

# Transparenz bei der Geldanlage bezüglich ethischer Kriterien

Gutachten für die Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderung und Antworten“

Dr. Frank Figge  
Auf dem Meere 25  
21335 Lüneburg  
30. April 2002

## Gliederung

	Zusammenfassung .....	3
	Aufbau .....	4
1	Terminologie .....	5
2	Finanztechnische Aspekte nachhaltiger kapitalgedeckter Altersvorsorge .....	7
3	Ökologische und soziale Aspekte und ökonomische Performance .....	12
4	Ökologische und soziale Kriterien in Anlageentscheidungen .....	15
5	Existierende nachhaltige Geldanlagen .....	19
6	Transparenz und Kommunikation.....	20
	Literatur .....	25

## Zusammenfassung

Die Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte in der kapitalgedeckten Altersvorsorge wird zunehmend diskutiert. In Deutschland ist dies in erster Linie auf die im Altersvermögensgesetz (AVmG) verankerte Berichtspflicht der Anbieter von Altersvorsorgeverträgen über die Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte zurückzuführen.

Herkömmliche Nachhaltigkeitsfonds, die nicht für die kapitalgedeckte Altersvorsorge „konstruiert“ sind und Finanzprodukte, die einer nachhaltigen kapitalgedeckten Altersvorsorge dienen sollen, sind nur wenig vergleichbar. So besteht beispielsweise ein konkurrenzierendes Verhältnis zwischen dem Maß, in dem ökologische, soziale und ethische Aspekte berücksichtigt werden können und den Diversifikationserfordernissen einer kapitalgedeckten Altersvorsorge. Die Erfahrungen, die mit herkömmlichen Nachhaltigkeitsfonds gemacht wurden, sind daher nur sehr beschränkt übertragbar.

Die Performance von Nachhaltigkeitsfonds lässt bisher keinen systematischen Zusammenhang zwischen ökologischen, sozialen oder ethischen Aspekten und finanzieller Performance erkennen. In einem effizienten Finanzmarkt ist ein solcher systematischer Zusammenhang allerdings auch nicht zu erwarten. Die Berücksichtigung ökonomisch relevanter ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte in Anlageentscheidungen ist trotzdem, und dies gilt vor allem auch aus volkswirtschaftlicher Sicht, sinnvoll. Diese Aspekte werden heute schon durch Nachhaltigkeitsfonds berücksichtigt. Das Segment der Nachhaltigkeitsfonds wächst stark bei allerdings weiterhin absoluten sehr kleinen Volumina. Die kapitalgedeckte Altersvorsorge unter Berücksichtigung ökologischer, sozialer und/oder ethischer Aspekte dürfte dieses Wachstum weiter unterstützen.

Die Ausgestaltung der Berichtspflicht muss nunmehr dringend geklärt werden. Eine notwendige Grundlage für eine Berichterstattung über ökologische, soziale und ethische Aspekte in der kapitalgedeckten Altersvorsorge ist die Festlegung und Kommunikation transparenter Investmentprozesse. Erst dies lässt auch eine eindeutige Zuordnung der Performance („Performance Attribution“) zu.

Die Entwicklung eines Labels ist aus informationsökonomischen Gründen theoretisch sinnvoll. Unter Praxisbedingungen kann sich ein solches Label allerdings nicht auf das Bewertungsergebnis, sondern nur auf den Bewertungsprozess beziehen. Hierzu ist wiederum die Definition einer „Best Practice“ sinnvoll. Ein Label könnte außerdem eingesetzt werden, um den Anlegern eine einfachere Unterscheidung zwischen den ökologischen, sozialen und ethischen Schwerpunkten der verschiedenen Angebote zu ermöglichen.

## Aufbau

Das vorliegende Gutachten untersucht die Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte in der kapitalgedeckten Altersvorsorge im allgemeinen und Aspekte „nachhaltiger“ Transparenz und Kommunikation der kapitalgedeckten Altersvorsorge im speziellen.

Es werden heute eine Reihe verschiedener Begriffe für Finanzprodukte eingesetzt, die ökologische, soziale und/oder ethische Aspekte berücksichtigen. Das *erste Kapitel* („Terminologie“) geht auf diese Begriffe ein. Das *zweite Kapitel* („Finanztechnische Aspekte nachhaltiger kapitalgedeckter Altersvorsorge“) geht auf die Besonderheiten der kapitalgedeckten Altersvorsorge ein, die bei der Berücksichtigung von ökologischen, sozialen oder ethischen Aspekten beachtet werden müssen. Wie dieses Kapitel zeigt, ist eine einfache Übertragung der Erfahrungen, die mit Nachhaltigkeitsfonds gemacht werden, nicht möglich. Der Zusammenhang zwischen ökologischen und sozialen Aspekten und ökonomischer Performance wird im *dritten Kapitel* („Ökologische und soziale Aspekte und ökonomische Performance“) untersucht. Die Bedeutung von und Voraussetzung für eine Berücksichtigung ökologischer und sozialer Faktoren in Anlageentscheidungen wird im *vierten Kapitel* („Ökologische und soziale Kriterien in Anlageentscheidungen“) untersucht. Das *fünfte Kapitel* („Existierende nachhaltige Geldanlagen“) geht auf die heutige Bedeutung entsprechender Anlageprodukte ein. Problematisch ist in diesem Zusammenhang besonders, dass eine ernsthafte Bezifferung der Größe des Marktes mit den existierenden Informationen nicht möglich ist und sich bestenfalls auf Teilmärkte beziehen kann. Das *sechste Kapitel* („Transparenz und Kommunikation“) behandelt Aspekte der Transparenz und Kommunikation, die für nachhaltige Anlageprodukte der kapitalgedeckten Altersvorsorge von besonderer Bedeutung sind.

## 1 Terminologie

Eine Reihe von Finanzprodukten berücksichtigen neben finanziellen Kriterien auch ökologische, soziale und/oder ethische Aspekte. Es gibt verschiedene Bezeichnungen für diese Finanzprodukte. Zu den im deutschsprachigen Raum gebräuchlichsten Bezeichnungen gehören: Öko-Fonds, Öko-Effizienzfonds, Umwelttechnologiefonds, grüne Fonds, Ethikfonds oder Nachhaltigkeitsfonds. Dass verschiedene Begriffe eingesetzt werden, ist einerseits historisch und andererseits inhaltlich zu erklären. Dies lässt sich beispielsweise an der wechselnden Bezeichnung des Umweltfonds der Schweizer Bank Credit Suisse ablesen. Als Umwelttechnologiefonds (CS Oeco-Protec) gestartet, wurde er erst in einen Öko-Effizienzfonds umgewandelt (Credit Suisse Eco Efficiency) und anschließend zu einem Nachhaltigkeitsfonds (Credit Suisse Global Sustainability) erweitert (Figge 2001a). Die meisten der heute neu aufgelegten Finanzprodukte dieser Art beziehen neben ökologischen und finanziellen Aspekten auch soziale Aspekte ein. Sie berücksichtigen daher alle drei Säulen einer Nachhaltigen Entwicklung und werden daher als nachhaltige Finanzprodukte (synonym: Sustainable Investments, Sustainable Funds) bezeichnet. Im angelsächsischen Raum wird vor allem der Begriff SRI (Socially Responsible Investment) eingesetzt und im französischsprachigen Raum vor allem von investissement éthique oder investissement responsable gesprochen.

Im folgenden werden diese Finanzprodukte pauschal unter dem Begriff „nachhaltig“ bzw. „Nachhaltigkeit“ subsumiert (z.B. Nachhaltigkeitsfonds, nachhaltige Geldanlagen).

Neben „Nachhaltigkeit“ wird häufig auch der Begriff „Ethik“ zur Beschreibung dieser Finanzprodukte eingesetzt. Die fehlende intersubjektive Objektivierbarkeit des Ethikbegriffs gilt aber in diesem Zusammenhang häufig als kritisch (z.B. Dürr 1991). So stellt sich beispielsweise die Frage, ob die auch im deutschsprachigen Raum vertriebenen Islamic Funds (z.B. der Alsukoor Fonds der Commerzbank), zusammen mit den Nachhaltigkeitsfonds als ethische Fonds aufgefasst werden sollten. Eine klare Trennung ist nicht möglich, da sich die Kriterien von islamischen Fonds teilweise mit den Kriterien von Nachhaltigkeitsfonds überschneiden (Chappuis 2001). Die Praxis hat gezeigt, dass der Nachhaltigkeitsbegriff eine bessere Grundlage für die Beschreibung der Zielausrichtung entsprechender Finanzprodukte liefert.

Die fehlende Objektivierbarkeit des Ethikbegriffes ist auch der Grund dafür, dass in einigen Ländern, z.B. auch in Deutschland, genehmigungspflichtige Finanzprodukte mit einer zusätzlichen ethischen Komponente in der Vergangenheit nicht genehmigungsfähig waren.

Bei nachhaltigen Finanzprodukten stellt sich die Problematik nicht im selben Maß. Was unter Nachhaltigkeit verstanden werden kann, ist in den letzten Jahren in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion zunehmend präzisiert worden. Heute wird i.d.R. von einem 3-Säulen-Ansatz (Barbier 1987) ausgegangen. Während die Genehmigung von „ethischen“ Finanzprodukten bei vielen Genehmigungsbehörden auf Widerstand stößt, sind spezialisierte Finanzprodukte, die auf Nachhaltigkeit ausgerichtet sind, heute vielerorts genehmigungsfähig. Dies ist heute auch in Deutschland der Fall.

## 2 Finanztechnische Aspekte nachhaltiger kapitalgedeckter Altersvorsorge

Alle professionell gemanagten Finanzprodukte greifen heute auf die Erkenntnisse der Portfoliotheorie (Markowitz 1952; Markowitz 1959) zurück. Die Portfoliotheorie basiert auf dem Grundgedanken, dass sich Risiken, die in einem Portfolio zusammengefasst werden, teilweise diversifizieren. Zu einer solchen Risikodiversifikation kommt es i.d.R. auch, wenn Risiken über mehrere Perioden gehalten werden (Grinold & Kahn 2000: 49; im ökologischen Zusammenhang Figge 2001b).

Die Konstruktion der Portfolios, d.h. wann wie viel in welche Wertschrift investiert wird, hängt von den verfolgten Zielen ab. Ein Portfolio, das z.B. zur Auszahlung einer Rente in dreißig Jahren beitragen soll, kann ein höheres Risiko eingehen als ein Portfolio mit einem Zeithorizont von fünf Jahren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass davon ausgegangen wird, dass sich Risiken über mehrere Perioden (teilweise) diversifizieren und bei einem ausreichend langen Zeithorizont auch bei einem periodenbezogenen hohen Risiko ein gewünschter Zilertrag am Ende des Zeithorizonts mit ausreichender Sicherheit erzielt wird. Wie dieses Beispiel zeigt, sind daher nicht alle Finanzprodukte auch für jeden Zweck geeignet. Eine kapitalgedeckte Altersvorsorge muss daher sein Vermögen anders anlegen, als beispielsweise Investmentfonds, die für einen kürzeren Anlagehorizont konstruiert sind. Dies gilt auch für Nachhaltigkeitsfonds und ist unabhängig von der Frage, ob diese Fonds gut oder schlecht gemanagt sind.

Ein professionell arbeitender Anbieter eines neuen Produkts der kapitalgedeckten Altersvorsorge wird am Anfang eine sogenannte Asset-Liability Study durchführen. Ein solche Studie wird u.a. zeigen, wann mit welchen Forderungen durch die Beitragszahler zu rechnen ist. Hierdurch wird z.B. das Verhältnis aus Aktien und Obligationen beeinflusst. Im Falle einer kapitalgedeckten Altersvorsorge nach dem deutschen Altersvermögensgesetz würden auch die Parameter einfließen, die durch das Gesetz an die entsprechenden Produkte gestellt werden (z.B. Garantie, dass zu Beginn der Auszahlungsphase mindestens die eingezahlten Beiträge zur Verfügung stehen, § 1 Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz - AltZertG). Auf der Basis dieser Informationen wird/werden das Portfolio/die Portfolios konstruiert, das/die als Grundlage für das Produkt der kapitalgedeckten Altersvorsorge dienen soll(en).

Ökologische, soziale und/oder ethische Aspekte, die zusätzlich berücksichtigt werden sollen, stellen Nebenbedingungen dar, die bei der Portfoliokonstruktion berücksichtigt werden müssen. Der Einbezug ökologischer, sozialer und/oder ethischer Aspekte wird dazu führen, dass sich das Portfolio von einem „herkömmlichen“ Portfolio unterscheidet. Port-

foliomanager müssen abwägen, wie und wie stark sie die nicht-finanziellen Aspekte berücksichtigen können. Eine maximale Berücksichtigung der nicht-finanziellen Aspekte ist in der Praxis nicht möglich; sie wäre gleichbedeutend mit einer Konzentration auf eine oder einige wenige Aktien. Dies würde keine ausreichende Diversifikation zulassen. Dies gilt auch dann, wenn erwartet wird, dass von den nicht-finanziellen Aspekten ein positiver Beitrag zur finanziellen Performance des Portfolios geleistet wird.

Die Abweichung von dem an und für sich als optimal erachteten Portfolio stellt ein (zusätzliches) Risiko dar. Ein solches zusätzliches Risiko ist nicht per se negativ. So wird dieses Risikos beispielsweise bewusst eingegangen, wenn die Analysen herkömmlicher Finanzanalysten durch die Portfoliomanager in den Anlageentscheidungen berücksichtigt werden. Dass dieses Risiko eingegangen wird, ist darauf zurückzuführen, dass durch die Berücksichtigung ein höherer Ertrag erwartet wird.

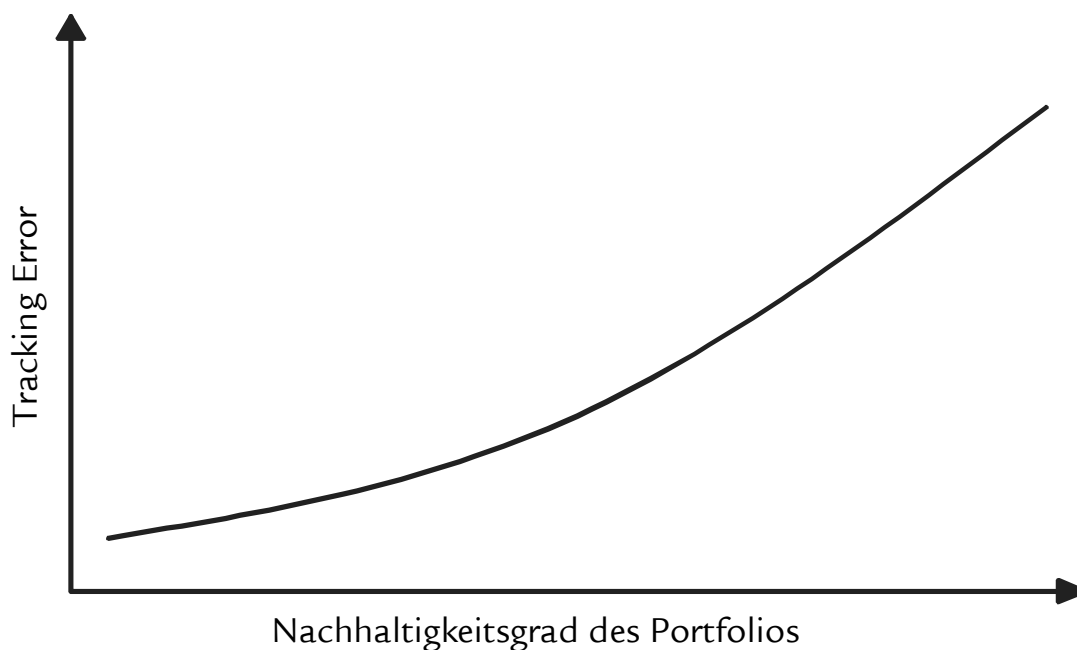
Es wird grundsätzlich davon ausgegangen, dass ein höheres Risiko durch einen höheren Ertrag „entschädigt“ werden muss. Das Management dieses trade-off zwischen erwartetem Ertrag und erwartetem Risiko nimmt in der Arbeit der Finanzdienstleister eine zentrale Stellung ein.

Eine zentrale Stellung nimmt außerdem die Unterscheidung zwischen aktiv und passiv gemanagten Portfolios ein. *Aktiv* gemanagte Portfolios versuchen, eine bessere Performance als ein Benchmark (meist: ein Vergleichsindex) zu erzielen. Das Portfoliomanagement wird hierbei durch die Arbeit der Finanzanalysten unterstützt. Die Portfoliomanager berücksichtigen, mehr oder minder stark, die Meinung der Finanzanalysten. *Passiv* gemanagte Portfolios versuchen hingegen, der Wertentwicklung eines Benchmark möglichst nah zu folgen. Portfolios können einen mehr oder minder stark aktiven Charakter haben. Je aktiver Portfolios sind, desto stärker unterscheidet sich ihre Zusammensetzung von der Zusammensetzung des Benchmark.

Von großer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das Konzept des *Tracking Error*. Der Tracking Error misst, wie nah die Wertentwicklung eines Portfolios (z.B. eines Investmentfonds) bei der Wertentwicklung eines Benchmark (meist: Referenzindex) liegt. Der Tracking Error ist daher ein relatives Risikomaß; er gibt das Risiko eines Abweichens von der Wertentwicklung des Benchmark wieder (z.B. Grinold & Kahn 2000: 49). Je aktiver ein Portfolio ist, desto stärker unterscheidet sich seine Zusammensetzung, wie erwähnt, von der Zusammensetzung des Benchmark.



Werden nun neben finanziellen Aspekten auch ethische, ökologischer und/oder soziale Aspekte in der Anlage des Vermögens berücksichtigt, so entspricht dies aktiven Anlageentscheidungen. Je „ethischer“, „ökologischer“ oder „sozialer“ ein Portfolio sein soll, desto aktiver müssen die Anlageentscheidungen ausfallen und desto höher ist der Tracking Error. Abbildung 1 gibt diesen Zusammenhang graphisch wieder. Die Kurve, die den Zusammenhang zwischen Tracking Error und Nachhaltigkeitsgrad des Portfolios darstellt, hat dabei in der Praxis immer einen „durchhängenden“ Verlauf. Dies zeigt, dass die Steigerung des Nachhaltigkeitsgrads eines Portfolios um ein gegebenes Maß mit immer mehr Risiko erkaufte werden muss.



**Abbildung 1: Nachhaltigkeit und Tracking Error (schematische Darstellung)**

Bei Nachhaltigkeitsfonds, die als „normale“ Kapitalanlage angeboten werden und nicht explizit für die kapitalgedeckte Altersvorsorge vorgesehen sind, hat das Management des Tracking Error i.d.R. keine große Bedeutung. Professionell gemanagte Portfolios, die für die kapitalgedeckte Altersvorsorge zusammengestellt werden, berücksichtigen hingegen in der Praxis explizit den Tracking Error. Dies ermöglicht einerseits den Investoren eine Kontrolle der Performance des Vermögensverwalters. Andererseits wird hierdurch der Beitrag eines Portfolios zur Erfüllung der Ansprüche der Versicherten kalkulierbarer. Auch wenn der Tracking Error nicht explizit berücksichtigt wird, muss das Risiko eines Abweichens vom Benchmark überwacht werden.

Hieraus ergeben sich einige wichtige Konsequenzen. Bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge gibt es, *erstens*, nur einen beschränkten Spielraum für die Berücksichtigung ökolo-

gischer, sozialer oder ethischer Aspekte. Dies zeigt auch die Erfahrung ausländischer Finanzdienstleister (vgl. z.B. für Schweden Mathias 2002). So lassen sich beispielsweise nur in einem begrenzten Maß Aktien ausschließen. Die Portfolios „normaler“ Nachhaltigkeitsfonds und von Nachhaltigkeitsfonds, die als Grundlage für die kapitalgedeckte Altersvorsorge dienen sollen, werden sich daher, *zweitens*, deutlich voneinander unterscheiden. Da sich die zugrundeliegenden Portfolios unterscheiden, lassen sich daher, *drittens*, auch keine verlässlichen Schlüsse von der Performance „normaler“ Nachhaltigkeitsfonds auf die Performance einer „nachhaltigen“ kapitalgedeckten Altersversorgung ziehen.

Der Beitrag ethischer, ökologischer und sozialer Aspekte zur finanziellen Performance ist unklar (vgl. auch Abschnitt 3) und wird in einem effizienten Finanzmarkt auch immer unklar sein. Über die Vorgabe (vor der Portfoliokonstruktion) eines Tracking Error kann aber bestimmt werden, wie stark der (positive oder negative) Einfluss nicht-finanzieller Aspekte auf die Wertentwicklung relativ zum Benchmark sein soll. Dies setzt allerdings voraus, dass der jeweilige Finanzdienstleister ein qualitativ hochwertiges Risikomanagement besitzt.

Als Faustregel kann festgehalten werden, dass der Spielraum für die Berücksichtigung ökologischer, sozialer oder ethischer Aspekte in die kapitalgedeckte Altersvorsorge umso kleiner ist, je einschränkender die finanziellen Anforderungen sind.

Bei finanziell aktiv gemanagten Portfolios, d.h. Portfolios bei denen die Analysen der Finanzanalysten explizit berücksichtigt werden und nicht „nur“ ein Index verfolgt wird, die zusätzlich ökologische, soziale und/oder ethische Aspekte berücksichtigen, hängt der nachhaltige Charakter auch von dem Verhältnis zwischen Finanz- und Nachhaltigkeitsanalyse ab. Dies kann an einem simplifizierten Beispiel erläutert werden. Eine Aktie habe in einem Benchmark (i.d.R. in einem Index) eine Gewichtung von 4%. Wenn eine positive Finanzanalyse vorliegt, wird ein Portfoliomanager die Gewichtung dieser Aktie beispielsweise auf 5% erhöhen. Wie stark er die Gewichtung erhöht, hängt in erster Linie von dem angestrebten Tracking Error ab. Kommt die Nachhaltigkeitsanalyse nun zu der Überzeugung, dass es sich um eine sehr schlechte Aktie aus Nachhaltigkeitssicht handelt, wird die Gewichtung z.B. wieder auf 4% und damit auf die Gewichtung im Benchmark reduziert. Aus diesem Beispiel können zwei wichtige Schlüsse gezogen werden.

Ein Vergleich der Gewichtungen eines nachhaltigen, aktiv gemanagten Portfolios mit einem Benchmark zeigt, *erstens*, i.d.R. nicht den Beitrag, den das Nachhaltigkeitsresearch zur Portfoliostruktur geleistet hat. Dies muss bei der Kommunikation mit den Anlegern bedacht werden. „Widersprechen“ sich Nachhaltigkeits- und Finanzresearch, heben sich die

Auswirkungen auf das Portfolio, *zweitens*, teilweise auf. Kommen Nachhaltigkeits- und Finanzresearch hingegen zu ähnlichen Aussagen, verstärken sich die Wirkungen. Ein wertorientiertes Nachhaltigkeitsresearch hat daher das Potenzial, einen besonders großen Einfluss auf die Portfoliogewichtungen zu haben. Unter wertorientiertem Nachhaltigkeitsresearch versteht man ein Nachhaltigkeitsresearch, welches gezielt die Verbindung zwischen ökologischen und sozialen Aspekten und unternehmerischen Erfolg untersucht.

Wertorientiertes Nachhaltigkeitsresearch ist besonders für Produkte der kapitalgedeckten Altersvorsorge von großer Bedeutung. Diese Produkte reagieren wegen ihrer typischerweise langen Laufzeit und dem Zinseszinsseffekt nämlich sehr sensibel auf eine finanzielle Über- bzw. Unterperformance. Die folgende Abbildung (Abbildung 2) gibt dies am Beispiel eines Anlegers wieder, der anfängt, mit 25 Jahren am Anfang jeden Jahres 100 € in ein Produkt einzuzahlen, das eine jährliche Rendite von 6% bzw. 7% erzielt. Bei einer jährlichen Verzinsung von 7% hat der Anleger mit 65 Jahren rund 31% mehr Kapital gebildet als mit einer Verzinsung von 6%. Die ökonomische Performance von Produkten der kapitalgedeckten Altersvorsorge ist daher von großer Bedeutung.

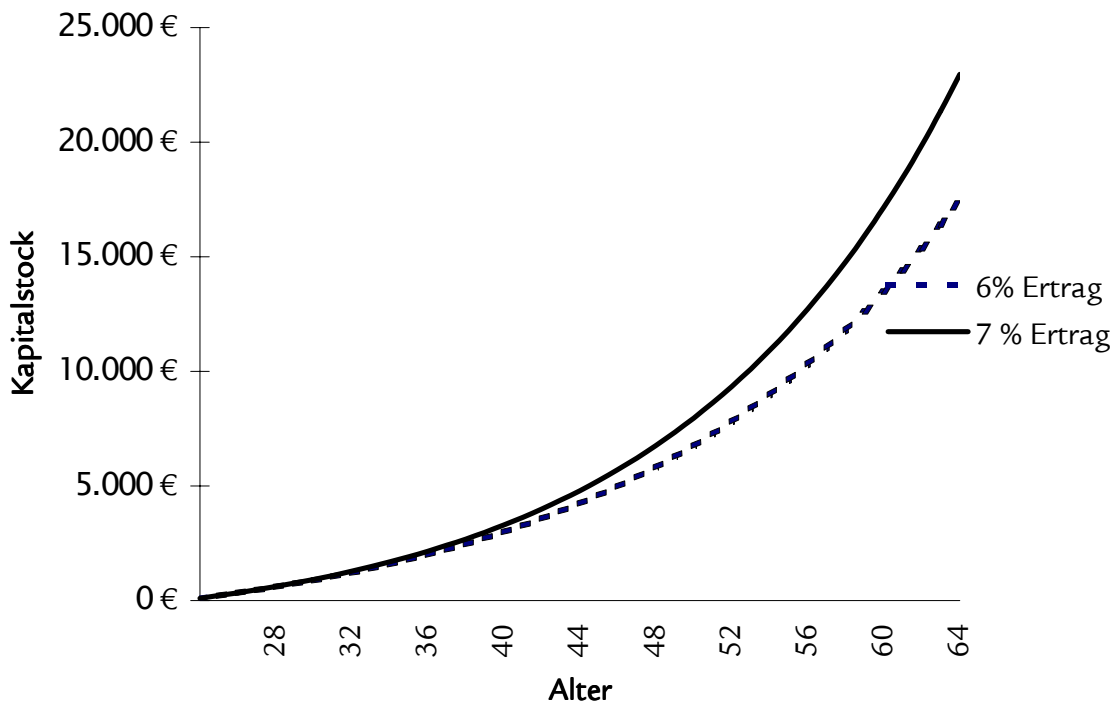


Abbildung 2: Zinseszinsseffekt

### 3 Ökologische und soziale Aspekte und ökonomische Performance

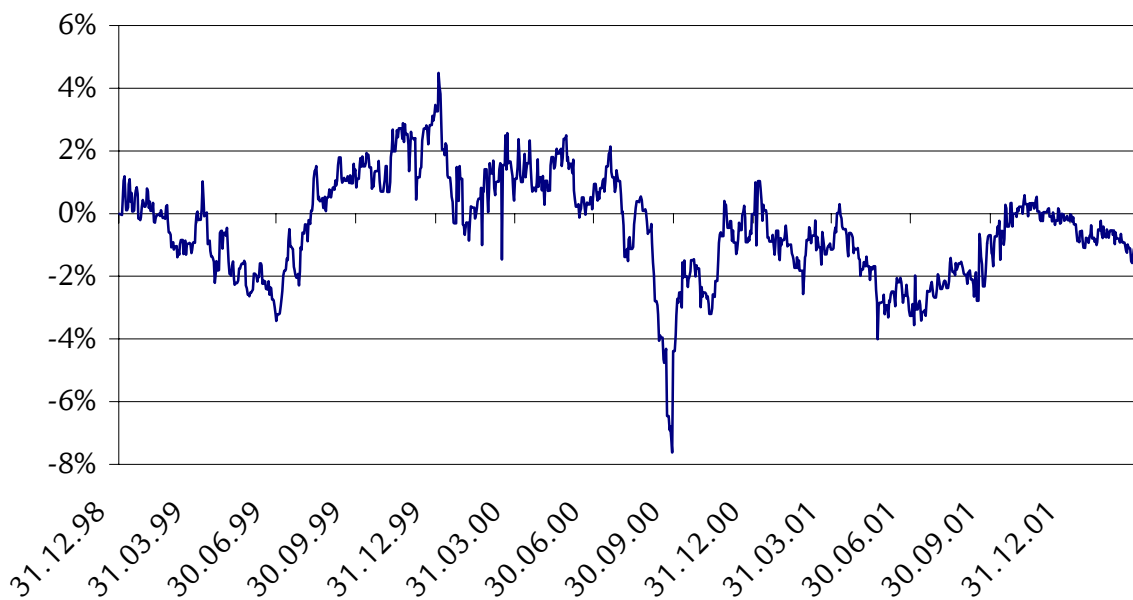
Die Performance von Nachhaltigkeitsfonds wird bereits seit langem diskutiert (vgl. z.B. Bragdon & Marlin 1972; Spicer 1978; Chen, K. & Metcalf 1980). Die entsprechenden Untersuchungen beziehen sich allerdings i.d.R. nicht auf Portfolios, die für die kapitalgedeckte Altersvorsorge eingesetzt werden und die Ergebnisse sollten daher mit Vorsicht interpretiert werden.

Übersichtsstudien haben gezeigt, dass die geäußerte Hoffnung, dass Investments in nachhaltigere Aktien grundsätzlich eine bessere finanzielle Performance haben, sich nicht verwirklicht hat (Margolis & Walsh 2001; Wagner 2001). Dies ist allerdings, zumindest für die Verbindung zwischen Nachhaltigkeit und Börsenkursentwicklung, auch nicht zu erwarten, da ein eindeutiger Zusammenhang (z.B. die Aktien nachhaltiger Unternehmen haben grundsätzlich eine bessere Performance) in einem effizienten Markt sofort zu einer Preisanpassung führen würde. Durch diese Preisanpassung ginge der entdeckte systematische Zusammenhang verloren; eine Outperformance ließe sich in Zukunft nicht mehr erzielen. Ein systematischer positiver Zusammenhang würde im Gegenteil entweder Zweifel an der Effizienz der Finanzmärkte oder aber an den erzielten Ergebnissen bzw. den zugrundeliegenden Daten der Untersuchung aufkommen lassen.

Erschwert wird die Analyse des Zusammenhangs zwischen ökologischer und/oder sozialer Performance einerseits und der finanziellen Performance andererseits dadurch, dass auf die finanzielle Performance eines Aktien- oder Renteninvestments eine Reihe verschiedener Aspekte einwirken. Bei einer Aktie gehören beispielsweise die Branche, das Land oder die Unternehmensgröße zu diesen Aspekten. Werden zusätzlich nicht-finanzielle Aspekte berücksichtigt, muss die Performance daher erst um alle Beiträge bereinigt werden, die z.B. die Länder- oder die Branchenallokation leistet. Man kann erst dann davon ausgehen, dass die verbleibende über- oder unterdurchschnittliche Performance durch die Integration ökologischer, sozialer oder ethischer Kriterien geleistet wurde. Die Performance-Attribution, d.h. die Zuordnung der finanziellen Performance des Investments auf ökologische, soziale oder ethische Kriterien, stellt sich in der Praxis daher sehr komplex dar. Der in der Öffentlichkeit häufig vorgenommene Vergleich zwischen einem Fonds, einem Nachhaltigkeitsindex oder einer einzigen Aktie und einem herkömmlichen Referenzindex (z.B. Bundesumweltministerium & Umweltbundesamt 2000: 6) ist daher nicht aussagekräftig und hat nur anekdotischen Charakter. Ein Anleger, der aus ökologischen, sozialen und/oder ethischen Gründen nur in einige wenige Aktien gleichzeitig investiert, also schlecht diversifiziert, geht

ein höheres Risiko ein, als ein Investor, der seine Investitionen breit streut. Um ein vergleichbares Ertrags-Risiko-Verhältnis zu erzielen, müsste das schlechter diversifizierte Portfolio daher sogar einen höheren Ertrag erzielen.

Ein direkter Vergleich zwischen einem nachhaltigen und einem herkömmlichen Finanzprodukt ist nur sinnvoll, wenn beide Finanzprodukte, außer dem Grad der Nachhaltigkeit, vergleichbare Charakteristika haben. So lassen sich beispielsweise die Dow Jones Sustainability Indices sinnvoll mit den Dow Jones Global Indices vergleichen (vgl. Abbildung 3). Es wäre aber z.B. nicht sinnvoll, den Naturaktienindex (NAI), der nur 20 im wesentlichen kleine Unternehmen umfasst, mit einem Index zu vergleichen, der mehrere tausend im wesentlichen größere Unternehmen abdeckt.



**Abbildung 3: Über- bzw. Unterperformance des DJSG World Index Composite gegenüber des DJ World Stock Index vom 31.12.1998 bis 19.03.2002. Quelle: Bloomberg, Berechnungen: CSM e.V.**

Dass ökologische und soziale Aspekte grundsätzlich einen Einfluss auf den ökonomischen Erfolg von Unternehmen haben können, zeigen Studien, welche die Kausalität zwischen ökologischen (z.B. Figge 2001c; Reed 1998; Schaltegger & Figge 1997) und/oder sozialen (z.B. Figge & Schaltegger 2000) Aspekten und der ökonomischen Performance von Unternehmen aufzeigen.

In der Vergangenheit traten negative Umwelteinflüsse häufig in der Form von externen Kosten auf. Bei der Entstehung von (nicht internalisierten) externen Kosten trägt der Verursacher nicht die Folgen (Kosten) seines Handelns. Hierdurch fallen gesamt- und einzel-

wirtschaftliche Rationalität auseinander. Es ist i.d.R. ein politisches Ziel, einzel- und gesamtwirtschaftliche Rationalität durch den Einsatz verschiedener Instrumente wieder in Deckung zu bekommen. Hierzu gehören zum Beispiel die Einführung von Pigou-Abgaben bzw. Pigou-Steuern (Pigou 1921) oder die Einführung von Haftungsregeln (z.B. Kommission der Europäischen Gemeinschaften 2002). Je konsequenter einzel- und gesamtwirtschaftliche Rationalität in Deckung gebracht werden, desto stärker fallen die Anreize einer Verbesserung der ökonomischen und der ökologischen und/oder sozialen Performance zusammen. Sollten solche Instrumente nun in Zukunft verstärkt zum Einsatz kommen, ist damit zu rechnen, dass auch nicht-spezialisierte Finanzmarktakteure zunehmendes Interesse an der Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte zeigen. In Anbetracht der Tatsache, dass „nachhaltige“ Finanzmarktakteure bisher nur eine kleine Minderheit darstellen, scheint hier ein deutliches Lenkungspotenzial zu liegen. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass der Finanzmarkt als zukunftsorientierter Markt bereits heute zukünftige Entwicklungen antizipieren sollte. Dies setzt allerdings voraus, dass zukünftige Entwicklungen von den Finanzmarktakteuren erkannt werden. Selbst den von Umweltvorschriften betroffenen Unternehmen, also den „Investitionsobjekten“ selbst, ist allerdings schon die Berücksichtigung aller für sie heute relevanten Umweltvorschriften häufig nicht möglich (Hahn 2001). Es ist zweifelhaft, ob externe Analysten bereits heute alle relevanten heutige und zukünftige ökologische und soziale Einflüsse berücksichtigen können.

Nur ökologische und soziale Aspekte, die vom Finanzmarkt wahrgenommen werden, werden auch berücksichtigt, haben damit einen Einfluss auf die Preisbildung und leisten einen Beitrag zu einer richtigen Allokation der Ressourcen. Es reicht daher nicht, dass Anreize (z.B. durch Haftungsregeln) richtig gesetzt werden. Es muss auch sichergestellt werden (z.B. durch die Schaffung von Transparenz), dass sie von den Finanzmarktteilnehmern wahrgenommen und damit in der Preisbildung berücksichtigt werden können.

#### 4 Ökologische und soziale Kriterien in Anlageentscheidungen

Eine grundlegende Funktion der Finanzmärkte ist es, Ressourcen optimal zu allozieren. Im Gegensatz zu den gegenwartsorientierten Gütermärkten ist der Finanzmarkt stark zukunftsorientiert. Investoren müssen ihre Entscheidungen daher auf der Basis von Erwartungen treffen. Aufgabe von Finanzanalysten ist es, die Zukunftsaussichten von Unternehmen einzuschätzen und Investoren damit bei ihren Anlageentscheidungen zu unterstützen. Es wird davon ausgegangen, dass in einer funktionierenden Marktwirtschaft die einzelwirtschaftliche Optimierung des Anlageerfolgs auch zu einer gesamtgesellschaftlich optimalen Ressourcenallokation führt.

Spezialisierte Anlageprodukte wie Nachhaltigkeitsfonds berücksichtigen heute schon explizit Umwelt- und Sozialaspekte. Es gibt eine große Zahl möglicher Kriterien (vgl. für eine sehr umfangreiche Krieriologie z.B. Hoffmann et al. 1997). Die über Unternehmen frei verfügbaren Information reichen allerdings bisher nicht für eine umfassende Analyse. Wegen der weiterhin ungenügenden Datenverfügbarkeit setzen die Anbieter daher i.d.R. individuelle Fragebögen ein, um die ökologischen, sozialen und ethischen Daten zu erheben, die sie für ihre nachhaltigen Anlageentscheidungen benötigen. Diese Fragebögen sind zudem bei vielen Anbietern branchenspezifisch und meist nicht öffentlich zugänglich. Eine allgemeine Darstellung der heute verwendeten Kriterien ist daher nicht möglich. Es kann allerdings festgehalten werden, dass weiterhin weit mehr qualitative als quantitative Kriterien eingesetzt werden. Im Umweltbereich erstrecken sich diese Kriterien meist auf die Bereiche Umweltmanagement, Produkte, Prozesse und Strategie. Im Sozialbereich wird häufig der Stakeholderansatz zugrundegelegt und die Beziehungen zu verschiedenen Stakeholdergruppen untersucht.

In der herkömmlichen Finanzanalyse werden ökologische und soziale Kriterien heute nur selten integriert. Werden ökologische und soziale Kriterien aber nicht explizit in den Anlageentscheidungen berücksichtigt, ist auch nicht davon auszugehen, dass die Anlageentscheidungen aus ökonomischer, ökologischer und sozialer Hinsicht optimal sind.

Durch die Integration ökologischer und sozialer Aspekte in Anlageentscheidungen ergibt sich die Chance eines Beitrags zur nachhaltig optimalen Allokation der Ressourcen. Damit diese Chance genutzt werden kann, müssen die Kriterien bzw. der Umgang mit den Kriterien einigen Anforderungen genügen. Von entscheidender Bedeutung ist, erstens, die *Datenverfügbarkeit*. Die Kriterien müssen für alle relevanten Unternehmen erhoben werden können. Welche Unternehmen hierbei relevant sind, hängt vom jeweils vorliegenden

Investitionsuniversum ab. Investiert ein Fonds beispielsweise nur in Aktien der Euro-Länder, werden auch nur für diese Unternehmen die entsprechenden Informationen benötigt. Anlageentscheidungen sind Auswahlentscheidungen und die Kriterien müssen daher für alle möglichen Unternehmen, d.h. auch für Unternehmen, in die später nicht investiert wird, vorliegen.

Die Daten müssen, zweitens, *vergleichbar* sein. Da Investoren zwischen Unternehmen wählen müssen, müssen die erhobenen Kriterien (genauer: Kriterienausprägungen) verschiedener Unternehmen miteinander verglichen werden können. Rechnungslegungsstandards haben u.a. zum Ziel, diese Vergleichbarkeit für finanzielle Informationen zu gewährleisten. Für ökologische und soziale Informationen gibt es entsprechende verbindliche Standards bisher nicht. Es existieren allerdings eine Reihe von Initiativen, die versuchen, entsprechende freiwillige Standards zu entwickeln. Die bekannteste branchenübergreifende Initiative ist die Global Reporting Initiative (GRI) (Global Reporting Initiative 2000). Abgesehen von individuellen Fragebögen sind spezialisierte Unternehmensveröffentlichungen (z.B. Umwelt-, Sozial- oder Nachhaltigkeitsberichte) die bisher wichtigste Informationsquelle für entsprechend spezialisierte Analysten. Die unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der in diesen Berichten veröffentlichten Informationen ist allerdings bisher mangelhaft. So unterscheiden sich z.B. regelmäßig die Konsolidierungskreise der Informationen. Dies verhindert zum Beispiel häufig, dass sinnvolle Öko-Effizienzüberlegungen angestellt werden können.

Die ökologische/soziale und die ökonomische Analyse werden in der Praxis heute meist getrennt durchgeführt. Es ist langfristig sinnvoll, dass diese Analysen integriert werden. Eine Voraussetzung hierfür ist, drittens, die *Integrierbarkeit* ökologischer und sozialer Informationen mit den ökonomischen Informationen. Dies ist z.B. eine Voraussetzung dafür, dass sinnvolle Öko- und Sozialeffizienzkennzahlen errechnet werden können. Neben der erwähnten unternehmensübergreifenden Vergleichbarkeit der ökologischen und sozialen Informationen muss daher auch Integrierbarkeit mit den ökonomischen Informationen gegeben sein. Dies setzt voraus, dass die ökologischen und sozialen Informationen analog zu den ökonomischen Informationen erhoben, verarbeitet und präsentiert werden. Dies setzt, wie erwähnt, z.B. gleiche Konsolidierungskreise voraus.

Soll eine Nachhaltigkeitsanalyse, analog zur traditionellen Finanzanalyse, einen Beitrag zur ökologisch und sozial optimalen Allokation der Ressourcen sicherstellen, muss sie, viertens, *zukunftsorientiert* sein. Der Aufgabe von Analysten ist, eine Meinung über die Zukunft von



Unternehmen zu entwickeln. Viele Nachhaltigkeitsanalysen sind heute stark vergangenheits- und gegenwartsorientiert. Dies ist auch auf die von Unternehmen in Umwelt- und Nachhaltigkeitsberichten veröffentlichten ökologischen und sozialen Informationen zurückzuführen, die eine zukunftsorientierte Analyse erschweren.

Damit eine Nachhaltigkeitsanalyse einen Beitrag zu einer optimalen Ressourcenallokation leisten kann, müssen die Informationen, fünftens, *richtig interpretiert* werden. Die bestehenden Bewertungsverfahren setzen heute meist sehr einfache Algorithmen zur Bewertung ein (Figge 2000). Nachhaltigkeitsanalysten sind heute, stärker als Finanzanalysten, die auf viele hochentwickelte Informationsquellen zurückgreifen können, mit der Suche nach Inputinformationen für diese Bewertungsalgorithmen befasst. Finanzanalysten können sich, zumindest in bezug auf die vergangenheitsorientierten Informationen, auf stark standardisierte Informationen stützen, deren Richtigkeit von Wirtschaftsprüfern überprüft wird. Es ist die Aufgabe von Finanzanalysten, Prognosen über die unternehmerische Zukunft der Unternehmen zu treffen. Analog sollte es die Kernaufgabe von Nachhaltigkeitsanalysten sein, eine Meinung über die Zukunft von Unternehmen zu bilden, statt Inputinformationen für mehr oder minder willkürliche Bewertungsalgorithmen zu suchen und zu überprüfen.

Finanzmarktakteure treffen ihre Entscheidungen auf der Basis von Informationen. Ökologische und soziale Informationen sind bisher weder in der notwendigen Breite, noch in der erforderlichen Periodizität und mit der nötigen Vergleichbarkeit verfügbar. Dies verteuert bzw. verhindert die notwendigen Analysen. Anstrengungen, die auf eine Ausweitung und Vereinheitlichung der Nachhaltigkeitsberichterstattung abzielen, sollten unterstützt werden. Hierbei sollte immer geprüft werden, inwieweit eine Integration in die finanzielle Berichterstattung, eine Erweiterung der finanziellen Berichterstattung um ökologische und soziale Aspekte oder zumindest eine Anlehnung an die Prinzipien und Methoden der finanziellen Berichterstattung sinnvoll und möglich ist.

Immer wenn Unternehmen Informationen über ihre Geschäftstätigkeit veröffentlichen, stellt sich die Frage, wie sichergestellt werden kann, dass die Informationen richtig sind. Die Prüfung von (finanziellen) Unternehmensinformationen ist seit langem die Aufgabe der Wirtschaftsprüfer. Eine Möglichkeit wäre, den Tätigkeitsbereich der Wirtschaftsprüfer auch auf die Prüfung von Nachhaltigkeitsinformationen zu erweitern (Brebeck & Horst 2002). Umwelt- und Nachhaltigkeitsberichte würden gegebenenfalls, wie Geschäftsberichte, durch Wirtschaftsprüfer testiert. Bisher sind Unternehmen, mit Ausnahme der Wiedergabe von

finanziellen Informationen, in der Gestaltung ihrer Umwelt- und Nachhaltigkeitsberichte weitgehend frei. Einige Umwelt- und Nachhaltigkeitsberichte werden bereits heute auf freiwilliger Basis von Wirtschaftsprüfern testiert. Ob eine generelle Testierung durch Wirtschaftsprüfer sinnvoll ist, hängt einerseits natürlich von den entstehenden Kosten ab. Andererseits haben testierte Informationen, die nicht mit den Angaben anderer Unternehmen verglichen werden können, nur einen geringen Wert. Die Berichterstattung anhand einheitlicher Berichterstattungsstandards kann hier Abhilfe schaffen. Es wäre dann auch die Aufgabe der Wirtschaftsprüfer, die Übereinstimmung mit den Berichterstattungsstandards zu bestätigen. Es ist außerdem sinnvoll, dass sich die Wirtschaftsprüfer zur Sicherung der Qualität ihrer Prüfung an Prüfungsstandards halten. Ein solcher Prüfungsstandard existiert (IDW PS 820), er wird aber nicht von allen Wirtschaftsprüfern bei der Prüfung zugrundegelegt. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, Umweltinformationen im Geschäftsbericht von Unternehmen zu berücksichtigen. Hierdurch wären sie automatisch, abhängig von ihrer Platzierung im Geschäftsbericht, mehr oder minder stark, der Überprüfung durch Wirtschaftsprüfer unterworfen. Wie hierbei vorgegangen werden kann, zeigt eine Empfehlung der EU-Kommission (EU-Kommission 2001).

Die Prüfung ökologischer und sozialer Unternehmensinformationen ist prinzipiell sinnvoll. Solange die Berichterstattung entsprechender Informationen freiwillig ist, muss allerdings beachtet werden, dass eine obligatorische Prüfung zu weniger statt mehr Berichterstattung führen könnte, da sich Unternehmen einer Prüfung dadurch entziehen können, dass sie nicht berichten. Eine Prüfungspflicht sollte daher kritisch erwogen werden. Durch die Förderung entsprechender Berichterstattungsstandards könnten jedoch auf Seiten der Unternehmen Unsicherheit und Transaktionskosten gesenkt und auf Seiten der Informationsnutzer (z.B. Nachhaltigkeitsanalysten) der Wert der Informationen gesteigert werden.

Anstrengungen zu einer Integration relevanter ökologischer und sozialer Informationen in den Jahresabschluss und den Lagebericht von Unternehmen, wie z.B. von der EU-Kommission vorgeschlagen, sollten unterstützt werden. Hierdurch kann die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte in allgemeinen Finanzmarktentscheidungen gefördert werden.

## 5 Existierende nachhaltige Geldanlagen

Die Zahl und das Volumen nachhaltiger Anlageprodukte ist in den letzten Jahren stark gestiegen. Eine Bezifferung des Gesamtvolumens ist wegen der erwähnten Abgrenzungsproblematik schwierig. So wird z.B. häufig erwähnt, dass fast jeder achte US-\$ in den USA heute bereits nachhaltig angelegt werde (Social Investment Forum 2001). In diesem Zusammenhang muss allerdings beachtet werden, dass das Volumen nachhaltiger Investments je nach Abgrenzung unterschiedlich hoch ist. Nach der vom Social Investment Forum zugrundegelegten Definition gilt z.B. ein Investment schon als nachhaltig, wenn die Aktien von nur einer Branche (z.B. Tabakindustrie) ausgeschlossen werden (z.B. o.V. 2001: 6). Hinzu kommt, dass eine Übersicht zwar für öffentlich vertriebene Fonds möglich ist, dass es aber nur wenig verfügbare Informationen über Portfolios gibt, die z.B. für institutionelle Investoren gemanagt werden. Es kann festgehalten werden, dass es bisher keine Quelle gibt, die verlässliche Angaben über die Größen des Marktes für nachhaltige Geldanlagen macht (Chen, L. 2001; French 2001). Das einmalige Erstellen eines Inventars nachhaltiger Geldanlagen ist wegen der Dynamik des Marktes nur von geringem Wert. Prüfwert ist, wie nachhaltige Geldanlagen in bestehende Übersichten von Investmentprodukten besser berücksichtigt werden können.

Es besteht jedoch weitgehende Einigkeit darüber, dass Nachhaltigkeitsfonds zwar stark wachsen, weiterhin aber nur einen geringen Anteil an allen Publikumsfonds haben. So geht ein Experte von einem Anteil von 0,375% am Gesamtfondsvolumen im Jahr 2000 aus (Weber 2001: 19). Die bisherigen, teilweise spektakulären Zuwachsraten, sind, dies gilt zumindest für den europäischen Raum, auf einen Basiseffekt zurückzuführen.

Sollten Nachhaltigkeitsaspekte in Zukunft auch Eingang in die kapitalgedeckte Altersvorsorge finden, ist davon auszugehen, dass dies einen erheblichen Beitrag zu einem weiteren Volumenwachstum leisten wird. Es besteht allerdings, wie erwähnt, ein Zielkonflikt zwischen dem Grad der Nachhaltigkeit solcher Portfolios und deren Diversifikationsanforderungen. Dies führt dazu, dass der Nachhaltigkeitscharakter solcher Portfolios in der Praxis weniger ausgeprägt ist, als von nachhaltigen Geldanlagen, die nicht der kapitalgedeckten Altersvorsorge dienen. Ein durch die kapitalgedeckte Altersvorsorge hervorgerufener Volumenzuwachs tendiert daher dazu, den Nachhaltigkeitsbeitrag zu überschätzen.

## 6 Transparenz und Kommunikation

Die Wahl einer geeigneten kapitalgedeckten Altersvorsorge stellt den durchschnittlichen Anleger, auch ohne die Berücksichtigung ethischer, ökologischer und/oder sozialer Aspekte, vor eine komplexe Entscheidungssituation. Der Einschluss nicht-finanzieller Aspekte stellt eine weitere Nebenbedingung dar, die er in seiner Entscheidung berücksichtigen muss. Da der Einfluss auf die ökonomische Performance ex ante nicht bekannt ist, muss er eine Abwägung zwischen dem verfolgten finanziellen und dem nachhaltigen Ziel *unter Unsicherheit* vornehmen. Hierzu muss der Anleger nicht nur berücksichtigen, welche ethischen, ökologischen und/oder sozialen Ziele verfolgt werden, sondern auch, wie stark und auf welche Weise diese berücksichtigt werden. Unter professionellen Anlegern wird dies erreicht, indem sich Anleger und Vermögensverwalter auf einen Investmentprozess einigen, den der Vermögensverwalter verfolgt. Die Art und Weise der Integration nicht-finanzieller Aspekte in den Anlageprozess ist ein Teil des Investmentprozesses und sollte zum Schutz der Anleger immer verbindlich festgelegt sein und kommuniziert werden. Dies sollte auch in der Ausgestaltung der Berichtspflicht Niederschlag finden.

Ob die Berücksichtigung ethischer, ökologischer und/oder sozialer Aspekte einen positiven, neutralen oder negativen Einfluss auf die Wertentwicklung eines Portfolios hat, ist umstritten. Problematisch ist, wie erwähnt, dass auch ein einfacher Vergleich der Performance eines nachhaltigen Portfolios mit einem Benchmark meist keinen Rückschluss auf den „nachhaltigen“ Performancebeitrag geben kann. Dies ist z.B. der Fall, wenn neben nicht-finanziellen Aspekten auch die Empfehlung von Finanzanalysten berücksichtigt werden. Eine über- oder unterdurchschnittliche Performance könnte in einem solchen Fall auf den Einbezug ethischer, ökologischer und/oder sozialer Aspekte, wie auch auf den Einbezug der Analystenmeinungen zurückzuführen sein. Die Zuordnung der Beiträge zur finanziellen Performance („Performance Attribution“) ist in einem solchen Fall extern, also z.B. für den Anleger, nicht möglich. Sollen Anleger über die Konsequenzen der Berücksichtigung ethischer, ökologischer und/oder sozialer Aspekte informiert werden, müssen die Ergebnisse einer solchen Performance Attribution jährlich berichtet werden. Dies heißt, dass aufgezeigt wird, welchen Anteil die finanziellen Entscheidungen und welchen Anteil die „nachhaltigen“ Entscheidungen auf den Erfolg der Geldanlage hatten. Eine Voraussetzung für eine solche Performance Attribution ist erneut, dass der Finanzdienstleister seinem Portfoliomanagement einen transparenten Anlageprozess zugrundelegt und diesen auch dokumentiert.

Wie bereits gezeigt wurde, ist der Handlungsspielraum für Portfoliomanager besonders bei Produkten der kapitalgedeckten Altersvorsorge stark eingeschränkt. Portfoliomanager müssen bei Produkten der kapitalgedeckten Altersvorsorge daher oft in Wertschriften investieren, die sie aus ökologischen, sozialen und/oder ethischen Aspekten lieber ausschließen würden. Es wird häufig argumentiert, dass bei dieser Form der nachhaltigen Geldanlage über die Ausübung der Stimmrechte auf die Unternehmen im Sinne der verfolgten ökologischen, sozialen und/oder ethischen Ziele Einfluss genommen werden kann. Während in der Vergangenheit die Stimmen, die z.B. in Investmentfonds gebündelt sind, meist nicht aktiv eingesetzt wurden, nehmen z.B. einige Fondsgesellschaften in den letzten Jahren zunehmend die Stimmrechte aktiv wahr. Es ist allerdings zu vermuten, dass die heute in Deutschland vertriebenen Nachhaltigkeitsfonds die Stimmrechte i.d.R. nicht aktiv wahrnehmen. Im Gegensatz hierzu werden die Stimmrechte im englischsprachigen Raum häufig auch für ökologische, soziale und ethische Interessen eingesetzt („Shareholder Activism“). Die Anleger sollten daher auf jeden Fall informiert werden, ob die Stimmrechte wahrgenommen werden und nach welchen Grundsätzen hierbei vorgegangen wird. Es sollte außerdem sichergestellt sein, dass die Information, wie die Stimmrechte eingesetzt wurden, kommuniziert wird oder zumindest verfügbar ist.

Die Berichtspflicht bezieht sich heute nur auf die Produkte, die im Rahmen des Altersvermögensgesetzes (AvmG) angeboten werden. Diese Produkte stellen aber nur einen kleinen Teil der heute angebotenen Finanzprodukte dar. Auch für die kapitalgedeckte Altersvorsorge existiert eine Reihe weiterer Produkte, die zwar nicht unter das Altersvermögensgesetz fallen für Anleger aber von Relevanz sind. Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, welchen Wert eine Berichtspflicht hat, die nur einen Teilmarkt umfasst. Es sollte in diesem Zusammenhang über eine Ausweitung der Berichtspflicht auf weitere Produkte nachgedacht werden.

Die Wahl einer nachhaltigen Altersvorsorge stellt einen Anleger vor die Herausforderung einer multi-dimensionalen Entscheidung, die wegen Ihrer Langfristigkeit eine große Tragweite hat. Im Gegensatz zu einer herkömmlichen Anlageentscheidung bei der ein Anleger „nur“ die finanzielle Performance einschätzen muss, muss ein Anleger bei einem nachhaltigen Anlageprodukt außerdem die „trade-off“ zwischen ökologischen und ökonomischen Merkmalen ex ante bewerten. Erhalten oder berücksichtigen die Anleger nur Informationen über Teilaspekte (z.B. nur Informationen über die ökologischen oder sozialen Aspekte), werden i.d.R. suboptimale Entscheidungen resultieren.

Ein wichtiger Unterschied zwischen den finanziellen und den ökologischen, sozialen und/oder ethischen Aspekten von Anlageentscheidungen ist die ex post Überprüfbarkeit der Erwartungen. Langfristige Anlageentscheidungen sind immer Entscheidungen unter Risiko; Anleger müssen aufgrund von Erwartungen entscheiden. Ob die finanziellen Erwartungen erreicht wurden, lässt sich ex post recht gut überprüfen. Selbst wenn die finanziellen Erwartungen verfehlt wurden, lässt sich, ein professioneller Anlageprozess vorausgesetzt, überprüfen, ob sich der Vermögensverwalter an die vereinbarten Vorgaben gehalten hat. Ökologische, soziale und ethische Aspekte sind hingegen auch ex post häufig nicht oder nur unter Inkaufnahme hoher Kosten überprüfbar. Anleger müssen daher auch ex post darauf vertrauen, dass die ökologischen, sozialen und ethischen Aspekte wie erwartet berücksichtigt wurden. Erschwert wird dies durch eine mangelnde Objektivierbarkeit der ökologisch-, sozial- oder ethisch-orientierten Unternehmensbewertung. Eine externe Überprüfung der Resultate, d.h. der ermittelten ökonomischen, sozialen oder ethischen Performance ist in der Praxis nicht möglich.

Es bietet sich daher an, als „second best“ Lösung, zu überprüfen, ob bei der Unternehmensbewertung entsprechend der Vorgaben der Anleger vorgegangen wurde. Hierzu muss vorab ein Investmentprozess definiert sein, dessen Einhaltung extern überprüft bzw. vom jeweiligen Anbieter bestätigt wird. Institutionelle Anleger verlangen in diesem Zusammenhang heute auch häufig Informationen über die eingesetzten Informationsquellen und die zur Verfügung stehenden Ressourcen (z.B. Anzahl Mitarbeiter). Auf der Basis dieser Informationen versuchen Anleger durch Plausibilitätsüberlegungen, die Qualität der Unternehmensanalyse einzuschätzen.

Die Einführung eines Öko-, Ethik- oder SRI-Labels für nachhaltige Anlageprodukte wird seit langem diskutiert. Ein Label, das eine Aussage über die Qualität der Bewertungsergebnisse macht, ist, aus den genannten Gründen, wenig realistisch. Denkbar ist, dass ein solches Label eine Aussage über die Qualität des gesamten Anlageprozess bzw. von Teilaspekten des Anlageprozess macht. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass eine Aussage über den gesamten Anlageprozess u.U. auch finanzielle Aspekte (z.B. Finanzanalyse, Portfoliomanagement) abdecken müsste. Soll ein Label nur ein Teil des Anlageprozesses abdecken (z.B. das Öko- oder Nachhaltigkeitsrating), muss dieser Teil genau definiert und abgegrenzt werden. Zu beachten ist, dass ein solches (Teil-) Label keine verlässliche Aussage über das zugrundeliegende Finanzprodukt in seiner Gesamtheit erlaubt.

Um ein Label vergeben zu können, muss in einem ersten Schritt bestimmt werden, was z.B. unter einer guten Nachhaltigkeitsanlage oder einem guten Nachhaltigkeitsrating verstanden werden soll. Soll die Entwicklung eines Labels gefördert werden, bietet es sich an, in einem ersten Schritt die Entwicklung eines „good practice standard“ zu fördern. Nur wenn weitgehende Einigkeit darüber besteht, was man z.B. unter einem guten Nachhaltigkeitsrating versteht, kann auch davon ausgegangen werden, dass ein entsprechendes Label Akzeptanz finden wird. Es ist sinnvoll, die Anbieter bei der Entwicklung einer solchen „good practice“ einzubeziehen. Hierdurch wird die Praxisnähe des Labels und die Akzeptanz durch die Anbieter gefördert.

In bezug auf die Frage, wie die Berichtspflicht ausgestaltet werden sollte, besteht akuter Handlungsbedarf. Einerseits lässt die gesetzliche Regelung einen großen Spielraum und andererseits werden bereits die ersten entsprechenden Produkte beworben. Unter Berücksichtigung der bisherigen Ausführungen ergeben sich die folgenden Vorschläge.

Der Transparenz des Anlageprozesses kommt eine große Bedeutung zu. Es sollte dafür gesorgt werden, dass der Anlageprozess im Rahmen der Berichtspflicht klar definiert und kommuniziert wird. Sollten verschiedene Organisationen am Management des Vermögens beteiligt sein (z.B. ein Finanzdienstleister und eine Rating-Organisation), muss klar werden, welcher Partner welchen Einfluss auf die Bildung des Portfolios hat. Im Rahmen der rückblickenden Berichterstattung sollte eine Performancezurechnung auf die Entscheidungen der Beteiligten vorgenommen werden, wie dies auch heute teilweise schon für nachhaltige Portfolios zwischen Vermögensverwaltern und institutionellen Investoren praktiziert wird.

Die Resultate der Nachhaltigkeitsanalyse sind auch ex post nur schwer zu beurteilen. Durch Angaben über die zur Verfügung stehenden Ressourcen (Zahl und Qualifikation der Mitarbeiter der Nachhaltigkeitsanalyse, Informationsquellen etc.) können die Anleger aber abschätzen, ob die versprochenen Leistungen erfüllt werden können.

Ein transparenter Anlageprozess ermöglicht auch die Entwicklung unabhängiger Label. Von einem (staatlichen) Label, das den Inhalt der ökologischen, sozialen und/oder ethischen Aspekte bewertet, sollte hingegen Abstand genommen werden. Die folgenden zwei Labelarten sollten hingegen erwogen werden. Ein Label könnte einerseits die Qualität des Anlageprozesses bestätigen. Ein solches Label würde es Anlegern ermöglichen, professionell arbeitende Anbieter zu identifizieren. Dies ist einzelnen Anlegern zur Zeit nicht oder nur unter Inkaufnahme hoher Kosten möglich. Eine Voraussetzung für ein solches Label ist, wie erwähnt, die Definition einer Best Practice. Ein Label könnte andererseits eine

Klassifizierung der inhaltlichen Ausrichtung vornehmen, ohne diese zu bewerten. Ein solches Label würde es den Anlegern erleichtern, ein Produkt zu identifizieren, das ihren ökologischen, sozialen und ethischen Vorstellungen entspricht. Eine Voraussetzung hierfür ist die Entwicklung einer Klassifizierung nachhaltiger Anlageprodukte. Hierbei kann auf bestehende Klassifizierungen aufgebaut werden.



## Literatur

- Barbier, E. B. (1987): "The concept of sustainable economic development", *Environmental Conservation*, 14(2), 101-110.
- Bragdon, J. & Marlin, J. (1972): "Is pollution profitable?", *Risk Management*, (19), 9-18.
- Brebeck, F. & Horst, D. (2002): "Die Nachhaltigkeitsdebatte und die "EU-Empfehlung zur Berücksichtigung von Umweltaspekten im Lagebericht": Indizien für eine Erweiterung des Tätigkeitsbereichs der Wirtschaftsprüfer?", *Wirtschaftsprüferkammer-Mitteilungen*, (1), 20-24.
- Bundesumweltministerium & Umweltbundesamt (2000): *Mehr Wert: Ökologische Geldanlagen*. Berlin: BMU & UBA.
- Chappuis, L. (2001): "Im Westen nichts neues", *Politische Ökologie*, (67/68), 44-45.
- Chen, K. & Metcalf, R. (1980): "The relationship between pollution control record and financial indicators revisited", *The Accounting Review*, 55(1), 168-177.
- Chen, L. (2001): *Sustainability Investment*. London: UBS Warburg.
- Dürr, W. (1991): "'Ethische Investmentfonds' in Deutschland", *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, (5), 286-297.
- EU-Kommission (2001): "Empfehlung der Kommission vom 30.Mai 2001 zur Berücksichtigung von Umweltaspekten in Jahresabschluss und Lagebericht von Unternehmen: Ausweis, Bewertung und Offenlegung. L156/33-L156/42", *Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften*.
- Figge, F. (2000): *Öko Rating. Ökologieorientierte Bewertung von Unternehmen*. Berlin: Springer.
- Figge, F. (2001a): "Asset Management. Ethische Aspekte gewinnen an Gewicht", *Die Bank*, 24(9), 610-613.
- Figge, F. (2001b): "Environment-induced systematisation of economic risks", in: J. Bouma, M. Jeucken and L. Klinkers (Hrsg.): *Sustainable Banking*. Sheffield: Greenleaf, 268-279.
- Figge, F. (2001c): *Wertschaffendes Umweltmanagement. Kein ökonomischer Erfolg ohne Nachhaltigkeit - Keine Nachhaltigkeit ohne ökonomischen Erfolg*. Frankfurt: PricewaterhouseCoopers.
- Figge, F. & Schaltegger, S. (2000): *Was ist "Stakeholder Value"? vom Schlagwort zur Messung*. Lüneburg: Universität Lüneburg und Pictet & Cie.
- French, H. (2001): "Socially Responsible Investing Surges", in: *Worldwatch Institute (Hrsg.): Vital Signs 2001. The Environmental Trends That Are Shaping Our Future*. Washington: Worldwatch Institute, 114-115.
- Global Reporting Initiative (2000): *Sustainability Reporting Guidelines on Economic, Environmental, and Social Performance*. Boston: Global Reporting Initiative.
- Grinold, R. C. & Kahn, R. N. (2000): *Active portfolio management. A quantitative approach for providing superior returns and controlling risk*. 2nd ed., New York: McGraw-Hill.

- Hahn, T. (2001): Umweltrechtssicherheit für Unternehmen. Management produktbezogener umweltrechtlicher Informationen für die Produktentwicklung. Frankfurt: Peter Lang.
- Hoffmann, J.; Ott, K. & Scherhorn, G. (1997): Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen. Frankfurt: IKO-Verlag für Interkulturelle Kommunikation.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2002): Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über Umwelthaftung betreffend die Vermeidung von Umweltschäden und die Sanierung der Umwelt. Brüssel: Kommission der Europäischen Gemeinschaften.
- Margolis, J. & Walsh, J. (2001): Misery loves companies: Whither social initiatives by business? New York: The Aspen Institute.
- Markowitz, H. M. (1952): "Portfolio Selection", Journal of Finance, 7(March), 77-91.
- Markowitz, H. M. (1959): Portfolio selection. Efficient diversification of investments. New York, NY.: Wiley & Sons.
- Mathias, A. (2002): "Swedish pensions take on SRI", Environmental Finance, (April), 20-21.
- o.V. (2001): "Sustainable Investment. Beyond the Hype", Economic & Financial Bulletin, 56(3), 1-12.
- Pigou, A. (1921): Economics of welfare. London: MacMillan.
- Reed, D. J. (1998): Green Shareholder Value, Hype or Hit? Washington: World Resources Institute.
- Schaltegger, S. & Figge, F. (1997): Umwelt und Shareholder Value. Basel: WWZ.
- Social Investment Forum (2001): 2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. Washington: Social Investment Forum.
- Spicer, B. (1978): "Investors, corporate social performance, and information disclosure: An empirical study", The Accounting Review, 53(94-111).
- Wagner, M. (2001): A review of empirical studies concerning the relationship between environmental and economic performance: What does the evidence tell us? Lüneburg: Center for Sustainability Management (CSM).
- Weber, J. (2001): Zukunftssicher anlagen - Ein Ratgeber für Nachhaltigkeits- und Umweltfonds. München: Ökom.