

# Praxishandbuch

verantwortlichen Investierens

## **Impressum**

Herausgeber: Corporate Responsibility Interface Center – CRIC e. V.

AutorInnen: Dr. Claudia Döpfner, Dr. Klaus Gabriel, Dr. Sebastian Utz

Das Praxishandbuch ist im Rahmen eines Projekts des CRIC-TANK entstanden

## **Über den Herausgeber**

CRIC (Corporate Responsibility Interface Center) e.V. ist ein gemeinnütziger Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage. CRIC verfügt über mehr als 100 Mitglieder vor allem in Deutschland, Österreich und der Schweiz und operiert als Informationsplattform und Kompetenzzentrum zu Fragen der Ethik und Nachhaltigkeit bei Geldanlagen. Zu den Schwerpunkten der Arbeit von CRIC zählen der konstruktive Dialog mit Unternehmen, Politik und Finanzmarktakteuren, das so genannte Engagement, Information und Bewusstseinsbildung für ethische Geldanlagen in Gesellschaft, Politik und Wirtschaft sowie wissenschaftliche Begleitforschung.

Weitere Informationen unter [www.cric-online.org](http://www.cric-online.org)

Frankfurt a. M. im April 2018

## Inhalt

<b>1. CRIC-Definition verantwortlich Investierender .....</b>	<b>4</b>
1.1 Kommentierung der Definition verantwortlich Investierender .....	4
1.2 Publikationen zur Fachtagung vom 6. März 2015 in Frankfurt: "Die CRIC-Definition verantwortlich Investierender: Wo beginnt und endet die Verantwortung beim Geldanlegen?" .....	5
<b>2. Investieren ist moralisch relevant.....</b>	<b>6</b>
2.1 Was hat (meine) Geldanlage mit Moral zu tun? .....	6
2.2 Welche Werthaltungen, Motive, Ziele und Gründe sind entscheidend? <i>Welche Wertehierarchie     gibt es und wie geht man mit Dilemmata um? Wie sind Kompromisse zu bewerten?</i> .....	8
2.3 Welche Wirkung wird entfaltet? <i>Schwierigkeit der Wirkungsanalyse, direkte und unmittelbare     Wirkung. Wie wirkt eigentlich etwas (Kausalketten)?</i> .....	9
2.4 Was bedeutet Verantwortung bei der Geldanlage? <i>Bedingungen für verantwortliches Handeln.     Was sind moralische Mindeststandards? Sind sie individuell-subjektiv oder universal-objektiv? Wo     beginnt Verantwortung, wo hört sie auf? Mut zum Fehler! Welche Ebenen der moralischen     Verantwortung sind zu unterscheiden? Was kann man von wem verlangen (Primär- und     Sekundärverantwortung)?</i> .....	12
2.5 Fazit: Investorentypologisierung. <i>Welcher Investorentyp bin ich?</i> .....	15
2.6 Anlagestrategien und Anlagestile sowie Assetklassen .....	18
<b>3. Literaturverzeichnis .....</b>	<b>20</b>

## Abbildungen

Abbildung 1: Investorentypen in Pyramidenform.....	16
Abbildung 2: Unterscheidung der drei Investorentypen.....	17
Abbildung 3: Anlagestile in verschiedenen Assetklassen.....	19

## 1. CRIC-Definition verantwortlich Investierender

Verantwortlich Investierende reflektieren die finanzielle und ethische Dimension ihrer Investmententscheidungen. Dabei bewerten sie die Handlungsfolgen des Investierens und ihre Motive so, dass sie ethische Ansprüche gegenüber finanziellen priorisieren.

Wer Geld anlegt, betritt den Raum der Moral. Denn Investmenthandlungen können auf Investmentobjekte (z.B. Unternehmen und Staaten) und auf die von der Investmenthandlung Betroffenen wirken. Folglich sind Investierende für die Handlungsfolgen ihres Investierens zumindest mitverantwortlich.

Investments können aber auch gegen die moralischen Prinzipien von Investierenden verstoßen und damit deren Integrität als moralische Person gefährden, selbst wenn die Kapitalüberlassung von Investierenden keine direkten Auswirkungen hat. Denn durch Wertsteigerungen oder laufende Erträge werden Investierende zu Profiteuren von moralisch abzulehnenden Handlungen ihrer Investmentobjekte.

Verantwortlich Investierende legen ihr Kapital gemäß moralischer Standards an, selbst wenn dadurch finanzielle Nachteile - wie etwa eine geringere Rendite oder ein erhöhtes Risiko - zu akzeptieren wären. Damit leisten sie einen Beitrag zum Kulturwandel: Sie erwarten auch von Unternehmen, insbesondere Finanzinstitutionen, und deren Dienstleistungen und Produkten die Einhaltung ethisch-normativer Maßstäbe.

### 1.1 Kommentierung der Definition verantwortlich Investierender

Wir haben uns bemüht, die Definition möglichst knapp und präzise zu halten. Bei komplexen moralischen Themen wie diesem ist es jedoch hilfreich, eine entsprechende Kommentierung mitzuliefern, um das zu einer definitorischen Essenz Verdichtete verständlicher zu machen.

#### **Warum eine Definition „verantwortlich Investierender“?**

Der Titel der Definition lautet „CRIC-Definition verantwortlich Investierender“. Das hat seinen Grund: während andere Definitionen darauf abzielen zu beschreiben, was ein ethisches oder nachhaltiges Geldanlageprodukt ausmacht und sich damit auf Anlageobjekte beziehen, zielt die CRIC-Definition auf das Anlagesubjekt. Es geht also darum zu klären, welche Eigenschaften für verantwortliche Investorinnen und Investoren charakteristisch sind. Uns erscheint dieser Fokus auf das Anlagesubjekt zentral, weil der Investierende der Ausgangspunkt der Investmententscheidung ist und dessen Investmentziele und -motive bislang von der ethischen Betrachtung nicht ausreichend berücksichtigt wurden. Herausuarbeiten, unter welchen Bedingungen man verantwortlich investieren kann und was jemanden zu einem verantwortlichen Investor bzw. zu einer verantwortlichen Investorin machen kann, war das Ziel unserer Definition.

#### **Investmenthandlungen können auf Investmentobjekte und auf die von der Investmenthandlung Betroffenen wirken**

Auch wenn die Auswirkungen einer Geldanlage auf soziale, ökologische oder kulturelle Bereiche oft nicht oder nur schwer erkennbar sind, auch wenn häufig eine eindeutige und singuläre Kausalität zwischen Ursache und Wirkung nicht oder nur schwer hergestellt werden kann und auch, wenn die Möglichkeit einer exakten Messung solcher Auswirkungen beschränkt ist: in der Regel haben Geldanlageentscheidungen eine direkte oder indirekte Auswirkung auf Gesellschaft und Umwelt. Geldanlageentscheidungen können also eine Wirkung entfalten und damit die Lebenswelt heutiger und zukünftiger Generationen mitgestalten.

#### **Deshalb gilt: Investierende sind für die Folgen ihres Investierens zumindest mitverantwortlich**

Die konkreten Auswirkungen einer Geldanlage zu benennen erweist sich vor dem Hintergrund der Komplexität wirtschaftlicher Prozesse als eine echte Herausforderung. Dass gegen Menschenrechte verstoßen und die Umwelt zerstört wird, ist häufig das Ergebnis nicht nur einer einzigen Ursache,

sondern mehrerer aufeinanderfolgender Entscheidungen und Handlungen. Welcher Anteil der Verantwortung dabei der Geldanlageentscheidung zukommt, ist im Einzelfall zu beurteilen. Doch zumindest eine Mitverantwortung für den Zustand unserer Welt ist Investierenden in den allermeisten Fällen zuzuschreiben.

### **Neben der Verantwortung bezüglich der Folgen einer Investmenthandlung steht auch die Integrität des Investors als moralische Person auf dem Spiel**

Für Investierende stellt die Übereinstimmung zwischen ihren Idealen und Werten auf der einen und ihren Investmententscheidungen auf der anderen Seite oft ein hohes Gut dar. Man spricht dann von „moralischer Integrität“. Moralisch integre Menschen, Institutionen und Unternehmen genießen das Vertrauen ihrer Umgebung und Kunden. Der Verlust dieser moralischen Integrität bedeutet oft auch den Verlust dieses Vertrauens, was für Wirtschaftssubjekte existenzbedrohend sein kann.

### **Das bedeutet: verantwortlich handelnde Investorinnen und Investoren priorisieren die ethische Dimension und sind auch bereit, auf mögliche finanzielle Vorteile zu verzichten, wenn dies aus moralischer Sicht zwingend geboten ist**

Geldanlagen zielen darauf ab, einen Ertrag zu erzielen. Gleichzeitig ist aber jedes Handeln - und somit auch jede Wirtschafts- und Investitionsentscheidung - eingebettet in einen moralischen Kontext. Sowohl die finanzielle, also auch die ethische Dimension einer Geldanlage sind deshalb für einen verantwortlich agierenden Investor von Bedeutung. Aber nicht nur in jenem Sinne, dass die ethische Dimension neben der finanziellen zu berücksichtigen ist: verantwortlich Investierende zeichnen sich dadurch aus, dass sie im Konfliktfall auf einen finanziellen Vorteil verzichten, wenn dies aus ethischen Gründen zwingend geboten ist. Sie priorisieren die ethischen gegenüber den finanziellen Ansprüchen, sie bekennen sich zu einem Primat der Ethik. Verantwortlich zu investieren bedeutet nicht von vornherein, auf Rendite verzichten zu müssen. Im Gegenteil: die Erfahrung zeigt, dass die Integration von sozialen, ökologischen oder kulturellen Kriterien in die Geldanlageentscheidung auch ökonomisch sinnvoll sein kann. Verantwortlich Investierende handeln in ethisch herausfordernden Situationen jedoch auch dann gemäß ihrer moralischen Überzeugungen, wenn eine solche Win-win-Situation nicht eindeutig gegeben ist bzw. wenn dabei finanzielle Nachteile entstehen können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Erzielen einer Rendite für einige Investierende – zum Beispiel für Versorgungseinrichtungen – ebenso eine moralische Verpflichtung darstellt. Diese gegenläufigen moralischen Ansprüche verantwortungsvoll abzuwägen ist eine besondere Herausforderung. Hier geht es darum, nicht einfach auf vermeintliche Sachzwänge zu verweisen, sondern eine moralische Begründung für sein Handeln zu liefern und diese Begründung gegenüber der Gesellschaft zu verantworten.

### **Verantwortlich Investierenden geht es um mehr als punktuelles Handeln: für die Zukunftsfähigkeit unserer Welt benötigen wir einen Kulturwandel**

Unsere wirtschaftliche Praxis ist geprägt von einer Logik des externalisierenden Wachstums: ein beträchtlicher Teil der Kosten wirtschaftlicher Prozesse wird auf Gesellschaft und Umwelt ausgelagert. Trotz der zahlreichen positiven Effekte der Sozialen Marktwirtschaft bedeutet das, dass wirtschaftliches Wachstum auch zu Lasten menschlicher Würde, gesellschaftlicher Entwicklung und ökologischer Zukunftsfähigkeit generiert wird. Eine Internalisierung dieser Kosten ist dringend geboten und bedingt ein Umdenken in vielerlei Hinsicht: einen Kulturwandel. Dieser Kulturwandel erfordert die Beteiligung aller gesellschaftlichen Gruppen und zielt auf eine kritische Reflexion der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ebenso wie der herrschenden Wirtschaftsstile und Konsumweisen. Investorinnen und Investoren können einen Beitrag für diesen Kulturwandel leisten, indem sie verantwortlich investieren.

## **1.2 Publikationen zur Fachtagung vom 6. März 2015 in Frankfurt: "Die CRIC-Definition verantwortlich Investierender: Wo beginnt und endet die Verantwortung beim Geldanlagen?"**

- [CRIC-Definition verantwortlich Investierender. Definition und Kommentierung](#)
- [Einleitung](#) von Claudia Döpfner und Klaus Gabriel

- [Ausschluss- und Negativkriterien bei der Geldanlage. Theologische Perspektive](#) von Birgit Weinbrenner
- [Geld und Gewissen: Kriterien für eine ethische Geldanlage zwischen Rigorismus und Laxismus. Ausschluss- und Negativkriterien aus theologischer Perspektive](#) von Pater Claudius Groß
- [Wirksamkeit von Negativ- und Ausschlusskriterien bei der Anlageentscheidung: Ein Kommentar aus philosophischer Perspektive](#) von Simeon Ries
- [Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage. Eine Reflexion](#) von Sebastian Utz
- [Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage. Eine ökonomische Analyse](#) von Henry Schäfer
- [Verantwortung als ethischer Grundbegriff. Verantwortung aus theologischer Perspektive](#) von Andreas Klein
- [Verantwortliches Investieren. Philosophisch-soziologische Perspektive](#) von Felix Ekarde

## 2. Investieren ist moralisch relevant

### 2.1 Was hat (meine) Geldanlage mit Moral zu tun?

#### Beschreibung:

*Moral* bezeichnet die Handlungsregelungen, die für eine Gesellschaft oder eine soziale Gruppe leitend sind und beschreibt zugleich, wie gegenüber anderen gehandelt werden soll bzw. welche Handlungen zu unterlassen seien. „Die Art und Weise, wie Menschen miteinander umgehen, wie sie einander behandeln und das Handeln anderer beurteilen basiert also auf Moral.“<sup>1</sup>

Auch jede *Geldanlage* bzw. jedes Investment ist eine Handlung – die des Geldanlegens bzw. Investierens –, die mit moralischen Normen in Konflikt geraten kann. Denn Investieren hat einen starken Einfluss auf die globalen Lebensbedingungen und Wirtschaftsweisen.<sup>2</sup>

Zugleich ist Investieren nicht nur bezüglich der Folgen einer Investmenthandlung moralisch relevant, sondern ebenso in Hinblick auf die moralische Integrität des Investors.

Folglich muss festgestellt werden: Alle Investments fallen grundsätzlich in den Bereich der Moral und nicht nur ethische bzw. nachhaltige, wie oftmals angenommen.<sup>3</sup>

#### Normative Bewertung:

Jedes Investment kann mit moralischen Normen in Konflikt geraten, weil die Folgen, die sich aus dem Investment ergeben, moralwidrig sein können. Durch ihr Investment ermöglichen Anleger gegebenenfalls moralisch relevante Handlungsfolgen (beispielsweise in Bezug auf ökologische und/oder soziale Aspekte) zu denen es ohne das Investment nicht oder nicht in diesem Maß gekommen wäre<sup>4</sup>: Dass gegen Menschenrechte verstoßen und die Umwelt zerstört wird, ist zwar in den meisten Fällen nicht das Ergebnis nur einer einzelnen Ursache, sondern mehrerer aufeinander folgender Entscheidungen und Handlungen. Und welcher Anteil der Verantwortung dabei der Geldanlageentscheidung zukommt, ist im Einzelfall zu beurteilen. Doch zumindest eine Mitverantwortung für die Handlungsfolgen ist Investierenden in den allermeisten Fällen

---

<sup>1</sup> Klaus Gabriel, Markus Schlagnitweit (2009): Das gute Geld: Ethisches Investment. Hintergründe und Möglichkeiten, Innsbruck/ Wien, 46.

<sup>2</sup> Vgl. Klaus Gabriel (2007): Nachhaltigkeit am Finanzmarkt. Mit ökologisch und sozial verantwortlichen Geldanlagen die Wirtschaft gestalten, München, 81.

<sup>3</sup> Vgl. Kevin Schaefer (2014): Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept, St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Band 46, Bern, 73.

<sup>4</sup> Vgl. ders., ebd., 73ff.

Es gibt durchaus Handlungen, die moralisch irrelevant (moralfrei) sind, dies trifft aber nicht auf Investmenthandlungen bzw. Geldanlagen zu.

zuzuschreiben. Und entsprechend gilt: Investierende sind für die Handlungsfolgen ihres Investierens zumindest mitverantwortlich.

Zugleich können Investments aber auch gegen die moralischen Prinzipien von Investierenden verstoßen und damit deren Integrität als moralische Person gefährden. Denn ein Investment, also eine Kapitalüberlassung an einen Emittenten (Unternehmen, Staat, etc.), impliziert moralrelevante Fragen, die mit den Werten und Idealen der Investierenden in Konflikt geraten können: „Wofür und wie wird das Kapital eingesetzt, d.h. welche Produkte und Dienstleistungen werden erzeugt und wie werden die Produkte hergestellt bzw. die Dienstleistungen erbracht?“<sup>5</sup> Auch durch Wertsteigerungen oder laufende Erträge können Investierende zu Profiteuren von moralisch abzulehnenden Handlungen ihrer Investmentobjekte werden und damit gegen ihre moralische Integrität verstoßen.<sup>6</sup>

In jedem Fall ist Investieren keine moralfreie Handlung. ‚Meine‘ Geldanlage hat etwas mit Moral zu tun! „(...) wer investiert, begibt sich mitten in den Bereich der Moral hinein. Das bedeutet nicht, dass alle Investments notwendigerweise moralwidrig sind, sondern nur, dass sie moralwidrig sein können. Wenn sie nicht moralwidrig sind, sind sie moralkonform; moralfrei sind sie nie (...).“<sup>7</sup>

Geldanlagen zielen darauf ab, einen Ertrag zu erzielen. Gleichzeitig ist aber jedes Handeln – und somit auch jede Wirtschafts- und Investitionsentscheidung – eingebettet in einen moralischen Kontext. Sowohl die finanzielle, als auch die ethische Dimension einer Geldanlage sind deshalb bei jedem Investment vorhanden. Während konventionelle Anleger die finanzielle Dimension einer Geldanlage priorisieren und über moralische Mindeststandards, die jedem Investment innewohnen, hinausgehend die ethische Dimension ausblenden, ist diese für einen verantwortlich agierenden Investor von besonderer Bedeutung. Er möchte mit seiner Geldanlage einerseits sozial-kulturell und ökologisch schädliche Produkte, Dienstleistungen und Wirtschaftsweisen vermeiden und/ oder andererseits Produkte, Dienstleistungen und Wirtschaftsweisen fördern, die sozial-kulturell und ökologisch verträglich sind.<sup>8</sup>

Dabei berücksichtigt ein verantwortlich Investierender die ethische Dimension nicht nur neben der finanziellen, sondern er priorisiert die ethischen gegenüber den finanziellen Ansprüchen. Verantwortlich Investierende bekennen sich zu einem Primat der Ethik. Dies bedeutet im Konfliktfall, dass diese Anleger auf einen finanziellen Vorteil verzichten, wenn dies aus ethischen Gründen zwingend geboten sein sollte.

### Case Study:

„Die Investoren sind selbst nicht die direkt handelnden Akteure auf unternehmerischer oder staatlicher Ebene, aber ihre Investments können unternehmerisches oder staatliches Handeln indirekt beeinflussen. Doch dieses so beeinflusste unternehmerische oder staatliche Handeln kann prinzipiell mit moralischen Normen konfliktieren. Ein Staat kann einen (ungerechten) Krieg über Anleihen finanzieren, ein Unternehmen kann eine neue Produktionsstätte im Ausland, wo straffrei gegen international anerkannte Umwelt- und Sozialauflagen verstoßen werden kann, durch eine Aktienemission finanzieren. (...) In beiden Fällen müssen wir konstatieren, dass die moralwidrigen Handlungen auf Ebene der Emittenten eine Folge, zumindest auch eine Folge, der Kapitalüberlassung durch die Investoren sind. (...) Hätten die Anleger nicht investiert, wäre es zu diesen moralisch relevanten Handlungsfolgen (...) auf Ebene der Kapitalnehmer nicht oder nicht in diesem Maß gekommen.“<sup>9</sup> Zugleich wirken sich die Investmententscheidungen in den genannten Fällen auf die

<sup>5</sup> Vgl. Schaefers (2014), 78.

<sup>6</sup> Moralisch integre Menschen, Institutionen und Unternehmen genießen das Vertrauen ihrer Umgebung und Kunden. Der Verlust dieser moralischen Integrität bedeutet oft auch den Verlust dieses Vertrauens, was für Wirtschaftssubjekte existenzbedrohend sein kann.

<sup>7</sup> Schaefers (2014), 90.

<sup>8</sup> Vgl. Gabriel (2007), 81.

<sup>9</sup> Schaefers (2014), 74.

Diese Aussage bezieht sich auf Investments im sogenannten Primärmarkt. Bei Sekundärmarktinvestments gestalten sich die Kausalitäten anders (vgl. auch: 1.3).

moralische Integrität des Investors aus, wenn die Investments gegen die moralischen Prinzipien des Investierenden verstoßen.

## **2.2 Welche Werthaltungen, Motive, Ziele und Gründe sind entscheidend? Welche Wertehierarchie gibt es und wie geht man mit Dilemmata um? Wie sind Kompromisse zu bewerten?**

### **Beschreibung:**

Um Geld (ethisch) verantwortlich anlegen zu können, müssen Investoren sich ihrer eigenen moralischen Werthaltungen und Prinzipien bewusst werden. Sie müssen sich grundlegend mit Fragen auseinandersetzen wie: Was sind für mich die zentralen Aspekte einer verantwortlichen Geldanlage? Was will ich mit meiner Geldanlage bewirken? Was sind die entscheidenden Kriterien, die (unbedingt) Berücksichtigung finden sollen? Welche Wirtschaftsweisen, Produkte und Dienstleistungen sind für mich ethisch wünschenswert, und will ich sie fördern (Positivkriterien)? Was will ich bewusst vermeiden, welche Kriterien führen für mich bei einer Geldanlage zu einem Ausschluss (Negativ- und Ausschlusskriterien)?

Diese Fragen weisen auf zwei Folgerungen: Ein verantwortlicher Investor muss sich einerseits mit den eigenen moralischen Werthaltungen und Prinzipien auseinandersetzen (vgl. auch deontologische Ethik) und zugleich versuchen, die konkreten Auswirkungen von Geldanlagen in seine Entscheidungen mit einzubeziehen (vgl. auch konsequentialistische Ethik). Es geht dabei um die Frage, was mit dem von mir angelegten Geld geschieht. Wohin fließt es? Welche Unternehmen, Projekte, Strukturen u. Ä. werden damit finanziert?

### **Normative Bewertung:**

Welche ethischen Anlagekriterien (Positiv-, Negativ- und/oder Ausschlusskriterien) letztlich zur Anwendung gelangen, hängt demgemäß zunächst wesentlich von der moralischen Grundhaltung des einzelnen Investors ab. In der Praxis jedoch wird eine vollständige Übereinstimmung zwischen den eigenen moralischen Werthaltungen und verfügbaren Anlageprodukten oft nicht möglich sein. Es ergeben sich ethische Interessenskonflikte.

Wie aber kann man mit solchen Dilemmata umgehen? Hilfestellung vermag hier das ethische Prinzip der Güterabwägung zu geben, bei dem zwischen verschiedenen ethischen Werten gewählt wird, diese gegeneinander abgewogen und in eine Rangordnung (Wertehierarchie) gebracht werden. Durch einen solchen Prozess lässt sich herausfinden, welches Geldanlageprodukt die größte Übereinstimmung mit den persönlichen Wertvorstellungen hat. Zwar verlangt dieses Vorgehen die Bereitschaft des Eingehens von Kompromissen. Aber solchermaßen in einem gewissenhaften, begründbaren Prozess gefundene Kompromisse (Angabe von Gründen), sind keineswegs „faul“. Sie sind zweifelsfrei vom möglichen Vorwurf der Beliebigkeit freizusprechen, denn sie zielen bewusst auf die (bzw. auf eine) für die jeweilige Situation bestmögliche Entscheidung.

„Solche Prozesse können sehr mühsam sein, müssen in einer sich unaufhörlich verändernden und an Komplexität zunehmenden Realität immer wieder von neuem durchlaufen und erneuert werden (...). Letztlich kann aber (...) hier ein pragmatischer und dynamischer Zugang helfen: Besser, man unterwirft in einem ersten Schritt seine Investment-Entscheidungen nur einzelnen realistischen Ethik-Kriterien als überhaupt keinen – und entwickelt mit wachsender Ethik-Kompetenz, wachsender Informationsbasis und vielleicht auch wachsenden Handlungsmöglichkeiten schrittweise und kontinuierlich seine ursprünglich vielleicht noch rudimentäre Ethik-Kriteriologie weiter.“<sup>10</sup>

Führt aber nun die Tatsache, dass moralische Grundhaltungen von Investoren sehr unterschiedlich sein können (Heterogenität moralischer Werthaltungen), dazu, dass der im Kontext „ethischer“ und „nachhaltiger“ Geldanlagen oftmals zu hörende Vorwurf, „Ethik“ und „Nachhaltigkeit“ seien beliebig verwendbare Begriffe, berechtigt ist? Tatsächlich ist es zutreffend, dass die Bezeichnung von

<sup>10</sup> Klaus Gabriel, Markus Schlagnitweit (2009): Das gute Geld: Ethisches Investment. Hintergründe und Möglichkeiten, Innsbruck/ Wien, 78.

Geldanlageprodukten als „ethisch“ oder auch als „nachhaltig“ von individuellen Werthaltungen und unterschiedlichen Nachhaltigkeitsverständnissen abhängen. Dennoch sind moralische Normen keineswegs beliebig. Sie sind zum einen stets rückgebunden an ein „Pool“ moralischer Grundüberzeugungen, die auf der „Folie“ eines faktisch gelebten, kulturellen Wertehintergrundes formuliert werden.

Zum anderen reflektiert Ethik stets diese gelebte Moral theoretisch. Aufgabe der Ethik ist es zu überprüfen, „... ob unsere individuellen Handlungen bzw. unsere gesellschaftlichen Arrangements tatsächlich dazu beitragen, Gerechtigkeit, Frieden und ein ‚gutes Leben für alle‘ zu realisieren. Diese ethische Reflexion passiert permanent und trägt dazu bei, dass sich moralische Normen ändern bzw. weiterentwickeln.“<sup>11</sup> Ethik ist somit ein ständiger, den je aktuellen Kontext und den jeweiligen Wissensstand berücksichtigender Reflexionsprozess und damit zugleich kritisches Korrektiv wie auch „Motor“ für moralischen Wandel.

Ethisch verantwortliche Geldanlagen und damit auch die zugrunde liegenden ethischen Anlagekriterien müssen sich daran messen lassen, inwieweit sie einen Beitrag leisten, das Ziel der ökologisch und sozial-kulturellen Gestaltung und Steuerung wirtschaftlicher Prozesse voranzutreiben. Entsprechend ergeht die Forderung an ethische Geldanlageprodukte, dass sie umfassend und nachvollziehbar über die ihnen zugrunde gelegten Kriterien und Methoden der Bewertung (Ratingprozess) Auskunft geben können (Transparenz).

### **Case Study:**

Eine besondere Relevanz erfährt das ethische Prinzip der Güterabwägung (im Umgang mit Dilemmata) bei der Frage, welchen Stellenwert man moralischen Werthaltungen gegenüber ökonomisch-finanziellen Interessen einräumt:

Für einen verantwortlich agierenden Investor ist selbstverständlich nicht nur die ethische Dimension einer Geldanlage von Bedeutung, sondern auch die finanzielle. Doch unter Anwendung des Prinzips der Güterabwägung ergibt sich, dass nicht das Erzielen einer maximalen Rendite das „höchste Gut“ darstellt, sondern Ethik sich als das leitende Prinzip erweist. In der Praxis bedeutet dies:

Verantwortlich Investierende zeichnen sich dadurch aus, dass sie im Konfliktfall auf einen finanziellen Vorteil verzichten, wenn dies aus ethischen Gründen zwingend geboten ist. Sie priorisieren die ethischen gegenüber den finanziellen Ansprüchen, sie bekennen sich zu einem Primat der Ethik.

### **2.3 Welche Wirkung wird entfaltet? Schwierigkeit der Wirkungsanalyse, direkte und unmittelbare Wirkung. Wie wirkt eigentlich etwas (Kausalketten)?**

#### **Beschreibung:**

Jedes Investment ist bezüglich der Folgen der Investmenthandlung moralisch relevant. Es werden Wirkungen entfaltet, die entweder moralwidrig oder moralkonform sein können (vgl. 2.1 Was hat (meine) Geldanlage mit Moral zu tun?).

Das Ziel ethischer bzw. nachhaltiger Geldanlagen „(...) ist die Gestaltung und Steuerung wirtschaftlicher Prozesse im Sinne einer am Menschen, an der Gesellschaft und an der Umwelt orientierten Perspektive.“<sup>12</sup> Dabei lassen sich im Wesentlichen zwei Ansätze unterscheiden: das „Vermeiden“ und das „Fördern“.

Beim ersten Ansatz geht es vor allem darum, „(...) zu vermeiden, in ethisch-moralisch abzulehnende oder nicht nachhaltige Wirtschaftsweisen und -praktiken involviert zu sein. Man will vermeiden, diese Aktivitäten mit seinem Geld zu unterstützen oder gar erst zu ermöglichen. Auch will man vermeiden,

<sup>11</sup> Dies., ebd., 51.

<sup>12</sup> Klaus Gabriel, Ethik in der Geldanlage: Grundlagen, Kriterien und Herausforderungen; in: Martin Faust, Stefan Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen – Produkte, Strategien und Beratungskonzepte, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Frankfurt 2014, 21-39, hier 29.

dass man von solchen Aktivitäten finanziell profitiert, indem man etwa Zinsen oder Dividenden bezieht. Beim zweiten Ansatz geht es vor allem darum, dass man bestimmte Wirtschaftsweisen und -praktiken ermöglichen bzw. unterstützen möchte – sei es, dass sich die Unternehmen leichter oder günstiger finanzieren können oder das verantwortlich und nachhaltig wirtschaftenden Unternehmen andere Vorteile (ein positives Image zum Beispiel) genießen.“<sup>13</sup>

Während das „Vermeiden“ in erster Linie über die Anwendung sogenannter Ausschlusskriterien erfolgt, vollzieht sich das „Fördern“ im Wesentlichen über die Anwendung von Positivkriterien in Verbindung mit dem Best-in-Class-Ansatz sowie zunehmend über Engagement-Aktivitäten (wie Stimmrechtsausübung, Dialog mit Unternehmen).

### Normative Bewertung:

Durch ihr Investment ermöglichen Anleger gegebenenfalls moralisch relevante Handlungsfolgen (beispielsweise in Bezug auf ökologische und/oder soziale Aspekte) zu denen es ohne das Investment nicht oder nicht in diesem Maß gekommen wäre<sup>14</sup>, oder sie verhindern solche – so der Ansatz bei der Anwendung von Negativkriterien. Dabei kann „(...) der *Grad der kausalen Beeinflussung*, d.i. der Wirkungsgrad, unterschiedlich hoch sein (...). Eine Kapitalüberlassung [so beim ‚Förder-Ansatz‘] kann ein bestimmtes Handeln seitens der Emittenten allererst ermöglichen, wie etwa eine ausschließlich über den Kapitalmarkt finanzierbare Unternehmensakquisition; die Kapitalüberlassung kann aber auch nur eine unter vielen Finanzierungsquellen sein, die ein Emittent erschließt, und insofern wäre der *faktische Wirkungsgrad* niedrig (...).“<sup>15</sup>

Vom tatsächlichen Wirkungsgrad muss das Wirkungspotential unterschieden werden, das vom Wirkungsgrad unterschiedlich stark sein kann und der für die moralische Beurteilung der viel bedeutsamere Aspekt ist, denn: „Für die allermeisten Fälle lässt sich sagen, dass die Kapitalüberlassung *nicht zwingend* eine bestimmte Handlung auf Ebene der Kapitalnehmer *determiniert*, sondern allenfalls *wahrscheinlicher* macht.“<sup>16</sup>

Sowohl der Wirkungsgrad als auch das Wirkungspotential sind von vielen einzelfallbedingten Faktoren abhängig, insbesondere in Bezug auf die verschiedenen Investmentarten (Assetklassen) und davon, ob Ausschlusskriterien, ein Best-in-Class-Ansatz oder Engagement zur Anwendung kommen. Auch ob eine Transaktion am Primär- (Primärinvestment) oder, wie in den meisten Fällen, am Sekundärmarkt (Sekundärinvestments)<sup>17</sup> erfolgt, hat Auswirkungen auf den Wirkungsgrad bzw. das Wirkungspotential der Investments.

Abgesehen von diesen genannten vielfältigen Faktoren, die Auswirkungen auf den Wirkungsgrad bzw. das Wirkungspotential von Geldanlageentscheidungen haben (können), kommt als weitere Schwierigkeit für die Analyse der Wirkung hinzu, dass in den allermeisten Fällen eine eindeutige und singuläre Kausalität zwischen Ursache und Wirkung nicht oder nur beschränkt hergestellt werden kann. Denn in der Regel haben Geldanlageentscheidungen nicht nur eine direkte oder indirekte Auswirkung auf Gesellschaft und Umwelt. Zugleich werden auch Unternehmensentscheidungen nicht von nur einer Kausalität beeinflusst, sondern diese sind in der Regel in komplexe wirtschaftliche Prozesse eingebunden: Dass gegen Menschenrechte verstoßen und die Umwelt zerstört wird, ist häufig das Ergebnis nicht nur einer einzigen Ursache, sondern mehrerer aufeinanderfolgender Entscheidungen und Handlungen. Welcher Anteil dabei auf die Geldanlageentscheidung des einzelnen

<sup>13</sup> Klaus Gabriel, Ethische Geldanlagen. „Rendite sozial- und umweltverträglich generieren“, in: Netzwerk Ethik Heute, <http://ethik-heute.org/ethische-geldanlage>, aufgerufen am 4.12.2014.

<sup>14</sup> Vgl. Kevin Schaefers (2014): Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept, St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Band 46, Bern, 75.

<sup>15</sup> Ders., ebd., 76.

<sup>16</sup> Ebd., 76.

<sup>17</sup> „Bei Primärinvestments kann das unternehmerische Handeln aktiv durch die Kapitalüberlassung beeinflusst werden. Bei Sekundärinvestments ist die Betrachtungsperspektive umgekehrt: Das unternehmerische Handeln bewirkt in seiner Folge Gewinnausschüttungen an die Anleger; diese Gewinnausschüttungen können moralwidrig von den Unternehmen erwirtschaftet worden sein, so dass die Anleger mittelbar zu Profiteuren dieses moralwidrigen unternehmerischen Handelns werden.“ Ebd. 77.

Investors zurückzuführen ist, ist dabei zwar im Einzelfall zu beurteilen. Vor dem Hintergrund der Komplexität wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Prozesse aber, ist eine exakte Wirkungsmessung immer nur sehr eingeschränkt möglich und bleibt in jedem Fall eine Herausforderung.

### Case Study:

Untersucht man beispielsweise die Wirkung nachhaltiger Investments, die alleinig auf der Anwendung von Ausschlusskriterien beruhen, lässt sich Folgendes herausstellen: Die Investoren wollen mit ihren solchermaßen getätigten Investments vermeiden, in ethisch-moralisch abzulehnende oder nicht nachhaltige Wirtschaftsweisen und -praktiken involviert zu sein. Sie wollen vermeiden, diese Aktivitäten mit ihrem Geld zu unterstützen oder gar erst zu ermöglichen und zudem wollen sie nicht von solchen Aktivitäten finanziell profitieren, etwa durch den Bezug von Zinsen oder Dividenden.

Aus ökonomischer Sicht kann die Anwendung von Ausschlusskriterien bei Investments für die betroffenen Unternehmen Einflüsse auf die Kapitalkosten bewirken. Je schwerer ein Unternehmen Kapitalgeber findet, desto höher werden die Kosten für das Unternehmen für dieses Kapital. Das heißt: „Würden alle Investoren nach nachhaltigen Aspekten ihr Kapital für die Unternehmen am Kapitalmarkt verteilen, so hätten Ausschlusskriterien eine enorm hohe Wirkung.“<sup>18</sup> Doch die aktuell vorherrschende pluralistische Struktur an Investoren, in der nachhaltige Investoren nur einen kleinen Anteil einnehmen, wird nicht zulassen, dass Ausschlusskriterien zu einem signifikanten Ansteigen der Kapitalkosten von nicht-nachhaltigen Unternehmen führen können. Für die Investoren hingegen bewirkt die Anwendung von Ausschlusskriterien eine Verkleinerung des möglichen Anlageuniversums und hat damit (aus ökonomischer Sicht) theoretisch Einfluss auf das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios. Verschiedene Studien haben zwar herausgearbeitet, dass sich durch den Ausschluss von nicht nachhaltigen Firmen die Performance des Portfolios nicht zwangsläufig verschlechtern muss, – oftmals ist sogar das Gegenteil der Fall –, da durch den Ausschluss gewisse Risiken wie beispielsweise die Verpflichtung zu Strafzahlungen wegen Umweltverstößen minimiert werden können.<sup>19</sup> Aber die Möglichkeit der Einflussnahme auf Unternehmen, hinsichtlich des Zieles die Wirtschaftspraxis zu verbessern, wird (derzeit) bei alleiniger Anwendung von Ausschlusskriterien eher vertan. Da der Kontakt zu nicht-nachhaltigen Unternehmen von den Investoren abgebrochen wird, kann der alleinige Einsatz dieser Strategie zur Bewegung von Unternehmen in Richtung mehr Nachhaltigkeit (derzeit) keine nennenswerte Wirkung entfalten. Eher erscheint es sinnvoll, gebündelte Strategien einzusetzen: Negativkriterien in Verbindung mit einem Best-in-Class-Ansatz sowie Engagement, um mit ethischen bzw. nachhaltigen Investments eine größere Wirkung zu erzielen.

Hinsichtlich der Vermeidung von Reputationsrisiken mögen Ausschlusskriterien für zahlreiche Investoren allerdings auf den ersten Blick eine wichtige Bedeutung haben. Denn in ausbeuterische oder nicht nachhaltige Wirtschaftspraktiken involviert zu sein, können sich zahlreiche Investoren, etwa Stiftungen, Kirchen, Nichtregierungsorganisationen und Spendeneinrichtungen, heute alleine aus Imagegründen gar nicht mehr leisten.<sup>20</sup> Doch auch in diesen Fällen ergeben sich auf der Basis einer gebündelten Strategie große Chancen, ethisch verantwortlich etwas zu bewirken und zugleich die eigene Reputation nicht zu gefährden.

Auch kehren ethisch und nachhaltig orientierte Investoren zunehmend den Ethik- und Nachhaltigkeitsfonds den Rücken, um auf andere, zum Teil neue Produkte zu setzen wie: Mikrokredite, Bürger- und Direktbeteiligungsmodelle oder Darlehen für Bildungs-, Sozial-, Ökologie- und Erneuerbare Energien-Projekte. „Die Bedeutung solch alternativer Anlagemöglichkeiten besteht vor allem darin, dass die Investition den jeweiligen Projekten und Vorhaben möglichst unmittelbar

<sup>18</sup> Sebastian Utz (2014): Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage – eine Reflexion auf den Beitrag von Henry Schäfer; in: Die Bedeutung von Ausschlusskriterien und die Verantwortung von Investoren bei der Geldanlage. Investmentethische Grundfragen, CRIC e.V., Missionszentrale der Franziskaner e.V. (Hg.), Bonn Dezember 2014, 51-57, hier: 52.

<sup>19</sup> Vgl. ders., ebd., 52ff.

<sup>20</sup> Vgl. Klaus Gabriel, Auf die Wirkung kommt es an. Ändern nachhaltige Geldanlagen die wirtschaftliche Praxis?; in: Forum Nachhaltig Wirtschaften, Ethisch investieren & Green Money, 03/2012, 14f., hier: 14.

zukommt und ein direkter Bezug zwischen der Investition und der damit ermöglichten Wirkung existiert.“<sup>21</sup>

## **2.4 Was bedeutet Verantwortung bei der Geldanlage? Bedingungen für verantwortliches Handeln. Was sind moralische Mindeststandards? Sind sie individuell-subjektiv oder universal-objektiv? Wo beginnt Verantwortung, wo hört sie auf? Mut zum Fehler! Welche Ebenen der moralischen Verantwortung sind zu unterscheiden? Was kann man von wem verlangen (Primär- und Sekundärverantwortung)?**

### **Beschreibung:**

Im ethischen Kontext bedeutet Verantwortung, dass Personen aufgrund moralischer Prinzipien für die (voraussichtlichen) Folgen ihres Handelns einstehen. „Jemand ist für etwas vor jemandem aufgrund einer bestimmten Regel/Norm verantwortlich.“<sup>22</sup> Es ist nicht zufällig, dass der Begriff Verantwortung den der „Antwort“ enthält. „Jemand ‘antwortet’ auf die Frage, warum er dieses oder jenes getan hat – und nicht etwas anderes. Im Verantworten muss also jemand sein Tun vor anderen rechtfertigen.“<sup>23</sup> Dabei bezieht sich der Verantwortungsbegriff nicht nur auf die (voraussichtlichen) Konsequenzen einer Handlung. „Die Absichten, mit denen ein Akteur ‘guten Gewissens’ etwas zu erreichen trachtet, sind genauso Bestandteile der Verantwortung wie sein Wissensstand und das normative Regelsystem, innerhalb dessen er handelt.“<sup>24</sup> Verantwortung ist damit nicht nur auf den Erfolg oder Misserfolg von Handlungen gerichtet, sondern ebenso auf die normativen Gründe der zugrunde liegenden Entscheidungen.

Wenngleich Personen als Subjekt der Verantwortung den zentralen Bezugspunkt bilden, wird oftmals Verantwortung auch Institutionen und Organisationen wie Verbänden, Kirchen, NGOs, Körperschaften des öffentlichen Rechts und Unternehmen zugeschrieben.<sup>25</sup> Verantwortung bei der Geldanlage kann sich demgemäß auf die einzelnen handelnden Personen (private Investoren) beziehen, aber beispielsweise auch auf Institutionen und Organisationen sowie den in diesen mit den Geldanlagen und Vermögensfragen betrauten Personen.

### **Normative Bewertung:**

#### *Bedingungen für verantwortliches Handeln*

Ausgehend vom Subjekt, der einzelnen Person bzw. Personengruppe als Entscheidungs- und Handlungsträger, ist festzuhalten, dass für diese grundlegende Bedingungen gelten müssen, um verantwortlich handeln zu können. Nur wer aus eigenem Entschluss handelt (Handlungsfreiheit) und Gründe für sein Handeln angeben kann, kann für sich beanspruchen, verantwortlich zu handeln, bzw. dem kann Verantwortung zugeschrieben werden. „Das bedeutet, dass man (prinzipiell) zumindest Gründe verstehen, diese Gründe in ein Gründe- und Normensystem einordnen können muss und – nach Bedarf – auch nach den besten zur Verfügung stehenden Gründen handeln kann.“<sup>26</sup> Implizit bedeutet dies auch, dass man (prinzipiell) Kenntnis der absehbaren Folgen des eigenen Handelns haben muss.

<sup>21</sup> Ders., ebd., 14.

<sup>22</sup> Andreas Klein (2014): Verantwortung als ethischer Grundbegriff; in: Die Bedeutung von Ausschlusskriterien und die Verantwortung bei der Geldanlage. Investmentethische Grundfragen, CRIC e.V., Missionszentrale der Franziskaner e.V. (Hg.), Bonn Dezember 2014, 63-77, hier 64.

<sup>23</sup> Klein (2014), 64.

<sup>24</sup> Ludger Heidbrink (2010): Die Rolle des Verantwortungsbegriffs in der Wirtschaftsethik, Working Papers des CRR (Center for Responsibility Research) Nr. 9, Essen 9/2010, 3.

<sup>25</sup> Vgl. Heidbrink (2010), 3.

In der wirtschafts- und unternehmensethischen Dimension spiegelt sich dies insbesondere im Konzept der Corporate Social Responsibility wider.

<sup>26</sup> Klein (2014), 65.

*Was sind moralische Mindeststandards? Sind sie individuell-subjektiv oder universal-objektiv?*

Für die Zuschreibung von Verantwortlichkeit müssen Regeln oder Normen vorausgesetzt werden. „Dass ein Verhalten oder eine Handlung als lobenswert oder tadelnswert angesehen wird, ergibt sich nur vor dem Hintergrund ganz bestimmter Regeln oder Normen.“<sup>27</sup> Tatsächlich können aber moralische Grundhaltungen von Investoren sehr unterschiedlich sein (Heterogenität moralischer Werthaltungen, Wertepluralismus). Sie sind aber keineswegs beliebig, sondern stets rückgebunden an ein „Pool“ moralischer Grundüberzeugungen, die auf der „Folie“ eines faktisch gelebten, kulturellen Werthintergrundes formuliert werden. D.h. die individuell-subjektiven Normen sind rückgebunden an sogenannte universal-objektive.

Diese faktisch gelebten, geschichts- und kontextbedingten und somit auch wandelbaren moralischen Regeln und Normen werden zudem durch die Ethik theoretisch reflektiert.<sup>28</sup> „In Konfliktsituationen muss (...) geklärt werden, welche Normen oder Werte gegenüber anderen vorzuziehen sind (...)“<sup>29</sup> und damit moralische Mindeststandards markieren.

Für einen verantwortlichen Investor bedeutet dies, dass er sich einerseits mit seinen eigenen moralischen Werthaltungen und Prinzipien auseinandersetzen und zugleich versuchen muss, die konkreten Auswirkungen von seinen Geldanlageentscheidungen mit einzubeziehen. Er muss sich und anderen darüber Rechenschaft ablegen können, welche Anlagerichtlinien seiner Entscheidung zugrunde liegen, warum er Negativkriterien wählt und/oder einen Best-in-Class-Ansatz verfolgt bzw. Engagement betreibt und welche konkreten ethischen Kriterien dabei jeweils Anwendung finden.

*Wo beginnt Verantwortung, wo hört sie auf?*

Die zentrale Frage, wie weit sich nun der konkrete Verantwortungsbereich erstreckt, erweist sich als durchaus schwierig. Wie weit sind die Folgen von Handlungen (hier: Investmenthandlungen) noch zum Bereich des individuell Verantwortbaren zu zählen? Wie weit kann das Handlungsergebnis dem Einzelnen zugeschrieben werden? „Prinzipiell ist davon auszugehen, dass Verantwortung zunächst für direkt intendierte Handlungen und direkt zu erwartende Handlungsfolgen gilt. Personen können also sinnvollerweise nicht für alle beliebigen Folgen von Handlungen verantwortlich sein und gemacht werden. Hier wäre beispielsweise auf die zeitliche und/oder kausale Distanz von Handlungsfolgen zu achten. (...) Was wissen Einzelne in der Entscheidungssituation überhaupt und was könnten oder sollten sie wissen?“<sup>30</sup> Wenn jedoch jemand die Folgen einer Handlung bei angemessener Sorgfalt hätte absehen oder verhindern können, so kann er sich nicht einfach auf sein Unwissen berufen. „Er besitzt vielmehr die Sorgfaltspflicht, sich über die genauen Umstände seines Handelns zu informieren.“<sup>31</sup>

*Mut zum Fehler! – Wille zur laufenden Veränderung!*

Im Kontext der komplexen Entscheidungs- und Ablaufprozesse von Investments und deren meist schwer überschaubaren Wirkungen/Folgen, muss zum einen gelten: „Mut zum Fehler!“. Denn niemand kann bei Entscheidungen abschließend wissen, „(...) ob diese Entscheidungen im umfassenden Sinne auch wirklich ´gut´ sind oder sein werden. Entschieden werden muss auch auf die Gefahr hin, dass sich die Folgen dieser Entscheidungen als nachteilig erweisen.“<sup>32</sup> Zum anderen muss

---

<sup>27</sup> Klein (2014), 67.

<sup>28</sup> Aufgabe ethischer Reflexion ist es zu überprüfen, „(...) ob unsere individuellen Handlungen bzw. unsere gesellschaftlichen Arrangements tatsächlich dazu beitragen, Gerechtigkeit, Frieden und ein ´gutes Leben für alle´ zu realisieren. Diese ethische Reflexion passiert permanent und trägt dazu bei, dass sich moralische Normen ändern bzw. weiterentwickeln.“ (Klaus Gabriel, Markus Schlagnitweit (2009): Das gute Geld: Ethisches Investment. Hintergründe und Möglichkeiten, Innsbruck/Wien, 51). Ethik ist somit ein ständiger, den je aktuellen Kontext und den jeweiligen Wissensstand berücksichtigender Reflexionsprozess und damit zugleich kritisches Korrektiv wie auch „Motor“ für moralischen Wandel.

<sup>29</sup> Klein (2014), 67.

<sup>30</sup> Klein (2014), 69.

<sup>31</sup> Heidbrink (2010), 4f.

<sup>32</sup> Klein (2014), 76.

es darum gehen, „(...) Menschen für ihre Verantwortung und ihre Handlungsfolgen zu sensibilisieren und sie über die Folgen ihres Tuns aufzuklären.“<sup>33</sup>

Entsprechend ergeht die „Forderung“ an ethische Geldanlageprodukte, dass über die ihnen zugrundeliegenden Kriterien und Methoden der Bewertung umfassend und nachvollziehbar Auskünfte zugänglich sind (Ratingprozess, Transparenz). Denn erst, wenn dem einzelnen Investor bzw. Entscheidungsträger in einer Organisation/Institution entsprechende Informationen vorliegen, kann er sich als verantwortungsvoller Investor verhalten.

Bei diesen Informations- und Entscheidungsprozessen kann es auch vorkommen, dass bessere Gründe erkannt werden, die zu einer Revidierung der eigenen Einstellung und Haltung führen. Denn ethisch verantwortliche Geldanlagen und damit auch die zugrunde liegenden ethischen Anlagekriterien müssen sich daran messen lassen, inwieweit sie einen Beitrag leisten, das Ziel ökologisch und sozial-kulturellen Gestaltung und Steuerung wirtschaftlicher Prozesse voranzutreiben. Ein verantwortlicher Investor sollte dementsprechend stets offen für kritische Reflexionen und daraus resultierenden Veränderungen sein.

*Welche Ebenen der moralischen Verantwortung sind zu unterscheiden? Was kann man von wem verlangen (Primär- und Sekundärverantwortung)?*

Man unterscheidet zwischen zwei Ebenen der moralischen Verantwortung: primäre und sekundäre. Primärverantwortung hat, wer unmittelbare Verantwortung trägt, d.h. wenn sie sich unmittelbar aus der individuellen Aufgabe/Rolle, die der Handelnde übernommen oder zugewiesen bekommen hat, bzw. aus den Folgen seines Tuns ergibt. Sekundärverantwortung hat, wer die mittelbare Verantwortung trägt. Mittelbare Verantwortung ergibt sich allein daraus, dass jemand die Mittel und Fähigkeiten besitzt, erkannte Übel und negative Zustände zu beseitigen oder zu verringern, bzw. an deren Beseitigung oder Minderung mitzuwirken, auch wenn er an deren Bestehen oder Zustandekommen nicht unmittelbar beteiligt ist. Unternehmen tragen in einem sekundären Sinn Verantwortung für ihre Operationen, die aus dem Zusammenwirken primärer Einzelhandlungen von Individualakteuren in der Unternehmung hervorgehen.<sup>34</sup> In welchem Maß dann im Einzelfall einem Individuum und einer Organisation wie einem Unternehmen Verantwortung zukommt, hängt von den unternehmenseigenen Organisationsstrukturen sowie formellen und informellen Regeln der Verantwortungsteilung ab, die unter anderem auf der Zuständigkeit für Aufgaben und Gebiete, internen Hierarchien und Weisungsbefugnissen, Kompetenzfeldern und Machtverhältnissen beruhen.<sup>35</sup> Diesen Regelwerken scheint oftmals eine Tendenz der Ausdünnung von Verantwortung innezuwohnen. Dennoch bleibt für den Einzelnen zumindest eine Mitverantwortung bestehen. „Kein noch so ausgeklügeltes Regelwerk kann von der eigenen Verantwortung für Entscheidungen entlasten.“<sup>36</sup>

### **Case Study:**

In der Praxis handeln in Institutionen und Organisationen wie der Staat, Verbände, Vereine, Kirchen, Unternehmen, Körperschaften des öffentlichen Rechts und NGOs Menschen in der Regel gemeinschaftlich oder auch durch ein Führungsgremium. Bei solchen Institutionen und Organisationen besteht ein Problem der Zuschreibung von Verantwortung darin, dass die kausale Beziehung des Einzelnen zu einem Handlungsergebnis kaum feststellbar ist oder der Einfluss des Einzelnen so gering ist, dass er nur schwer verantwortlich gemacht werden kann. Dies gilt in besonderer Weise auch für Geldanlageentscheidungen, die zudem in der Regel nicht nur eine direkte oder indirekte Auswirkung auf Gesellschaft und Umwelt haben.

Zugleich werden auch Unternehmensentscheidungen (hier: Unternehmen als Anlageobjekte) nicht von nur einer Kausalität beeinflusst, sondern diese sind in der Regel in komplexe wirtschaftliche Prozesse eingebunden: Dass gegen Menschenrechte verstoßen und die Umwelt zerstört wird, ist

<sup>33</sup> Klein (2014), 69.

<sup>34</sup> Vgl. Heidbrink (2010), 14.

<sup>35</sup> Vgl. Heidbrink (2010), 14.

<sup>36</sup> Klein (2014), 69.

häufig das Ergebnis nicht nur einer einzigen Ursache, sondern mehrerer aufeinanderfolgender Entscheidungen und Handlungen. Welcher Anteil dabei auf die Geldanlageentscheidung des einzelnen (privaten oder institutionellen) Investors zurückzuführen ist, ist dabei zwar im Einzelfall zu beurteilen, bleibt aber zugleich vor dem Hintergrund der Komplexität wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Prozesse in jedem Fall eine Herausforderung. Dies darf dennoch nicht dazu verleiten, dass sich der Einzelne seiner tatsächlich vorhandenen Verantwortung entzieht.

Welche Verantwortung trifft beispielsweise eine Bank, die ein Unternehmen finanziert, das in der Folge einen größeren Umweltschaden verursacht? Konnte vorausgesehen werden, dass so ein Schaden wahrscheinlich ist? Waren der Bank bzw. den in der Bank handelnden Personen spezielle Risiken bekannt? Trägt ein Aktionär dieser Bank ebenfalls Verantwortung? Immer stellt sich die Frage, wessen Handeln ursächlich für das Handlungsergebnis war, bzw. wie groß der Anteil des Einzelnen war.

Ein anderes Beispiel verweist auf die weiter oben genannte Kontextgebundenheit von Verantwortung: Während ein privater Investor insbesondere seinem eigenen Gewissen gegenüber verantwortlich ist und unter Umständen auf Rendite gänzlich verzichten kann, mag dies für einen institutionellen Investor ganz anders aussehen. Eine Versorgungskasse, „... die Geld anlegt, um die Versorgung von Menschen im Alter zu gewährleisten und ihr Tun gegenüber den Anspruchsberechtigten rechtfertigen muss, stellt die Erwirtschaftung von Rendite ebenfalls eine Verpflichtung dar. Hier muss jeder Investor genau schauen, wie die jeweilige Verantwortung am besten erfüllt werden kann.“<sup>37</sup>

## 2.5 Fazit: Investorentypologisierung. *Welcher Investorentyp bin ich?*

1. Einige Investoren legen ihr Geld gemäß den geltenden Gesetzen an, verzichten aber auf eine Reflexion dahingehend, ob die Geldanlage moralischen Ansprüchen genügt oder nicht. Wir nennen sie die „moralisch indifferenten Investoren“ bzw. die „ökonomistischen Investoren“, weil ihr Ziel die Maximierung der Rendite ist und moralische Erwägungen nicht in ihre Entscheidungen einfließen. Ihre Geldanlage kann, muss aber nicht moralischen Ansprüchen genügen. Diese Investoren legen schlichtweg keinen Wert auf eine Diskussion bezüglich der moralischen Legitimität ihrer Geldanlage.  
Unserer CRIC-Definition zufolge betreten jedoch alle Investoren den Raum der Moral. Aus unserer Sicht ist es verpflichtend, dass alle Investoren auf der Basis ihrer zu formulierenden moralischen Mindeststandards agieren. Der kleinste gemeinsame Nenner für einen solchen moralischen Mindeststandard kann die Achtung der bestehenden gesetzlichen Vorschriften (Legalität) in Bezug auf Geldanlagen sein. Darüber hinaus gilt jedoch: Nicht alles, was legal ist, muss auch moralisch legitim sein. Wenn eine Geldanlage die moralischen Standards anderer Menschen unterschreitet, empören sich diese darüber. Wir können von solchen Investoren verlangen, dass sie ihr Handeln begründen und verantworten.
2. Einige Investoren legen ihr Geld gemäß den gültigen Gesetzen an und achten zusätzlich darauf, dass sie auch mit ihren jeweiligen moralischen (Mindest-)Standards übereinstimmen (legal und legitim). Wir nennen sie die „ethisch orientierten bzw. die nachhaltig orientierten Investoren“. Sie können auch die „moralkonformen Investoren“ genannt werden. Ihre Geldanlage entspricht ihren eigenen moralischen Standards, die sie begründen und verantworten müssen. Ihre moralischen Standards können mit den moralischen Standards anderer in Konflikt kommen. Von daher ist es wichtig, in einen Dialog zu treten und die jeweiligen moralischen Positionen ethisch zu reflektieren. Das ist zumutbar und – aus Sicht der CRIC-Definition – verpflichtend.
3. Jene Investoren, die über das moralisch Gebotene hinaus ideelle Ziele mit ihrer Geldanlage verfolgen, handeln supererogatorisch, weshalb wir sie die „supererogatorischen Investoren“ nennen. Sie machen das aus freien Stücken, was sie tun ist bestenfalls wünschenswert, aber man kann niemanden dazu verpflichten. Ihnen gebührt Anerkennung.

<sup>37</sup> Klaus Gabriel (2014): Ethische Geldanlagen. „Renditen sozial- und umweltverträglich generieren“; in: Netzwerk Ethik Heute, Ethische Geldanlagen, (Zugriff 12/2014).



*Abbildung 1: Investorentypen in Pyramidenform*

Schaefer nennt die zweite Gruppe die „konventionellen Investoren“, was irreführend sein kann, da sowohl alltagssprachlich als auch in der Literatur der Begriff des „konventionellen“ Investments in Abgrenzung zu „nachhaltigen“ oder „ethischen“ Investments verwendet wird. Der Begriff des „konventionellen Investors“ würde demnach eher zur untersten Stufe der Pyramide passen. Jedoch scheint hier vor dem Hintergrund der obigen Ausführungen der Begriff des „ökonomistischen Investors“ noch treffender.

In Anlehnung an die von Schaefer verwendete Unterscheidung der drei Investorentypen kann man zu folgender Einteilung und Beschreibung kommen:

Abbildung 2: Unterscheidung der drei Investorentypen

	<b>Ökonomistische Investoren</b>	<b>Ethisch orientierte Investoren/moralkonforme Investoren</b>	<b>Supererogatorische Investoren</b>
<b>Primäres Investmentziel</b>	Renditemaximierung	Moralisch legitimierte Renditeoptimierung	Selbstlose Förderung ideeller Ziele durch Investments (aber Kapitalerhalt als finanzielles Minimalziel)
<b>Oberstes Investmentkriterium</b>	Primat der Rendite	Moralkonformität. Rendite-Erwirtschaftung unter Einhaltung von moralischen (Mindest-)Standards (Primat der Ethik)	Vorrang ideeller Investmentziele
<b>Investments sind ...</b>	... moralisch indifferent. Moralische Überlegungen spielen keine bzw. eine untergeordnete Rolle. Im Ergebnis kann die Geldanlage unmoralisch oder moralisch sein.	... konform mit den eigenen moralischen (Mindest-)Standards und basieren auf zu definierenden Werthaltungen, die sie begründen und verantworten können.	... moral- und idealkonform
<b>Der Investor versteht sich als ...</b>	... (moralisch indifferenter) Maximierer der finanziellen Rendite	... moralisch verantwortliche Person	... moralischer Idealist
<b>Grund für die Integration von nichtfinanziellen Kriterien in die Geldanlage</b>	Optimierung der finanziellen Rendite	Sittliche Legitimierung der Renditeerwirtschaftung bzw. Erzielung eines extra-finanziellen Mehrwertes ohne finanzielle Einbußen.	Ideeller Grund: finanzielle Förderung moral- und idealkonformer Investmentobjekte

Noch unbefriedigend definiert ist der ethisch-orientierte Investorentyp. Denn genau genommen fallen hier ganz unterschiedliche Typen hinein: jene, die einzig und allein Streubomben ausschließen ebenso wie jene, die viele Positiv- und Ausschlusskriterien anwenden, den Best-in-Class-Ansatz praktizieren und Engagement betreiben. Eine Lösung könnte sein, diesen zweiten Typ nochmals aufzuteilen, sodass jene, die nur wenige Mindeststandards formulieren, von jenen, die sich um möglichst umfangreiche Kriterienkataloge bemühen, unterscheiden. Denkbar wäre:

- a. Ein ethisch orientierter Investor zweiten Grades, der nur wenige Minimalstandards formuliert und nicht bereit ist bzw. dem ggf. nicht zugemutet werden kann, auf Renditechancen zu verzichten. Es gilt kein Primat der Ethik, aber ethische Aspekte finden Berücksichtigung, wenn keine finanziellen Nachteile zu erwarten sind.
- b. Ein ethisch orientierter Investor ersten Grades, der umfangreiche Standards und Kriterien seiner Geldanlage formuliert, und dem auch bewusst ist bzw. dem zugemutet werden kann, dass er dadurch potentiell Renditeeinbußen hinnehmen muss. Es gilt der Primat der Ethik.

Die Trennlinie zwischen a) und b) verläuft nicht eindeutig und scharf, vielmehr bilden sie jeweils die Pole eines Spektrums.

## 2.6 Anlagestrategien und Anlagestile sowie Assetklassen

Die Anforderungen verantwortlichen Investierens betreffen neben der Auswahl von geeigneten Wertpapieren und der damit verbundenen Kaufentscheidung auch die ständige Überprüfung der Erfüllung von Nachhaltigkeitsanforderungen durch die Unternehmen. Daneben wächst die Bedeutung aktiver Mitgestaltungsmöglichkeiten durch beispielsweise den Gebrauch der Stimmrechte. In diesem Abschnitt werden die verschiedenen Möglichkeiten zur Einflussnahme eines verantwortlichen Investors aufgeteilt nach Assetklassen erläutert.

Auch wenn sich der Begriff „nachhaltiges Investieren“ nicht vereinheitlichen und abschließend definieren lässt, so herrscht doch Übereinstimmung über verschiedene Anlagestile: Im Folgenden werden sieben Formen nachhaltigen Investierens beschrieben.

Die erste Form nachhaltigen Investierens umfasst Investments in Themen oder Aktien, welche einen engen Bezug zu nachhaltiger Entwicklung aufweisen. Diese werden als **Nachhaltige Themeninvestments** bezeichnet. Nachhaltige Themeninvestments tragen dazu bei, dass soziale oder ökologische Herausforderungen wie der Klimawandel, Ressourceneffizienz und die Gesundheit Beachtung finden. Fonds, die als nachhaltiges Themeninvestment gelten möchten, müssen eine ESG Analyse oder ein Screening durchführen.

Sehr verbreitet ist der zweite Ansatz, das **Best-in-Class Investment**. Darunter versteht man die Auswahl der Investitionsmöglichkeiten, welche in einer Grundgesamtheit, einer Kategorie oder einem Industriezweig hinsichtlich der Nachhaltigkeits- oder ESG-Kriterien führend sind. Verwandte, aber weniger bekannte Ansätze, sind das Best-of-Class und das Best-in-Service Investment.

Die *UN Global Compact* und die *UN Guiding Principles on Business and Human Rights* sind Beispiele für Normen, die von nationalen und internationalen Organisationen aufgebracht wurden um den fairen und richtigen Umgang mit Arbeitnehmern sowie der Umwelt zu sichern. Investments, die sich an Normen dieser Art orientieren, werden als **Normenbasierte Investments** bezeichnet.

Ein weiterer Ansatz ist der **Ausschluss von gewissen Wertpapieren** aufgrund ihrer Zugehörigkeit zu einer speziellen Klasse von Investments, der Ausschluss einer ganzen Branche oder der Ausschluss von Einzeltiteln aufgrund spezieller Eigenschaften wie zum Beispiel Waffen, Tabak oder Tierversuche. Welche Art von Ausschlusskriterien angewendet wird, ist dem Asset Manager überlassen und im Anlageprospekt beschrieben.

**Impact Investments** sind Investments in Firmen, Organisationen und Fonds mit der Absicht soziale und ökologische Wirkung neben einer finanziellen Rendite zu erzielen. Diese Art von Investments kann sowohl in wachsenden als auch in entwickelten Märkten stattfinden und bezieht sich meistens auf spezielle Projekte, wobei der Investor Eigentümer von Anteilen wird und dafür finanzielle Rendite erwartet. Beispiele für Impact Investments sind Mikrofinanz oder Social Business/Entrepreneurship Fonds.

Ein relativ neuer Trend im Rahmen nachhaltiger Investments ist die **Integration von ESG Faktoren bei der finanziellen Analyse** der Anlagemöglichkeiten. Asset Manager beziehen ESG Risiken und Chancen mit in die klassische finanzielle Analyse ein und treffen darauf basierend ihre Anlageentscheidung. Dabei wird insbesondere berücksichtigt, welchen Einfluss ESG Faktoren auf die finanziellen Größen haben können.

Das verantwortliche Verhalten der Investoren bei den bisher genannten Anlagestrategien bezieht sich vorwiegend auf Kauf- und Verkaufsentscheidungen. Die letzte Strategie, das englisch ausgesprochene **Engagement (oder auch: Voting) on Sustainability Matters** stellt hier eine Ausnahme dar. Setzt ein Investor diese Anlagestrategie um, versucht dieser durch aktive Anteilseignerschaft (beispielsweise durch das Ausüben von Stimmrechten) Firmen hinsichtlich ESG Angelegenheiten zu beeinflussen. Dies ist ein langfristig angelegter Prozess, der darauf abzielt, das Verhalten zu beeinflussen und die Transparenz zu erhöhen.

Wie die einzelnen Anlagestile in verschiedenen Assetklassen Anwendung finden, ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

	Themen- / Direktinvest- ment	Best-in- Class	Norm- basierte Invest- ments	Aus- schluss- kriterien	Impact Investing	Integrati- on von ESG Faktoren	Engagement	
							Stimm- rechts- ausübung	Unter- nehmens- dialog
Beteiligungs- papiere (Aktien)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Staatsanleihen	✓	✓	✓	✓		✓		
Unternehmens- anleihen	✓	✓	✓	✓		✓		✓
Nachrangkapital	✓	✓	✓	✓		✓		✓
Private Equity	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Immobilien	✓			✓		✓		
Infrastruktur	✓			✓	✓			
Rohstoffe	✓			✓				
Agrar- investitionen	✓			✓	✓			
Mikrofinanz	✓			✓	✓			
Hedgefonds				✓		✓		
Sichteinlagen/ Sparbuch/Cash	✓			✓	✓			

Abbildung 3: Anlagestile in verschiedenen Assetklassen

Während Ausschlusskriterien und Themeninvestments auf (nahezu) jede Assetklasse angewendet werden können, ist die Stimmrechtsausübung nur in Anlagestilen möglich, die zu einem Eigentumserwerb führen.

Eine vergleichende Bewertung der unterschiedlichen Anlagestile hängt stark von den Präferenzen des Investors ab. CRIC Mitglieder sollten insbesondere das Ziel verfolgen, durch ihr Investment eine nachhaltige Wirkung zu entfalten. Eine vergleichende Bewertung der unterschiedlichen Anlagestile hängt stark von den Präferenzen des Investors ab. CRIC Mitglieder sollten insbesondere das Ziel verfolgen, durch ihr Investment eine nachhaltige Wirkung zu entfalten. Dafür eignen sich insbesondere die Anlagestile „Engagement“ und „Impact Investing“. Während der Investor beim Engagement versucht, direkt auf die Unternehmensstrategie einzuwirken, unterstützt ein Impact Investor gezielt spezielle Projekte mit seinem Kapital.

### 3. Literaturverzeichnis

- Gabriel, Klaus (2007): Nachhaltigkeit am Finanzmarkt. Mit ökologisch und sozial verantwortlichen Geldanlagen die Wirtschaft gestalten, München.
- Gabriel, Klaus (2009): Ethik in der Geldanlage: Grundlagen, Kriterien und Herausforderungen; in: Martin Faust, Stefan Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen – Produkte, Strategien und Beratungskonzepte, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Frankfurt 2014, 21-39, hier 29.
- Gabriel, Klaus (2012): Auf die Wirkung kommt es an. Ändern nachhaltige Geldanlagen die wirtschaftliche Praxis?; in: Forum Nachhaltig Wirtschaften, Ethisch investieren & Green Money, 03/2012, 14f.
- Gabriel, Klaus (2014): Ethische Geldanlagen. „Renditen sozial- und umweltverträglich generieren“; in: Netzwerk Ethik Heute, Ethische Geldanlagen.
- Gabriel, Klaus, Schlagnitweit, Markus (2009): Das gute Geld: Ethisches Investment. Hintergründe und Möglichkeiten, Innsbruck/ Wien.
- Heidbrink, Ludger (2010): Die Rolle des Verantwortungsbegriffs in der Wirtschaftsethik, Working Papers des CRR (Center for Responsibility Research) Nr. 9, Essen 9/2010.
- Klein, Andreas (2014): Verantwortung als ethischer Grundbegriff; in: Die Bedeutung von Ausschlusskriterien und die Verantwortung bei der Geldanlage. Investmentethische Grundfragen, CRIC e.V., Missionszentrale der Franziskaner e.V. (Hg.), Bonn Dezember 2014, 63-77.
- Schaefers, Kevin (2014): Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept, St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Band 46, Bern.
- Utz, Sebastian (2014): Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage – eine Reflexion auf den Beitrag von Henry Schäfer; in: Die Bedeutung von Ausschlusskriterien und die Verantwortung von Investoren bei der Geldanlage. Investmentethische Grundfragen, CRIC e.V., Missionszentrale der Franziskaner e.V. (Hg.), Bonn Dezember 2014, 51-57.