

Globethics Repository

The logo for Globethics, featuring the word "Globethics" in white, sans-serif font centered within a solid blue rectangular background.

Prinzipiengeleitetes Investment I (Socially Responsible Investment I)

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see <https://www.globethics.net>. Data and content policy of Globethics Repository see <https://repository.globethics.net/pages/policy>.

Item Type	Article
Authors	Ulrich, Peter;Jäger, Urs;Waxenberger, Bernhard
Publisher	Institut für Wirtschaftsethik der Universität St. Gallen
Rights	With permission of the license/copyright holder
Download date	2026-06-12 04:55:02
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/184056

Prinzipiengeleitetes Investment I

Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis
bei „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen

Peter Ulrich / Urs Jäger / Bernhard Waxenberger

IWE
Institut für Wirtschaftsethik
der Universität St. Gallen – Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften
CH-9010 St. Gallen, Guisanstrasse 11, Telefon 071 / 224 26 44, Fax 071 / 224 28 81
E-mail ethik@unisg.ch, Internet: <http://www.iwe.unisg.ch>

Prinzipiengeleitetes Investment I

Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis
bei „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen

Peter Ulrich / Urs Jäger / Bernhard Waxenberger

Nr. 83

Dieser Beitrag entstand im Rahmen eines vom Grundlagenforschungsfonds der Universität St. Gallen geförderten Projekts des Instituts für Wirtschaftsethik. Für diesen ersten Teil des Forschungsberichts (Nr. 83) war Bernhard Waxenberger federführend, für den zweiten Teil (Nr. 84) Urs Jäger.

November 1998
Copyright 1998 bei den Verfassern
ISBN 3-906548-90-2

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	V
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage und forschungsleitende Fragen	1
1.2 Untersuchungsdesign und Vorgehen.....	4
2. Das „ethisch-ökologische“ Investment in Geschichte und Gegenwart	8
2.1 Definitive Annäherung an den Forschungsgegenstand	8
2.2 Historischer Überblick über das „ethisch-ökologische“ Investment	10
2.3 Die wirtschaftliche Bedeutung der „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen.....	11
2.4 Die Anleger und ihre Motive.....	13
3. Die Anbieter „ethisch-ökologischer“ Produkte und Dienstleistungen und ihre Vorgehensweisen	17
3.1 Charakterisierung der Anbieter	18
3.2 Die Anlagestrategie	32
3.3 Das Vorgehen bei der Auswahl und Analyse der Anlageobjekte	37
4. Die Beurteilungskriterien als unzureichende Grundlage des „ethisch- ökologischen“ Investments	43
4.1 Kritische Analyse eines wissenschaftlichen Beitrags – Der Frankfurt- Hohenheimer Leitfaden.....	45
4.2 Kritische Analyse der sozialen Beurteilungskriterien in der Praxis.	48
4.3 Der Abschied von der „Checklistenmentalität“	53
5. Fazit und Ausblick	56
Literaturverzeichnis.....	58
Glossar.....	62
Produkte und Dienstleistungen im Markt der „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen.....	62
Häufig benutzte Begriffe.....	64

Zusammenfassung

In diesem Beitrag wird die Branche des „ethisch-ökologischen“ Investments untersucht, wie sie sich momentan im deutschsprachigen Raum darstellt. Durch persönliche Interviews vor Ort oder am Telefon mit 18 Anbietern von Anlageprodukten oder Dienstleistungen wurde ein umfangreiches Bild der „Szene“ gewonnen, welches hier systematisiert dargestellt wird.

Anhand zweier Dimensionen, die sich auf die Motive und auf das nach außen sichtbare Verhalten der Anbieter beziehen, wird eine Typologie entfaltet, die in idealtypischer Weise die Wesensmerkmale der Anbieter verdeutlicht. Anhand deren Anlagestrategien und ihrer Vorgehensweisen wird anschliessend eine kritische Beurteilung der Institutionalisierung des „ethisch-ökologischen“ Investments vorgenommen.

Ausgehend vom Zwischenergebnis, dass sich die Bezeichnung „ethisch-ökologisch“ hauptsächlich auf die Auswahl ethisch oder ökologisch wertvoller Wertpapiere bezieht, wird der Fokus der Untersuchung zunächst auf die Auswahlkriterien gelegt; dabei kommt die sogenannte „Kriterienlistenhaltung“ kritisch zur Sprache. Neben der Erkenntnis, dass – entgegen dem Anlegerwunsch – nicht alle Bereiche unternehmerischen Handelns mit den Kriterien abgedeckt werden, kommen wir zu dem Schluss, dass eine bloße „Anwendung“ einer fertigen Kriterienliste nicht ausreicht, um das Etikett „ethisch“ zu rechtfertigen. Kriterienlisten, so umfangreich sie auch sein mögen, führen in eine Sackgasse. Dies wird am Beispiel des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens (eine umfangreiche Kriteriensammlung) deutlich. Für eine Anlage, die sich zu Recht ethisch nennen kann, müssen noch andere Faktoren erfüllt sein: Dies sind zum einen mehr nach innen, auf den Anbieter gerichtete Aspekte, zum anderen neue Denkraster für die Bewertung von Unternehmen.

Während hier in erster Linie die empirische Erhebung und deren Ergebnisse vorgestellt werden, werden in einem separat veröffentlichten, zweiten Teil des Forschungsberichts (Beiträge und Berichte des IWE-HSG Nr. 84) die neuen konzeptionellen Ansätze und Anforderungen für ein prinzipiengeleitetes Investment dargestellt.

1. Einleitung

Das Thema hat (wieder) Konjunktur. Nachdem zu Beginn der Neunziger Jahre Artikel zum Thema ökologische, ethische oder umwelttechnologische Fonds vor allem in anlegerorientierten oder an den Fachmann gerichteten Zeitschriften zu finden waren (Die Bank, bank und markt, bankkaufmann, Anlagepraxis, Finanztest, Wirtschaftswoche, Kapitalmarkt intern, Handelszeitung, aber auch manager magazin, Die Zeit, Natur, Die Welt), kann man Artikel zu diesem Thema heute schon in der Frauenzeitschrift annabelle¹ lesen oder im Brückenbauer der Migros Genossenschaft². Fast täglich ist in einer der grossen Zeitungen ein Beitrag über Ethik und Geldanlage zu finden. Diese Renaissance, die sich auch in Anfragen an das IWE, wie man denn ethisch investiere, zeigt, kann man aus aktuellen gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und unternehmenspolitischen Ereignissen zu verstehen versuchen. Der Generation der Erben steht eine ungeheure Geldmenge zur Verfügung, die angelegt werden will. Die Generation der Erben ist aber auch die Generation des erwachten ökologischen Bewusstseins, so dass die Vermeidung von umweltschädigenden Unternehmen bei der Kapitalanlage immer häufiger zum Kriterium wird.

Ein weiterer Themenkomplex für das sich verändernde Bewusstsein des Anlegers sind die zunehmenden negativen externen Effekte des „modernen“ Wirtschaftens, so z.B. die Massenentlassungen bei der sog. „Fusionitis“ der grossen und grössten Unternehmen, die zwar oft zum Vorteil der Shareholder, meist aber zum Nachteil der Arbeitnehmer – oder derjenigen, die es waren – ausfallen.³ Will man als Anleger wirklich in ein Unternehmen investieren, das seinen Gewinn steigert, indem es Tausende von Stellen abbaut?⁴

1.1 Ausgangslage und forschungsleitende Fragen

Die Ökonomie und insbesondere die Finanzwirtschaft währte sich jahrzehntelang im wertfreien Raum.⁵ Schon seit einigen Jahre gibt es aber Geldanlagen, die

¹ Ceschi 1998, 98ff.

² Euw/Stephan1998, 11f.

³ Die bekanntesten Beispiele in der Schweiz sind wohl Novartis im März 1996 (minus 10.000 Stellen) und UBS im Frühjahr 1998 (minus 13.000 Stellen angekündigt).

⁴ Auf die Motive des Anlegers wird im 2. Kapitel näher eingegangen.

⁵ „Professionelle Investoren kümmern sich grösstenteils nicht um Umweltbelange, weil sie darin moralische Fragen ausserhalb ihres Zuständigkeitsbereiches sehen. Die Mitglieder der Finanzwelt, die das Vermögen anderer verwalten, weisen auf ihre gesetzliche Verpflichtung hin, die Kapital-

sich „ethisch“ nennen. Was steckt im Kontext solcher Geldanlagen hinter diesem Begriff? Diese Frage zu klären, war die erste Aufgabe dieses Forschungsprojekts. Es galt also, den Markt – in erster Linie die Anbieter⁶ – des „ethisch-ökologischen“⁷ Investments zu untersuchen und darzustellen. Es war keineswegs unsere Intention, für potentielle Anleger eine Marktanalyse zu machen – deshalb auch der Verzicht auf die Nennung von Namen –, sondern kritisch weiter zu forschen und zu fragen: Worauf stützt sich die Bezeichnung „ethisch“? Worin unterscheiden sich die „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen von den „konventionellen“? Welche Ziele werden mit dem Angebot einer „ethisch-ökologischen“ Anlagemöglichkeit verfolgt?

Doch auch an uns selbst war eine Frage gerichtet: Was kann der Wirtschaftsethiker in diesem Feld überhaupt beitragen? Kann er neben der Deskription konzeptionelle wirtschaftsethische Aufgaben wahrnehmen und ausfüllen? Er kann. Mit dem vielleicht etwas unverstellteren Blick des Aussenstehenden und frei von brancheninternen Sachzwängen und Restriktionen kann er in der kritischen Beurteilung des Sachverhalts positive Entwicklungen herausstellen und verbesserungswürdige kennzeichnen. In einer mehr grundsätzlichen Diskussion kann er wirtschaftsethische Kategorien und Denkhilfen einbringen und so die Probleme des immer noch im Werden begriffenen Bereichs der „ethisch-ökologischen“ Geldanlage aus praktischer wie auch aus theoretischer Sicht erhellten. Damit ist schon viel gewonnen.

Es soll hier eine Reflexion auf die Grundlagen der Praxis erfolgen, welche im deutschsprachigen Raum bisher noch kaum öffentlich diskutiert wurde, weder in der Wissenschaft noch in der Wirtschaft. So gibt es zwar Publikationen zum Thema, diese beschränken sich jedoch in erster Linie auf Marktbeschreibungen und Darstellungen der Angebote.

Die in England existierende wissenschaftliche Diskussion⁸ beeinflusst das kontinentale Europa kaum. So gibt es zwar spezielle (Forschungs-) Institute im deutschsprachigen Raum, welche sich mit dem Thema „ethisch-ökologische“

rendite zu maximieren, ohne nach Umweltmoral oder sozialer Gerechtigkeit zu fragen.“ Schmidheiny 1997, 51.

⁶ Der sprachlichen Eleganz willen wird zukünftig „Finanzinstitut“ als Synonym von „Anbieter (von ethisch-ökologischen Anlageprodukten und Dienstleistungen)“ verwendet.

⁷ Im Rahmen dieser Arbeit werden die Bezeichnungen „ethisch-ökologisch“ und „prinzipiengeleitet“ verwendet, um die spezielle Form der hier untersuchten Geldanlagen zu kennzeichnen. Jedoch sind beide Formen hier nicht synonym gebraucht. „Ethisch-ökologisch“ (in Anschluss an die Begrifflichkeit der aktuellen Diskussion) bedeutet hierbei die in der Praxis vorgefundene Form, „prinzipiengeleitet“ dagegen die erweiterte, umfassende Form einer „ethischen“ Geldanlage.

⁸ Zu nennen wären hier im speziellen Mackenzie 1997, 1998 oder Cowton 1989, 1990, 1992.

Geldanlage beschäftigen;⁹ diese betreiben jedoch keine grundlegende Forschung. Sie versuchen in erster Linie Unternehmen zu finden, die den „ethisch-ökologischen“ Anlagekriterien entsprechen. Einzelne verstreute wissenschaftliche Untersuchungsberichte sind zum Teil Auftragsforschungen, die den Markt untersuchen, und zu sehr mit dem „Know-how“ statt mit „Know-what“ befasst.¹⁰

Aus der Analyse dieser in wirtschaftsethischer Perspektive problematischen Aspekte ergeben sich erste Ansätze, wie man diese Probleme umgehen oder lösen könnte. Es ist jedoch nicht unser Anliegen, *den* richtigen Entwurf für *das* „ethisch-ökologische“ Investment vorzulegen; ein angemessenes Konzept kann aufgrund der heterogenen Struktur der Motivationen und Ziele der verschiedenen Finanzinstitute stets nur im Einzelfall entwickelt werden. Die Unterstützung, die wir hierbei bieten können, entspringt dem Verständnis von Wirtschaftsethik, wie es seit über zehn Jahren am IWE entwickelt wird. Die integrative Wirtschaftsethik¹¹ versucht dabei stets hinter die „Kulissen“ zu blicken und bestehende (Sach-) Zwänge am Markt nicht einfach hinzunehmen, sondern kritisch zu hinterfragen. Sie begreift Ethik nicht im Sinne einer materialen Wertethik, sondern als Prinzipien- oder Vernunftethik. Als solche beansprucht sie nicht, einen Katalog situationsübergreifend gültiger Normen zu erstellen, sondern das formale Prinzip der Moral, also den *moral point of view* herauszuarbeiten, aus dessen Perspektive heraus Handlungen kritisch zu reflektieren sind. Die Begründung oder Kritik konkreter normativer Geltungsansprüche erfolgt nicht in der Theorie, sondern in der prinzipiengeleiteten Praxis, nämlich im Diskurs mit den Betroffenen (Diskursethik). Die wirtschaftsethische „Theorie“ klärt nur die allgemeinen Prinzipien (Grundsätze), in deren Licht situative Beurteilungen wirtschaftlicher Handlungsmöglichkeiten erfolgen sollte. Während andere wirtschaftsethische Ansätze verkürzend fragen: „Wie kann man die Ethik in der Wirtschaft anwenden?“, wird in der integrativen Wirtschaftsethik nach den *Voraussetzungen* legitimen und sinnvollen Wirtschaftens gefragt: Die normativen Ansprüche werden also der ökonomischen (Sach-) Logik nicht einfach unvermittelt entgegengestellt, sondern

⁹ Z.B. Südwind e.V. in Siegburg, D, oder das Forschungsinstitut für ethisch-ökologische Geldanlagen (FIFEKA) in Wien.

¹⁰ Vgl. z.B. Campanale 1993, Büttner/Kraemer 1990, Fichtner/Grünwald 1995, Figge 1995, Kleinert/Pentzlin/Heider 1994.

Mit der Unterscheidung „Know-how“ und „Know-what“ soll angedeutet werden, dass sich die Frage des *wie* oft noch gar nicht stellt, solange das *was* (hier also: was ist „ethisch-ökologisches“ Investment überhaupt, was sind seine Grundlagen usw.) geklärt ist.

¹¹ Vgl. als systematische Gesamtdarstellung der integrativen Wirtschaftsethik Ulrich 1998. Diese Zurückhaltung gegenüber der „Anwendung“ von „Ethik“ entspringt dem gängigen Ethikverständnis, das diese als Reflexionsinstanz der Moral sieht. „Sie (die Ethik, d.V.) stellt keinen materialen Normenkatalog auf, der für die gesamte Menschheit verbindliche Handlungsregeln beinhaltet.“ Pieper 1991, 153.

als die tragende Grundlage vernünftigen, lebensdienlichen Wirtschaftens begriffen.

Deshalb wird im folgenden auch besonders darauf geachtet, wie die Auswahlkriterien der einzelnen Finanzinstitute zustandekommen. Da es keine übergeordnete (metaphysische) Instanz gibt, die verbindlich gültige Normen (=Kriterien) vorschreiben kann, müssen die Kriterien nach Vernunftgründen entwickelt werden. Und wie sollte das anders geschehen als im Diskurs, der idealerweise als „öffentlicher Gebrauch der Vernunft“¹² geführt wird? Erste Ansätze, dass vor und mit der kritischen Öffentlichkeit der Anlageprozess und seine Prämissen diskutiert werden,¹³ sind in der Praxis bereits am Entstehen. So plant ein Finanzinstitut die Durchführung einer grossen Versammlung von Anlegern und Interessierten, wo jeder die Möglichkeit bekommen soll, am ethischen Diskurs um Anlagekriterien und Anlageobjekte teilzunehmen. Bei den meisten Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Finanzdienstleistungen und Anlageprodukten wird jedoch bei der Auswahl der Kriterien auf Sekundärliteratur und eigene Intuition gebaut. Die daraus entstehenden Bewertungskriterien laufen dann aber Gefahr, nur die Werte des Autors widerzuspiegeln.¹⁴ Insofern ist es auch unsere Aufgabe als Ethiker, auf den unbedachten Umgang mit ethischen Kategorien hinzuweisen, der bei vielen Ansätzen vorherrscht.. Vieles ist nicht so leicht zu beurteilen, wie es auf den ersten Blick scheint.¹⁵ Die Sachverhalte liegen oft nicht so klar auf der Hand, man kann nicht apriori entscheiden, was richtig und was nicht richtig ist.

1.2 Untersuchungsdesign und Vorgehen

Entsprechend unserem ersten Ziel der Marktuntersuchung und -darstellung führten wir nach einer ersten Phase des explorativen Studiums der Literatur persönliche Interviews mit zwölf Anbietern verschiedenster Produkte und Dienstleistungen, die mit „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen zusammenhängen. Dazu kamen noch einige telefonische Interviews. Die persönlichen Interviews waren recht ausführlich (jeweils zwischen 1,5 und 4 Stunden Dauer). Die Interviews waren

¹² Kant 1784, 55.

¹³ Vgl. die gleichlautende Forderung bei Mackenzie 1998, 85.

¹⁴ In der Praxis wird dieser Gefahr begegnet durch Umfragen bei Kunden oder Passanten (vgl. z.B. Hoffmann 1992, 17f. oder o.V. (Finanztest) 1991) oder durch die Subjektivität des Einzelnen aggregierende, wertpluralistische Verfahren, wie z.B. die Wertbaumanalyse, welche, um nicht gewichten oder entscheiden zu müssen, in einem kollektiven Verfahren die individuellen Werthaltungen der Einzelnen zu einem Gesamt zusammenfasst (vgl. Hoffmann/Ott/Scherhorn 1997).

¹⁵ So ist z.B. die Produktion von Rüstungsgütern, die oft als Ausschlusskriterium genannt wird, nicht so ohne weiteres zu verurteilen, wenn man berücksichtigt, dass Selbstverteidigung ein moralisches Recht eines jeden darstellt.

offen und hatten als Struktur einige von uns vorab festgelegte Hauptpunkte, die wir im Gespräch erörterten. Es gab kaum vorformulierte Standardfragen, sondern je nach Anbieter (und fortschreitendem Kenntnisstand) spezifische Vertiefungsfragen, die neben den zu erreichenden Hauptpunkten das Gespräch leiteten. Diese Hauptpunkte betrafen die Organisation der Firma, die organisatorische Einbindung des „ethisch-ökologischen“ Produkts (oder der Produkte, wenn es mehrere waren) bzw. der Dienstleistung, evtl. vorhandene Kooperationen und Allianzen und das Vorgehen bei der Auswahl der Investitionsobjekte, wobei insbesondere auf die Auswahlkriterien Wert gelegt wurde. Es wurde zudem intensiv nach der Motivation der Institution, ein „ethisch-ökologisches“ Anlageprodukt anzubieten, und nach der persönlichen Motivation der Verantwortlichen und der Mitarbeiter gefragt.

Die Interviews wurden protokolliert und – bis auf eine Ausnahme – zur Überprüfung an die Interviewpartner zurückgesendet, damit diese evtl. noch offene Fragen beantworten und eigene Kommentare hinzufügen konnten.

Die telefonischen Interviews waren deutlich kürzer als die vor Ort. Hier wurden nur spezifische Vertiefungsfragen gestellt, so dass die Interviews nach längstens 30 Minuten zu Ende waren. Bei den telefonischen Interviews wurde keine Feedback-Schleife eingebaut, weil sie meist am Ende der Projektlaufzeit durchgeführt wurden.

Der geographische Raum der Untersuchung umfasste Deutschland, Österreich und schwergewichtig die deutschsprachige Schweiz. Die Auswahl der Interviewpartner erfolgte nach dem Kriterium der breiten Abdeckung der Themengebiete des „ethisch-ökologischen“ Investments und der Unternehmensbewertung. Folglich haben wir keine „alternative“ Bank besucht, da keine von diesen ein auf Aktien gestütztes Anlageprodukt anbietet.¹⁶

Die zwölf besuchten Firmen setzten sich wie folgt zusammen:¹⁷ Ein Forschungsinstitut; drei Ratingagenturen (eine davon mit angeschlossener Beteiligungsgesellschaft); ein kleinerer Finanzdienstleister mit eigenem Fonds; drei grosse Banken, die einen Fonds anbieten; eine grosse Bank, die zwar kein eigenes Anlageprodukt, jedoch für grosse Kunden eine private Vermögensverwaltung nach „ethisch-ökologischen“ Gesichtspunkten anbietet; eine ökologische Lebensversicherung; eine kleinere Firma, die mehrere Angebote unter einem Dach

¹⁶ Natürlich kennen auch diese Banken die Problematik der alternativen Unternehmensbewertung. Wenn sie (verbilligte) Kredite an „förderungswürdige“ Betriebe vergeben oder direkt Projekte unterstützen, so müssen auch sie Beurteilungsschemata haben. Die Kriterien unterscheiden sich auch nicht wesentlich von denen der anderen Anbieter, höchstens vielleicht in der „geographischen Reichweite“ der Formulierung, sind doch die geförderten Projekte oft im regionalen Umfeld zu finden.

¹⁷ Vgl. die Erläuterungen zu den einzelnen Produkten im Glossar.

vereint (Fonds, Vermögensverwaltung, Direktinvestitionen und Beteiligungen) und die Verantwortlichen eines Fonds, der von letztgenannter Firma gemanaged wird.

Von allen uns bekannten institutionellen Anbietern ethisch-ökologischer Finanzanlagen oder Dienstleistungen wurden Unterlagen angefordert. Bei wenigen wurde telefonisch nachgefragt. Firmen, die mehrere Anlagen verwalteten, wurden auch nach diesen Produkten befragt, selbst wenn sie von einem anderen Anbieter stammten. Das brachte zusätzliche Informationen ohne zusätzlichen Aufwand.

Unsere Untersuchung steht somit auf einer breiten empirischen Basis. Wir gehen davon aus, dass wir für die Schweiz von nahezu allen Anbietern Daten besitzen. Für Deutschland wurden die kleineren Finanzdienstleister ausgenommen. In Österreich gibt es offenbar kaum Angebote für „ethisch-ökologisches“ Investment.¹⁸ Der einzige österreichische ethische Fonds, der zusätzlich in Deutschland und der Schweiz vertrieben wird, wurde von uns über die in der Schweiz beheimateten Initiatoren genau untersucht. Ein Forschungsinstitut für „ethisch-ökologisches“ Investment in Wien befragten wir mehrmals. Von dort bekamen wir wertvolle Hinweise für den von uns untersuchten Markt.

Abbildung 1 zeigt im Überblick die Interviewpartner und deren Ausrichtung.

¹⁸ Nach Deml/Baumgarten (1998, 9, 66, 195ff.) gibt es in Österreich eine ökologisch orientierte Bank, bei der auch Anleihen des staatlichen Öko-Fonds aufgelegt sind. Von den einst existierenden österreichischen Umweltfonds ist keiner mehr am Markt. Einige ausländische „ethisch-ökologische“ Anlagen besitzen für Österreich eine Vertriebslizenz.

Ausrichtung	Bed.	Art der Firma	Name	t/b
Forschungsinstitut für ethisch-ökologische Geldanlagen	10	Verein	FIFEGA	b
Ratingagentur für Unternehmen. Ergebnisse nur für internen Gebrauch der Auftraggeber	10	kleine AG	Eco Rating International	b
Ratingagentur für Wertpapier-Emittenten mit Fokus auf ökologische Aspekte	10	kleine GmbH	Ökom	b
Ratingagentur für Wertpapieremittenten mit Fokus auf ökologische Aspekte mit Vermögensverwaltung und Beteiligungsgesellschaft	10	kleine AG	SAM Sustainable Asset Management	b
Alle Bankgeschäfte ohne die Prämisse der Gewinnmaximierung	10	Alternative Bank	ABS, Alternative Bank Schweiz	t
Ökologisch ausgerichtete Direktbank	10	Alternative Bank	Umweltbank Nürnberg	t
Ökologisch ausgerichtete Verwaltung von Pensionskassengeldern	10	Anlagestiftung	NEST	t
Lebensversicherung, deren Beiträge ökologisch sinnvoll angelegt werden	10	Lebensversicherung AG	oeco-capital	b
Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf soziale Aspekte	10	kleine AG	Care-Invest	b
Beteiligungsgesellschaft mit weiteren Dienstleistungen wie Emissionsbegleitung	10	kleine AG	HerMerlin	t
Vermögensverwaltung mit Beteiligungsgesellschaften	9	kleine AG	VTZ AG	b
Vermögensverwaltung mit eigenem „Ethik“-Fonds	4	kleine AG	Dr. Höller Vermögensverwaltung	b
Öko-Fonds	2	Privatbank	Bank Sarasin	b
Öko-Fonds	1	Bankkonzern	SBV, Bankverein	b
Öko-Fonds	1	Grosse Bank	Zürcher Kantonalbank	b
Öko-Fonds. Kein eigenes ökologisches Rating.	1	Bankkonzern	Credit Suisse	t
Öko-Fonds	1	Bankkonzern	BfG LuxInvest	t
Dienstleistungen wie Portfolio-Screening oder individuelle ökologische Vermögensverwaltung. Konzernweite Stabsstelle Umweltschutz.	1	Bankkonzern	UBS (alt) Bankgesellschaft	b
<p>Erläuterung: <i>Bed.</i> kennzeichnet die Bedeutung, welche das „ethisch-ökologische“ Segment innerhalb der Firma hat. 10 bedeutet, dass eine ausschliessliche Betätigung in diesem Bereich stattfindet, 1 kennzeichnet einen verschwindend geringen Anteil am gesamten Umsatz. <i>t/b</i> dient der Unterscheidung, ob das Interview vor Ort stattfand (<i>b</i> für Besuch) oder telefonisch.</p>				

Abbildung 1: Interviewpartner

2. Das „ethisch-ökologische“ Investment in Geschichte und Gegenwart

In diesem Abschnitt wird nach einer kurzen definitorischen Erläuterung und einem Rückblick auf die Entwicklungsgeschichte „ethisch-ökologischer“ Geldanlagen deren wirtschaftliche Bedeutung erläutert. Schliesslich wird kurz auf den Anleger und seine möglichen Motive für eine solche alternative Geldanlage eingegangen.

2.1 Definitorische Annäherung an den Forschungsgegenstand

Die Bezeichnung „ethisch-ökologisches Investment“ soll nicht nahelegen, dass es sich hierbei ausschliesslich um sog. Investmentsparen, also das Investieren in Anlagefonds, handelt; vielmehr ist im Sinne des englischen Begriffs „ethical investment“ jegliche Form der prinzipiengeleiteten Geldanlage gemeint. Prinzipiengeleitet¹⁹ meint dabei die Orientierung an ausserökonomischen Wertmassstäben, d.h., dass nicht (nur) Risiko und Rendite über die Wahl einer Geldanlage entscheiden, sondern (auch) soziale oder ökologische Gesichtspunkte eine Rolle spielen.

Eine allgemeingültige Definition für „ethisch-ökologisches Investment“ anzugeben ist kaum möglich.²⁰ Das zeigt sich allein schon an den vielen Begriffsgewändern, in denen es auftaucht. Neben „ethischen“ Investments bzw. Geldanlagen gibt es „ethisch-ökologische“ Anlagen, „ökologische“ und „ökoeffiziente“ oder „gesellschaftlich verantwortliche“ Investmentformen. Als Annäherung kann folgende Umschreibung dienen:

„Ethical investment seeks to invest in companies which make a positive contribution to the world and seeks to avoid companies which harm the *world*, its *people* or its *wildlife*. It is difficult for an individual investor to judge whether a particular company is ethical or not. Therefore, most ethical investments are held through a managed investment fund such as a unit trust or life insurance or pension fund. Most UK ethical funds are based on a combination of positive and negative investment criteria. Some emphasise the former, while others concentrate on the latter, and some try to strike a balance between the two.“²¹

¹⁹ Der Begriff „prinzipiengeleitet“ dürfte im vorliegenden Zusammenhang wohl von Mächtel (1996, 2) stammen.

²⁰ Vgl. Schmidheiny/Zorraquin 1996, 138: „Es gibt keine übereinstimmende Definition ethischer Fonds, weil sie eine grosse Vielzahl von guten Zwecken verfolgen.“

²¹ Aus dem Glossary von www.moneyworld.co.uk. Hvh. d.V.

Wichtig ist hier festzuhalten, dass sich „ethical investment“ auch auf die natürliche Umwelt bezieht, so dass die „grünen“ Anlageinstrumente als Untergruppe der „ethischen“ Geldanlagen gesehen werden können.

Im deutschsprachigen Raum ist das Präfix „ökologisch“ weit verbreitet. Ein Grund für diese Verbreitung liegt darin, dass in Deutschland der Begriff „ethisch“ in Verbindung mit Anlagefonds vom Bundesaufsichtamt für das Kreditwesen (BAKred) nicht zugelassen ist.²² Es wird dort argumentiert, der Anlegerschutz wäre nicht gewährleistet, da „Ethik“ nicht operationalisierbar, also nicht klar abzugrenzen sei. Zum anderen würden alle anderen Anlageprodukte diskreditiert, welche die Bezeichnung „ethisch“ nicht führten.²³

Entgegen dem obigen Definitionsvorschlag verwendet die Praxis im deutschsprachigen Raum den Begriff „ethisch“ oft als Synonym für „sozial“, womit ökologische Aspekte ausgeschlossen sind.²⁴ Aus diesem Grund wird am Markt von „ethisch-ökologischem“ und nicht einfach von „ethischem“ Investment gesprochen. Damit kommt dem Attribut „ethisch“ nur eine Partnerrolle zu „ökologisch“ zu, und nicht, wie es richtig wäre, eine übergreifende: Der richtige Umgang mit der natürlichen Umwelt ist ein Teil der ethischen Reflexion.

Der obigen, aus England stammenden Definition von „ethical investment“ liegt jedoch ein viel weiterer Ethikbegriff zugrunde:

„Zu berücksichtigen ist dabei aber zunächst, dass der Begriff der ethischen Kapitalanlage nicht aus dem deutschen Sprachraum stammt, sondern auf einer sprachlichen Anlehnung an das anglo-amerikanische ethical banking und das ethical investment beruht. Während in Deutschland mit seinen philosophischen Traditionen als herrschender Inhalt des Begriffs Ethik definiert werden kann: ‘Ethik ist ganzheitlich oder gar nicht’, finden sich zu dem anglo-amerikanischen ‘ethical’ *wesentlich bescheidenere* Definitionen. In der Regel wird ethical als berufsethisch, dem Berufsethos entsprechend, zu übersetzen sein; weiterreichende Einschränkungen finden sich mit Bedeutungen wie arzneimittelpflichtig oder für ethical product mit anerkanntes pharmazeutisches Produkt. Bei dieser engen Auslegung des Begriffs darf man allerdings für ethische Fonds nicht stehen bleiben, da ihre Anlagekriterien einen wesentlich weiteren Anlagekreis ziehen. Immerhin bleibt aber festzuhalten, dass ein ‘ethischer Fonds’ in angloamerikanischen Anlegerkreisen wohl bescheidenere Erwartungen auslöst als im deutschen Sprachraum.“²⁵

²² Vgl. z.B. Conrads 1994, 6, oder Homolka/Nguyen-Khac 1996, 681.

²³ Das BAKred versteht „ethisch“ hier wohl als moralische Qualität und nicht, wie in der modernen Ethik üblich, als Perspektive.

²⁴ VTZ (1997, 2f.) benutzt die Terminologie „öko-ethisch“ und „sozial-ethisch“, um die unterschiedliche Gewichtung ihrer Angebote deutlich zu machen.

Manchmal bedeutet „ethisch“ auch etwas nicht näher definierbares Gutes. Vgl. Vieweger-Baraccani, (1998, 22f.), die von „ökologisch, ethisch und sozial korrekt“ oder „ethisch, sozial und ökologisch ‚sauber‘“ spricht.

²⁵ Dürr 1991, 290, Hvh. d.V. Vgl. dazu Tschandl (1994, 77ff.), der die Auswahlkriterien amerikanischer Fonds und Forschungsinstitute nebeneinanderstellt. Hier kann man sehr deutlich das breitere Ethikverständnis amerikanischer Anleger erkennen.

Das von uns vertretene Verständnis von Ethik zielt im Kern auf die Legitimität von Handlungen. Da diese nicht apriori feststeht und auch nicht von aussen festgelegt werden kann, ist legitimes Handeln nur im (auch idealisiert in einer Person zu denkenden) Diskurs mit Betroffenen feststellbar. Legitim ist eine Handlung dann, wenn niemandes grundlegende moralische Rechte verletzt werden und jeder der Betroffenen der Handlung zustimmen könnte.²⁶ Dazu ist der Wille zur Reziprozität, zum gedanklichen Rollentausch vonnöten, der in ehrlicher Absicht auch die berechtigten Ansprüche des Anderen wahren will. Der fallspezifische Diskurs entlastet „die Ethik“ von der Aufgabe materialer Vorgaben, denn in erster Linie soll sie „nicht bevormunden, sondern Wege weisen“.²⁷

In diesem Sinne und in Abgrenzung von der derzeitigen Praxis wollen wir die scheinbare Synonymität von „ethisch-ökologischem“ und „prinzipiengeleitetem“ Investment aufheben. „*Ethisch-ökologisch*“ soll im folgenden auf die gängige Praxis hinweisen. *Prinzipiengeleitet* steht hingegen für das Investieren auf einer geklärten ethischen Grundlage, wie sie hier anvisiert wird.

2.2 Historischer Überblick über das „ethisch-ökologische“ Investment

Die Anfänge des prinzipiengeleiteten Investierens sind in den USA und England zu finden. Schon um die Jahrhundertwende forderten religiös motivierte Anleger in den USA ihre Banken auf, ihr Geld nach christlichen Wertmassstäben anzulegen.²⁸ 1928 wurde dann in Boston mit dem *Pioneer Fund* der erste „ethische“ Fonds aufgelegt. 1970 war die Geburtsstunde des „modernen“ „ethischen“ Investments. Geprägt von den Bildern und Erfahrungen der Apartheid und des Vietnamkrieges wollten bewusste Anleger nicht mehr, dass ihr Geld in Firmen investiert würde, die mit Südafrika Handel trieben oder durch Produktion von Rüstungsgütern oder Napalm den Vietnamkrieg förderten. Während also die ersten „ethischen“ Fonds mehr der politischen Einflussnahme dienten, kam 1984 mit dem *Ethical Mutual Fund* zum ersten Mal ein Fonds auf den amerikanischen Markt, der auch ökologische Kriterien mitberücksichtigte.²⁹

²⁶ Vgl. dazu im Einzelnen Ulrich 1998, 32 und 83ff. sowie 235ff.

²⁷ Pieper 1991, 16.

²⁸ Vgl. z.B. Schneeweiss 1998, 89f. oder Homolka 1992, 91ff.

²⁹ Vgl. Mächtel 1996, 65. Peter Webster (1992, 71f.) vom bedeutendsten britischen Forschungsinstitut für „ethisch-ökologische“ Anlagen EIRIS (Ethical Investment Research Service) nennt unter den Stichworten „money“, „power“, „Concern for the investors integrity“, „freedom of choice“ und „desire to bring ethics back to finance“ weitere Gründe für die Existenz von alternativen Anlagen: 1. Aus vielen Fonds in Grossbritannien wurde Geld abgezogen, bei den „ethischen“ jedoch nicht. Sie sind ein gut zu verkaufendes Produkt. Es wird Geld damit verdient. 2. Veränderung der Gesellschaft und Wirtschaft (bei Webster „the world“) aufgrund von Kapitalakkumulation. 3. Die Sorge um die Einstellung des Anlegers: seine „Integrität“ im Sinne seine Grundeinstellungen soll gewahrt

Im kontinentalen Europa verlief die Entwicklung ganz anders: Zum einen war das Bewusstsein für „ethisch-ökologische“ Geldanlagen erst viel später erwacht (zweite Hälfte der 80er Jahre), zum anderen hatte es auch ganz andere Beweggründe. Es standen weniger soziale oder politische als vielmehr ökologische Anliegen im Vordergrund. Dem in den 80er Jahren erwachten Umweltbewusstsein in breiten Schichten der Bevölkerung (Stichwort Waldsterben) wurde gezielt mit Geldanlagen entgegen zu kommen versucht. Interessanterweise wurde „Ökologie“ anfangs eher als Marktsegment wahrgenommen, was sich in der Lancierung von sog. Umwelttechnologiefonds zeigte. Diese kann man getrost als (primär gewinnorientierte) Branchenfonds bezeichnen, die unabhängig von umweltethischen Gesichtspunkten zusammengestellt wurden. Diese Umwelttechnologiefonds werden bei Insidern der „ethisch-ökologisch“ ausgerichteten Anlegerszene auch aus einem anderen Grund sehr kritisch beurteilt.³⁰ Als Argument wird die „end-of-pipe“-Problematik angeführt. So verhindern nachträgliche „Reparaturmassnahmen“ (z.B. Reinigungsstufen, Katalysatoren oder Abfallentsorgungseinrichtungen), dass wirklich umweltschonende Verfahren (sog. „pre-pipe“ Technologien) entwickelt werden. Da diese Fonds zum Teil zu spät lanciert wurden (abnehmende Gewinne der Umwelttechnologiefirmen), sind viele von ihnen heute wieder am Verschwinden oder bereits aufgelöst.

2.3 Die wirtschaftliche Bedeutung der „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen

„Ethisch-ökologische“ Geldanlagen beeinflussen durch ihre alternative Form des Investierens die wirtschaftliche Umwelt nur im geringen Masse. Ihre Wirkung („Hebel“ genannt) kann entsprechend der Anlageobjekte nach Direktbeteiligungen (1) und Anlagen in Aktien (2) unterschieden werden:

(1) *Direktbeteiligungen* erlauben es, direkten Einfluss auf die Geschäftspolitik des Unternehmens auszuüben.³¹ Der Anleger kann hier ganz gezielt berück-

bleiben. 4. Der Wille des Anlegers: seine Souveränität soll gewahrt bleiben. 5. Der Wunsch, Ethik zurück in die Finanzwelt zu bringen, gründet auf der grundsätzlichen Frage, warum die Finanzwelt für Ethik nicht zugänglich sein soll („impervious to ethical ... considerations“). Die Souveränität des Anlegers verdeutlicht er an einem Beispiel (S. 71): „In the UK individuals can opt out of pension schemes. No employer can force an individual to join a pension scheme and a number of individuals have opted out of their pension schemes and put their money into ethical unit trusts instead.“

³⁰ Vgl. z.B. Deml/Baumgarten 1998, 16.

³¹ Die Grösse des Einflusses hängt natürlich von der Grösse des eingesetzten Kapitals ab. Besonders beim Venture Capital (Wagnis-Kapital zur Finanzierung der Expansion einer Firma) wird oft direkt auf die Geschäftsleitung eingewirkt, z.B. über einen Posten im Aufsichtsrat.

sichtigen, was ihm wichtig ist, welche Unternehmen oder Projekte er für förderungswürdig hält. So kann er in einen Bio-Bauernhof investieren oder in eine Windkraftanlage. Eine Identifikation mit dem unterstützten Projekt ist möglich. Es besteht aber auch die Möglichkeit sein Geld in einen „Topf“ (Fonds) zu legen, der sein Geld unter solchen Projekten streut. Bei einer solchen projektorientierten Anlage steht vor dem Renditeaspekt ein mehr ideelles Motiv, sofern es sich nicht um Venture Capital handelt, das für weit überdurchschnittliche Gewinnchancen ein ungewöhnlich hohes Risiko trägt.

- (2) *Anlagen in Aktien*, die als „grün“ oder „sozialverträglich“ eingestuft werden (meist eine Investition über Aktienfonds), sind in ihrer Wirkung auf die Politik eines Unternehmens sehr beschränkt. Das Kapital aus den Aktien fließt ja dem Vorbesitzer der Aktien zu, nicht dem Unternehmen selbst. Insofern sind sich viele Fachleute einig, dass für eine unmittelbare Veränderung der gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen Anlagen in Fonds ungeeignet sind.³² Wichtig könnte jedoch die Signalwirkung sein, die von diesen Fonds ausgeht.³³ Wenn der Kapitalmarkt (bzw. ein Segment davon, das eine grosse öffentliche Wirkung erzielt) auch ausserökonomischen Kriterien zur Beurteilung heranzieht, werden die Emittenten von Wertpapieren wohl versuchen, in eben diesen Bereichen auch zu glänzen. Durch den Zwang, diese neue Art von Daten (Umweltbilanz oder Sozialbilanz) zur Verfügung zu stellen, wird zudem das Bewusstsein der Unternehmen geweckt, dass neben Cash flow und Return on investment auch noch andere Kennzahlen wichtig sind. Die Signalwirkung bezieht sich ausserdem auf den Anleger: Er erkennt, dass auch Wünsche, die von Risiko, Rendite und Liquidität abweichen, im ursprünglich wertfrei gedachten Kapitalmarkt legitim sind und berücksichtigt werden können. So kann ein gewisser, allerdings nicht zu überschätzender Druck von der „Basis“ aufgebaut werden.

³² Vgl. z.B. Brandes 1995, 37: „Unbestritten ist, dass alle Umweltfonds keinen Fördereffekt haben, weil beim Kauf von Fondsanteilen die Unternehmen kein neues Kapital erhalten, sondern nur die Aktien ihren Besitzer wechseln ... Eine ökologische Hebelwirkung haben Umweltfonds nicht.“

Vgl. auch Rothchild 1996, 119: „As part of an overall campaign, ethical investing helped rid South Africa of apartheid. But pursued as a scattershot strategy, it has minimal impact on world affairs except to provide employment for the professional portfolio cleanser.“

Vgl. auch Bosshard 1998, 20, Rotthaus 1992, 86f. und Schneeweiss 1998, 116.

Mihatsch/Faller 1998, 27: „Noch ist dieses Volumen (600 Mio. Fr., die nach ökologischen Kriterien von der Bank Sarasin verwaltet werden, d.V.) zu gering, als dass Firmen auf Druck des Kapitalmarkts eine höhere Ökoeffizienz anstreben würden.“

³³ Vgl. Schmidheiny/Zorraquin 1996, 138f.: „Es wäre falsch, ihren (den der Ökofonds trotz des geringen Volumens, d.V.) Einfluss als Mittler zu unterschätzen, die der Finanzwelt ethische und in manchen Fällen ökologische Erwägungen nahebringen. Man darf getrost behaupten, dass der Einfluss dieser Fonds – was ihre Missionstätigkeit betrifft – in keinem Verhältnis zu ihrer Grösse steht.“

Die Institution, welche die Anlageobjekte – sei es nun ein einzelnes Projekt oder seien es Aktien von grossen Firmen – für den Investor auswählt, hat prinzipiell für beide Arten von Anlagen die gleichen Aufgaben: Jedesmal muss die Kompatibilität des Anlageobjektes mit den kommunizierten Anlagekriterien festgestellt werden.

Trotz dieser prinzipiellen Gleichheit der Aufgaben widmet sich die vorliegende Arbeit allein der Untersuchung und Beurteilung grosser Firmen, da wir der Meinung sind, dass kleinere Firmen und Projekte (also Direktkapitalempfänger) viel leichter zu überprüfen sind. Investitionsentscheidungen können dort wohl auf dem Weg der Inaugenscheinnahme, Gesprächen und dem daraus resultierenden Eindruck gefällt werden. Die Notwendigkeit der Objektivierung der Entscheidungsgrundlage ist vielleicht nicht in dem Masse wie bei Publikumsbeteiligungen (z.B. über einen Anlagefonds) gegeben. Ein anderer Grund ist die Bedeutung der Direktbeteiligungen: Ist der Gesamtmarkt des „ethisch-ökologischen“ Investments verglichen mit dem gesamten Kapitalmarkt schon verschwindend klein, so machen die Direktbeteiligungen wiederum nur einen kleinen Teil davon aus.

2.4 Die Anleger und ihre Motive

Unsere empirische Untersuchung richtete sich ausschliesslich auf die Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen. Trotzdem haben wir ein recht gutes Bild von den Kunden gewinnen können.

Grundsätzlich kann zwischen *privaten* und *institutionellen* Anlegern unterschieden werden. Als institutionelle Anleger bezeichnet man die (professionellen) Verwalter von umfangreichen Geldbeträgen, z.B. Pensionskassen, Versicherungen oder Kirchen. Diese Institutionen investieren im allgemeinen grössere Summen in eine Anlage.³⁴ Die Bedeutung der institutionellen Investoren wird angesichts der von Ihnen verwalteten Beträge erkennbar. „In der Schweiz verwalten Pensionskassen 34 Prozent, Versicherungsgesellschaften 31 Prozent und Banken 14 Prozent der Finanzanlagen der institutionellen Investoren. Das von diesen Institutionen verwaltete Gesamtvolumen wird auf über 800 Milliarden CHF (600 Milliarden Dollar) im Jahre 1994 geschätzt.“³⁵

Es liegt nahe, dass Kirchen eher ihre Gelder sozial- und umweltverträglich investieren wollen, bei den Pensionskassen jedoch – gemessen an ihrem Volu-

³⁴ Mächtel (1996, 34), schätzt den Kapitalstock der schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen auf 300 Mrd. Fr. Er zitiert das Bundesamt für Statistik, wonach ca. 7% davon in Anlagestiftungen, Fonds und Immobiliengesellschaften investiert sind.

³⁵ Schmidheiny/Zorraquin 1996, 134.

men sind sie die bedeutendsten institutionellen Anleger³⁶ – liegt dies nicht so offen auf der Hand. Es sind verschiedene Strömungen auszumachen: Während einerseits bei manchen Pensionskassen die Mitarbeiter fordern, dass ihr Geld verantwortungsbewusst angelegt wird, fordern andere an den Markt angepasste, optimierte Renditen, die sie mit einer „ethisch-ökologischen“ Anlage nicht zu erreichen glauben.³⁷ Genau diese Kundengruppen wollen die Anlagestiftungen *Ethos* und *Nest* ansprechen. Sie locken mit marktüblichen Renditen durch „ethisch-ökologisch“ angelegtes Kapital. Dies ist jedoch meist nur mit einer besonderen Anlagestrategie zu erreichen, die sich nicht in erster Linie an „ethisch-ökologischen“ Massstäben orientiert. Aufgrund des erhöhten Sicherheitsbedürfnisses der Pensionskassen (Verwaltung fremder Gelder, die zur Altersversorgung dienen) muss eine Anlagestrategie verfolgt werden, die möglichst wenig Risiko zulässt.³⁸ Das bedeutet aber nicht, dass aufgrund der breiten Diversifizierung mit einer weit gefächerten Auswahl unter ethisch nur „akzeptablen“ (im Gegensatz zu hervorragenden) Wertpapieren vorlieb genommen werden muss. Von den beiden untersuchten Anlagestiftungen legt eine sehr konservativ und breit diversifiziert an, die andere durchaus unkonventionell in dem Sinne, dass eine breite Streuung nach Regionen und Branchen nicht apriorisch festgelegt wird und auch die Aktien eher kleiner, ökologisch wertvoller Unternehmen gekauft werden.

Die Pensionskassen halten sich jedoch mit ihren Anlagen in „alternative“ Produkte noch sehr zurück. Von 400 Mrd. CHF Pensionskassengeldern (1997) sind nur 500 Mio. CHF nach „ethisch-ökologischen“ Kriterien investiert.³⁹

Wie verschiedene Untersuchungen zeigen, rekrutieren sich private Anleger,⁴⁰ die in alternative Anlagen investieren, aus bestimmten Kundenkreisen: es sind mehr Frauen als Männer und eher jüngere Personen.⁴¹ Sie drücken damit in der Gesellschaft verbreitete Denkhaltungen aus. In vielen Umfragen nach den Sorgen der Leute wurde die Umwelt regelmässig auf vorderste Plätze gewählt.⁴² Das Angebot von alternativen Geldanlagen kann somit als Reaktion auf den „kul-

³⁶ Vgl. Mächtel 1996, 34.

³⁷ Vgl. z.B. Hildebrand 1998: „Mehr Ethik, aber nicht weniger Rendite“ oder o.V. 1998: „Bundes-Pensionskasse soll mehr erwirtschaften“.

³⁸ So sagte ein von uns interviewter verantwortlicher Fondsmanager, dass er bei dem von ihm verwalteten Pensionskassenfonds aufgrund der Anforderung Risiko zu vermeiden die Ausschlusskriterien, wie sie bei dem Publikumsfonds derselben Institution gelten, nicht anwenden könnte. Vgl. zur Risikofrage auch Deml 1997, 61.

³⁹ Bosshard 1998, 6f.

⁴⁰ Mächtel (1996, 36), schlägt folgende Definition vor: „Unter dem Begriff Privatanleger sollen alle diejenigen Personen verstanden werden, die ihre eigenen Mittel – und nicht Mittel im Auftrag anderer – bewirtschaften.“

⁴¹ Vgl. z.B. Care Group et al. 1998a oder VTZ 1997, 2.

⁴² Vgl. z.B. Hoffmann 1992, 17f. oder o.V. (Finanztest) 1991.

turellen Druck“⁴³ gesehen werden. Betrachtet man jedoch das Volumen des Marktes der „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen im Vergleich zu dem Gesamt des angelegten Kapitals, so bewegt man sich im Promillebereich. Das heisst, Investitionen nach den konventionellen Anlagekriterien Risiko und Rendite haben eine weitaus grössere Bedeutung im Markt.⁴⁴

Die privaten Anleger haben i.d.R. eine andere *Motivation* als die institutionellen Anleger, welche von Gesetz wegen oft sehr strenge Vorgaben bzgl. der Verwendungs- und Anlagemöglichkeiten ihres Kapitals haben.⁴⁵

Theoretisch kann man bei den Kunden des prinzipiengeleiteten Investments zwei verschiedene Motivationen ausmachen, die in der Praxis jedoch immer vermischt auftauchen. Zum einen ist es das Anliegen, etwas verändern zu wollen in der als mangelhaft erkannten Wirtschaftswelt. Mit einem gewissen missionarischen Anspruch will man mehr verantwortliches Handeln in die Wirtschaft eintragen. Bei diesen Anlagen steht der Renditeaspekt nicht im Vordergrund.⁴⁶ Es gibt Angebote am Markt, die, auf diese Kundengruppe ausgerichtet, den Zinsverzicht sogar gezielt ausweisen. Mit dem daraus gewonnenen Kapital kann dann ökologisch Sinnvolles getan werden.⁴⁷

Die andere Motivation ist die des guten Gewissens. Der Anleger will nicht mitverantwortlich sein für die Zerstörung der Umwelt, für die schlechte Behandlung von Mitarbeitern o.ä. Historisch gesehen ist das wohl der Ursprung der prinzipiengeleiteten Geldanlagen, da die Quäker und Methodisten im Amerika der letzten Jahrhundertwende ihre Gelder von sogenannten „sin-stocks“, also den

⁴³ Hoffmann 1992, 15.

⁴⁴ Genauere Angaben von Zahlen sind nicht möglich, da die Nennungen in der Literatur sehr unterschiedlich sind und auf „dem Wunschenken des jeweiligen Autors“ (Mächtel 1996, 50) beruhen. Volumina von Fonds und Beteiligungsgesellschaften sind leicht zu eruieren, Direktbeteiligungen aber nur sehr schwierig einzuschätzen. Wir gehen in Übereinstimmung mit unseren Interviewpartnern davon aus, dass die gesamten „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen in der Schweiz, in Deutschland und in Österreich von 10 Mrd. Fr. weit entfernt sind. Bosshard (1998, 11), spricht für die Schweiz beispielsweise von „über 1 Milliarde Franken“.

Mächtel (1996, 66ff.) zitiert zwei Zahlen für das „ethisch“ angelegte Kapital in den USA, 639 Mrd. USD und 10 Mrd. USD. Die niedrigere bezieht sich auf das Volumen ethisch-ökologischer Fonds 1994 und stammt aus einer deutschsprachigen Quelle, die höhere gibt das Gesamtkapital im „Socially (responsible) investing“ wieder, zitiert nach einer amerikanischen Quelle. Leisinger (1999, 96) spricht sogar von 1,2 Billionen USD, die 1997 in Ethik- und Umweltfonds angelegt sein sollen. Man darf angesichts solcher Zahlen für die USA jedoch nicht vergessen, dass dort „ethical“ oder „socially responsible“ sehr breit, um nicht zu sagen oberflächlich, benutzt wird. Vgl. am Beispiel der *Pioneer Funds* Deml/Baumgarten 1998, 164f. Zu einem ähnlichen Urteil kommen Schmidheiny/Zorraquin 1996, 138.

⁴⁵ Vgl. dazu z.B. Mächtel 1996, 35f., und die dort angegebene Literatur.

⁴⁶ Vgl. die grundsätzlichen Überlegungen zur Selbstbegrenzung des privaten Renditestrebens zugunsten ausserökonomischer Aspekte wie der human-, sozial- und umweltverträglichen Wertschöpfung in Ulrich 1998, 331.

⁴⁷ „You could say, these debtors are idealistic but there’s satisfaction in their money cleaning up the air.“ H.-P. Schwarz, Zürcher Kantonalbank, zit. nach Studer 1996, 9.

Aktien von Unternehmen, die mit Alkohol, Tabak oder Glücksspiel⁴⁸ ihr Geld verdienten, abwendeten. Bei dieser Motivation ist kein so grosses missionarisches Element festzustellen. Die Eigeninitiative wird den Unternehmen überlassen. Das Motto ist hier: „Weil ihr euch geändert habt, kaufe ich euch (wieder)“, während das Motto der ersten Gruppe eher mit „Ich gebe euch mein Geld, damit ihr euch ändert“ umschrieben werden kann.

Anlegertypen	Der „aktive“ Anleger	Der „passive“ Anleger
Anspruch	<ul style="list-style-type: none"> • Anliegen, in der als mangelhaft erkannten Wirtschaft etwas verändern zu wollen. • Mehr verantwortliches Handeln in die Wirtschaft tragen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Anleger will nicht für die Zerstörung der Umwelt, die schlechte Behandlung der Mitarbeiter etc. verantwortlich sein. • Initiative wird den Unternehmen überlassen.
Bedeutung der Rendite	<ul style="list-style-type: none"> • Rendite steht im Hintergrund. • Auf Zinsen wird u.U. verzichtet. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rendite steht wie bei konventioneller Anlage im Vordergrund.
Motto der Investition	<ul style="list-style-type: none"> • „Ich gebe euch mein Geld, damit ihr euch ändert.“ 	<ul style="list-style-type: none"> • „Weil ihr euch geändert habt, kaufe ich euch wieder.“

Abbildung 2: Die zwei Typen der Anleger

⁴⁸ Beachte jedoch Cullis et al. (1992, 21), die mit Recht auf folgendes hinweisen: „Thus there is a certain irony in the attempt to package ethical commitment in financial commodities.“^{Fn}“
 Fn.: „Nearly all ethical investments exclude gambling, yet stock exchange investment itself involves a strong gambling element; this is a further irony.“

3. Die Anbieter „ethisch-ökologischer“ Produkte und Dienstleistungen und ihre Vorgehensweisen

Man muss unterscheiden zwischen Anbietern von „ethisch-ökologischen“ Anlageprodukten aus eigener Produktion, Anbietern von Dienstleistungen, die sich unmittelbar auf „ethisch-ökologisches“ Investieren beziehen, und „Vertriebsstellen“ von „ethisch-ökologischen“ Fremdprodukten. Unsere Untersuchung beschränkte sich auf die ersten beiden Kategorien. Aufgrund der undurchsichtigen Vielfalt im Finanzdienstleistungsgeschäft und der nicht unmittelbaren Verkopplung mit dem „ethisch-ökologischen“ Bereich wurde von der Betrachtung des dritten Feldes Abstand genommen. Die verbleibenden untersuchten Firmen bestanden aus Finanzdienstleistern mit eigenen Produkten oder Dienstleistungen, Ratingagenturen, Banken und einer Lebensversicherung. Alle diese Firmen verbindet, dass sie für ihre Produkte und Dienstleistungen Emittenten von Wertpapieren (meist Unternehmen) beurteilen müssen. Bei Ratingagenturen stellt diese Beurteilung die Dienstleistung selbst dar. Im Rahmen unserer Untersuchung stiessen wir auf folgende Angebote:

- Beurteilung von Emittenten nach „ethisch-ökologischen“ Massstäben (Rating) als entgeltliche Dienstleistung
- Anlagefonds (Aktien und/oder Obligationen)
- Beteiligungsgesellschaften (diversifizierte Beteiligung an vielen Unternehmen)
- Direktbeteiligungen (an einem ausgewählten Unternehmen/Projekt)
- ethisch-ökologische Anlageberatung
- Portfolio screening (=die Überprüfung, ob sich mit den persönlichen Werthaltungen unvereinbare Titel im Portfolio befinden).

Der Einfachheit halber wird hier zukünftig nur noch von Unternehmensbeurteilung (oder Rating) gesprochen, weil die Beurteilung von Unternehmen der Regelfall ist, zum anderen die Beurteilung von z.B. staatlichen Institutionen als Emittenten von Obligationen nicht nach gängigen Mustern funktioniert.

Zur Unterscheidung der von uns untersuchten Firmen können nun verschiedene Indikatoren herangezogen werden. Die verschiedenen Geschäftsfelder (Finanzdienstleister, Ratingagentur oder Bank) wurden schon genannt, ebenso die einzelnen Finanzprodukte oder Dienstleistungen. Die Grösse der einzelnen Institution ist kein signifikantes Unterscheidungsmerkmal, da Firmen sämtlicher Grössen, vom kleinen Finanzberater bis hin zum Bankkonzern, „ethisch-

ökologische“ Angebote haben. Interessant für die Beurteilung aus ethischer Sicht sind vor allem folgende Dimensionen:

- I. Dimension: Motivation und Intention
- II. Dimension: Methoden und Konzeptionen:
 - (1) Argumentation, um Kunden zu überzeugen, warum „ethisch-ökologisches“ Investieren sinnvoll sei;
 - (2) Anlagestrategie (gilt nur für Fonds oder Beteiligungsgesellschaften) und
 - (3) Vorgehen bei der Auswahl und Analyse der Anlageobjekte.

Anhand dieser beiden Dimensionen glauben wir, die Anbieter des „ethisch-ökologischen“ Investments idealtypisch erfassen zu können. Im ersten Schritt werden diese beiden Dimensionen differenziert betrachtet. Die Argumentation (1) wird im Rahmen der Dimension II beispielhaft besprochen. Die Anlagestrategie (2) und das Vorgehen bei der Auswahl und Analyse der Anlageobjekte (3) werden separat analysiert.

3.1 Charakterisierung der Anbieter

Zur Zeit erreicht das Interesse der Anleger an „alternativen“ Geldanlagen die bisher wohl grösste Verbreitung.⁴⁹ Als eine Antwort auf diese veränderte Wertorientierung der Anleger drängen zunehmend mehr Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Finanzprodukten in den Markt. Darunter sind solche, die das Anliegen des „ethisch-ökologischen“ Investments „seriös“ vertreten wollen, aber auch solche, die einfach auf einen fahrenden Zug aufspringen. Wie kann jedoch beurteilt werden, ob ein Finanzinstitut das Anliegen der „ethisch-ökologischen“ Anlage „seriös“ vertritt? Hier soll dieser Frage nachgegangen werden, indem die unterschiedlichen Angebote des „ethisch-ökologischen“ Investments und die dahinter stehenden Werthaltungen aus Sicht eines postkonventionellen Ethikverständnisses⁵⁰ in Idealtypen eingeteilt werden. Dabei konzentriert sich die Analyse zunächst auf die zwei Dimensionen „Motivation“ sowie „Methoden und Konzepte“. Beide werden in jeweils zwei Ausprägungen differenziert (a). Diese Differenzierung ergibt vier Idealtypen, die anschliessend charakterisiert werden (b).

⁴⁹ Vgl. Ulrich 1998, 330. Vgl. auch die empirische Erhebung von Care Group/ Dr. Höller Vermögensberatung/ VTZ 1998b: Sie stellt ein 85% Potential von Kunden zwischen 20- und 40jährigen fest, die in „ethisch-ökologische“ Geldanlagen investieren würden.

⁵⁰ Im Sinne von Kohlberg; vgl. dazu Ulrich 1998, 50ff.

a) Zwei Dimensionen zur Charakterisierung der Anbieter

Jede Bewertung von Unternehmungen gründet auf bestimmten Vorstellungen von Werten und Normen unternehmerischen Handelns. Diese können transparent sein oder implizit vertreten werden. Um zwischen dem, was nach aussen für den externen Beobachter (z.B. den Anleger) sichtbar wird und dem *eigentlichen Motiv* des Anbieters differenzieren zu können, unterscheiden wir zwei Dimensionen.

I. Dimension – Motivation: Das Interesse des „ethisch-ökologischen“ Investments ist die Einbindung sozialer und ökologischer Kriterien in sonst (bloss) renditeorientierte Investitionsentscheidungen. Es waren die Anleger und nicht die Finanzinstitute, die als erste dieses Interesse kundtaten.⁵¹ Im Hinblick auf die neuen Kundenwünsche haben die Finanzinstitute unterschiedliche Gründe, *warum* sie solche Interessen der Anleger (Kunden) aufgreifen. Grundsätzlich sind zwei Gründe zu unterscheiden, die zur Entwicklung eines „ethisch-ökologischen“ Produktes führen können:

(a) *Neues Geschäftsfeld*⁵²: Hier wird der Wunsch der Anleger nach „mehr Ethik in der Wirtschaft“ als *ein* Bedürfnis unter anderen aufgefasst. Das grundlegende Interesse der Anleger, nämlich wirtschaftliches, renditeorientiertes Handeln ausserökonomischen Prinzipien nicht überzuordnen⁵³, wird in einer *blossen* Marktorientierung nicht ernst genommen. Wie bei einer *konventionellen* Anlage stehen bei dieser „Marktorientierung“ Rendite und Risiko im Vordergrund. Wenn im konventionellen Investment z.B. ökologische Themenbereiche berücksichtigt werden, dann meist aus Gründen der Risikoevaluation im Rahmen der Markt- bzw. Geschäftsrisiken.⁵⁴

In diesem Sinn wird die veränderte Werthaltung der Anleger (Kunden) als Mittel zur Umsatzsteigerung verstanden, indem sie selbst als Präferenz interpretiert wird, die es in einem „funktionierenden Markt“ zu „befriedigen“ gilt und etwas Gegebenes und Unhinterfragbares ist. Die Werthaltung der Anleger sind aus dieser Sicht also ein „neues Geschäftsfeld“, das ein Finanzinstitut bedienen kann und zwar mit dem Zweck der eigenen Profitmaximierung. Trotz der Integration von sozialen und ökologischen Aspekten in ihre Inves-

⁵¹ Vgl. Punkt 2.2.

⁵² Für die Unterscheidung zwischen *Neues Geschäftsfeld* und *Orientierung an ausserökonomischen Prinzipien* vgl. auch Mackenzie (1998, 82ff.), der zwischen *market-led funds* und *deliberative funds* unterscheidet.

⁵³ Vgl. Punkt 2.4.

⁵⁴ Vgl. dazu Gerke/Steiner 1995, 1660 und Dürr 1991, 289.

titionsentscheidungen folgen *marktorientierte Anbieter* also *ausschliesslich* dem ökonomischen Prinzip.

(b) *Orientierung an ausserökonomischen Prinzipien*: Bei dieser Ausprägung liegt der Grund für die Entwicklung eines „ethisch-ökologischen“ Produktes in einer Einsicht, die sich die Anleger mit den Anbietern entsprechender Finanzprodukte teilen. Es ist die Einsicht in den Eigenwert⁵⁵ sozialer und ökologischer Gesichtspunkte und ihre Betonung in der Beurteilung unternehmerischen Handelns. Sie drückt sich u.a. in zwei von den Anlegern und Anbietern übereinstimmenden Interessen aus: Unsere Untersuchungen zeigten einerseits, dass sowohl bei den Anlegern als auch bei den Anbietern externe Effekte⁵⁶ unternehmerischen Handelns auf dem Prüfstand stehen. (Z.B. wird oft nicht in Unternehmungen investiert, die umweltschädliche Produkte entwickeln.) Andererseits wird der Zweck unternehmerischen Handelns, wiederum von Anbietern und Anlegern, über das Gewinnprinzip hinaus definiert.⁵⁷ Dies drückt die Bereitschaft aus, das eigene Renditestreben zugunsten der vorrangigen oder zumindest ergänzenden Berücksichtigung ethisch-praktischer Aspekte selbst zu begrenzen.⁵⁸

Finanzinstitute, die sich an ausserökonomischen Prinzipien orientieren, legen in einer *autonom gefällten Entscheidung* Prinzipien fest, nach denen sie ihre Investitionsentscheidungen ausrichten *wollen*. Im Unterschied zu marktgeleiteten Finanzinstituten, die ihr Handeln voll und ganz an Wertvorstellungen der Kunden orientieren, denken Finanzinstitute, die sich an ausseröko-

⁵⁵ Der „Eigenwert“ sozialer und ökologischer Gesichtspunkte bedeutet, dass sie ein Zweck in sich sind. Sie können zwar durchaus auch ein Mittel für einen anderen Zweck sein. Sie sind jedoch niemals nur Mittel. Legitim sind solche Zwecke jedoch erst dann, wenn alle möglichen Betroffenen diesen zustimmen können. Humanisierung des Arbeitsplatzes zur Förderung der Persönlichkeit von MitarbeiterInnen kann z.B. insofern Mittel sein, als diese Massnahme zur Verbesserung der Arbeitsleistung in Qualität und Quantität durchgeführt wird, um den Umsatz und den Gewinn zu steigern. Persönlichkeitsförderung ist dabei Mittel zur Gewinnoptimierung (Zweck). Persönlichkeitsförderung der MitarbeiterInnen kann aber insofern selbst ein Zweck sein, als diese Massnahme durchgeführt wird, um die Persönlichkeit des Menschen selbst zu fördern, und zwar unabhängig von ihrem Effekt auf den Unternehmenserfolg.

⁵⁶ „Externe Effekte“ können wie folgt umschrieben werden: „Von einem Tauschvertrag sind ausser den direkt Beteiligten häufig auch Dritte betroffen, die nicht am Nutzen partizipieren, wohl aber mit sozialen und ökologischen Kosten belastet werden. In diesem Fall (...) verliert das Geschäft seinen privaten Charakter. Die Freistellung ‘privaten’ Handelns bzw. die Zumutbarkeit der bei Dritten anfallenden Externalitäten bedarf daher in einer freiheitlich-demokratischen Gesellschaft der ethisch-konsensuellen Legitimation durch alle potentiell Betroffenen.“ Ulrich 1994, 12.

⁵⁷ Vgl. Punkt 2.4. Ein Unternehmensverständnis, das über die Gewinnorientierung hinaus reicht, drückt sich beispielsweise in der Einstellung aus, dass ein Unternehmen den Menschen *auch* Arbeit bieten soll. Arbeit wird dabei also nicht *nur* als ein Produktionsfaktor, wie Kapital oder Rohstoffe, gesehen, sondern *auch* als existenzielle Voraussetzung eines jeden Einzelnen.

⁵⁸ Vgl. Ulrich 1998, 424ff. sowie 427ff.

nomischen Prinzipien orientieren, darüber hinaus. Denn sie prüfen – neben allen anderen an die Unternehmen gestellten Ansprüche und Interessen – auch den Kundenwunsch kritisch auf ausserökonomische Prinzipien hin. Kundenwünsche werden vom Anbieter nicht als unumgänglich verstanden. Insofern muss keine bedingungslose Ausrichtung an den Wertvorstellungen der Anleger erfolgen: Die Argumentation marktgeleiteter Anbieter, dass die Wertvorstellungen der Anleger handlungsbestimmend sein sollen, drückt vielmehr eine Vorstellung von Werten und Normen unternehmerischen Handelns aus, die selbst schon vor sämtlichen Betroffenen zu begründen ist.⁵⁹

Die reale Motivation der Finanzinstitute ist zwischen diesen beiden Extremen auszumachen; sie wird sich anteilig aus beiden Motiven zusammensetzen. Während der Pol „Orientierung an ausserökonomischen Prinzipien“ wohl am ehesten von einer alternativen Bank erreicht werden dürfte, wird die marktorientierte Seite vermutlich eher von einer Grossbank eingenommen, die neben vielen anderen Finanzprodukten auch ein „ethisch-ökologisches“ im Programm hat.

Interessant ist der Einfluss der *Grösse* des Finanzinstituts auf die erkennbare Motivation. Bei kleinen Anbietern ist die Motivation sicherlich einheitlicher, da sie von der Firmenleitung, die meist mit den Firmeninhabern identisch ist, mitgetragen und mitbestimmt wird. Bei sehr grossen Anbietern ist oft keine eindeutige Aussage möglich. Während vielleicht die mit „ethisch-ökologischen“ Anlagen betraute Abteilung sehr idealistisch motiviert ist, ist es durchaus wahrscheinlich, dass die Genehmigung für das Angebot einer „ethisch-ökologischen“ Anlage – die von hierarchisch höher Gestellten zu erteilen ist – aus einer primär marktorientierten Einstellung heraus erfolgt. Durch die grossen Akzeptanzschwierigkeiten, die diese Produkte zum Teil innerhalb der grossen Finanzinstitute hatten und haben, wird dieser Eindruck gestützt.

II. Dimension – Konzepte und Methoden: Wenn zuvor die *Motivation* in den zwei genannten Ausprägungen beschrieben wurden, dann werden jetzt die Konzepte und Methoden differenziert betrachtet. Sie umfassen neben der Argumentation, warum denn „ethisches“ Investieren sinnvoll sei, die Anlagestrategie (vgl. Punkt 3.2) und die Konzeption des Auswahlprozesses (vgl. Punkt 3.3). Hier werden also diejenigen Aspekte zusammengefasst, die an der „Oberfläche“ für den externen Betrachter sichtbar sind. Es stellt sich die Frage, wie weit diese Konzepte

⁵⁹ Dies gilt um so mehr, als Praktiker auch zum Argument, der Markt würde dominieren, entgegengesetzte Erfahrungen machen. D.h., dass der Kunde durchaus einer Beratung durch die Ratingagenturen bedarf. Vgl. Schneeweiss 1997, 334.

und Methoden mit der grundlegenden Motivation übereinstimmen, wie sie oben beschrieben wurde. Wir unterscheiden wiederum zwei Ausprägungen:

(a) *Angepasst*: Hier werden im Rahmen der Konzepte und Methoden *marktbezogene Aspekte* angesprochen. Solche Aspekte betreffen Anforderungen an Anbieter jeglicher Finanzprodukte, sowohl konventioneller als auch „ethisch-ökologischer“ Art, denen sie genügen „*müssen*“. Beide arbeiten beispielsweise in einem Markt mit konkurrierenden Anbietern, und beide bedürfen bestimmter Informationen und entsprechendem Know-how für ihre Tätigkeit.

Angepasste Anbieter „ethisch-ökologischer“ Finanzprodukte sehen solche marktbezogenen Gesichtspunkte als etwas Unumgängliches an. Sie glauben, dass sie ihr Handeln *zwangsweise* an diese anpassen müssen, weil sie ansonsten im stark umkämpften Markt ihr eigenes Überleben gefährden würden.

Die primäre Orientierung an marktbezogenen Anforderungen ist aber nicht „einfach“ aufgrund von *Zwängen geboten*. Denn solche Zwänge sind nicht etwas Gegebenes, dem wie einem Naturgesetz entsprochen werden *muss*. Wie weit marktbezogene Anforderungen von den Finanzinstituten als verbindliche Zwänge empfunden werden, ist vielmehr bereits eine normative Frage; dahinter verbergen sich nämlich normative Vorentscheidungen über die Zweckorientierung des unternehmerischen Handelns.⁶⁰

Auch eine Orientierung an marktbezogenen Gesichtspunkten (z.B. effiziente Gestaltung des Auswahlprozesses aufgrund der niedrigen Preise der Konkurrenz) kann sich legitimen Ansprüchen von Betroffenen nicht entziehen und ist deshalb zu begründen. Denn u.U. kann den Organisationen des „ethisch-ökologischen“ Investments mit *guten Gründen* ein Übergehen dieser Sachzwangargumente zugunsten von sozialen oder ökologischen Gesichtspunkten *zugemutet* werden.⁶¹

Ziel des „ethisch-ökologischen“ Investments kann also nicht ein optimaler „fit“ an gegebene Rahmenbedingungen sein, wie es angepasste Finanzinstitute anstreben. Ziel sollte es vielmehr sein, in der Bewertung von Unternehmen Spielräume zu suchen und zu gestalten, innerhalb derer sich ausserökonomische Gesichtspunkte integrieren können.⁶²

⁶⁰ Vgl. Ulrich 1998, 131ff., spez. 148ff.

⁶¹ So wird es beispielsweise den Anbietern „ethisch-ökologischer“ Anlageprodukte u.U. zumutbar sein, ausgewählte Unternehmen zu besuchen, auch wenn ein solcher Besuch Kosten und Zeitaufwand verursacht. Wie weit solche Zeitaufwand und Kosten dem Anbieter tatsächlich zugemutet werden können, muss im einzelnen Fall unter Berücksichtigung der Interessen aller Betroffenen argumentativ bestimmt sein.

⁶² Die Beobachtung der Praxis zeigt demgegenüber, dass sich Finanzinstitute in der Gestaltung des Auswahlprozesses überwiegend an betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten ausrichten.

(b) *Innovativ*: Innovativ meint hier nicht in erster Linie eine Anpassung der Konzepte und Methoden an die „sachbezogenen“ Gesichtspunkte, sondern die Suche nach *neuen* Möglichkeiten und Wegen gelungener Synthesen zwischen „Ethik“⁶³ und Erfolg. Es wird in einem kritischen Vordenken nach *neuen* Spielräumen gesucht, die eine innovative Konzeption und neue Methoden des „ethisch-ökologischen“ Investments zulassen, d.h. wo ausserökonomische Prinzipien bei der Bewertung von Unternehmen zur Geltung kommen können.

Ihren *Härtetest* erfährt der Vorrang ausserökonomischer Prinzipien vor marktbezogenen Gesichtspunkten, wenn die *neuen Wege* nicht ohne weiteres gefunden werden können. Konsequenterweise werden dann auch keine *zumutbaren*⁶⁴ Verluste gescheut, um trotz fehlender Spielräume Alternativen entwickeln zu können.

Wie in der ersten Dimension, werden auch hier die Extrempositionen in der Praxis nicht besetzt.⁶⁵ Sehr deutlich werden aber Tendenzen zur einen oder anderen Seite offenbar, was sich beispielsweise in der Argumentation von Anbietern für ihr Anlageprodukt zeigt. Zur Anschauung sei hier die Argumentation der *Ellipson Management Consultants*, Basel, aufgeführt:

„Öko-Effizienz ist börsenrelevant. Öko-effiziente Unternehmen

- Verbrauchen weniger Ressourcen. Damit sinken die Rohstoffkosten.
- Verursachen weniger Emissionen. Das heisst tiefere Entsorgungskosten.
- Vermeiden Fehlinvestitionen.
- Sichern ihre Umsätze dank erhöhtem Kundennutzen.
- Sichern ihre Marge.
- Haben ein geringeres Risikokapital. Das heisst: Tieferer Abzinsungsfaktor am Finanzmarkt und niedrigere Prämienätze bei Versicherungen.
- Höhere Margen und tiefere Diskontsätze führen zu höheren finanziellen Werten.

Deshalb ist Öko-Effizienz börsenrelevant.“⁶⁶

Ein Produkt, für ausschliesslich aufgrund höherer Renditeerwartungen konzipiert wurde, hätte den Namen „ethisch-ökologisch“ kaum verdient. Eine rein idealistische Argumentation hingegen würde nicht zum Thema Geldanlage (bei welcher immer mindestens Werterhaltung impliziert wird) passen. Je nach Klientel, die

⁶³ Hier wird Ethik apostrophiert, weil das Wort unter den zwei Ausprägungen der Dimension „Motivation“ eine je andere Bedeutung hat (vgl. Punkt 3.1b).

⁶⁴ Hier ist nicht gemeint, dass die Organisationen *alle* Mittel für eine *neue* Konzeption aufwenden sollen. Es gilt aber Aufwendungen zu tätigen, die keine unzumutbaren wirtschaftlichen Folgen nach sich ziehen.

⁶⁵ Die funktionalistische Extremposition („Ökologisches Investment rentiert sich besser“) wäre am ehesten von den Umwelttechnologiefonds eingenommen worden; diese wurden jedoch wie erwähnt von der Untersuchung ausgeschlossen.

⁶⁶ Zit. nach Marthaler/Stern/Brenner 1997, 86.

angesprochen werden soll, werden unterschiedliche Schwerpunkte gewählt. Ein möglicher Slogan für Kunden aus dem „klassischen“ Anlegerkreis wäre etwa „Legen Sie Ihr Geld gewinnbringend an und tun Sie gleichzeitig etwas Gutes für die Umwelt“, während „Tun Sie etwas Gutes für Ihre Um- und Mitwelt, und Sie bekommen sogar noch Zinsen dafür“ eher für „ethische“ Anleger⁶⁷ geschaffen wäre. Für letztgenannte Kundengruppe gibt es Möglichkeiten der Geldanlage, die von vornherein eine kleinere Rendite als marktüblich aufweisen.⁶⁸ Dieser Zinsverzicht⁶⁹ soll vom Anleger in Kauf genommen werden, um „ethisch-ökologisch“ wertvolle Projekte zu fördern.

Die von uns untersuchten Firmen bewegten sich mit Ihrer Argumentation tendenziell eher auf der angepassten, marktorientierten Seite.⁷⁰ Da im Markt immer noch grosse Ressentiments gegenüber den „ethisch-ökologischen“ Anlagen und deren Rendite bestehen (Stichwort Renditeverzicht), ist diese Art der Argumentation verständlich. Durch eine eher funktionalistische Argumentation kann

⁶⁷ Damit sollen die Anleger bezeichnet werden, die sich bei ihren Investitionsentscheidungen nicht nur von Rendite- und Risikogesichtspunkten leiten lassen, sondern darüber hinaus bereit sind, ihr Geld nach Kriterien anzulegen, die sich an ausserökonomischen Prinzipien orientieren. „Ethisch“ ist hier keine moralische Qualität und impliziert insofern auch nicht, dass die „klassischen“ oder konventionellen Anleger unmoralisch handelten.

⁶⁸ Ein Beispiel: Das Umweltsparbuch einer grossen Schweizer Bank wird mit einem Prozentpunkt weniger als vergleichbare Anlagen verzinst; mit diesen Einlagen werden dann für ökologisch sinnvolle Projekte zinsverbilligte Kredite gewährt.

⁶⁹ Generell gibt es zum Thema „ethisch-ökologisches“ Investment die Diskussion um den gewollten oder ungewollten Zinsverzicht bzw. Renditeverlust. Während die Logik sagt, es müsse einen Renditeverlust geben, weil „ethisch-ökologisches“ Investment für die Anbieter kostenaufwendiger und risikoreicher als konventionelles Investment ist, lässt sich dieser Effekt in der Praxis aber nicht feststellen. Argumente für den vermuteten Renditeverzicht lauten z.B. „Fishing in a smaller pool“, d.h. es stehen weit weniger Titel zur Disposition, was weniger Gewinnpotential und weniger Diversifizierung (= höhere Kursrisiken) bedeutet, oder „höhere Kosten bei der Titelauswahl durch zusätzliche ‚ethisch-ökologische‘ Analysen“. Vgl. Webster 1992, 68ff., Brandes 1995, 36.

⁷⁰ Beispiele für solche Argumentationen sind: „Die Forschung bewies, dass Unternehmen mit einem guten Sozialverhalten insgesamt eine höhere Rendite erwirtschafteten als jene mit schlechtem Sozialverhalten. Das führte dazu, dass nach sozialen Kriterien zusammengestellte Wertpapierfonds, ganz gleich, welche sozialen Kriterien zugrunde gelegt wurden, dem Anleger höhere Renditen brachten als Portfolios ohne Kriterien.“ „Die Folge: McDonald’s wirtschaftet nicht nur umweltfreundlicher als vorher; das Unternehmen produziert einige Verpackungen billiger und es spart kostbare Energie. Das Engagement für den Umweltschutz zahlt sich aus.“ Conrads 1994, V und 3. „Der Dow Jones fiel in jenem Schwarzen Oktober um 23 Prozent, die ethischen Anlagen hingegen kamen mit Verlusten zwischen sieben und 15 Prozent davon.“ Carlsson 1989, 164. Dieses Phänomen hat allerdings nichts mit der Qualität der ausgewählten Titel zu tun, sondern kann mit der Besonderheit der Kundschaft erklärt werden: „Die Anleger sind loyale Kunden, die nicht in erster Linie an der hektischen Suche nach den höchsten Renditen interessiert sind. Deshalb sind die ethischen Fonds von Kursschwankungen bisher nicht so hart getroffen worden.“ Carlsson 1989, 167. Wortgleich Homolka 1991, 47.

„Allerdings sind auch hier keine vereinfachten Schlussfolgerungen möglich. Es ist nicht so, dass Investitionen, bei denen die moralische Performanz am höchsten ist, immer und in jedem Fall auch die profitabelsten sind – vielleicht wäre das ja auch zuviel verlangt ...“ Leisinger 1997, 187.

man einen grösseren Kundenkreis ansprechen, und auch zögernde Kunden gewinnen. Wie wir feststellen konnten, läuft jedoch die Argumentation nach aussen nicht immer parallel mit der Motivation und der inneren Einstellung der Mitarbeiter und Verantwortlichen. Teilweise sind diese Leute sehr idealistisch eingestellt (davon zeugt z.T. ihre berufliche Herkunft aus Umweltschutzverbänden und ökologischen Studienfächern); sie bedienen sich den Kunden gegenüber jedoch einer renditeorientierten Argumentation, um rasch eine bestimmte Grösse zu erreichen und so das eigene Überleben zu sichern.⁷¹

Die angesprochenen Ressentiments gegenüber „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen bestehen jedoch nicht nur am Markt, sondern insbesondere bei grösseren Organisationen auch im Haus. Die Überzeugungsarbeit ist insofern meistens nicht nur nach aussen zu leisten, sondern auch nach innen gerichtet. Während bei den kleineren der von uns untersuchten Institutionen die Idee des „ethisch-ökologischen“ Investments von der Spitze bis zu den Mitarbeitern getragen wird, sind es in den grossen Banken oft nur kleine Abteilungen, die für die alternative Geldanlage eintreten. Diese müssen dann um die Akzeptanz innerhalb der Organisation werben und kämpfen – was am leichtesten mit handfesten Zahlen, eben Performancedaten, möglich ist, und typischerweise etwa wie folgt unterstrichen wird: „Ökofonds spielen in Zukunft möglicherweise eine Vorreiterrolle innerhalb des gesamten Börsengeschehens. Wenn sie eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften können, werden auch konventionelle Finanzfachleute beginnen, bei der Beurteilung von Firmen ökologische Kriterien zu berücksichtigen.“⁷²

b) Die vier Idealtypen der Anbieter

Die beiden erläuterten Dimensionen mit den je zwei Ausprägungen ergeben eine Matrix mit vier Feldern, die jeweils einen Idealtyp des „ethisch-ökologischen“ Ratings bilden. Es handelt sich hier also nicht um Realtypen, denen einzelne Finanzinstitute aus der empirischen Untersuchung eindeutig zuzuordnen wären. Die von uns befragten Finanzinstitute vereinigen mehr oder weniger Aspekte aus jedem dieser Typen in sich. Es sind jedoch einseitige Gewichtungen und Tendenzen bei den „ethisch-ökologischen“ Ratingkonzepten zu beobachten, welche mit Hilfe dieser Matrix vor Augen geführt werden sollen.

⁷¹ Für Fonds gibt es verschiedene Angaben über eine Mindestgrösse, die für eine Kostendeckung nötig ist. Sie schwanken zwischen 15 und 50 Mio. CHF, je nach Organisationsgrösse und Land.

⁷² Bosshard 1998, 21. Vgl. dazu auch Schmidheiny/Zorraquin 1996, 148ff.

Motivation <i>Warum werden die Interessen der Anleger aufgegriffen?</i>	„neues“ Geschäftsfeld <ul style="list-style-type: none"> • Anpassung an veränderte Präferenzen der Anleger • Ökonomische Prinzipien 	Orientierung an ausserökonomischen Prinzipien <ul style="list-style-type: none"> • Interessen der Anleger stimmen mit den Interessen der Anbieter überein • <i>Primäre</i> oder <i>gleichwertige</i> Berücksichtigung ausserökonom. Prinzipien
Konzepte und Methoden		
Angepasst <ul style="list-style-type: none"> • Unkritische Übernahme vorhandener Konzepte/Methoden • Sachzwänge (z.B. Zeit, Kosten) als unkritisch akzeptierte Orientierungspunkte 	Blender	Konventionalisten <ul style="list-style-type: none"> • Zauderer • Krisenmanager
Innovativ <ul style="list-style-type: none"> • Suche nach neuen <i>Wegen</i> 	Strategen	Reformer

Abbildung 3: Die vier Typen von Anbietern

Die vier Idealtypen – nennen wir sie „Blender“, „Strategen“, „Konventionalisten“ und „Reformer“ – werden nachfolgend kurz charakterisiert.

(a) *Blender*

Die *Blender* sind *bloss* marktorientiert. Sie erkennen ein Marktpotential von Anlegern, die ihr Geld vorwiegend in „ethisch-ökologische“ Geldanlagen investieren wollen. Diese Anleger gilt es, nach den *Blendern*, „einfach“ in ihren „moralischen Präferenzen“ zu befriedigen: „Die Leute wollen Moral. Also verkaufen wir ihnen Moral.“⁷³ In diesem Sinn ist dieser Ansatz nicht mehr als ein *konventionelles Finanzprodukt* mit einem „*Ethiketikkett*“. „Ethik“ wird als „Marketinginstrument“ benutzt⁷⁴, das seinen Dienst bei befriedigender Akquisition von Kunden ausreichend geleistet hat. Es liegt also nicht im Interesse der *Blender*, neue Wege zu suchen und zu gehen. Denn das würde unnötigen Aufwand bedeuten, der mit einer *guten Werbestrategie* vermieden werden kann.⁷⁵ Der Anleger, der *guten Willens* ist, sein Geld nach sozialen und ökologischen Gesichtspunkten anzulegen, wird hier von einer (guten) Werbestrategie *geblendet*.

⁷³ Carlsson 1989, 167.

⁷⁴ Dürr 1991, 289.

⁷⁵ Auch ein neu entwickeltes Konzept eines „ethisch-ökologischen“ Investments bedarf natürlich einer „guten“ Werbestrategie.

(b) *Strategen*

Die *Strategen* verhalten sich grundsätzlich wie die *Blender*. Auch sie erkennen ein Marktpotential von Kunden mit neuen Bedürfnissen („Werthaltungen“), das abgeschöpft sein will. Sie sehen jedoch über die Sicht der *Blender* hinaus in „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen Potentiale zur „nachhaltigen“ Steigerung des finanziellen Erfolgs mittels einer vollständig neuen Marktstrategie: „Der Trend zur Umweltschonung und die damit verbundenen Investitionen versprechen aussergewöhnliche Erträge der damit befassten“ Unternehmen.⁷⁶

Die *Strategen* legen ihren Schwerpunkt also nicht auf eine gelungene Werbestrategie wie die *Blender*, sondern auf die Entwicklung *neuer Märkte*. Solche neuen Märkte entstehen jedoch nicht aus der Einsicht, dass ökologische und soziale Themen einen Eigenwert hätten und u.U. in Konflikt mit der finanzwirtschaftlichen Zielsetzung geraten könnten. Zwischen den in den *neuen Wegen* zur Gestaltung gebrachten ethischen Gesichtspunkten und dem finanzwirtschaftlichen Streben nach (sicheren) Gewinnen wird gerade kein Konflikt gesehen. Die „Investition“ in „Ethik“ im Sinne der Inkaufnahme gegenwärtiger Opportunitätskosten findet ihre Begründung im strategischen Zweck der Sicherung längerfristiger Gewinnpotentiale mittels der Wahrnehmung neuer Marktchancen.

Der Begriff „Ethik“ ist hier immer noch zu apostrophieren, da nicht der Eigenwert moralischer Gesichtspunkte, sondern die *Funktionalität* ihrer Berücksichtigung im Hinblick auf die Optimierung der Rendite interessiert.⁷⁷ Es geht hier offenkundig nicht in erster Linie um soziale oder ökologische *Prinzipien*, sondern um *strategische Klugheit*. Denn sobald sich diese Art von „Ethik“ in der Bilanz nicht mehr positiv auswirkt, wenden sich die *Strategen* ohne Zögern von ihr ab.

(c) *Konventionalisten*

Entgegen den *Blendern* und *Strategen* orientieren sich die *Konventionalisten*⁷⁸ am *Eigenwert* sozialer und ökologischer Prinzipien. Trotzdem überwiegt auch bei ihnen die unkritische Unterordnung unter marktorientierte Anforderungen. Das spiegelt sich oft in Konzepten und Methoden wider, die sich stark nach Analyseinstrumenten und -konzepten ausrichten, wie sie im konventionellen Investment verwendet werden.

⁷⁶ Vgl. Dürr 1991, 289.

⁷⁷ Vgl. Ulrich 1998, 418.

⁷⁸ Die Beziehung der beiden Typen „Konventionalisten“ und „Reformer“ lehnt sich an die Typologie von Ulrich/Thielemann (1992, 25f.) an, ohne jedoch in ihrer inhaltlichen Bestimmung mit dieser in jeder Hinsicht übereinzustimmen.

Auf den ersten Blick mag dies nicht verwerflich sein. Was den Konventionalisten jedoch fehlt, ist der notwendige Mut zum Risiko, um neue Lösungen für das relativ junge „ethisch-ökologische“ Investment zu entwickeln. Sie teilen zwar die Einsicht in den Eigenwert ausserökonomischer Prinzipien, der im „ethisch-ökologischen“ Investment zum Ausdruck gebracht wird. Trotzdem sehen sie im Umfeld der Unternehmensbewertung zu grosse Hindernisse, als dass ausserökonomische Prinzipien zur Geltung gebracht werden könnten. Aus diesem Grund halten sie lieber an konventionellen Instrumenten und Konzepten fest, die sich im konventionellen Investment bewährt haben.

Grundsätzlich lassen sich hier zwei Untertypen unterscheiden, die wir mit „Zauderer“ und „Krisenmanager“ bezeichnen wollen:

- (1) *Zauderer*: Die *Zauderer* können sich trotz der Einsicht in den *Eigenwert* sozialer und ökologischer Prinzipien nicht von der Renditeorientierung lösen. Dieses Band eines konventionellen Unternehmerethos ist so stark, dass sie sich in zwei unterschiedlichen *Welten*⁷⁹ bewegen: Einerseits wird ein Teil der Investitionen nach konventionellen Gesichtspunkten, d.h. nach Rendite und Risiko, durchgeführt. Sie bilden den Teil der Investitionen, die dem Anleger eine marktgerechte Rendite garantieren. Wie das Geschäftsgebaren von Unternehmen, in die investiert wurde, im Lichte der sozialen und ökologischen Prinzipien zu beurteilen sind, bleibt hier zunächst vollständig ausgeblendet. Andererseits kann sich der *Zauderer* nach seiner Ansicht erst aufgrund der Rentabilität dieser konventionellen Investitionen auch Anlagen nach sozialen und ökologischen Prinzipien leisten.

Hinter der ambivalenten Haltung des *Zauderers* ist das Konzept einer karitativen Unternehmensethik erkennbar.⁸⁰ Dabei liegt eine charakteristische Halbierung der unternehmensethischen Problematik in die strikte betriebswirtschaftliche Renditeorientierung bei der Erfolgserzielung (profit-making) einerseits und die (partielle) Erfolgsverwendung für gute soziale und ökologische Zwecke andererseits vor.⁸¹ Die *Zauderer* haben Mühe, diese Halbierung des unternehmensethischen Problems zu überwinden.

- (2) *Krisenmanager*: Die *Krisenmanager* orientieren ihre Investitionsentscheidungen zwar grundlegend an sozialen und ökologischen Gesichtspunkten. Sie konzentrieren sich jedoch auf Themengebiete, in denen eine *offensichtliche Krise* besteht. Damit sind Krisen gemeint, die weitestgehend Akzeptanz

⁷⁹ Vgl. die „Zwei-Welten-Konzeption“ bei Ulrich 1993, 228.

⁸⁰ Vgl. dazu Ulrich 1998, 416ff.

⁸¹ Vgl. Ulrich 1998, 421f.

gewonnen haben und von der Presse, Bürgerbewegungen o.ä. angeregt in breiten Kreisen diskutiert werden. Solche Themen sind beispielsweise das Waldsterben oder die Ozonwerte, deren Auswirkungen heute von jedem bemerkt werden können.

Konventionelle Investoren sollen gemäß den Krisenmanagern weiter ihre (sicheren) Renditen optimieren können, jetzt sogar mit einem „besseren Gewissen“. Denn ihr hinterlassener Schaden wird von den „ethischen“ Investitionen der *Krisenmanager* angeblich wieder behoben.

Auch bei Krisenmanagern werden, wie schon bei den Zauderern, renditeorientierte konventionelle Unternehmen nicht kritisch von ihrer normativen Basis her in Frage gestellt.

Grundsätzlich ist eine solche Ausrichtung der Investitionsentscheidungen an bestehenden Krisen begrüßenswert. Dies gilt speziell angesichts der weltweiten Krisen in ökologischer (z.B. Ozon oder Waldsterben), aber auch in sozialer Hinsicht (z.B. zunehmende Verarmung weiter Teile der Bevölkerung). Krisenorientierte Investitionsentscheidungen reichen jedoch für ein ethisch fundiertes Investment nicht aus. Sie sind „nur“ ein *Nach-Denken* über das Vergangene. Damit wird zu retten versucht, was noch zu retten ist. Auf diese Art und Weise greifen sie die Probleme jedoch erst an ihren Symptomen an. Was hier fehlt, ist ein kritisches und konstruktives *Vor-Denken* über tragfähige unternehmerische Handlungsorientierungen aus einer *Gesamtsicht* heraus, die *sachgerechte* Entscheidungen auf einer legitimen Grundlage aufbauen.

(d) *Reformer*

Obwohl auch die *Reformer* wie schon die *Konventionalisten* ihre Investitionsentscheidungen an sozialen und ökologischen Kriterien ausrichten, unterscheiden sie sich von ihnen in einem wesentlichen Punkt: Stellen die *Konventionalisten* die Renditeorientierung *neben* die Orientierung an sozialen und ökologischen Prinzipien, so geht es dem *Reformer* um die Aufhebung der gedanklichen Trennung in zwei Welten: Er ordnet sämtliche Wertorientierungen des Investierens, also auch das Streben nach (sicherer) Rendite, *kategorisch der normativen Bedingung der Legitimität* unter.⁸² Es geht dem *Reformer* darum, den unbedingten *Vorrang* der legitimen Ansprüche und Interessen aller vom Anlageprozess Betroffenen vor der Renditemaximierung anzuerkennen.

⁸² Vgl. Ulrich 1998, 428.

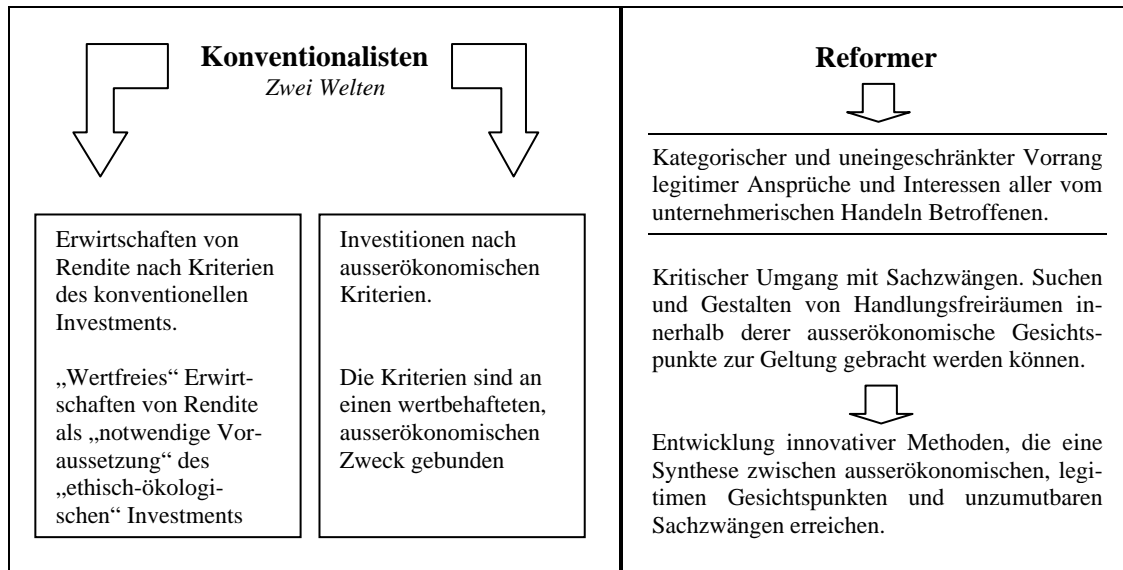


Abbildung 4: Die Unterscheidung zwischen Konventionalisten und Reformer

Der Reformer hält sich an sechs grundlegende *Leitideen*:

1. *Das Zur-Geltung-Bringen ausserökonomischer Prinzipien ist ein normatives Problem:* Der Reformer sieht eine Orientierung an sozialen bzw. ökologischen Prinzipien grundsätzlich als möglich an. Im Gegensatz zu den Konventionalisten sieht er also keine prinzipielle Unmöglichkeit ethisch motivierter Handlungen aus Gründen von marktbezogenen Anforderungen. Denn er begreift das Problem, dass ausserökonomische Prinzipien nicht immer leicht zur Geltung gebracht werden können, nicht als ein Problem der Umsetzung. Der Reformer sieht darin vielmehr einen Konflikt verschiedener normativer Geltungsansprüche.⁸³ Der Anspruch sowohl der Anleger auf Rendite als auch von Umweltgruppen auf die Wahrung der Natur sind normative Ansprüche, die erst dann als legitim gelten können, wenn sie vor allen potentiell Betroffenen mit guten Gründen zu vertreten sind.
2. *Die kritische Überprüfung normativer Ansprüche ist eine fortlaufende Aufgabe:* Seine Konzepte, Instrumente und Entscheidungen prüft der Reformer fortlaufend an dem Kriterium, ob alle von diesen Betroffenen auch zustimmen (könnten). Weil der Reformer niemals alle Betroffenen nach ihren legitimen Ansprüchen fragen kann, ist das kritische Überprüfen seiner Organisation und seiner Handlungen ein stetiges Bemühen. Sie ist die grundlegendste gestalterische Aufgabe des Reformers, die fortlaufend bestehen bleibt.

⁸³ Vgl. Ulrich 1998, 158.

3. *Suche nach Handlungsspielräumen und die Entwicklung innovativer Konzepte und Methoden:* Der Reformier ist im Rahmen seines Analyseprozesses fortlaufend auf der Suche nach Handlungsspielräumen, innerhalb derer er ausserökonomischen Prinzipien zur Geltung verhelfen kann. Auch wenn er sich entgegen allen Bemühungen den marktbezogenen Anforderungen nicht entziehen kann, so unterlässt er doch keine Anstrengungen und Aufwendungen, um doch noch Freiräume zu finden. Innerhalb von diesen Freiräumen entwickelt er innovative Methoden und Konzepte, die eine Synthese zwischen marktbezogenen Anforderungen und ausserökonomischen Prinzipien darstellen.
4. *Kritischer Umgang mit den Wertvorstellungen der Anleger:* Weil der Reformier Ethik als eine formale Reflexionswissenschaft versteht, bei der die Legitimität aller an der Anlage beteiligten Prozesse mitbetrachtet werden, ist eine einseitige Orientierung an den Wertvorstellungen von Anlegern ausgeschlossen. Die Souveränität der Anleger wird vom Reformier zwar geachtet, ihre Wertvorstellungen prüft er jedoch kritisch auf ihre legitime Tragfähigkeit hin. Gegebenenfalls klärt der Reformier mit dem Anleger, welche Werthaltungen als gerechtfertigt und ethisch wertvoll gelten können.
5. *Wahrung maximaler Transparenz:* Der Reformier legt nicht nur die oft wenig durchschaubaren Finanztransaktionen offen, sondern insbesondere auch die Auswahlprozesse, mit denen Wertpapiere als kaufenswert eingestuft werden. Sofern der Anleger an detaillierten Informationen interessiert ist, teilt der Reformier ihm die Entscheidungsgrundlagen für den Kauf oder Verkauf eines Titels ausführlich mit. Denn nur so kann der kritische Anleger die Wahrung seiner Werthaltung überprüfen.
6. *Übernehmen von finanzmarkt-, branchen- und unternehmensweiter Mitverantwortung:*⁸⁴ Der Reformier übernimmt nicht nur eine Verantwortung für das eigene Tun unter den gegebenen Marktbedingungen, sondern auch für ethisch orientierte Reformen des institutionellen Rahmens. In diesem Zusammenhang wäre das die Branche des „ethisch-ökologischen“ Investments, die Standards setzt, oder auch der ganze Finanzmarkt, der dieser Branche seine Bedingungen aufzwingt. Bei grossen Unternehmen beginnt für den Reformier dieser institutionelle Rahmen bereits im eigenen Unternehmen, in

⁸⁴ Vgl. Ulrich 1998, 434ff.

dem er Mitverantwortung für das unternehmerische Handeln des gesamten Unternehmens übernimmt.

Bei der Suche nach Handlungsspielräumen und innovativen Lösungen stösst der Reformier unweigerlich an Grenzen, die er nicht mit eigener Kraft überwinden kann. Diese Grenze zeigt sich in Problemen, deren Ursprünge nicht innerhalb des Anlageprozesses zu finden sind, sondern in den äusseren Rahmenbedingungen, wie der Unternehmung, der Branche des „ethisch-ökologischen“ Investment oder des Finanzmarktes. In diesem Fall sucht der Reformier die Initiative, um solidarische Lösungen auf der entsprechenden Ebene zu entwickeln.

3.2 Die Anlagestrategie

Die Anlagestrategie, die die Fonds oder Beteiligungsgesellschaften verfolgen, kennzeichnet ganz deutlich den Platz auf dem Kontinuum der Gesinnungen, das zwischen den beiden oben erwähnten Polen „*Orientierung an ausserökonomische Prinzipien*“ und „*Marktorientierung*“ liegt.⁸⁵ Beide Extreme tauchen als Reinform in der von uns untersuchten Branche nicht auf. Ein Anlageinstrument, das nur renditefixiert ist, wird sich nicht „ethisch-ökologisch“ nennen, ein anderes, das *ausschliesslich* auf die ethische oder ökologische Qualität des Anlageobjekts achtet, ist keine Geldanlage mehr, sondern eine Spende mit Rückzahlungsoption. Zwischen den Polen kann aber fast jegliche Ausprägung auftreten. Die Anlagestrategie zeigt sich an verschiedenen Indikatoren:

- a) Bildet die Anlage einen Referenzindex (Benchmark) ab?
- b) Wird eine top-down Strategie verfolgt?
- c) Wird ein „best-of/in-class“ Ansatz verfolgt?
- d) Wird die finanzwirtschaftliche Analyse vor der „ethisch-ökologischen“ durchgeführt?

Je mehr von den vier Fragen mit Ja beantwortet werden können, desto näher bewegt man sich am funktionalistischen Pol des Kontinuums, an dem das „ethisch-ökologische“ Investment bloss als ein neues Geschäftsfeld verstanden wird. Obwohl aufgrund des starken inhaltlichen Zusammenhangs dieser vier Fragen untereinander eigentlich zu erwarten wäre, dass entweder die Mehrzahl dieser Fra-

⁸⁵ Vgl. Flicke 1998, 20: „Niemand kann sagen, wo genau eine ethisch-ökologische Anlage aufhört und schnödes Profitdenken anfängt.“

gen bejaht oder verneint wird, ist es bei unserer Untersuchung vorgekommen, dass nur zwei Ja bzw. Nein zu finden waren.⁸⁶

a) Der Benchmark

Um die Wertsteigerung von Aktienanlagen bewerten zu können, orientiert man sich an verschiedenen Vergleichsindizes, so z.B. SMI/SPI, DAX, Dow Jones, S&P 500 usw. Meist wird der „MSCI (Morgan Stanley Capital Index) World“ als Vergleichsmassstab herangezogen, weil dieser international diversifiziert ist, während die anderen genannten nationale Indizes sind.⁸⁷ Es kommt dann darauf an, welche Funktion der MSCI haben soll: Benutzt man ihn „nur“ als informativen Vergleichswert oder will man ihn in der Portfoliostruktur abbilden, um so auch in der Performance hinter dem weit verbreiteten Benchmark nicht zurückzuliegen?

Die Wahl eines geeigneten Benchmarks ist für „ethisch-ökologische“ Anlagen schwierig, da die existierenden, rein finanzwirtschaftlichen Indizes andere Schwerpunkte setzen als die „alternativen“ Assets. Die extra für „ethisch-ökologische“ Anlagen geschaffenen Indizes wie der NAX (Natur Aktien-Index) der Zeitschriften Natur und Öko-Invest oder der SUMI (Schweizer Umwelt-Index)⁸⁸ von VTZ, eines Finanzdienstleisters, kranken daran, dass sie nur sehr wenige Titel berücksichtigen. Was national noch akzeptabel scheint (so sind auch im DAX und im Dow Jones nur 30 Titel erfasst), wirkt auf internationaler Ebene etwas subjektiv und relativ.⁸⁹ Zudem baut die Aussagekraft eines Benchmarks auch auf dessen Bekanntheit und Nachvollziehbarkeit, was der Konstruktion eines „hauseigenen“ Vergleichsindex entgegensteht.

Den MSCI abbilden bedeutet, gleiche Bedingungen schaffen. Das heisst konkret, dass sich die Portfoliomanager mit ihrer Asset allocation ziemlich genau an der Zusammensetzung des MSCI orientieren, der dann für jedes Land und für jede Branche den prozentualen Anteil an Aktien festlegt. Wer sich also stark am MSCI orientieren will, muss ihn von seiner Struktur her abbilden; das heisst, dass er nicht mehr die (in „ethisch-ökologischer“ Hinsicht) international besten Werte kaufen kann, sondern ca. 43% in den USA kaufen und einen bestimmten Anteil Japan und Europa usw. berücksichtigen muss. Dies schränkt die Auswahl an hervorragenden Werten ein.

⁸⁶ So messen sich zwar zwei deutsche Fondsanbieter an einem Benchmark, sie bilden ihn jedoch nicht ab, so dass sie keine top-down Strategie einhalten müssen.

⁸⁷ Zur Vertiefung vgl. Auckenthaler 1994.

⁸⁸ Vgl. Marthaler et al. 1997, 95ff.

⁸⁹ Interessant ist, dass sich der NAX am MSCI world misst. Der NAX, der in Öko-Invest und in Natur publiziert wird, wird aus 20 Titeln gewonnen.

Bei den von uns untersuchten Firmen binden sich nur die zwei o.g. Schweizer Banken und ein Fonds eines mittelgrossen Finanzdienstleisters eng an den MSCI.

b) Top-down/Bottom-up

Top-down bedeutet, dass man bereits im Vorfeld festlegt, wo man in welcher Grössenordnung Aktien kaufen wird. Die Asset allocation wird also von „oben herab“ bestimmt, ohne Rücksicht auf die tatsächliche Verfügbarkeit von Werten, die den eigenen Kriterien entsprechen. Die Abbildung eines Benchmarks zieht automatisch einen top-down Ansatz nach sich, aber nicht jede top-down Strategie impliziert auch eine Bindung an einen Index. So verfolgt eine der von uns untersuchten Firmen zwar eine top-down Strategie. Deren Grundlage war jedoch nicht die Zusammensetzung eines bestehenden Index⁹⁰, sondern die „hauseigene“ Anlagephilosophie, die eben auch eine gewisse Aufteilung nach Ländern und Branchen festschreibt.

Hingegen würde man bei einer *bottom-up* Strategie „unten“, d.h. bei den Unternehmen beginnen, deren Aktien man kaufen möchte. Hier werden zuerst die Werte ausgewählt, die den Anlagekriterien am besten entsprechen. Die Gesamtzusammensetzung des Portfolios ergäbe sich bei konsequenter Beibehaltung des bottom-up Ansatzes zufällig. Doch wird auch hier auf eine „gesunde“ Mischung im Sinne der Risikominimierung geachtet werden.

c) „Best-of/in-class“ Ansatz

Die apriorische Festlegung der Asset allocation bedingt die Investition in bestimmte Branchen, unabhängig von deren „ökologischer Bonität“. Um jedoch dem eigenen Anspruch der bestmöglichen „ethisch-ökologischen“ Verträglichkeit der ausgewählten Unternehmen gerecht zu werden, wählt man aus jeder Branche („class“) das oder die „ethisch-ökologisch“ besten Unternehmen aus.

Ein „best-of/in-class“ Ansatz⁹⁰ ist die Folge von einer top-down Anlagestrategie bzw. der Messung an einem Benchmark. Man kann über den Sinn oder Unsinn einer solchen Vorgehensweise verschiedener Meinung sein. Folgt man den Kritikern, so haben Branchen, die z.B. sehr umweltverschmutzend sind, sei es bei der Herstellung (z.B. Zementbranche) oder auch durch die Verwendung der Produkte (z.B. Automobilbranche), in einer „ethisch-ökologischen“ Anlage nichts zu suchen. Demgegenüber sind die Befürworter der Meinung, dass gerade die „Sau-

⁹⁰ Beide Formulierungen, „best-of-class“ und „best-in-class“, werden im Markt verwendet.

bersten“ dieser Branchen als leuchtendes Beispiel herausgestellt werden müssten, damit die Signalwirkung die ganze Branche erfasse und so die positive Auswirkung auf die Umwelt sehr viel besser sei, als wenn man gewisse Branchen aus einem Portfolio ausschliesse. Zudem sei die positive Wirkung auf die Umwelt wesentlich grösser, wenn ein grosser Konzern die Umwelt gut schütze als wenn ein kleines Unternehmen die Umwelt sehr gut schütze.

d) Reihenfolge der Analyse

Die Auswahl von Wertpapieren, d.h. in erster Linie die Beurteilung der Emittenten (sieht man einmal von rein charttechnischen Analysen ab) erfolgt beim „ethisch-ökologischen“ Investieren prinzipiell zweistufig. Eine Stufe bildet die Analyse nach betriebswirtschaftlichen und finanziellen Gesichtspunkten, die andere jene der „ethisch-ökologischen“ Analyse.

An der Reihenfolge dieser beiden Analysestufen bei den Anbietern von Anlagen kann man ermesen, welcher Stellenwert der Ökonomie bzw. der Ethik eingeräumt wird. Hier wird die zugrundeliegende Philosophie des Anlageprodukts widerspiegelt. *Rendite mit etwas Ethik* oder *Ethik mit Rendite* – oder weniger zynisch ausgedrückt: Welche Bedeutung hat das Sicherheitsdenken in der Firma? In einer tiefer gehenden Interpretation könnte man auch folgern, was den „ethisch-ökologischen“ Titeln im Sinne der finanziellen Potenz zugetraut wird: Wer an die „ethisch-ökologische“ Anlage glaubt, ist auch von der möglichen Performance der Titel überzeugt. Wer das „ethisch-ökologische“ Investment nur als Spielart des konventionellen Investments sieht, beginnt auch die Recherche wie bei einer konventionellen Anlage. Danach werden die Spezifika (hier: der „ethisch-ökologische“ Wert) herausgestellt und überprüft.

Der überwiegende Teil der von uns untersuchten Finanzinstitute stellte die ökonomische Analyse an den Anfang. Nur sehr wenige begannen mit der Suche nach „ethisch-ökologisch“ wertvollen Unternehmen, um die Finanzanalyse hinten an zu stellen.

Exakterweise muss jedoch festgestellt werden, dass die Trennung in „ökonomische“ und „ethisch-ökologische Analyse“ eine theoretische ist. Das Fazit der Untersuchung basiert auf den Selbstdarstellungen der Finanzinstitute.⁹¹ Faktisch ist es aber so, dass die beiden Analyseschritte Hand in Hand gehen, d.h., dass in einer Art hermeneutischem Zirkel die Vorverständnisse zur ökonomischen bzw. „ethisch-ökologischen“ Performance weiter vertieft werden und die eine Analysestufe erst auf ein positives Vorverständnis in dem anderen Bereich

⁹¹ Zum Beispiel in Ablaufdiagrammen des Auswahlprozesses, vgl. ÖBU (Hrsg.) 1997.

folgt. Durch Kommunikation mit anderen Anbietern, Zeitschriften und Gerüchte sind die meisten Kandidaten für das Anlageuniversum schon irgendwie bekannt. Die Interessantesten davon werden dann einer eingehenden Untersuchung unterzogen, wobei die ökonomische und die „ethisch-ökologische“ Analyse aufgrund verschiedener Sachbearbeiter durchaus gleichzeitig vollzogen werden können.

e) Beurteilung der Anlagestrategie

Gemessen an den Aspekten Anlagerisiko und Öffentlichkeitswirkung mag das Abbilden eines Index, eine Top-down Strategie oder ein Best-of-class Vorgehen durchaus sinnvoll sein. Eine breite Diversifizierung schützt vor allzu grosser Volatilität, die Abbildung eines Index führt dazu, dass vom Benchmark nie gross abgewichen wird, was durchaus verkaufsfördernd sein kann.

Misst man jedoch die Anlagestrategie an den Ansprüchen eines reflektierten „ethisch-ökologischen“ Investments, so kann die Tatsache, dass Aspekte der konventionellen Anlagepolitik (Risiko, Rendite, Liquidität, aber auch Öffentlichkeitswirkung) die Auswahl an Wertpapieren vorrangig festlegen, nicht unkommentiert bleiben. Es geht hier in entscheidendem Masse um die Vorstellung, die man vom „ethisch-ökologischen“ Investment hat. Wenn das „ethisch-ökologische“ Investment mehr sein soll, als ein „Etwas-darüber-hinaus-Denken“, dann müssen die „ethischen“ und ökologischen Anforderungen an eine Anlage mindestens gleichrangig, wenn nicht sogar vorrangig beachtet werden. Ein Anlageprodukt, das nach einem Best-of-class Konzept gestaltet wird, kann eben nicht die aus „ethisch-ökologischer“ Sicht „besten“ Wertpapiere nehmen, sondern nur die „Besten“ unter Nebenbedingungen wie beispielsweise Branchenzugehörigkeit oder Währung. Es sollten aber, wie wir meinen, die unbedingt „besten“ Titel gewählt werden können. *Ein Anlageprodukt, das in seiner Portfoliostruktur einen Index abbildet, beraubt sich der Möglichkeit der unvoreingenommenen Auswahl von Wertpapieren.*

Wie schon angedeutet, wird man in der Praxis auf eine „gesunde“ Mischung des Portfolios achten. Diese Absicherung gegen Anlagerisiken ist ja auch ethisch geboten (die Anlagekunden haben schliesslich einen Anspruch auf die Werterhaltung ihres Vermögens), jedoch darf sie nicht zur obersten Massgabe werden, wenn doch, wie die Praxis zeigt, auch andere, im Sinne der „ethisch-ökologischen“ Anlagen bessere Wege gegangen werden können.

3.3 Das Vorgehen bei der Auswahl und Analyse der Anlageobjekte

Die einzelnen von uns untersuchten Institutionen gehen bei der Auswahl ihrer Anlageobjekte teilweise sehr unterschiedlich vor. Während bei den Dienstleistungen „Öko-Rating“ oder „Portfolio-Screening“ die Notwendigkeit einer ökonomischen Analyse der Wertpapiere wegfällt, ist diese beim Angebot von Anlageprodukten oder der Dienstleistung „Asset management“ von elementarer Wichtigkeit. Auf die mögliche Reihenfolge der Analyseschritte wurde oben schon eingegangen. Hier soll nun eine Beschreibung der tatsächlich vorkommenden Abläufe erfolgen.

Aus Gründen der Anonymität wird hier darauf verzichtet, die Namen der einzelnen Institutionen zu nennen. Die Abläufe werden vielmehr in idealtypischer Weise dargestellt, um angesichts der Vielfalt der Anbieter einen guten Überblick zu erhalten. Anhand von drei Leitfragen sollen die Vorgehensweisen bei der Auswahl der Anlageobjekte dargestellt werden:

- a) Wie wird die „ethisch-ökologische“ Information gewonnen?
- b) Wie werden die gewonnenen Daten beurteilt, auf welcher Grundlage werden die Entscheidungen gefällt?
- c) Welche Ablaufschemata gibt es?

a) Informationsgewinnung

Soll ein Unternehmen nach „ethisch-ökologischen“ Kriterien bewertet werden, müssen bei der bewertenden Institution entsprechende Daten vorliegen. Dieses Wissen – mit „Wissen“ ist hier die Information über den „ethisch-ökologischen“ Hintergrund der Emittenten von Wertpapieren, deren „ethisch-ökologische“ „Performance“ gemeint – kann man auf mehrere Weisen erhalten. Der einfachste Weg ist, es sich zu kaufen, sei es als ausführliche Untersuchungsberichte oder nur als schlichte Kennzahl, die eine Aussage über den „ethisch-ökologischen“ Wert des Emittenten treffen soll. Der Kauf von solchen Informationen setzt natürlich – sofern man als Anbieter sein Geschäft seriös betreiben möchte – kompetente Verkäufer voraus. Inzwischen haben sich am Markt jedoch auf die „ethisch-ökologische“ Beurteilung von Unternehmen spezialisierte Ratingagenturen und Forschungsinstitute etabliert, die das gewünschte Wissen zur Verfügung stellen können.⁹² In unserer Untersuchung fanden wir nur die Lebensversicherung und

⁹² Laut Mackenzie (1998, 82) greifen in Grossbritannien 21 von 30 Ethikfonds auf die Untersuchungsergebnisse von EIRIS, dem wohl ältesten und bekanntesten Forschungsinstitut für „ethisch-ökologisches“ Investment, zurück. EIRIS (Ethical Investment Research Service) hat eine Datenbank mit 1100 Unternehmen, die nach 300 Kriterien beurteilt werden - vgl. dazu Webster 1992.

einen Fondsanbieter, die ihr Hintergrundwissen ausschliesslich (hier in Form einer fertigen Titelliste) zukaufen. (Während aber die Titelliste des Fondsanbieters als Basis zur eigenen ökonomischen Analyse dient, folgt bei der Lebensversicherung die externe ökologische Analyse auf die externe ökonomische.)

Die zweite Möglichkeit besteht darin, eine eigene Forschung zu betreiben. Dazu müssen erst die relevanten Bereiche bestimmt werden, anhand derer anschliessend die Bewertung vorgenommen werden soll. Die Daten werden auf verschiedene Arten erhoben. Ein anscheinend unverzichtbares Instrument ist der Fragebogen, mit dem die Unternehmen zu den verschiedenen Themen befragt werden. Je nach Firma haben diese Fragebögen einen unterschiedlichen Umfang, von 4 bis zu 20 Seiten, und eine unterschiedliche Detailliertheit, die bis zu genauen Mengen der Emissionen und Verbräuche von Rohstoffen gehen kann. Die mittels der Befragung erhobenen Daten werden dann meist durch ergänzende Massnahmen komplettiert. Diese können das Studium von Sekundärmaterialien, die direkte Befragung – vor Ort oder per Telefon – von Mitarbeitern des Unternehmens, teilweise quer durch alle Hierarchiestufen, die Inaugenscheinnahme des Firmengeländes oder auch das Interviewen von unabhängigen Beobachtern umfassen.

Die meisten der von uns untersuchten Firmen hatten einen Beirat (Kommission, Ausschuss, Komitee), der mit unterschiedlichen Kompetenzen ausgestattet ist. Die wichtigere Rolle spielt der Beirat, der meist aus Kennern der Szene besteht, sicherlich bei der Beurteilung und Entscheidung (siehe unten); aber auch bei der Wissensgenerierung hat er einen Einfluss. Zum einen in mehr informeller Art, indem er Vorschläge bezüglich zu untersuchender Unternehmen macht, zum anderen, indem er über die Bestimmung der Auswahlkriterien ganz entscheidend auf das zu eruiierende Wissen einwirkt.

b) Beurteilung und Entscheidung

Bei Anbietern von Anlageprodukten ist die nähere Untersuchung von Unternehmen immer der Ausdruck eines positiven Vorwissens, d.h. das Bestehen der Möglichkeit, dass der Titel in das bestehende Portfolio passt.

Während die Erhebung der Daten nach einem festgelegten Schema mehr oder weniger standardisiert abläuft, hat die Beurteilung der Auswertungen je fallweise zu erfolgen. Grundlage dieser Beurteilung sind die gesammelten Daten, die an den eigenen Anlagekriterien gemessen werden. Ein rein schematisches Vorgehen ist oft nicht möglich. Es tauchen des öfteren strittige Punkte auf, weswegen die Anlageentscheidungen bei den meisten von uns untersuchten Firmen mit mehreren in der Thematik Involvierten (oft wird der hauseigene Beirat kon-

sultiert) diskutiert werden. Bei der Diskussion der Entscheidungen ist z.B. die Gewichtung der einzelnen erhobenen Bereiche oder die Frage, in welchem größeren Zusammenhang die relevanten Erkenntnisse stehen, von Interesse. Der Beirat spielt in den jeweiligen Firmen bei der Anlageentscheidung unterschiedliche Rollen, sofern er überhaupt involviert wird. Bei manchen Institutionen ist er das Entscheidungsgremium, das die Titel auswählt, bei anderen hat er ein verbrieftes oder informelles Vetorecht gegen gefällte Entscheidungen.

Höchst problematisch bei den konkreten Diskussionen zur Anlageentscheidung ist das in der Praxis beobachtbare Aufsaldieren⁹³ von bewerteten Einzelbereichen. Es wird hier sozusagen in die utilitaristische Falle getappt:⁹⁴ Eine „gute Note“ im Umweltschutzbereich kann beispielsweise nicht die schlechte Behandlung von Mitarbeitern ausgleichen. Zudem kommt es hier auf die Branche an: Es ist für einen Softwareprogrammierer keine grosse Leistung, die Umwelt nicht zu belasten, während in der Zement- oder Papierherstellung die Umweltschutzproblematik eine ganz zentrale ist.

Im Allgemeinen entstehen diese Probleme durch die Bestrebung, möglichst viel Information in einer Bewertungsziffer zu vermitteln.⁹⁵ Diese Bestrebung entspringt der Fiktion der „High-Level-Aggregation“, die (insbesondere für Umweltbelastungen) mit einer einzigen Kennzahl auskommen soll. Durch eine solche Aggregation wird es aber immer zu (unzulässigen) Vereinfachungen und Verkürzungen kommen.⁹⁶

c) Ablaufschemata

Wie schon angedeutet, ist bei fast allen Institutionen der Prozess von der Kenntnisnahme eines potentiellen Anlageobjektes bis zur konkreten Anlageentscheidung oder -empfehlung ein mehrstufiger.

Bei der Konzeption des Anlageinstruments (Fonds oder Beteiligungsgesellschaft) muss ebenso wie am Anfang der Beratung eines Klienten durch einen Finanzdienstleister die grundsätzliche Aufteilung des Kapitals entschieden werden. Danach erst kann die Suche nach geeigneten Anlageobjekten beginnen, seien es Obligationen, Aktien oder Projekte/KMU zur Direktbeteiligung.⁹⁷

⁹³ Vgl. die „ethischen Anlagekriterien“ eines untersuchten Fonds, der bei „Zielkonflikten“ zwischen sozialen und ökologischen Belangen auf die „Bewertung des ethischen Nettoeffekts“ abzielt. Aber auch in der wissenschaftlichen Reflexion wird dem Anleger diese Praxis freigestellt. Vgl. Hoffmann/Ott/Scherhorn 1997, 23.

⁹⁴ Zu einer Utilitarismuskritik Ulrich 1998, 184ff.

⁹⁵ Vgl. dazu die klassischen Bonitätsrating-Symbole von Moody's oder S&P (AAA, B usw.)

⁹⁶ Vgl. dazu Clausen/Rubik 1996, 13.

⁹⁷ Im folgenden wird der Auswahlprozess für Aktien beschrieben, der aber in analoger Weise auch für Obligationen oder Direktbeteiligungen gilt.

Für die nun folgende Darstellung des Ablaufs wird nur die „ethisch-ökologische“ Unternehmensbeurteilung besprochen. Insofern ist es unerheblich, ob der erste Schritt der näheren Analyse eines Titels ökonomischer oder ausserökonomischer (also „ethisch-ökologischer“) Natur ist. Die Reihenfolge spielt folglich in dieser Betrachtung keine Rolle. Die Finanzinstitute stellen die Abläufe bei der Auswahl der Anlageobjekte meist in ihren (Emissions-) Prospekten dar. Auch in anderen Publikationen wird darauf eingegangen.⁹⁸

Weit verbreitet ist das zweistufige Raster aus sogenannten „Negativ-“ und „Positivkriterien“, das die zu bewertenden Unternehmen durchlaufen müssen. Die Negativkriterien wirken disqualifizierend, indem sie festlegen, in welche Branchen nicht investiert wird oder welche Produktlinien ausgeschlossen werden. Die Positivkriterien legen das erwünschte unternehmerische Handeln fest. Die Positivkriterien können disqualifizierend formuliert sein (z.B. „Es wird nur in Unternehmen investiert, die ein Umweltmanagementsystem haben“) oder fakultativ (z.B. „Es wird in Unternehmen investiert, die für die Verbesserung der Lebensqualität sorgen oder eine besondere Rücksichtnahme für den Mitarbeiter aufweisen“). Die disqualifizierenden Positivkriterien und die Negativkriterien kann man unter dem Stichwort *Ausschlusskriterien* zusammenfassen, während man die Positivkriterien, die das Wünschenswerte festlegen, mit Kant als „verdienstliche Pflichten“ umschreiben könnte.⁹⁹

Je nach Investitionsphilosophie kann es bei manchen Anlageprodukten ausreichen, dass die bewerteten Unternehmen nur die Ausschlusskriterien passieren müssen, um als „ethisch akzeptable“ Werte ins Portfolio aufgenommen zu werden. Andere Produkte fordern zusätzlich mindestens die Erfüllung eines Positivkriteriums (im Sinne der verdienstlichen Pflichten).

Neben der „Anwendung“ von Anlagekriterien sind noch weitere Elemente in den – je nach Anbieter verschiedenen – Auswahlabläufen zu finden. So gibt es die Datenerhebung mittels Fragebogen, die bei manchen vor der Vorselektion der Titel, bei anderen nachher stattfindet. Die Bewertung der gewonnenen Daten wird oft von flankierenden Massnahmen begleitet und unterstützt:

So prüft ein Fondsanbieter seine Entscheidungen anhand veröffentlichtem Info-Material (welches andere schon ganz am Anfang studieren), ein anderer (ökologischer) Fond macht am Schluss einen „Sozialcheck“, indem auch soziale Aspekte überprüft werden, ein dritter schliesst mit einer „Plausibilitätsprüfung“ ab, welche eventuelle Ungereimtheiten oder durch die Kriterien nicht erfasste Missstände berücksichtigt.

⁹⁸ Vgl. z.B. Marthaler/Stern/Brenner 1997, 96f. oder ÖBU (Hrsg.) 1997.

⁹⁹ Vgl. Kant 1785, 55. Vgl. dazu auch die Besprechung der Kriterienlisten, Punkt 4.

Bei den wenigsten Bewertungsverfahren werden Besichtigungen vor Ort, also persönliche Überprüfung der von den Unternehmen gemachten Angaben, vorgenommen. Beteiligungsgesellschaften oder Firmen, die Direktbeteiligungen vermitteln oder selbst halten, streben persönliche Visitationen noch eher an, da das grössere Anlagerisiko offensichtlich eine eingehendere Untersuchung des Anlageobjektes erfordert.

Die Pluralität der verschiedenen Beurteilungs- und Entscheidungsverfahren – es gibt keine zwei identischen am Markt – hat verschiedene Ursachen: Zum einen gibt es keine allgemein als verbindlich anerkannten oder wissenschaftlich fundierten Ansätze, zum anderen versucht jede Konzeption einer übergeordneten Anlagephilosophie – oft jener der gesamten Organisation, z.B. die der Bank – gerecht zu werden. Bei den von uns untersuchten Firmen war aber das Bestreben zu erkennen, in dem implementierten Auswahlprozess eine tragfähige Entscheidung zu treffen, die sowohl der eigenen Einstellung als auch jener der übergeordneten Organisation entspricht.

d) Beurteilung der Vorgehensweisen

An der Art und Weise, wie ein Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Produkten den Auswahlprozess gestaltet, kann man ablesen, wie „ernst“ er es meint. Will er wirklich etwas verbessern an der Situation der Wirtschaft, soweit es ihm in seinem Rahmen möglich ist, oder will er nur Kundengelder akquirieren?

Die Entscheidung, was besser sei: die Unternehmen selbst nach den eigenen Anlagekriterien zu untersuchen oder dieses Research extern machen zu lassen – von einer darauf spezialisierten Agentur – ist nicht so einfach zu treffen. Sicherlich ist eine gewissenhaft durchgeführte Unternehmensanalyse von einer professionellen Ratingagentur höher zu bewerten als eine nur halbherzig selbst durchgeführte. Voraussetzung für eine Vergabe ist jedoch die ernsthafte Auseinandersetzung um die von der Agentur verwendeten Beurteilungskriterien. Blindes Vertrauen in das Tun der Agentur ist genauso falsch wie ein unkritisches Hinnehmen einer fertigen Titelliste.

Die Beurteilung und konkrete Anlageentscheidung darf nicht nur von den Ergebnissen der Prüfung mit den Anlagekriterien abhängen. Kriterien sind niemals umfassend, es werden stets unberücksichtigte, jedoch bedenkliche Aspekte auftauchen.¹⁰⁰ Deshalb sollte die Anlageentscheidung diskursiv erfolgen und jeder Fall einzeln beurteilt werden.

¹⁰⁰ Insofern ist die Plausibilitätsanalyse eines Anbieters, welche dort die Entscheidungsphase abschliesst, besonders hervorzuheben. Vgl. Gamboni/Schumacher 1997, 30.

Die Ablaufschemata werden von den meisten Finanzinstituten publiziert. Wenn auch eng zusammenhängende Schritte analytisch oft schwer zu trennen sind, so muss doch darauf geachtet werden, dass keine Alibi-Elemente auftauchen, die nur erwähnt werden, weil sie ein gutes Licht auf das Produkt werfen. Der bei den meisten Finanzinstituten vorhandene Beirat ist (auch) als Vertreter der kritischen Öffentlichkeit zu sehen, der diese vertritt und auch weniger nahe-liegende, aber legitime Ansprüche vorbringen soll. Er ist insofern nicht nur schmückendes Beiwerk, sondern hat eine wichtige Beratungsfunktion. Er sollte mit einem explizitem Vetorecht gegen einzelne Anlageentscheidungen ausgestattet werden.

4. Die Beurteilungskriterien als unzureichende Grundlage des „ethisch-ökologischen“ Investments

Der Prozess für die Auswahl der Wertpapiere unterscheidet sich auf den ersten Blick bei „konventionellen“ und ausdrücklich „ethisch-ökologischen“ Anlageprodukten nicht wesentlich. Hier wie dort werden Wertpapiere gekauft, die auf der Basis der Anlagekriterien ausgewählt wurden. Worauf begründet sich dann aber der Anspruch eines kleinen Teils aus der Vielzahl der Finanzdienstleistungen, sich als „ethisch“ bzw. „ethisch-ökologisch“ zu etikettieren?

Mittels ihrer Kriterien erheben die Anbieter „ethisch-ökologischer“ Finanzprodukte bestimmte über die Gewinnmaximierung hinausgehende Forderungen an die Unternehmen. Sie drücken aus, was ein Unternehmen in der heutigen Gesellschaft zu tun bzw. zu unterlassen hat. Solche Vorstellungen über das unternehmerische Handeln gründen immer auf einem bestimmten Unternehmensbild. Das Unternehmen wird nicht als in sich geschlossenes System, sondern als „quasi-öffentliche Institution“¹⁰¹ verstanden. Als Teil der Gesellschaft trägt diese wie einzelne Bürger moralische Verpflichtungen. Die oft nur als moralische Intuitionen bestehenden Vorstellungen von diesen Verpflichtungen gründen auf Werten und Prinzipien, die in den Anlagekriterien ihren Ausdruck finden.

Bei einem „ethisch-ökologischen“ Angebot, das sich bedingungslos den Wünschen im Sinne der „ethischen Präferenzen“ der Anleger unterordnet (also vollständig marktorientiert handelt), ist es hingegen fraglich, ob es sich zu Recht „ethisch“ nennen kann. Wie wir aber oben schon festgestellt haben, wird es diese bedingungslose Orientierung am Markt (d.h. am Anleger) kaum geben, weil das Finanzinstitut, wollte er nur seinen persönlichen ökonomischen Nutzen maximieren, dafür sicherlich bessere (lukrativere) Wege finden würde als das „ethisch-ökologische“ Investment. (Von „schwarzen Schafen“, welche das Etikett „Ethik“ nur verwenden, um Kundengelder einzukassieren, sei hier abgesehen.¹⁰²) Wir können also im Allgemeinen sehr wohl den guten Willen unterstellen, in moralisch guter Absicht Geld zu verwalten zu wollen.

Nach aussen hin wird dieser gute Wille in den ausgewählten Wertpapieren sichtbar, da nur Titel ins Portfolio aufgenommen werden, welche den „ethisch-ökologischen“ Anlagekriterien entsprechen.¹⁰³ Eine Zusammenstellung von Anlagekriterien – die faktisch Normen entsprechen – allein genügt aber nicht, das Eti-

¹⁰¹ Vgl. zu diesem Unternehmenskonzept schon Ulrich 1977.

¹⁰² Vgl. Flicke 1998, 22f., oder Vieweger-Baraccani, 1998, 27.

¹⁰³ „The difference between ethical, green and environmental funds is generally in the criteria used for assessment“ (McIntosh et al. 1998, 160). Diese Aussage gilt natürlich im speziellen für den Unterschied zwischen konventionellen und „ethisch-ökologischen“ Anlagen.

kett „ethisch“ berechtigterweise zu gebrauchen. Denn Ethik ist keine *Kollektion von Normen*, die angewendet werden können, sondern eine *Perspektive*, welche in kritischer Reflexion normative Geltungsansprüche zu erörtern sucht.

Die blosser Anwendung normativer Kriterien macht ein Anlageprodukt also noch nicht „ethisch“. Eine Liste von Kriterien zu beschaffen (abzuschreiben¹⁰⁴) und dieser entsprechend Werte zu kaufen, ist kein Problem. Aus ethischer Sicht sind andere Aspekte relevant:

- Wie sind die Kriterien zustande gekommen?
- Wie werden die Kriterien bzw. die Prinzipien begründet?¹⁰⁵ Welches Konzept von Unternehmensethik dient implizit oder explizit als Basis der Begründungen?
- Werden die Kriterien regelmässig auf ihre Gültigkeit hin überprüft?
- Wie wird damit umgegangen, dass gar nicht immer alles so klar ist, wie es mit den (in sich geschlossenen) Kriterien scheint? Wie wird das Kontroverse, das ja der Ethik immanent, berücksichtigt?¹⁰⁶
- Wie strikt werden die Kriterien angewendet, wie strikt können Kriterien generell angewendet werden?
- Kriterien beleuchten nur die aktuellen und vergangenen Entwicklungen. Wird auch eine zukunftsgerichtete Perspektive berücksichtigt?

Gegen die „Anwendung“ von Kriterienlisten können prinzipiell die gleichen logischen Einwände wie gegen die „Anwendung“ von Ethik geltend gemacht werden. Anwendung bedeutet immer ein Überstülpen. Dabei wird vorausgesetzt, dass das, was angewendet werden soll, richtig ist. Eine Vernunftethik, besonders in ihrer diskursethischen Ausprägung, legt jedoch – diesseits der reflexiven Begründung des *moral point of view* – keine situationsunabhängigen Normen fest, die universal gültig wären. Das ethisch Richtige (das Gerechte, das Gute) kann nicht von vornherein bestimmt werden, insofern kann auch nichts angewendet werden. Kriterienlisten aber enthalten genau solche materialen Normen, die dann auf die zu bewertenden Unternehmen „angewendet“ werden. Nun ist es angesichts der bestehenden Restriktionen (Zeit und Geld), die eine Unternehmensbe-

¹⁰⁴ Der Öko-Invest Börsenbrief sammelt Kriterienlisten von ökologischen Forschungsinstituten, Alternativbanken, Umweltinvestmentsfonds und -klubs, Umweltverbänden oder auch Bürgerinitiativen. Das bisher gesammelte Material umfasse „weit mehr als tausend Seiten“ (Öko-Invest 44/93, 2), wobei betont wird, dass sich dieses Material ausschliesslich auf Kriterien beziehe.

¹⁰⁵ Vgl. Mackenzie 1998, 82.

¹⁰⁶ Kann z.B. die Herstellung von Rüstungsgütern so einfach verurteilt werden (vgl. Hoffmann/ Ott/Scherhorn 1997, 90), wenn man bedenkt, dass Selbstverteidigung ein moralisches Recht ist?

wertung beeinflussen, sicherlich hilfreich, mit vorformulierten Kriterien zu arbeiten. Eine wichtige Forderung ist es jedoch, die Kriterien nicht als abgeschlossen zu betrachten, sondern als prinzipiell fallibel, als änderbar und revisionsbedürftig.

Dieser Einwand erhält um so mehr Gewicht, als die begründete Annahme besteht, dass Kriterien oft aus unterschiedlichen Quellen unkritisch abgeschrieben werden.¹⁰⁷ Ist aber, so wäre hier zu fragen, eine Übernahme „fremder“ Kriterien überhaupt möglich oder müssen stets „eigene“ entwickelt werden? Die kritische Analyse eines wissenschaftlichen Beitrages (Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden) soll nachfolgend zeigen, dass ein Begründungsdiskurs unumgänglich ist (Punkt 4.1).

In einem zweiten Punkt wird auf die einseitige Verwendung von ökologischen Kriterien eingegangen. Nach unseren Analysen haben die Finanzinstitute im Umgang mit sozialen Themen grundlegende Schwierigkeiten, was aber im Widerspruch zu den Wertvorstellungen der Anleger steht, die ihr Geld vermehrt nach sozialen Gesichtspunkten anlegen wollen (Punkt 4.2).

4.1 Kritische Analyse eines wissenschaftlichen Beitrags – Der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden

Wissenschaftliche Beiträge, die sich mit dem Thema des „ethisch-ökologischen“ Investment beschäftigen, sind bisher erst wenige veröffentlicht worden.¹⁰⁸ Eine der herausragendsten Publikationen zu diesem Thema ist der „Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden“, herausgegeben von J. Hoffmann, K. Ott und G. Scherhorn.¹⁰⁹ Es wurde darin ein Katalog von Kriterien zusammengestellt, der Praktiker in der Entwicklung ihrer Anlagekriterien unterstützen soll. Das ehrgeizige Ziel bestand darin, eine Kriterienliste zu formulieren, die den Ansprüchen auf Vollständigkeit und logische Durchsichtigkeit genügt. Das Ergebnis der Anstrengungen ist eine „Kriteriologie“, die für „eine beliebig hohe Zahl von Anlegern“ als Entscheidungsgrundlage geeignet sein soll.¹¹⁰

Anhand zweier Aspekte soll herausgestellt werden, dass die simple Vorgabe von Kriterien in einem Katalog nicht genügt, um das Prädikat „ethisch“ zu rechtfertigen.

¹⁰⁷ In diesem Zusammenhang berichtet Mackenzie, dass im angelsächsischen Raum die meisten ethischen Fonds ihre Kriterien von EIRIS abschreiben. Vgl. Mackenzie 1998, 81f.

¹⁰⁸ Vgl. oben, 1.1.

¹⁰⁹ Hoffmann/Ott/Scherhorn (Hrsg.) (1997): Ethische Kriterien zur Bewertung von Unternehmen. Der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden.

¹¹⁰ Vgl. Ott 1997, 223.

Der eine Aspekt ist die *Aufgabenverteilung* zwischen dem Bewerter von Unternehmen und dem Ethiker¹¹¹ (a), der andere ist die Gefahr der völligen *Beliebigkeit* des Inhalts einer „ethischen“ Unternehmensbewertung mittels einer grossen, fakultativen Auswahl (b).

a) Die Aufgabenverteilung zwischen Ethiker und Ratingagentur

Die Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Anlagen sollen Kriterien aus der Frankfurt-Hohenheimer Kriteriologie aufgrund ihrer individuellen Gewichtung auswählen:

„Aufgabe des Firmen-,Raters’ ist es, eine Firma bzw. einen Unternehmenskomplex anhand (einer) ‘Checkliste’ zu beurteilen. Dies ist gewissermassen die Rolle eines Feldforschers.“¹¹²

Die konkreten Inhalte werden vom „Rater“ zwar aus der Frankfurt-Hohenheimer Kriteriologie ausgewählt, aber nicht kritisch geprüft. Es ist nach den Autoren die Aufgabe des Ethikers, dem „Rater“ diese „Denkarbeit“ abzunehmen:

„Aufgabe des Ethikers ist es, an der Erstellung eines ‘ethical-rating’-GWB (Gesamtwertbaums, d.V.) mitzuwirken und die spezifisch ethischen Probleme zu analysieren, die dabei auftauchen. Seine Aufgabe *als Ethiker* ist erfüllt, wenn er dazu beigetragen hat, dass Rating-Agenturen einen derartigen Wertbaum *zur Hand* haben. Sein Motto lautet im Anschluss an die Erfüllung dieser ethikspezifischen Aufgaben: *Nunc ludite alios!*“¹¹³

Diesem Verständnis der Rolle des Ethikers im Zusammenhang mit dem „ethisch-ökologischen“ Rating kann hier nur beschränkt zugestimmt werden. Der Ethiker kann weder der Ratingagentur die Klärung der unternehmensethischen Grundlagen, die für die bewusste Verwendung von Kriterien vonnöten ist, abnehmen noch die Agentur als seinen verlängerten Arm in der Praxis verstehen. Wie soll eine Arbeitsteilung, in der „der Ethiker“ die Klärung der unternehmensethischen Grundlagen vorwegnimmt, denn ihrerseits begründet werden? In einem solchen Verhältnis sieht der Ethiker den Anleger bzw. den Unternehmensbewerter als eine unmündige Person an, die nicht autonom und kompetent über das urteilen kann, was richtig und was falsch ist. Moderne Ethik kann und will jedoch die Menschen nicht bevormunden, sondern sie im Gegenteil „mündig“ machen. Wer dem nicht zustimmen mag, vertritt in der einen oder anderen Form eine vormoderne, autoritative Moralkonzeption.

¹¹¹ Vgl. Ott 1997, 258ff.

¹¹² Ott 1997, 259.

¹¹³ Ott 1997, 259 (Hvh. d.V.).

Der Ethiker kann also keinesfalls die Funktion einer „vorschreibenden Instanz“ übernehmen und sich in ein arbeitsteiliges Fließband einreihen. Vielmehr unterstützt er den Unternehmensbewerter in seinem Bemühen um die grundlagenkritische und methodisch disziplinierte Klärung der normativen Orientierungen, die seinem unternehmerischen Handeln zugrunde liegen. Hierzu bietet der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden ein analytisches Hilfsmittel.

b) Die Gefahr der völligen Beliebigkeit

Der FHL stellt eine beeindruckende Sammlung von möglichen Beurteilungskriterien für eine Unternehmensbewertung nach ausserökonomischen Kriterien dar. Es scheint unmöglich, bei einem konkreten Firmenrating alle diese Aspekte zu berücksichtigen. Das ist offenbar auch den Autoren des FHL klar, da sie mehrmals auf die Möglichkeit der Auswahl einzelner Kriterien hinweisen: „Für den einzelnen Beurteiler und das jeweils untersuchte Unternehmen ist stets nur eine Auswahl der Bewertungskriterien relevant.“ „Die Anwender (des Leitfadens, d.V.) entscheiden damit selbst, welche Kriterien mit welchem Gewicht in die Unternehmensbewertung einfließen sollen.“¹¹⁴

An einer Stelle verweisen die Autoren zwar darauf, dass die „Nullgewichtung“ eines Kriteriums der Rechtfertigung bedürfe,¹¹⁵ sie schaffen es aber trotzdem nicht den Anschein zu vermeiden, dass der Interessierte (Anleger oder Finanzinstitut) wie in einem „ethischen Selbstbedienungsladen“ sich das auswählen kann, was ihm am besten passt oder plausibel erscheint. Sie stellen sogar die Möglichkeit der „Saldierung“ von einzelnen Kriterien anheim, d.h., dass je nach Gusto „unterentwickelte“ Bereiche der Unternehmensperformance durch andere, besser ausgebildete in der Beurteilung ausgeglichen werden können, „um so schlechte Ergebnisse mit guten zu kompensieren“.¹¹⁶

Diese Beliebigkeit stellt den diskussionswürdigsten Aspekt der an sich guten Idee der Sammlung von Bewertungskriterien dar. Zu bedenken sind jedoch die terminologischen Einschränkungen von Ott,¹¹⁷ der im Zusammenhang mit Investment statt „ethisch“ „moralisch verdienstlich“ für angemessener hält. Insofern könnte man hier in einer Minimalinterpretation von „Ethik“ auch eine willkürliche Auswahl von Kriterien „verdienstlicher“ einschätzen als die herkömmliche Investitionskriterien.

¹¹⁴ Hoffmann/Ott/Scherhorn (Hrsg.) (1997), 11 und 23. Vgl. auch 252ff.

¹¹⁵ Ebd., 18.

¹¹⁶ Ebd., 23.

¹¹⁷ 1997, 224f. Dort wird aufgewiesen, dass das „ethische“ Investment aufgrund der terminologischen Unmöglichkeit gar nicht „ethisch“ sein könne, sondern (bloss) „moralisch verdienstlich“.

4.2 Kritische Analyse der sozialen Beurteilungskriterien in der Praxis

Die ersten Erfahrungen wurden im „ethisch-ökologischen“ Investment mit ökologisch orientierten Anlageprodukten gemacht. Eine vertiefte Auseinandersetzung mit sozialen Kriterien fehlt in der gebotenen Ernsthaftigkeit jedoch bis heute – trotz bestehender „Nachfrage“ von Seiten der Anleger. Die folgende Analyse der Kriterien von Organisationen aus dem deutschsprachigen Raum zeigt die geringe Verbreitung sozialer Kriterien (a) und ihre einseitige Formulierung als Negativ-Kriterien (b).¹¹⁸

a) Die geringe Verbreitung sozialer Kriterien

Soziale Kriterien sind bisher im deutschsprachigen Raum eine noch wenig gebräuchlich (1). Dies ist um so verwunderlicher, als dass sich dies nicht mit den Wertvorstellungen der Anleger (Kunden) deckt (2).

(1) *Soziale Kriterien haben im deutschsprachigen Raum im Rahmen der Positiv-Kriterien eine geringe Verbreitung erfahren:*¹¹⁹ 75% der Positiv-Kriterien sind ökologischen und nur 25% sozialen Themen zuzuordnen. Von den 30 untersuchten, nicht-kirchlichen Organisationen¹²⁰ sind es nur 9 (30%), die sich im Rahmen der Positiv-Kriterien überhaupt auf soziale Themen einlassen. Unsere Interviews mit Vertretern von Organisationen, die ein „ethisch-ökologisches“ Finanzprodukt anbieten, ergaben jedoch, dass eine Integration sozialer Kriterien in das Bewertungsverfahren von den Anbietern selbst gewünscht wird. Die sozialen Kriterien finden oft auch bei einem ökologischen Fokus implizit Berücksichtigung. Obwohl sozialen Kriterien im Zusammenhang mit dem „ethisch-ökologischen“ Rating eine wesentliche Bedeutung zukommt, besteht Unsicherheit, wie sie in den Beurteilungsprozess von Unternehmen integriert werden können.

¹¹⁸ Es handelt sich hier um die Analyse einer repräsentativen Auswahl von 38 Banken und Rating-Organisationen des Jahres 1998, die sich dem „ethisch-ökologischen“ Investment verpflichtet haben. Weil die Daten also nicht vollständig sind, können die Ergebnisse „nur“ als *Tendenzaussagen* gewertet werden. Diese Analyse wurde aufgrund von Daten durchgeführt, die zum einen Teil selbst erhoben und zum anderen aus einer Sekundäranalyse gewonnen wurden. Die Sekundäranalyse bezieht sich auf eine Studie von Schneeweiss 1998, 168ff.

¹¹⁹ Diese Zahlen stimmen mit Aussagen der Interviewpartner überein, dass soziale Themen nur wenig Beachtung finden würden.

¹²⁰ Kirchliche Organisationen konzentrieren ihre Investitionen auf ihren „eigenen Garten“. Sie investieren nur in Projekte, Personen und Organisationen, welche in Verbindung zur Kirche stehen. Eine Unterscheidung zwischen sozialen und ökologischen Kriterien war hier aufgrund der vorliegenden Daten nicht möglich.

Bewertungskriterien gehen im deutschsprachigen Raum nur beschränkt auf den Aspekt der „Sozialverträglichkeit“ des unternehmerischen Handelns ein. Immerhin sind durch die zunehmend kritische Sicht der Anleger¹²¹ aber erste Bestrebungen der Integration sozialer Kriterien in den Auswahlprozess von Investitionsobjekten zu erkennen (vgl. den folgenden Punkt 2). Diese Versuche wirken jedoch oft konzept- und orientierungslos. *Die Ursache dieser Probleme liegt im Fehlen geklärter unternehmensethischer Leitideen.* Dies trifft natürlich ökologische Kriterien genauso zu wie auf soziale. Darüber täuscht jedoch das verbreitete Missverständnis hinweg, ökologische Kriterien liessen sich allein auf naturwissenschaftliche Erkenntnisse abstützen. Die Konzentration auf Probleme der „Ökoeffizienz“ verdeckt, dass ein *geklärtes* normatives Fundament fehlt. Viel offenkundiger zeigt sich das unternehmensethische Grundlagendefizit bei sozialen Kriterien. Das Fehlen eines geklärten normativen Fundaments bzw. eines geklärten Verständnisses von Wertorientierungen und Normen unternehmerischen Handelns lässt soziale Kriterien von vornherein weitestgehend in der Luft hängen. Die Zusammenstellung von Kriterienlisten erscheinen so oft zufällig. Dies ist auch dann zu beobachten, wenn der gute Wille zur reflektierten ethischen Bewertung von Unternehmungen grundsätzlich vorhanden ist und keineswegs nur ein eindimensionales Gewinninteresse an Anlageinstrumenten besteht.

Warum ist das so? Ein Grund ist wohl der, dass die ökologische Performanz eines Unternehmens besser erfassbar und bewertbar scheint als ethische Aspekte, weil für die Ökologie definierte Standards und anerkannte Erkenntnisse aus den Naturwissenschaften und der BWL vorliegen. Die Umwelttechnologiefonds aus der Anfangszeit des prinzipiengeleiteten Anlegens erforderten als reine Branchenfonds keine grossen konzeptionellen Vorarbeiten in Form von Kriterienlisten. Bei den derzeit aktuellen Öko(effizienz)-Anlagen können die Umweltkriterien, wenn sie einmal feststehen und die entsprechenden Informationen von den Unternehmen zur Verfügung stehen, recht eindeutig angewendet werden. Man kann sich letztlich in „mechanistische“ Vorgehensweisen und Kennzahlenanalysen „flüchten“, wie z.B. CO₂-Ausstoss pro Zeit/Mitarbeiter/Umsatz/... oder Ressourcenverbrauch usw. Wobei hier „gut“ und „schlecht“ von vornherein feststeht: Viel Ressourcenverbrauch/Schadstoffausstoss ist schlecht, wenig ist gut. „Ethik“ ist dagegen nur schwer zu fassen, wie auch die Haltung des BAKred in Berlin beweist, das

¹²¹ Vgl. die Studie über Wertvorstellungen der Anleger: Care Group/Dr. Höller Vermögensberatung/VTZ 1998b.

noch keinen „Ethik-Fonds“ zugelassen hat. Es scheint eine Scheu zu geben, jenseits der positiven Wissenschaften Stellung zu beziehen.

Neben der problematischen Operationalisierbarkeit der Kriterien ist aber auch die Kundenorientierung ein möglicher Grund für die geringe Berücksichtigung sozialer Kriterien. Wie die schon erwähnten Umfragen zeigen, ist die Sorge um die Umwelt weit verbreitet. Auf das ausgeprägte Umweltbewusstsein der potentiellen Kunden kann also besser abgestellt werden als auf nicht so klar fassbare andere ethische Anliegen.

Ethik ist zudem eine kontroverse Angelegenheit. Weil es keinen obersten Schiedsrichter (mehr) gibt, der über richtig und falsch zielsicher entscheidet, weil man sich auf keine oberste Instanz (seien es ein Gott und seine Priester oder die Natur des Menschen – letztlich also wieder etwas metaphysischen Ursprungs) berufen kann, ist man der Kontroverse ausgeliefert. Wir vermuten, dass man sich nicht der Kritik der unterschiedlichen Anspruchsgruppen aussetzen will, aber auch ein Unvermögen besteht, mit dem Kontroversen umzugehen und in ethischen Kategorien zu denken.

Allem Anschein nach wollen die von uns untersuchten Finanzinstitute den Begriff „Ethik“ im Zusammenhang mit Geldanlagen nicht so weit fassen, wie z.B. amerikanische Fondsbetreiber. Der Begriff des ethischen Investierens stammt ja aus dem angelsächsischen Sprachraum. Dort wird „Ethik“ dann auch sehr grosszügig interpretiert: „In den USA beschränken sich ethische Anlagerichtlinien oft auf ein recht einfaches Sündenregister. 84 Prozent aller entsprechenden Portefeuilles schlossen 1997 *Tabakfirmen* aus, 72 Prozent *Glücksspiele*, 69 Prozent die *Waffenherstellung* und 68 Prozent *Alkohol*. Nur eine Minderheit der Fonds kümmerte sich um Umweltanliegen, die Einhaltung von Menschenrechten oder Anstellungspraktiken.“¹²² Als Karikatur der oberflächlichen Haltung der amerikanischen „Ethik“-Fonds wurde in den USA sogar ein Fonds lanciert, der nur Tabak- und Alkoholaktien enthält.¹²³

Der Vorwurf der Oberflächlichkeit trifft auf die von uns untersuchten Banken und Finanzdienstleister nicht zu. Da jedoch keine materiale „Füllung“ von Ethik vorliegt, die sich nicht nur auf wenige „Sünden“ bezieht, unterbleiben offenbar Experimente mit dem Attribut „ethisch“ im Anlagebereich.

- (2) *Anleger (Kunden) gewichten soziale Kriterien stärker als Organisationen, die ein „ethisch-ökologisches“ Finanzprodukt anbieten: Zu diesem Ergebnis kommen wir bei einem Vergleich unserer Ergebnisse mit einer Marktstudie*

¹²² Bosshard 1998, 8. (Hvh. d.V.)

¹²³ Vgl. ebd.

über Anlegerwünsche, die im März 1998 durchgeführt wurde.¹²⁴ Hier wurde u.a. nach der Bedeutung der ökologischen bzw. der sozialen Kriterien gefragt.¹²⁵

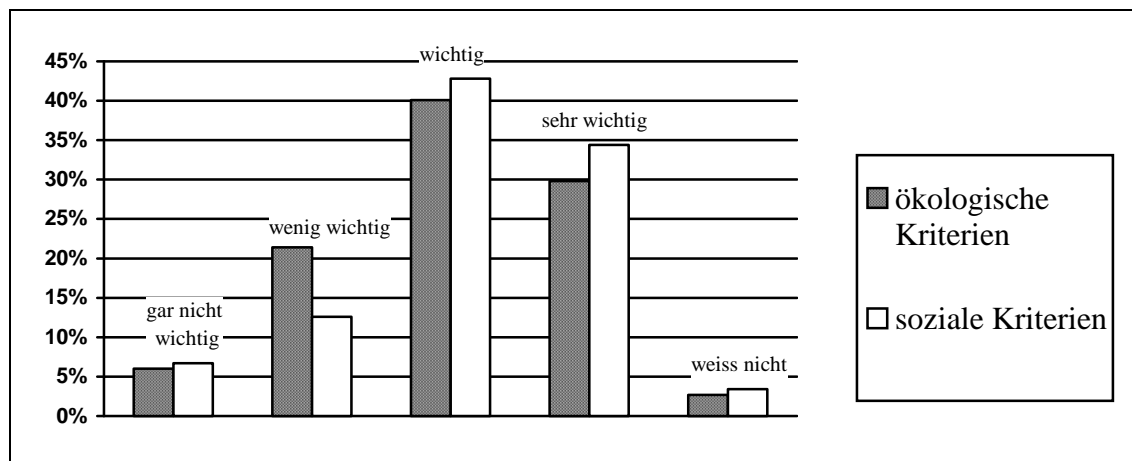


Abbildung 5: Wertvorstellungen der Anleger: ökologische und soziale Kriterien im Vergleich¹²⁶

Die Ergebnisse zeigen eine etwas höhere Gewichtung der sozialen Kriterien. Da in fast allen „ethisch-ökologischen“ Finanzprodukten soziale Aspekte vor allem im Rahmen der Positiv-Kriterien nur eine sekundäre Rolle spielen (25% der Kriterien), ist offenbar von einer *erheblichen Diskrepanz* zwischen den Wertvorstellungen der Anleger und jenen der Anbieter „ethisch-ökologischer“ Finanzprodukte zu sprechen.¹²⁷

¹²⁴ Im Auftrag der Care Group AG, der Dr. Höller Vermögensverwaltung- und Vermögensberatungs AG sowie der VTZ hat das Meinungsforschungsinstitut IHA-GfM Hergiswil im März 1998 eine repräsentative Umfrage durchgeführt (1000 Interviews in der deutschen und französischen Schweiz, in der Gesamtbevölkerung zwischen 15 bis 74 Jahren).

¹²⁵ Die vorgegebene Antwortmöglichkeit auf die Frage nach den Wünschen bei ökologischen Kriterien lautete: „Dass die Anlage, in die ich investiere ökologisch vertretbar ist, d.h., dass Verantwortung gegenüber unserer Umwelt wahrgenommen wird“. Jene nach den Vorstellungen bei sozialen Kriterien: „Dass die Anlage, in die ich investiere, ethisch verantwortbar ist, d.h., dass Verantwortung gegenüber unserer Gesellschaft wahrgenommen wird.“ Wie allgemein in der Praxis zu beobachten ist, wird auch hier der Begriff „ethisch“ als Synonym von „sozial“ verstanden. Die Interviewten hatten die Möglichkeit, für ihre Antworten zwischen „gar nicht wichtig“, „wenig wichtig“, „wichtig“, „sehr wichtig“ und „weiss nicht“ zu wählen.

¹²⁶ Nach Care Group/Dr. Höller Vermögensberatung/VTZ 1998b, 4.

¹²⁷ Hier sind die Ausprägungen der Antworten mit „wichtig“ und „sehr wichtig“ auf 42,8% bzw. 34,4% bei den sozialen Kriterien und 40,1% bzw. 29,8% bei den ökologischen Kriterien. Vgl. Care Group/Dr. Höller Vermögensberatung/VTZ 1998b.

b) Die ungenügende Integration positiver sozialer Kriterien

Es sind immer mehr Bemühungen erkennbar, soziale Kriterien in den Auswahlprozess zu integrieren. Dieses Bemühen beschränkt sich bisher zum grössten Teil bloss auf die Negativ-Kriterien, was nicht zufällig ist. Denn Negativ-Kriterien sind nichts anderes als der erste Schritt des Analyseprozesses. In dieser ersten Grobanalyse wird mit möglichst geringem Aufwand überprüft, ob Unternehmen in das Anlageuniversum passen oder nicht. Die Negativ-Kriterien sind dementsprechend grösstenteils so formuliert, dass die Unternehmen aufgrund von relativ einfach zugänglichen Informationen eindeutig anhand von diesen Kriterien bewertet werden können. Dies drückt sich u.a. in zwei von uns gemachten Beobachtungen aus:

- (1) *Negativ-Kriterien lassen sich entgegen den Positiv-Kriterien in zwei Dimensionen gliedern: Neben branchenübergreifenden schliessen Negativ-Kriterien auch branchenbezogene Kriterien mit ein: „Branchenübergreifend“* meint, dass mit dem Kriterium ein Thema angesprochen ist, welches in unterschiedlichen Branchen Relevanz haben kann (z.B. Rassendiskriminierung). „Branchenbezogen“ meint hingegen die Begrenzung auf eine Branche, was oft sogar explizit in der Formulierung der Kriterien zum Ausdruck gebracht wird (z.B. Autoindustrie oder Atomindustrie). 57% der Kriterien¹²⁸ schliessen eine gesamte Branche aus, d.h., sie sind branchenbezogen.¹²⁹ Dieser relativ grosse Anteil von Negativ-Kriterien, die auf eine ganze Branche Anwendung finden, ist so zu verstehen, dass auf diese Art das Anlageuniversum stark und mit geringem Aufwand eingeschränkt werden kann.
- (2) *85% der Negativ-Kriterien¹³⁰ sind eindeutig zu beobachten:* Eindeutig deshalb, weil es z.B. relativ einfach festzustellen ist, ob eine Unternehmung Tierversuche durchführt oder in der Rüstungsindustrie tätig ist.¹³¹ Es sind nur

¹²⁸ Diese Trennung ist idealtypisch zu verstehen, denn eine eindeutige Zuordnung ist nicht immer möglich.

¹²⁹ Die hier zugeordneten Felder sind: Suchtmittel, Rüstungsindustrie, Atomindustrie, Chemie-/ Autoindustrie und Gentechnologie.

¹³⁰ Diese 85% schliessen Kriterien aus, die sich auf die Umwelt beziehen. Die Themenfelder sind: Suchtmittel, Rüstungsindustrie, Menschenrechte, Tierversuche, Atomindustrie, Chemie-/ Autoindustrie und Gentechnologie.

¹³¹ Hier sind die Grenzen zwischen branchenbezogenen und -übergreifenden Kriterien nicht immer ganz klar. Z.B. zeigt dies die Diskussion im Rahmen der Rüstungsindustrie auf: Es ist u.a. zu begründen, ob die Produktion von Teilen, die sowohl in der zivilen als auch in der militärischen Luftfahrt Verwendung finden („dual-use“-Problematik, vgl. Deml/Baumgarten 1998, 22) bereits zur Rüstung gehört oder nicht. In diesem Zusammenhang schliessen einige Fonds nicht Rüstung im Ganzen aus, sondern beschränken ihr Ausschlusskriterium auf die Produktion von Waffen.

15% der Kriterien¹³², deren Operationalisierung (d.h. deren Messung) u.U. Schwierigkeiten bereitet, weil sie eine weitere Interpretation benötigen. So bedarf beispielsweise das Ausschlusskriterium der Diskriminierung von Minderheiten einer doppelten Spezifizierung: Welche Gruppen sind als Minderheiten zu betrachten, und wie definiert sich jeweils ihre Diskriminierung? Auffallend ist, dass nur 6 (16%) der untersuchten Organisationen, die ein „ethisch-ökologisches“ Finanzprodukt anbieten, im Rahmen der Negativ-Kriterien solche Erläuterungen angeben.

Hier zeigt sich, dass die Finanzinstitute die Lücke zwischen den sozial orientierten Wertvorstellungen der Anleger und ihren Angeboten zwar längst erkannt haben. Soziale Kriterien berücksichtigen die meisten von ihnen jedoch bloss im Rahmen der Negativ-Kriterien, die aus pragmatischen Gründen einfach formuliert sind. So können sie auf unkomplizierte Art und Weise die sozialen Themen berücksichtigen, da sie eine kritische Reflexion sozial orientierter Argumente durch einfache Verfahren umgehen können.

Damit flüchten die Finanzinstitute vor den tatsächlichen Kundenwünschen. Denn hier wird an der Oberfläche das fehlende normative Fundament verdeckt, so dass dem Kundenwunsch scheinbar entsprochen werden kann. Für den Anleger ist trotzdem erkennbar, dass soziale Themen berücksichtigt werden. Ob sie als Negativ- oder Positiv-Kriterien formuliert sind, spielt für ihn auf den ersten Blick eine sekundäre Rolle. Doch genau hier liegt eine Täuschung des Anlegers vor: Weil soziale Kriterien überwiegend bloss als Negativ-Kriterien formuliert werden, können sie nicht angemessen in der Analyse und Beurteilung von Unternehmen berücksichtigt werden. Die *tatsächlichen* Wünsche der Kunden werden so missachtet, denn diese stellen sich doch kaum einen bloss pragmatischen Umgang mit sozialen Themen vor. Vielmehr wollen sie ihr Geld *guten Willens* auch nach sozialen Gesichtspunkten anlegen. Dabei sind sie auf die Kompetenz der professionellen Anbieter und Ratingagenturen angewiesen, weil sie selbst kein Know-how mitbringen.

4.3 Der Abschied von der „Checklistenmentalität“

Die vorhergehenden Analysen in 4.1 und 4.2 haben gezeigt, dass zum einen die Denkarbeit bei der Festlegung der Beurteilungsaspekte den Finanzinstituten nicht abgenommen werden kann, zum anderen die Anleger in ihren Wünschen nicht

¹³² Diese 15% beziehen sich auf die Themenfelder: Dritte Welt, Diskriminierung und soziale Verantwortung.

ernst genommen werden. Der Versuch der Finanzinstitute, aus rein „ökologischen“ Anlageprodukten durch die zusätzliche Berücksichtigung sozialer Kriterien „ethisch-ökologische“ zu machen, scheitert aus zweierlei Gründen. Sie sind zum einen offensichtlich nicht in der Lage soziale Kriterien deutlich zu integrieren – entgegen dem eigenen Wunsch und dem der Anleger. Und zum anderen kann selbst durch die Perfektionierung einer Kriterienliste das Prädikat „ethisch“ nicht hinreichend gerechtfertigt werden. Verschiedene Einwände sprechen dagegen: Zum einen ist es denkbar, dass ein zu bewertendes Unternehmen nur strategisch mit einem Minimalaufwand versucht, die Kriterien zu erfüllen, ohne eigentlich hinter den Inhalten zu stehen – was nicht als moralisch gut beurteilt werden könnte, weil der gute Wille, das Richtige zu tun, fehlte. Zum anderen ist es nicht möglich alle Aspekte, die von ethischer Relevanz sein können, mittels Kriterien abzudecken. Es wird immer neue, unbekannte Aspekte geben. Die Arbeit mit Kriterien darf insofern nicht zu einer Alibiübung verkommen, bei der die Finanzinstitute meinen, mit der Aufstellung und Anwendung (einer notwendigerweise unvollkommenen) Liste von Kriterien sei das Nötige für eine Evaluation ethisch wertvoller Unternehmen getan.

Die Frage ist nun, wie man es schaffen kann, keine starre „Kriterienlistenhaltung“ zu entwickeln und nur zum Anwender von im voraus schon scheinbar geklärten Wertmassstäben und Normen zu werden – trotz der Notwendigkeit, schriftlich fixierte Anlagekriterien zu haben, um eine Unternehmensbeurteilung einigermassen effizient durchführen zu können. Zur Vermeidung dieser starren Haltung ist die Anerkennung folgender Voraussetzungen notwendig:

1. Kriterien sind prinzipiell fallibel und relativ.
 2. Kriterien sind Hilfsmittel zur Werterhellung, auch um zu überprüfen, ob diese Problemstellung innerhalb des Unternehmens erkannt wurde.
 3. Rating ist kein Selbstzweck, sondern höheren Zwecken unterstellt, die geklärt werden müssen.
-
1. Kriterien stellen Normen dar, die mehr oder weniger deutlich ein Handeln vorschreiben. Nun kann aber gemäss der Orientierung am Grundsatz der Legitimität nicht situationsunabhängig oder von vornherein festgelegt werden, welche Handlungsnorm in welcher Situation gelten soll. Insofern dürfen Kriterien nicht als universal gültig aufgefasst werden, sondern sie müssen als relativ und prinzipiell fallibel angesehen werden – auch wenn einige Plausibilität, der gesunde Menschenverstand und vorangegangene Situationen eindeutig für die Gültigkeit einer Norm sprechen. Es sollte immer von der Frage ausgegangen werden: Ist die Anwendung *dieses* Kriteriums in *dieser konkreten* Situation gerechtfertigt?

2. Die Erfüllung von Kriterien darf nicht nur nach dem „Alles-oder-Nichts“-Prinzip beurteilt werden. Sie sind vielmehr als Gedankenstütze zu sehen, die helfen soll zu überprüfen, ob im zu bewertenden Unternehmen eine Bewusstheit für dieses Problemfeld besteht und ob an einer Lösung bzw. Verbesserung gearbeitet wird. Kriterienlisten sind so als ein Hilfsmittel zur Werterhellung¹³³ zu sehen: es wird darauf hingewiesen, welche Werte beachtenswert sind.
3. Bei der Anwendung von Kriterienlisten kann man sich leicht „verrennen“, wenn man den Sinn und Zweck der Überprüfung von Unternehmen aus den Augen verliert. Man kann immer detailliertere Messwerte erfassen, immer noch mehr Aspekte in Betracht ziehen, immer genauere Bewertungskennzahlen entwickeln – doch droht man dabei zu übersehen, dass die Unternehmensbewertung, das Rating, kein Selbstzweck ist, sondern der Geldanlage in ethisch wertvolle Titel dient und diese wiederum einem höheren Zweck verpflichtet ist. Es ist die Aufgabe der Anbieter von „ethischen“ Geldanlagen zusammen mit den Anlegern (oder zumindest in deren Geiste) diese höheren Zwecke klarzulegen und nicht aus den Augen zu verlieren. Ein solcher Zweck könnte z.B. sein, dass die Unternehmen unterstützt werden, die ein lebensdienliches Wirtschaften fördern, und jene Unternehmen sanktioniert, die diesem Ziel entgegenstehen.¹³⁴

Ein Vorschlag, wie die bis dato Anwendung findenden Beurteilungskriterien inhaltlich ergänzt werden und ihr Komplement im Selbstverständnis und der Vorgehensweisen der Finanzinstitute finden müssen, wird im separat veröffentlichten Teil II des Forschungsberichtes erläutert. Diese Ergänzungen zielen auf eine Erweiterung hinsichtlich eines umfassend prinzipiengeleiteten Investments, das sich nicht mehr nur auf ökologische oder soziale Teilbereiche beschränkt.

¹³³ Vgl. zum Begriff der Werterhellung Riklin 1982, 13, der unter „Werterhellung“ die „Klärung, das Bewusstmachen jener Werte“ versteht, „die durch ein bestimmtes ... Handeln oder Unterlassen erfüllt oder verletzt werden“.

¹³⁴ Vgl. dazu den Titel von Schneeweiss 1998: „Mein Geld soll Leben fördern“.

5. Fazit und Ausblick

Die gängige Praxis sieht im Zusammenhang mit Geldanlagen zwischen „ethisch“ und „ökologisch“ einen Unterschied, der bei den verschiedenen im Markt gebrauchten Wendungen deutlich wird: So wird von „ethisch-ökologischem“ Investment gesprochen, aber auch von „öko-ethisch“ in Abgrenzung zu „sozial-ethisch“; meist wird „ethisch“ mit „sozial“ gleichgesetzt. Eine umfassendere Position, wie sie hier vertreten wird, wird nicht eingenommen. Sie betrachtet die Ethik als generelle Perspektive legitimen Handelns, auch des Handelns gegenüber der natürlichen Umwelt.

Wir schlagen mit dem noch relativ unbelasteten Begriff des *prinzipiengeleiteten Investments* eine ganzheitliche Sicht vor, die Ethik nicht auf materiale Moralfragen beschränkt sieht, sondern als Beurteilungsperspektive aller im Anlageprozess involvierten Beziehungen versteht. Wenn beim „ethisch-ökologischen“ Investment gefordert wird, dass die Umwelt geschützt oder keine Minderheit benachteiligt werden, so ist das die Forderung nach dem richtigen Umgang der Unternehmen mit seinen Anspruchsgruppen (zu denen hier auch die Umwelt gezählt wird). Das prinzipiengeleitete Investment hingegen fordert, dass *sämtliche* Beziehungen¹³⁵ auf ihre Legitimität hin zu prüfen sind (auch die des Anlegers oder Finanzinstituts¹³⁶ zum Unternehmen). Dass die Anbieter von „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen einen (partikularistischen) ökologischen Fokus einem umfassenden vorziehen, wird auch an der Tatsache deutlich, dass sie bisher – entgegen dem Kundenwunsch – kaum mit sozialen Beurteilungskriterien arbeiten.

Die sozialen Kriterien in Verbindung mit den ökologischen machen jedoch noch kein „ethisches“ Produkt aus. „Ethisch“ bedeutet im Sinne einer postkonventionellen, vernunftgeleiteten Ethik, dass versucht wird, generell richtig zu handeln und niemanden in seinen gerechtfertigten moralischen Ansprüchen zu übergehen. Ein punktuelles Herausgreifen einzelner Aspekte ist zwar ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung, der das Bewusstsein für bestehende Probleme in der Wirtschaft schärft. Er bleibt jedoch insofern verkürzt, als eben nicht die Legitimität *aller* Beziehungen zwischen den Beteiligten im Vordergrund steht.

¹³⁵ Es gibt Anlageprodukte, die ausschliesslich auf ökologisch wertvolle Unternehmen ausgerichtet sind. Sie erheben nicht explizit den Anspruch auf „ethische Gutheit“: „Wir bieten keinen ethischen Fonds an, sondern einen Ökoeffizienz-Fonds.“ Abgesehen von der logischen Frage, ob man das Ganze negieren kann, wenn man einen Teil behauptet, gibt es dem hier vertretenen Ethikverständnis entsprechend keine „ethikfreien“ Räume. Jegliches Handeln ist von ethischer Relevanz. Auch das Finanzinstitut muss mit seinem rein ökologisch ausgerichteten Produkt die legitimen Ansprüche der Subjekte berücksichtigen.

Statt dessen werden nur einige exemplarisch herausgegriffen – sei es, weil sie leicht überprüfbar sind, weil sie der öffentlichen Diskussion entsprechen, oder weil sie von den Natur- oder Wirtschaftswissenschaften abgesichert sind. Zudem darf nicht immer nur das Unternehmen der „Buhmann“ sein – auch es hat legitime Ansprüche (auf Überleben, auf Wachstum etc.) – so dass auch noch so plausibel klingende „ethische“ Kriterien nicht einfach „angewendet“ werden dürfen, sondern erst auf ihre Zumutbarkeit hin geprüft werden müssen.¹³⁷

Im Teil II¹³⁸ des Forschungsberichtes werden aufbauend auf den hier herausgearbeiteten Kritikpunkten weitergehende Vorschläge gemacht dahingehend, wie ein prinzipiengeleitetes Investment begründet werden kann. Es wird im Kern darum gehen, dass neben der Beurteilung eines Unternehmens auch das Selbstverständnis und die Vorgehensweisen des Anbieters der Ausrichtung des Produkts entsprechen müssen. Was gegenüber anderen gefordert wird, muss mindestens selbst erfüllt werden. Darüber hinausgehend muss generell eine Aufgeklärtheit im Denken und der Wille der Orientierung an ethischen Kategorien gegeben sein.

¹³⁶ Vgl. zur (legitimen?) Macht der (klassischen) Ratingagenturen z.B. Bauer 1998, der eindrücklich die negativen Folgen eines schlechten Ratings beschreibt.

¹³⁷ Die Anstellung und gute Behandlung von Behinderten ist eine gute und edle Sache. Jedoch kann man kein Unternehmen abstempeln, das keine breiten Türen oder Fahrstühle hat (vgl. Hoffmann/Ott/Scherhorn 1997, 72). Vielleicht ist es der Firma aufgrund ihrer wirtschaftlichen Situation unzumutbar, dass sie alle Türstöcke erneuern und Fahrstühle einbauen lässt. Wichtiger wäre hier die Einstellung zu überprüfen (nach Kant „der gute Wille“): Hat man im Management überhaupt schon mal über dieses Problem nachgedacht, bemüht man sich ggf. um andere, kostengünstigere Lösungen, will man in Zukunft etwas ändern usw. – Man sieht: an einer dialogischen Unternehmensbeurteilung kommt man nicht vorbei.

¹³⁸ ‚Prinzipiengeleitetes Investment II‘ erscheint in der Reihe der Beiträge und Berichte des IWE-HSG als Nr. 84.

Literaturverzeichnis

- Auckenthaler, Christoph (1994): Theorie und Praxis des modernen Portfolio-Managements, 2. Auflage, Bern, Stuttgart, Wien.
- Bauer, Peter (1998): Hochbetrieb bei Rating-Agenturen. Länder und Unternehmen fürchten Herabstufungen, in: St. Galler Tagblatt, 14.10.98, S. 23.
- Bosshard, Peter (1998): Grünes Geld. Möglichkeiten und Grenzen von ethisch-ökologischen Geldanlagen, hg. von der Erklärung von Bern, Zürich.
- Brandes, Wolf (1995): Ausflug ins Grüne, in: FINANZtest 2/95, S. 36-41.
- Bütter, Sebastian / Kraemer, R. Andreas (1990): Akteure und Aktivitäten im Bereich umweltfreundlicher Geldanlagen in der Bundesrepublik Deutschland, Studie im Auftrag vom „Center for Alternative Social Analysis a.m.b.a. (CASA)“ Kopenhagen, bearbeitet vom Institut für ökologische Wirtschaftsforschung IÖW, Berlin.
- Büschgen, Hans / Everling, Oliver (Hrsg.) (1996): Handbuch Rating, Wiesbaden.
- Campanale, Mark (1993): Survey of Ethical and Environmental Funds in Continental Europe, published by the Merlin Research Unit, London.
- Care Group AG / Dr. Höller Vermögensberatung AG / VTZ AG (1998a): Repräsentativbefragung zu ethischen und ökologischen Geldanlagen. Ethische Anlagekriterien stehen hoch im Kurs, Pressemitteilung vom April 1998.
- Care Group AG / Dr. Höller Vermögensberatung AG / VTZ AG (1998b): Repräsentativbefragung zu ethischen und ökologischen Geldanlagen. Ethische Anlagekriterien stehen hoch im Kurs, durchgeführt von IHA-GfM Hergiswil im März 1998.
- Carlsson, Fania (1989): Die Artusritter, in: manager magazin, 6/1989, S. 162-167.
- Ceschi, Silvana (1998): Das grüne Kapital, in: anabelle, Heft 3, S. 98-100.
- Clausen, Jens / Rubik, Frieder (1996): Von der Suggestivkraft der Zahlen. Probleme der Erfassung und Bewertung ökologischer Informationen, in: Ökologisches Wirtschaften, Heft 2, S. 13-15.
- Conrads, Jürgen (1994): Geldanlage mit sozialer Verantwortung, Wiesbaden.
- Cowton, Cristopher (1989): Ethical investing and the demand for information, Management Research Papers, Tempelton College Oxford 89/3.
- Cowton, Cristopher (1990): Company size as a dimension of ethical investment, Management Research Papers, Tempelton College Oxford 90/9.
- Cowton, Cristopher (1992): The ethical investor: Exploring dimensions of investment behaviour, Management Research Papers, Tempelton College Oxford 92/9.

- Cullis, John G. / Lewis, Allan / Winnett, Adrian (1992): Paying to be good? U.K. Ethical Investment, in: *Kyklos* Vol. 45, S. 3-23.
- Deml, Max (1997): Ökologische Fonds und Umweltbanken. Grüne Hausse, in: *Politische Ökologie*, September/ Oktober 1997, S. 61-64.
- Deml, Max / Baumgarten, Jörg (1998): Grünes Geld. Jahrbuch für ethisch-ökologische Geldanlagen 1998/99, Ritterhude, Wien.
- Dürr, Wolfram (1991): „Ethische Investmentfonds“ in Deutschland?, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1. Halbjahr 1991, S. 286-297.
- Euw, René van / Stephan, Beat A. (1998a): Lust auf Aktien, in: *Brückenbauer* 4, 20. Januar 1998, S. 11.
- Fichter, Klaus / Grünewald, Markus (1995): Öko-Rating. Ansätze zur ökologischen unternehmensbewertung, IÖW-Diskussionspapier 32/95, Berlin.
- Figge, Frank (1995): Vergleichende ökologieorientierte Bewertung von Unternehmen (Öko-Rating) – Notwendigkeit, erste Ansätze, zukünftige Entwicklungen, WWZ-Discussion Paper Nr. 9518, Basel.
- Flicke, Florian (1998): Ökoanlagen: Schwarze Schafe im grünen Pelz, in: *Bizz Magazin*, Juni, Juli, August 1998, S. 20f.
- Gamboni, Gianreto / Schumacher, Inge (1997): SBC Eco Performance Portfolio – World Equities, in: *ÖBU* (Hrsg.), S. 23-32.
- Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.) (1995): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. Auflage, Stuttgart.
- Hildebrand, Emil (1998): Mehr Ethik, aber nicht weniger Rendite, in: *Tages-Anzeiger*, 16. April 1998, S. 17.
- Hoffmann, Johannes (1992): Geld und Gewissen, in: Roche et al. (Hrsg.), S. 9-27.
- Hoffmann, Johannes / Ott, Konrad / Scherhorn, Gerhard (Hrsg.) (1997): *Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen*. Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, Frankfurt a.M.
- Homolka, Walter (1991): *Umweltfonds - Investieren in die Zukunft*, 2. Auflage, Bonn.
- Homolka, Walter (1992): Investmentfonds mit ethischen Anlagekriterien setzen sich durch, in: Roche et al. (Hrsg.), S. 90-105.
- Homolka, Walter / Nguyen-Khac, Tung-Quan (1996): Ethisch-ökologisches Rating, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), S. 675-699.
- McIntosh, Malcolm / Leipziger, Deborah / Jones, Keith / Coleman, Gill (1998): *Corporate Citizenship. Successful strategies for responsible companies*, London u.a.
- Kant, Immanuel (1785): *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten*, in: Werksausgabe, Bd. 7, Frankfurt a.M. ⁶1982.

- Kant, Immanuel (1784): Beantwortung der Frage: Was ist Aufklärung?, in: Werksausgabe, Bd. 9, Frankfurt a.M. 1982.
- Kleinert, Uwe / Petzlin, Friederike / Heider, Martin (1994): Ethisches Investment - Instrument zur Durchsetzung sozialer Normen gegenüber Unternehmen?, Berichte der Werkstatt Ökonomie Heidelberg Nr. 14.
- Leisinger, Klaus (1999): Globalisierung, unternehmensethische Selbstbindung und wohlverstandenes Eigeninteresse, in: Ulrich, Peter / Löhr, Albert / Wieland, Josef (Hrsg.): Unternehmerische Freiheit, Selbstbindung und politische Verantwortung. Perspektiven republikanischer Unternehmensethik, München und Mering, S. 81-101 (im Erscheinen).
- Leisinger, Klaus (1997): Unternehmensethik. Globale Verantwortung und modernes Management, München.
- Mackenzie, Craig (1998): The Choice of Criteria in Ethical Investment, in: Business Ethics – A European Review, April 1998, S. 81-86.
- Mackenzie, Craig (1997): Ethical Investment and the Challenge of Corporate Reform, Bath (Diss.).
- Mächtel, Thomas (1996): Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, St. Gallen (Diss.).
- Marthaler, Daniel / Stern, Elisabeth / Brenner, Martin (1997): Grünes Geld für unsere Zukunft, Muri.
- Mihatsch, Christian / Faller, Patricia (1998): Sarasin Marktführer bei ökologischen Anlagen, in: Basler Zeitung, 20./21. Juni 1998, S. 27.
- ÖBU – Schweizerische Vereinigung für ökologisch bewusste Unternehmensführung (Hrsg.) (1997): Öko-effiziente Finanzanlagen. Angebote von Banken, Anlagestiftungen und Beteiligungsgesellschaften, Schriftenreihe 15/1997, Adliswil.
- Öko-Invest (1993): Kriterien, Nr. 44, 2. August 1993, S. 2-5.
- o.V. (1991): Marsch in die Grünanlagen. (Enthält eine repräsentative Umfrage durchgeführt von EMNID), in: FINANZtest 3/91, S. 12-27.
- o.V. (1998): Bundes-Pensionskasse soll mehr erwirtschaften, in: St. Galler Tagblatt, 10. Juni 1998, S. 9.
- Ott, Konrad (1997): Erläuterungen zum ethischen Status und zur Methodik des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens. In: Hoffmann/Ott/Scherhorn (Hrsg.), S. 207-263.
- Pieper, Annemarie (1991): Einführung in die Ethik, 2. Auflage, Tübingen.
- Renn, Ortwin (1997): Die Wertbaumanalyse, in: Holderegger, A. (Hrsg.), Ökologische Ethik als Orientierungswissenschaft, Freiburg, S. 34-71.

- Riklin, Alois (1981): Unvermeidbare und vermeidbare Werturteile, in: Juristische Abteilung der Hochschule St. Gallen/St. Galler Juristenverein (Hrsg.), Beiträge zur Methode des Rechts, Bern, Stuttgart, S. 37-68.
- Roche, Peter / Hoffmann, Johannes / Homolka, Walter (Hrsg.) (1992): Ethische Geldanlagen – Kapital auf neuem Wegen, Frankfurt a.M.
- Rothchild, John (1996): Why I invest with sinners, in: Fortune, 13. Mai 1996, S. 119.
- Rotthaus, Stephan (1992): „Ethische“ Investmentfonds – ein gutes Gewissen zum Nulltarif, in: Roche/Hoffmann/Homolka (Hrsg.), S. 78-89.
- Schmidheiny, Stephan (1997): Den Kurswechsel finanzieren, in: Politische Ökologie, September/Oktober 1997, S. 50-52.
- Schmidheiny, Stephan / Zorraquin, Frederico J. L. (1996): Finanzierung des Kurswechsels – Die Finanzmärkte als Schrittmacher der Ökoeffizienz, Zürich.
- Schneeweiss, Antje (1998): Mein Geld soll Leben fördern, Mainz, Neukirchen.
- Schneeweiss, Antje (1997): Erfahrungen mit der Überprüfung der Sozialverträglichkeit von Unternehmen. In: Hoffmann/Ott/Scherhorn (Hrsg.), S. 333-345.
- Studer, Margaret (1996): Your Money Matters. Ethic-Focused Funds Show Do-Gooders Can Also Do Well, in: The Wall Street Journal Europe, 6. März 1996, S. 9.
- Tschandl, Martin (1994): Sozialökologie und Unternehmenskultur. Unternehmen auf dem Prüfstand, Wien.
- Ulrich, Peter (1998): Integrative Wirtschaftsethik. Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie, 2. Auflage, Bern, Stuttgart, Wien.
- Ulrich, Peter (1994): Integrative Wirtschaftsethik als kritische Institutionenethik, Beiträge und Berichte des IWE-HSG Nr. 62, St. Gallen.
- Ulrich, Peter (1993): Wirtschaftsethik als Beitrag zur Bildung mündiger Wirtschaftsbürger, in: Ethica 1 (1993) 3, S. 227-250.
- Ulrich, Peter (1977): Die Grossunternehmung als quasi-öffentliche Institution. Eine politische Theorie der Unternehmung, Stuttgart.
- Ulrich, Peter / Thielemann, Ulrich (1992): Ethik und Erfolg. Unternehmerische Denkmuster von Führungskräften – eine empirische Studie, Bern, Stuttgart.
- Vieweger-Baraccani, Antje (1998): Wachstumsmarkt grünes Geld, in: Forum Nr. 30, Juli-Sept. 1998, S. 22-27.
- VTZ Versicherungs Treuhand Zürich AG, Geschäftsbericht 1997.
- Webster, Peter (1992): Ethical Investment Research Service, London, in: Roche/Hoffmann/ Homolka (Hrsg.), S. 62-77.

Glossar

Produkte und Dienstleistungen im Markt der „ethisch-ökologischen“ Geldanlagen

Anlagestiftung:

Zur Verwaltung der Pensionskassengelder gibt es am Schweizer Markt zwei Anlagestiftungen, welche die Kundengelder nach ethisch-ökologischen Kriterien anlegen.

Asset Management, (individuelle) Anlageberatung:

Finanzdienstleister und Banken bieten entsprechend dem Kundenwunsch in verstärktem Mass eine individuelle Anlageberatung bzw. Kapitalverwaltung nach ethisch-ökologischen Kriterien an.

Beteiligungsgesellschaft:

Eine Investitionsmöglichkeit für Anleger, die ähnlich aufgebaut ist wie ein Fonds. Die Beteiligungsgesellschaft kauft mit dem Geld der Anleger, das sie über eigene Anteilscheine (Aktien) bekommt, Anteile an Unternehmen. Die Kursgewinne und Dividenden dieser Aktien werden dem Anleger als Rendite ausgeschüttet. Neben dem Risiko der Volatilität der Aktienkurse der Beteiligungen (die ja bei einem Fond ähnlich bestehen), hat der Anleger hier das zusätzliche Risiko der Kursschwankungen der Anteile an der Beteiligungsgesellschaft.

Direktbeteiligung:

Den grössten ökologischen Hebel, d.h. die unmittelbarsten Auswirkungen durch die Gewährung von Kapital, hat man bei einer direkten Investition in ein Unternehmen oder ein Projekt. Diese können sowohl von der Grösse als auch vom Geschäftsgegenstand erheblich variieren. So kann man über manche Banken in kleine Bio-Bauernhöfe investieren oder sich an einer grossen Herstellungsfirma beteiligen. Die grösseren Engagements stehen dabei meist nur institutionellen Anlegern zur Verfügung. Ähnlich wie beim Venture Capital ist es üblich bei einer grösseren Beteiligung Mitspracherechte zu erhalten.

Ethik-Fonds:

Eine in Deutschland nicht zugelassene Bezeichnung für eine Geldanlageform, die in einer mehr ganzheitlichen Sicht neben ökologischen Aspekten auch noch soziale (z.B. auf den Mitarbeiter, die Gesellschaft oder die Kun-

den bezogene) Kriterien in den Auswahlprozess mit integriert. „Ethik“ ist bei diesen Anlagen gleichgesetzt mit „sozial (verantwortlich)“. Im Rahmen dieser Arbeit wird ein umfassenderes und grundlegendes Ethikverständnis vertreten.

Nachhaltigkeit/Sustainability:

Die nach der Ökoeffizienz vielleicht neue Anlagephilosophie für umweltorientierte Geldanlagen. Der Fokus geht hier schon mehr Richtung langfristige Folgen und gesamtgesellschaftliche Entwicklung.

Ökoeffizienz/Eco-Efficiency:

Eine neuere Entwicklung bei den umweltorientierten Geldanlagen. Nach den Umwelttechnologiefonds und deren Scheitern suchte man nach einer erweiterten „Philosophie“, die den schonungsvollen Umgang mit der Umwelt mit berücksichtigt.

Öko-/Eco-Rating:

Rating, ein Begriff aus der Finanzwirtschaft, drückt die Bewertung von Anlageobjekten aus. Beim Öko-Rating findet diese Bewertung nach ökologischen Kriterien statt. Wenn auch nahezu alle Anbieter von ethisch-ökologischen Anlageprodukten selbst ein solches Rating als Voraussetzung der Anlage durchführen, so ist es hier separat bei den Produkten und Dienstleistungen aufgeführt, weil Öko-Rating einen eigenen kleinen Dienstleistungszweig darstellt, der, so die Hoffnung der Branchenkenner, stetig wachsen wird.

Portfolio-Screening:

Eine Dienstleistung, die das Portfolio von Kunden nach ethisch-ökologischen Kriterien überprüft. In erster Linie ist dieses Angebot an Kunden gerichtet, die von einer konventionellen Anlagestrategie auf eine ethisch verantwortbare „umsteigen“ wollen.

Umwelttechnologiefonds:

Ein Fonds, der Titel hauptsächlich aus dem Bereich der sogenannten Umwelttechnologiebranche kauft. Das sind Unternehmen, die in erster Linie für Entsorgung und Recycling zuständig sind. Kritisiert wird von ökologischer Seite, dass diese Unternehmen nur für die Nachsorge (sog. end-of-pipe Technologie) da sind und so kaum daran interessiert sind, daß ihre Kunden umweltfreundlicher produzieren, da ihr Geschäft ja die Beseitigung ist.

Umwelttechnologiefonds wurden in dieser Betrachtung ausgeschlossen, da eine Beschränkung auf eine Branche nicht prinzipiengerecht im Sinne von

ethisch-ökologischen Anlagen erscheint, sondern in erster Linie renditeorientiert.

Umweltfonds:

Ein Überbegriff für ökologisch orientierte Fonds. Darunter können sowohl Umwelttechnologiefonds, Ökoeffizienz Fonds oder nach Kriterien der Nachhaltigkeit verwaltete Fonds verstanden werden.

Venture Capital:

Risiko- oder Wagniskapital, das zur Gründungs- oder Erweiterungsfinanzierung vielversprechender Unternehmen bzw. Geschäftsideen eingesetzt wird. Neben einem ausserordentlich hohen Risiko (Totalverlust) sind auch sehr hohe Erträge zu erwarten. Im Rahmen des ethisch-ökologischen Investments ist meist die Start-up Finanzierung von ökologisch innovativen KMU gemeint.

Häufig benutzte Begriffe

Anlageuniversum:

Das Gesamt der Wertpapiere, aus dem der Fondsanbieter seine Anlageobjekte auswählen kann. Es wird durch selbstgewählte Restriktionen eingeschränkt: so stehen für ethisch-ökologische Anlagegefässe nur solche Titel zur Verfügung, die den ethisch-ökologischen Anlagekriterien entsprechen.

Asset allocation:

Je nach Auffassung umfasst dieser Begriff mehrere Sachverhalte. Zumindest meint er die Aufteilung des Kapitals auf verschiedene geographische Gebiete, d.h. in verschiedene Währungen. Er kann aber auch die Aufteilung in einzelne Branchen umfassen und die anteilige Aufteilung in Obligationen und Aktien. Zum Teil wird unter Asset allocation die individuelle Aufteilung des Kapitals eines Klienten nach den Gesichtspunkten Liquidität und Risiko verstanden (unter verschiedenen möglichen Nebenbedingungen wie z.B. möglichst gesellschaftlich verantwortlich oder Optimierung der Rendite).

Benchmark:

Der (Referenz-) Massstab, an dem sich die Anlageprodukte messen. Es muss beachtet werden, wie stark man sich an den Benchmark bindet. Oft führt eine sehr enge Bindung dazu, dass die Struktur des Referenzindex' auch im Portfolio abgebildet wird (-> Minimierung des Risikos, in der Performance deut-

lich vom Benchmark abzuweichen). Das schränkt die Auswahlmöglichkeiten bei den Wertpapieren ein. Es können so nicht mehr die im ethisch-ökologischen Sinn „besten“ Titel gewählt werden, sondern es muss eine bestimmte Aufteilung nach Ländern und Branchen beachtet werden.

„Best-of/in-class“ Ansatz:

Wahl der in ethisch-ökologischer Hinsicht „besten“ Unternehmen innerhalb einer Branche. Die Branchen werden apriori festgelegt (-> Top-down Anlagestrategie). Man wählt also nicht „die besten“, sondern nur die besten einer Branche.

Bottom-up Anlagestrategie:

Der erste Schritt der Zusammenstellung eines Portfolios ist hier die Untersuchung von Unternehmen bzw. deren Wertpapieren. Es werden dann nur solche Titel gekauft, die mit den Anlagekriterien übereinstimmen. Bei ganz konsequenter Verfolgung dieser Strategie ergäbe sich die Zusammensetzung des Portfolios ganz zufällig, ohne dass eine Aufteilung nach Ländern oder Branchen beachtet würde.

Top-down Anlagestrategie:

Bevor konkret Titel ausgewählt werden, wird bestimmt, in welche Länder (Währungen) und Branchen investiert wird. Es wird sozusagen von oben herab festgelegt, wohin das Kapital fließt ohne Rücksicht auf tatsächlich vorhandene Titel, die den eigenen Anlagestrategien entsprechen.