine Schlüsselrolle zugeschrieben, da hierüber das für die Transformation der Wirtschaft notwendige Kapital bereitgestellt werden muss. Allerdings reicht das derzeitige Investitionsniveau nicht aus, um die internationalen Klimaziele zu erreichen. Daher bedarf es einer deutlich stärkeren Umlenkung der Finanzströme in Richtung klimafreundlicher Wirtschaftsaktivitäten.

### Ein zentraler Ansatz für nachhaltiges Investieren: Divestment

In den letzten Jahren bekannten sich insbesondere viele Vermögensverwalter:innen zum nachhaltigen Investieren. So soll der Druck auf Unternehmen der Realwirtschaft erhöht werden, ihre Aktivitäten an den internationalen Klimazielen auszurichten und die dafür notwendigen Transformationsprozesse anzustoßen.

Ein zentrales Druckmittel von Aktionär:innen ist Divestment, also der gezielte Verkauf von Aktien klimaschädlicher Unternehmen. So wirbt u. a. die von den Vereinten Nationen geförderte Portfolio Decarbonization Coalition (PDC) für die Dekarbonisierung von Investmentportfolios.<sup>1</sup> Über Divestments sollen klimaschädliche Unternehmen veranlasst werden, Realinvestitionen in CO<sub>2</sub>-arme Aktivitäten und Technologien vorzunehmen, um so ihren CO<sub>2</sub>-Ausstoß zu senken.<sup>2</sup>

Um Aktien durch Divestments hinreichend unter Verkaufsdruck setzen zu können, ist eine kritische Masse an Anleger:innen erforderlich (Halcoussis/ Lowenberg, 2019). Diese kritische Masse könnte bereits heute erreicht sein, da sich inzwischen mehr als 14 Billionen US-Dollar an Vermögenswerten und über 1.300 Institutionen öffentlich zum Divestment bekannt haben.<sup>3</sup>

Neben dem daraus resultierenden direkten Einfluss auf die Aktienkurse könnten erhöhte Reputationskosten auf CO<sub>2</sub>-intensive Unternehmen zukommen, denn der Verkauf der Aktien spiegelt zugleich die Unzufriedenheit von Anleger:innen bezüglich der Umweltperformance der Unternehmen wider (Mitchell/Agle/Wood, 1997).

---

<sup>1</sup> Vgl. PORTFOLIO DECARBONIZATION COALITION: 3RD ANNUAL PROGRESS REPORT DETAILS BENEFITS OF LOW-CARBON APPROACH (online verfügbar, abgerufen am 12. November 2021). Dies gilt auch für alle anderen Online-Quellen dieses Berichts, sofern nicht anders vermerkt.

<sup>2</sup> Für eine Systematisierung potentieller Wirkungskanäle nachhaltiger Geldanlagen siehe ein Gutachten für den Bundesverband der Verbraucherzentralen von Wilkens/Klein (2021) ([online verfügbar](#)).

<sup>3</sup> Vgl. Informationen auf der [Website](#) der Global Divestment Commitments Database.

Somit könnte schon die bloße Ankündigung von Divestments Effekte auf Aktienkurse haben (Dordi/Weber, 2019).

Zur Wirksamkeit solcher Divestments existieren bereits theoretische Überlegungen und Modelle (z. B. Heinkel/Kraus/Zechner, 2001; Pastor/Stambaugh/Taylor, 2021). Bisher lagen aber keine empirischen Untersuchungen vor, die den Nachweis erbringen, dass Divestments auch praktisch zum gewünschten Erfolg führen.

## Empirische Studie: Divestments beeinflussen Aktienkurse und CO<sub>2</sub>-Emissionen

Rohleder/Wilkens/Zink (2021) untersuchten nun erstmals den Einfluss von Divestments europäischer und US-amerikanischer Aktienfonds auf Aktienkurse und CO<sub>2</sub>-Emissionen von Unternehmen.<sup>4</sup> Aktienfonds eignen sich besonders als Untersuchungsobjekt, da sich viele Fondsgesellschaften zur Dekarbonisierung ihrer Portfolios verpflichtet haben und Fonds einen insgesamt sehr hohen Kapitalbetrag verwalten, so dass eine Wirkung wahrscheinlicher ist.<sup>5</sup>

Ausgangspunkt dieser Studie war die Identifikation der Fonds, die sich im Beobachtungszeitraum besonders stark dekarbonisierten. Die von diesen Fonds zum Zweck der Dekarbonisierung verkauften Aktien wurden dann aggregiert, um die Aktien zu identifizieren, die vom gesamten Fondsmarkt am stärksten divestiert wurden („Aktien mit hohem Divestment-Verkaufsdruck“). Dann konnte mittels Ereignisstudien untersucht werden, ob sich bei diesen Unternehmen besondere Veränderungen der Aktienkurse und des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes ergaben.

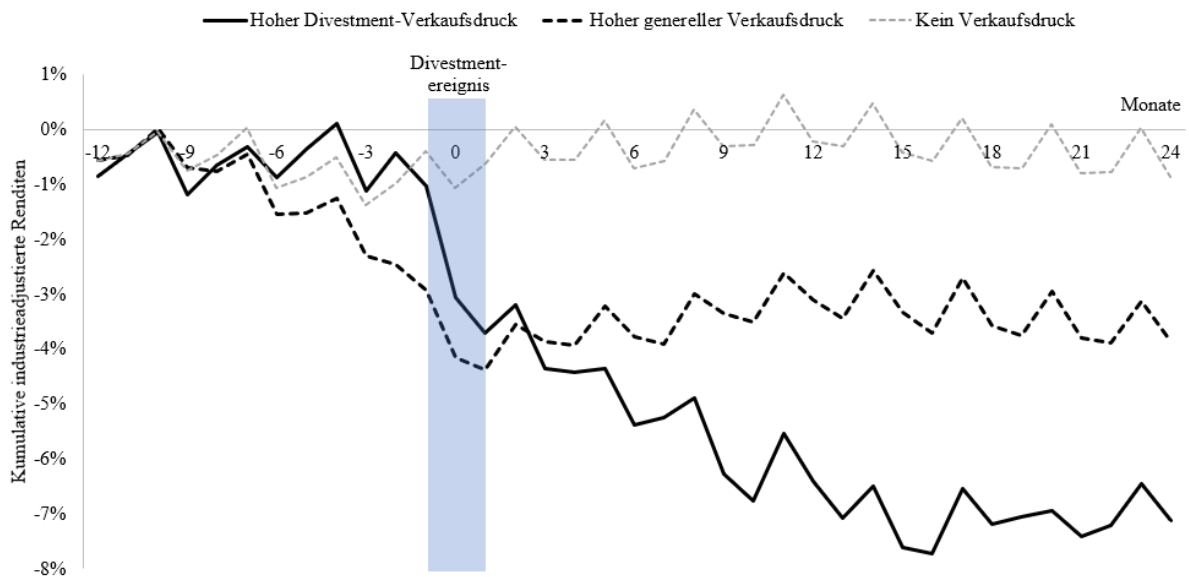
Die erste Ereignisstudie vergleicht die Aktienkursentwicklung („kumulative industriadjustierte Renditen“) der Gruppe der divestierten Unternehmen („hoher Divestment-Verkaufsdruck“) mit den Aktienkursentwicklungen zweier Vergleichsgruppen („hoher genereller Verkaufsdruck“, z. B. aus finanziellen Gründen, und „kein Verkaufsdruck“) vor, während und nach den Divestments.

---

<sup>4</sup> Die Studie von Rohleder, Wilkens und Zink wurde jüngst im Journal of Banking & Finance veröffentlicht ([online verfügbar](#)).

<sup>5</sup> Vgl. Informationen auf der [Website](#) der Initiative Principles for Responsible Investment (PRI).

Abbildung 1: Entwicklung der kumulativen industrieadjustierten Rendite vor, während und nach Divestments

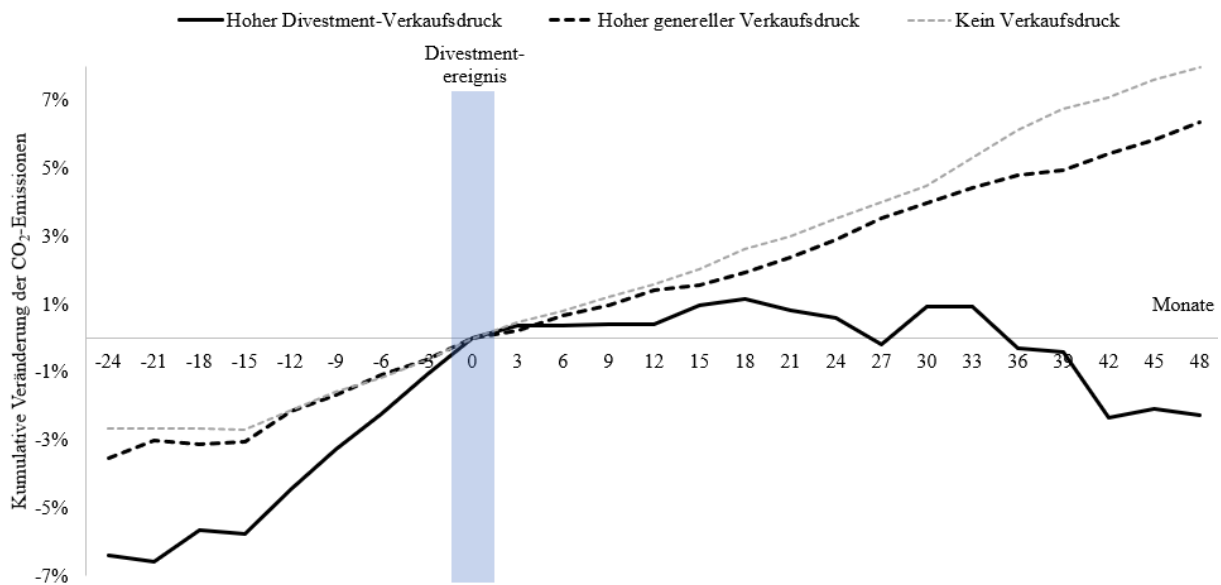


Quelle: Rohleder/Wilkens/Zink (2021), Abbildung 3A.

Abbildung 1 zeigt, dass die Gruppe divestierter Unternehmen (durchgezogene Linie) über zwei Jahre mit  $-6,7\%$  einen deutlich höheren und auch nachhaltigeren durchschnittlichen Kursverlust erlitt als die Gruppe der Unternehmen mit generellem Verkaufsdruck (schwarz gestrichelt). Die Gruppe der Unternehmen ohne Verkaufsdruck zeigte wie erwartet keine nennenswerten Kursveränderungen (grau gestrichelt). Somit führten Divestments langfristig zu niedrigeren Aktienkursen, was im Sinne der Befürworter:innen von Divestments ist.

Durch den Rückgang der Aktienkurse haben die Unternehmen einen Anreiz, ihr ökologisches Verhalten zu überdenken und anzupassen, um wieder attraktiver für Aktionär:innen zu werden. Daher stellt sich die Frage, ob diese Unternehmen infolge der Divestments auch ihre  $\text{CO}_2$ -Emissionen verringerten. Um dies zu prüfen, vergleicht die zweite Ereignisstudie die kumulativen Veränderungen der Scope 1+2  $\text{CO}_2$ -Emissionen der drei Gruppen.

Abbildung 2: Entwicklung der kumulativen Veränderungen der CO<sub>2</sub>-Emissionen vor und nach Divestments



Quelle: Rohleder/Wilkens/Zink (2021), Abbildung 4A.

Abbildung 2 zeigt, dass bei den divestierten Unternehmen ein Rückgang der CO<sub>2</sub>-Emissionen um durchschnittlich 2,3 % zu beobachten war (durchgezogene Linie). Die CO<sub>2</sub>-Emissionen der Unternehmen der Kontrollgruppen stiegen hingegen um durchschnittlich ca. 6 % bzw. 8 % an. Weitere Tests zeigten u. a., dass dieses Ergebnis unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung der divestierten Unternehmen ist und somit z. B. kein Ergebnis einer geringeren Produktionstätigkeit darstellt. Diese Beobachtung lässt den Schluss zu, dass Fonds mit gezielten Divestments eine Reaktion der betroffenen Unternehmen hin zu klimafreundlicherem Verhalten auslösen konnten.

## Fazit: Divestments unterstützen den Kampf gegen den Klimawandel

Im Ergebnis zeigt die Studie, dass institutionelle Anleger:innen über die Dekarbonisierung ihrer Portfolios einen positiven Impact im Kampf gegen den Klimawandel generieren können. Diese Erkenntnis sollte dazu beitragen, dass bezüglich des Divestments bisher skeptische private, institutionelle und öffentliche Anleger:innen ermutigt werden, sich den Divestment-Initiativen anzuschließen, was deren Durchschlagskraft weiter erhöhen würde.

Auch Nationen sind bereits dabei, ihre Finanzinvestitionen zu dekarbonisieren. So kündigte bereits 2015 der Norwegische Staatsfonds an, sich aus Kohleunternehmen

zurückzuziehen.<sup>6</sup> Von Seiten großer institutioneller Anleger:innen hat z. B. die Allianz angekündigt, kohlebasierte Unternehmen aus ihren Anlageportfolios auszuschließen, um damit zur Erreichung des 1,5°-Ziels beizutragen.<sup>7</sup>

Die im Mai 2021 veröffentlichte Deutsche Sustainable Finance-Strategie<sup>8</sup> enthält eher vage Hinweise auf das Instrument Divestment. So soll der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung (KENFO) bis 2050 klimaneutral sein, was allerdings wenig ambitioniert erscheint. Weitere Ausführungen beziehen sich eher allgemein auf „Ausschlusskriterien“ und „Best-in-Class“ Ansätze. Mit Blick auf die Ergebnisse der vorliegenden Studie sollte sich die Bundesregierung klare und verbindliche Ziele zur schnellen Dekarbonisierung öffentlicher Finanzanlageportfolios setzen und diese möglichst bald kommunizieren. Auf diese Weise würde die öffentliche Hand zum einen als Vorbild für andere Investor:innen fungieren und zum anderen zu einer schnelleren Transformation der Wirtschaft beitragen.

---

**Prof. Dr. Christian Klein** ist Professor für Sustainable Finance an der Universität Kassel | [klein@uni-kassel.de](mailto:klein@uni-kassel.de)

**PD Dr. Martin Rohleder** ist Privatdozent für Finanz- und Bankwirtschaft an der Universität Augsburg | [martin.rohleder@uni-a.de](mailto:martin.rohleder@uni-a.de)

**Prof. Dr. Marco Wilkens** ist Professor für Finanz- und Bankwirtschaft an der Universität Augsburg | [marco.wilkens@uni-a.de](mailto:marco.wilkens@uni-a.de)

**Jonas Zink, CFA**, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanz- und Bankwirtschaft an der Universität Augsburg | [jonas.zink@uni-a.de](mailto:jonas.zink@uni-a.de)

---

*Wir danken Gunnar Gutsche, Catherine Marchewitz, Oliver Schenker und Bastian Tittor für wertvolle Hinweise und Kommentare.*

---

<sup>6</sup> Vgl. Informationen auf der [Website](#) von Fossil Free Deutschland.

<sup>7</sup> Vgl. Informationen auf der [Website](#) von Energiezukunft.

<sup>8</sup> Deutsche Sustainable-Finance-Strategie ([online verfügbar](#)).

## Literaturverzeichnis

**Dordi, T.; Weber, O. (2019)** The Impact of Divestment Announcements on the Share Price of Fossil Fuel Stocks. *Sustainability*, 11 (11), 3122.

**Halcoussis, D.; Lowenberg, A. (2019)** The effects of the fossil fuel divestment campaign on stock returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 669–674.

**Heinkel, R.; Kraus, A.; Zechner, J. (2001)** The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (4), 431.

**Mitchell, R.; Agle, B.; Wood, D. (1997)** Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22 (4), 853–886.

**Pástor, Ľ.; Stambaugh, R.; Taylor, L. (2021)** Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550–571.

**Rohleder, M.; Wilkens, M.; Zink, J. (2021)** The Effect of Mutual Fund Decarbonization on Stock Prices and Carbon Emissions. *Journal of Banking & Finance*, forthcoming. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106352>

## Über das Projekt

Die Wissenschaftsplattform Sustainable Finance (WPSF) ist ein von der Stiftung Mercator gefördertes Kooperationsprojekt fünf deutscher Forschungseinrichtungen, die zu unterschiedlichen Aspekten von Sustainable Finance forschen. Schwerpunkte liegen dabei in den Themenbereichen nachhaltige Finanzierung, Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen sowie Nachhaltigkeitsberichterstattung. Als unabhängige Stimme aus der Wissenschaft wollen die Projektpartner Entscheidungsträger:innen in Politik, Finanzsektor und Realwirtschaft darin unterstützen, die zentrale Rolle der Kapitalmärkte auf dem Weg zu einer klimaneutralen Wirtschaft zu verstehen und zu gestalten.

Die beteiligten Wissenschaftler:innen unterstützen die Beantwortung zentraler gesellschaftlicher, politischer und privatwirtschaftlicher Fragestellungen, stellen etablierte und neue Erkenntnisse bereit und nehmen aktiv am politischen und öffentlichen Diskurs teil. Darüber hinaus wollen sie das Thema Sustainable Finance stärker in der deutschen Forschungslandschaft etablieren und die Verknüpfung mit internationalen Institutionen und Prozessen sicherstellen.

Mehr zur Wissenschaftsplattform Sustainable Finance erfahren Sie unter [wpsf.de](https://wpsf.de).

### Partner der Wissenschaftsplattform Sustainable Finance sind



### Die Wissenschaftsplattform Sustainable Finance wird gefördert von

