

**Universität Stuttgart**  
Fakultät Wirtschafts-  
und Sozialwissenschaften  
Betriebswirtschaftliches Institut  
Abteilung III (Finanzwirtschaft)  
Prof. Dr. Henry Schäfer

**University of Stuttgart**  
Faculty of Business  
and Social Sciences  
Institute of Business Administration  
Department III (Corporate Finance)  
Prof. Dr. Henry Schäfer

## **Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage**

### **Eine ökonomische Analyse**

Forschungsbericht

Nr. 01/2014

**Prof. Dr. Henry Schäfer**

Stuttgart, August 2014

ISSN 1864-0125



**Betriebswirtschaftliches Institut der Universität Stuttgart**  
**Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre**  
**und Finanzwirtschaft**

Keplerstraße 17

70174 Stuttgart

T: +49 (0)711-685-86000

F: +49 (0)711-685-86009

E: [h.schaefer@bwi.uni-stuttgart.de](mailto:h.schaefer@bwi.uni-stuttgart.de)

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>IV</b>
<b>1. Einführung: Ausschlusskriterien, Nachhaltigkeit und Unternehmensverantwortung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage .....	2
1.2 Unternehmen, Nachhaltigkeit und Verantwortung .....	6
<b>2. Marktversagen versus Staatsversagen und die Rolle von CSR sowie CS .....</b>	<b>9</b>
2.1 (Statische) Negative externe Effekte: im Fokus von (mangelnder) Nachhaltigkeit .....	11
2.1.1 Der zentralistische staatliche Lösungsansatz: Pigou-Steuer .....	12
2.1.2 Der dezentrale marktmäßige Lösungsansatz: Coase-Verhandlungen.....	13
2.1.3 Umsetzungsprobleme für die Internalisierung negativer externer Effekte und die Rolle von Stakeholder .....	14
2.2 Dynamische negative externe Effekte: Der Nachhaltigkeitsansatz als Kooperationslösung über die Zeit.....	19
<b>3. Eigen- und Fremdkapitalgeber als Stakeholder – mit dem Ausschlussprinzip Unternehmen zu mehr Nachhaltigkeit und Verantwortung führen? .....</b>	<b>21</b>
3.1 Nachhaltige Geldanlagen im Kontext der Finanzmärkte.....	24
3.2 Die Eigenschaft von Finanzierungskosten zur Steuerung des Unternehmensverhaltens.....	29
3.2.1 Die zentrale Rolle der Grenzfinanzierungskosten.....	32
3.2.2 Die Verteilungsfolgen zwischen Anlegergruppen.....	34
<b>4. Was sagt die empirische Forschung zur Beeinflussbarkeit von Unternehmensverhalten über die Finanzmärkte? .....</b>	<b>37</b>
4.1 Wirkungen veränderter Fremdfinanzierungskosten .....	38

4.2	Die Wirkungen veränderter Eigenfinanzierungskosten .....	39
4.3	Die Wirkungen von Finanzintermediären – Nachhaltigkeitsratings und ihr Wirkungspotenzial auf Unternehmen.....	42
<b>5.</b>	<b>Fazit .....</b>	<b>43</b>
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>V</b>

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Stakeholder-Gruppen und zentrale, auf Nachhaltigkeit bezogene Ansprüche .....	16
Abbildung 2: Beziehungen im Nachhaltigkeits-Rating und die Rolle der License to Operate .....	18
Abbildung 3: Kooperative Unternehmens-/Stakeholderbeziehungen: Investitionen in Sozialkapital mit dem Potenzial positiver Erfolgswirkungen .....	21
Abbildung 4: Nachhaltige Geldanlagen sind vielschichtige Instrumente zur Steuerung der Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens über den Finanzmarkt .....	25
Abbildung 5: Managementansätze bei nachhaltigen Geldanlagen und Finanzierungskosten im Überblick.....	27
Abbildung 6: Finanzierungskosten: Zentraler Parameter zur Bestimmung des Marktwertes .....	31
Abbildung 7: Internalisierung durch die dezentralen Entscheidungen von Anlagern auf Finanzmärkten – Finanzierungskosten können wie privat auferlegte Pigou-Steuern wirken .....	34

## 1. Einführung: **Ausschlusskriterien, Nachhaltigkeit und Unternehmensverantwortung**

Die Anwendung von Ausschlusskriterien in der Geldanlage ist üblicherweise kein Gegenstand der sog. konventionellen Anlagenstrategie und –politik, die als Anlagegrundsätze ausschließlich die Parameter Rendite und Risiko zugrunde legt. Die Öffnung dieses Anlagenkorsetts um die Anreicherung mit sog. nicht-finanziellen oder extra-finanziellen Anlagekriterien, denen ökologische, soziale und/oder ethische Motive oder einer Vorstellung guter Unternehmensführung (Good Corporate Governance) zugrunde liegen, sind kennzeichnend für sog. nachhaltige Geldanlagen, im Englischen auch Socially Responsible Investments (SRI) oder Sustainable Investments genannt: „Nachhaltige Geldanlage ist die allgemeine Bezeichnung für nachhaltiges, verantwortliches, ethisches, soziales, ökologisches Investment und alle anderen Anlageprozesse, die in ihre Finanzanalyse den Einfluss von ESG (Umwelt, Soziales und Gute Unternehmensführung)-Kriterien einbeziehen. Es beinhaltet auch eine explizite schriftlich formulierte Anlagepolitik zur Nutzung von ESG-Kriterien.“<sup>1</sup>

Die Verwendung von Ausschlusskriterien hat in der Praxis der nachhaltigen Geldanlage einen sehr hohen Stellenwert wie der nachfolgende Abschnitt 1.1 ausführt.<sup>2</sup> Dies allein schon rechtfertigt eine gesonderte akademische und praxisbezogene Auseinandersetzung. An dieser Stelle soll nicht die an sich sehr wichtige Diskussion der Art und Weise behandelt werden, wie Ausschlusskriterien begründet werden können, wie ihre Umsetzung in der Anlagepraxis möglich ist und welche Widersprüche sich unter Umständen ergeben können.<sup>3</sup> Auch ist die Verwendung von Ausschlusskriterien für ganz bestimmte Anlegerkreise der nachhaltigen Geldanlagen kennzeichnend und fast durchweg gängig, wie Analysen zu kirchlichen Anlegern zeigen.<sup>4</sup> Im Mittelpunkt des vorliegenden Beitrags stehen die Fragen, welches die

---

<sup>1</sup> Forum Nachhaltige Geldanlagen (2013), URL siehe Literaturverzeichnis, S. 7. Die ausdrückliche Bezugnahme auf die Definition des FNG soll nicht ignorieren, dass es unterschiedliche Begriffsbestimmungen gibt, wovon u.a. der Frankfurt-Hohenheim-Ansatz und der Ansatz des World Economic Forum als sehr unterschiedliche Ansätze hier zu erwähnen sind, vgl. Busch u.a. (Hrsg., 2004) und World Economic Forum (2001), URL siehe Literaturverzeichnis, S. 10. Allerdings hat sich in der Praxis das o.g. Begriffsverständnis des FNG auch im europäischen Raum eingebürgert (vgl. auch European Sustainable Investment Forum (2010), URL siehe Literaturverzeichnis)

<sup>2</sup> Verkäufe von Aktien und Anleihen nicht nachhaltig ausgerichteter Unternehmen sorgen immer wieder für hohe mediale Aufmerksamkeit, wie es vor allem der norwegische Pensionsfonds erreicht, vgl. Chesterman (2007).

<sup>3</sup> An dieser Stelle sei verwiesen auf die sehr instruktive, Fall gestützte Diskussion bei Aßländer/Schenkel (2011), S. 135-150.

<sup>4</sup> Vgl. Arenas u.a. (2012). Die Probleme, die sich in der Praxis kirchlicher Einrichtungen und Banken bei der Umsetzung von Ausschlusskriterien ergeben, sind allerdings auch wiederholt Gegenstand kritischer Medienberichte, vgl. z.B. Oppong/Wensierki (2010).

finanzwirtschaftlichen Übertragungswege von Ausschlüssen auf das Verhalten von Unternehmen sind (Frage der Stellhebel) und welche Ergebnisse hierzu aus empirischer Sicht vorliegen. Anschließend soll eine Einschätzung dieses Anlageverfahrens gegeben werden.

### **1.1 Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage**

Aktuell wird aus einer eher statistischen Sichtweise sowohl im europäischen als auch im deutschen Kontext durch das European Social Investment Forum (Eurosif) und seinen nationalen Vereinigungen (im deutschsprachigen Raum das Forum Nachhaltige Geldanlagen, FNG) weniger eine möglichst allumfassende SRI-Definition verwendet, sondern man bezieht sich auf die Anlagenstile der Praxis, die sich unter dem Dach nachhaltiger Geldanlagen einordnen lassen. Das Verwenden von Ausschlusskriterien in der nachhaltigen Geldanlage zählt hier zu den traditionellen Anlagestilen. Ausschlusskriterien finden sich als das zuerst gebräuchliche Verfahren bei nachhaltigen Geldanlagen. Das Prinzip wurde erstmals bei religiösen und kirchlichen Anlegern praktiziert, die zur Mitte des vergangenen Jahrhunderts vor allem in den USA eigene Gelder nicht in sog. „Sündenaktien“ anlegen wollten. Sie waren in den USA für Methodisten und Quäker, später auch für die Anglikanische Kirche in Großbritannien Aktien oder Anleihen von Unternehmen ausgeschlossen, die mit ihrer Produktion und/oder ihren Produkten in den Bereichen Alkohol, Tabakwaren, Waffen, Glücksspiel tätig waren. In den 1960er Jahren spielten vor allem Ausschlüsse von Unternehmen eine Rolle, die wirtschaftlich in den Vietnam-Krieg verwickelt waren oder mit dem Apartheid-System in Südafrika Geschäfte machten. Solche sog. Kontroversen standen zunehmend auch auf Verbotslisten in Anlagerichtlinien von ethisch ausgerichteten Investmentfonds wie dem ersten seiner Art, dem Pax World Balanced Fund.<sup>5</sup> Gründe, die zu Ausschlüssen von Unternehmensemittenten führen können, sind seither entweder vom Anleger als kontrovers erachtete Geschäftsfelder sowie Geschäftspraktiken. Daneben sind auch Ausschlussgründe auf der Seite der staatlichen Emittenten von Wertpapieren im Einsatz, wie z.B. Länder mit Todesstrafe.

Schließt man als Anleger systematisch bestimmte Emittenten wie

---

<sup>5</sup> Vgl. Schäfer (2008), S. 65-66.

Unternehmen, Branchen, Länder oder Anlageklassen (wie Derivate) vom Anlagen-Universum aus, wenn diese gegen spezifische Kriterien verstoßen, so spricht man von einem wertbasierten Ausschluss und das Verfahren wird als sog. Negative Exclusion bezeichnet, was wiederum eine Sonderform des sog. Screening darstellt. Unter diesem Aspekt wird für den hier vorliegenden Beitrag der Zugang eröffnet, Anlageprinzipien, die Ausschlusskriterien verwenden, auch statistisch unter Bezugnahme auf das Forum Nachhaltige Geldanlagen, zu reflektieren:<sup>6</sup>

- Dort wurde als das **„Einfache Screening“** die Anwendung von einem oder zwei Ausschlusskriterien bis 2011 berücksichtigt. Seit 2012 wird diese Kategorie in der FNG-Statistik zur Kategorie **„Ausschlüsse“** mit den **„wertbasierten Ausschlüssen“** (drei oder mehr Ausschlusskriterien) **zusammengefasst**. Dieser Anlagestil hat in Deutschland unter den nachhaltigen Geldanlagen traditionell den höchsten Anteil: Von den im Jahr 2012 in Deutschland als SRI angelegten 73,3 Milliarden Euro entfielen 22,3 Milliarden Euro (Europa: 2,34 Billionen Euro) alleine auf diese Gruppe, was einem Anteil von 30 Prozent (Europa: 33 Prozent) entspricht.
- Eine teilweise mit dem Ausschlussprinzip verwandte Anlagestrategie ist das **normenbasierte Screening**. Es bezeichnet das Überprüfen von Anlagetiteln im Hinblick auf ihre Konformität mit bestimmten internationalen Standards und Normen, die sich auf ESG-Kriterien beziehen. Solche oft verwendeten international anerkannten Richtlinien sind z.B. der UN Global Compact, die OECD Richtlinien für multinationale Unternehmen und die ILO Konventionen zu Kernarbeitsnormen. Der Anteil von nach normenbasierten Screening-Verfahren verwalteten Anlagen im deutschen SRI-Markt betrug 2012 knapp 12 Prozent (Europa: 20Prozent), was einem Anlagevolumen von 8,65 Milliarden Euro entspricht (Europa: 3,83 Billionen Euro).

Eine Sonderform des Ausschlussprinzips und eigentlich nicht dem Kern der nachhaltigen Geldanlagen zugehörig sind sog. **„Asset Overlays“**. „Der wichtigste Unterschied zwischen den Strategien Ausschlusskriterien und Asset

---

<sup>6</sup> Vgl. für die deutschen Daten des Jahres 2013, Forum Nachhaltige Geldanlagen (2013), URL siehe Literaturverzeichnis und für die europäischen Daten European Sustainable Investment Forum (2012), S. 27.

Overlay ist, dass die Ausschlusskriterien sich auf konkrete Nachhaltigkeitsprodukte (Fonds und Mandate) beziehen und die Asset Overlays bei allen Investments zur Anwendung kommen [können].<sup>7</sup> Ein aktuelles Beispiel ist die Anwendung des Ausschlusskriteriums „Hersteller von Streuwaffenmunition“. Hier hat sich vor allem im Zuge massiver Aktivitäten von Nichtregierungsorganisationen (NGOs) und unterstützt durch Medien in den vergangenen Jahren eine erhebliche Zunahme solcher Overlay-Anlagen ergeben. Im Jahr 2012 betrug der Umfang nach der FNG-Statistik in Deutschland 871,21 Milliarden Euro.

Die Verwendung von Ausschlusskriterien in der Geldanlage dürfte in den meisten Fällen dadurch motiviert sein, negative externe Effekte der Geschäftsaktivität und/oder der Produkte eines Unternehmens auf diese Weise zu sanktionieren. In den nachfolgenden Abschnitten wird hierzu noch detailliert Stellung genommen. Die französische Research-Agentur Novethic hat aktuell bei 20 nordeuropäischen Anlegern die von ihnen durch das Kriterium „Menschenrechtsverletzungen“ ausgeschlossenen Unternehmen (normenbasiertes Ausschlussverfahren) analysiert. Die Ergebnisse sind aufschlussreich:<sup>8</sup>

- Bei den Anlegern waren die Motive für den Ausschluss von, die Menschenrechte verletzenden Unternehmen sehr unterschiedlich. Unter anderem spielte die Befürchtung von Anlegern eine Rolle, selbst Reputationsverluste zu erleiden, wenn bekannt würde, dass sie, in die Menschenrechte verletzenden Unternehmen investiert sind. Ein anderes Argument war, dass Anleger bei einer Anlage in solche Unternehmen Mitverantwortung für eine „kriminelle Unternehmensführung“ übernehmen würden.
- Es ist kaum möglich Aussagen darüber zu treffen, inwiefern ausschließlich durch die Anlageentscheidung „Ausschluss“ tatsächlich Verhaltensänderungen bei den betroffenen Unternehmen stattgefunden haben.
- Auf Nachfrage erklärten die Anleger, dass Menschenrechtsverletzungen aus ihrer Sicht früher oder später für die Unternehmen selbst negative

<sup>7</sup> Forum Nachhaltige Geldanlagen (2013), S. 19.

<sup>8</sup> Vgl. Meller/Husson-Traore (2013), URL siehe Literaturverzeichnis, S. 2-3.



wirtschaftliche Rückwirkungen verzeichnen werden und dadurch finanzielle Einbußen sowie Kursverluste erleiden dürften.

- Konzertierte Aktionen mit NGOs, Medien und Betroffenen scheinen notwendig, um zusammen mit dem Anlegerverhalten „Ausschluss“ Veränderungen bei Menschenrechten verletzenden Unternehmen zu bewirken.

Scholtens und Sievännen argumentieren, dass nachhaltige Geldanlagen keinem Selbstzweck dienen, sondern ihre Anwendung darin besteht, die Nachhaltigkeit und Verantwortung von Unternehmen zu finanzieren, zu steuern und zu sanktionieren: „Therefore, we will regard SRI as a phenomenon that gradually differs from corporate social responsibility (CSR). More specifically, CSR is directly connected to ethical, environmental, social, and governance practices of the firm, whereas SRI is related to the investors’ practices to account for the former.”<sup>9</sup> Dabei können die Beeinflussung der Finanzierungskosten eines Unternehmens und die aktive Wahrnehmung von Aktionärsrechten (sog. Shareholder Engagement) nach Waygood (2011) als die beiden zentralen Übertragungswege von nachhaltiger Geldanlagepolitik zum Zweck einer CSR-Unternehmenspolitik verstanden werden.<sup>10</sup> Allerdings haben aus Nachhaltigkeitsgründen motivierte Aktien- und Anleihenverkäufe bei bekannt werden längst nicht die negativen Effekte auf ein Unternehmen wie es etwa bei Produktboykotten registriert wird.<sup>11</sup> Statman stellte fest, dass Ausschlussverfahren sogar die positiven Effekte von CSR auf den Unternehmenswert, d.h. Aktienkurs wieder rückgängig machen können.<sup>12</sup>

Die Interaktion zwischen CSR und SRI, insbesondere dem Ausschlussprinzip, stellt sich als herausfordernd dar und ist längst nicht erschöpfend in der wissenschaftlichen Literatur und Forschung behandelt. Insofern sind die nachfolgenden Ausführungen eine Momentaufnahme eines noch sehr in Entwicklung befindlichen Forschungsbereichs.

Ausgangspunkt für die weiteren Ausführungen stellt eine kurze Replik auf das zugrunde gelegte Konzept der Unternehmensnachhaltigkeit und das mit ihr in

---

<sup>9</sup> Scholtens/Sievänen (2012), S. 3.

<sup>10</sup> Vgl. Waygood (2011), S. 81-87.

<sup>11</sup> Vgl. Davidson III u.a. (1995).

<sup>12</sup> “We find that such shunning brought to socially responsible investors a return disadvantage relative to conventional investors.” Glushkov/Statman (2008), URL siehe Literaturverzeichnis, S. 21.

enger Verbindung stehende Konzept der Corporate Social Responsibility dar. Der nachfolgende Abschnitt beginnt mit dem Konzept der nachhaltigen Entwicklung und zeigt dann die Verbindungslinien aber auch Unterschiede zur CSR auf.<sup>13</sup>

## 1.2 Unternehmen, Nachhaltigkeit und Verantwortung

Moderner Ausgangspunkt des Konzepts der nachhaltigen Entwicklung ist üblicherweise der im Jahre **1987** erschienene Bericht „Our Common Future“ der **World Commission for Environment and Development (WCED)**<sup>14</sup>: „Sustainable development is the development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.“<sup>15</sup> Dies stellt die **am weitesten verbreitete Definition** von Nachhaltigkeit dar, wenngleich in der Literatur bisweilen über siebzig weitere, zum Teil konkurrierende Definitionen existieren.<sup>16</sup> Dessen ungeachtet wird Sustainable Development heutzutage fast durchgehend als **anthropogenes Entwicklungskonzept** verstanden, das neben ökologischen auch soziale Aspekte enthält.<sup>17</sup> Es handelt sich um ein ethisch-normatives Konzept, das auf die Gerechtigkeit abstellt zwischen denjenigen, die schädigen und denjenigen, die deren Folgen erleiden. Dabei herrscht eine intergenerative und intragenerative Sichtweise vor.<sup>18</sup> Für eine **erfolgreiche Umsetzung** des gesellschaftspolitischen Leitbildes der Nachhaltigkeit, basierend auf dem Grundsatz der Freiwilligkeit, ist die **Einbeziehung der Unternehmen** als zentrale Akteursgruppe von erheblicher Bedeutung. Ihnen fällt insofern eine Mitverantwortung in der Erzielung von Nachhaltigkeit zu.<sup>19</sup> Ein Unternehmen, das Nachhaltigkeitsaspekte in seiner Strategie integriert, kann in diesem Sinne als **„Transformationsvehikel“** verstanden werden, das zur Erreichung gesellschaftlicher bzw. gesamtwirtschaftlicher Nachhaltigkeitsziele auf der

<sup>13</sup> Die weiteren Ausführungen sind eingebettet in den Kontext der Unternehmensverantwortung (Corporate Social Responsibility) bzw. Unternehmensnachhaltigkeit, d.h. es werden im Folgenden keine staatlichen Einrichtungen und Privathaushalte betrachtet.

<sup>14</sup> Der Bericht der WCED wird in der Literatur in Anlehnung an die damalige Kommissionsvorsitzende, ehemalige norwegische Ministerpräsidentin, Gro Harlem Brundtland, oft auch als „Brundtland-Bericht“ bezeichnet.

<sup>15</sup> World Commission on Environment and development (1987), S. 54.

<sup>16</sup> Vgl. Jüdes (1997).

<sup>17</sup> Vgl. Hauff (Hrsg., 1987), S. 46. Das Konzept der nachhaltigen Entwicklung umfasst damit mit dem Sozialbereich ein Gebiet, das im internationalen Kontext seine Wurzeln in der Entwicklungstheorie hat, bei der es u.a. um Themen wie Armutsbekämpfung geht. Tatsächlich sind wie z.B. im Klimawandel ökologische und soziale Wirkungen oft eng miteinander verbunden (Trade-Off), vgl. Robinson (2004).

<sup>18</sup> Vgl. Schäfer (2003), S. 24.

<sup>19</sup> Vgl. Kurz (1997), S. 79.

Mikroebene beiträgt.<sup>20</sup>

Als **Nachhaltigkeitsbeiträge** eines Unternehmens werden generell **alle Unternehmensaktivitäten** verstanden, die die gesellschaftliche **Forderung nach einer nachhaltigen Entwicklung unterstützen**. Daraus folgt, dass ein Unternehmen eine auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Strategie und Politik betreibt (**Corporate Sustainability**, kurz CS). Robinson argumentiert, dass die Unbestimmtheit des Nachhaltigkeitsbegriffs und (damit verbunden) die Vielfalt der Messbarkeit, den Unternehmen Interpretationsspielräume eröffnet, und zu einem Widerspruch in sich führen kann, indem im Angesicht von knappen Ressourcen und Beschränkungen in der Tragfähigkeit der Umwelt ein quantitatives Wachstum weiterhin angestrebt wird.<sup>21</sup> Die Unbestimmtheit des Nachhaltigkeitsbegriffs, die globalen Aktionsradien vieler Unternehmen und die damit begrenzte Einflussmöglichkeit demokratisch legitimierter Regierungen auf eine Konkretisierung, Anforderung und Weiterentwicklung des Nachhaltigkeitskonzepts haben dazu geführt, dass dieses Vakuum durch Unternehmen selbst, durch ihnen nahestehende Vereinigungen (z.B. des World Business Council on Sustainable Development, WBCSD) und durch internationale Institutionen wie die Vereinten Nationen ausgefüllt wurden. Das Ergebnis sind Prinzipien und Leitlinien mit praktisch normativem Charakter, die in vielen Unternehmen heutzutage angewendet werden, wie z.B. Prinzipien des UN Global Compact, OECD Guidelines for Multinational Enterprises oder die CERES Principles. Barkemeyer et al. haben festgestellt, dass diese weithin angewendeten Prinzipien fast durchweg auf ökologische Belange ausgerichtet sind und Gerechtigkeitsfragen wie sie die intragenerative Anforderung des Brundtland-Berichts enthält<sup>22</sup>, kämen dadurch in der Unternehmenssphäre zu kurz.<sup>23</sup> Dieser Schlussfolgerung stehen allerdings Ergebnissen aus Befragungen von Führungskräften in Wirtschaft und Politik entgegen, in denen die Bedeutung von z.B. weltweiter Armut und Trinkwasserproblemen durchaus eine hohe Bedeutung beigemessen wird.<sup>24</sup>

**Nachhaltigkeit aus der Unternehmensperspektive** entspricht denn **auch**

<sup>20</sup> Vgl. Osterloh/Tiemann (1995), S. 322.

<sup>21</sup> Vgl. Robinson (2004), S. 372.

<sup>22</sup> Vgl. World Commission on Environment and development (1987), S. 43.

<sup>23</sup> Vgl. Barkemeyer u.a. (2011).

<sup>24</sup> Vgl. Globescan (2013), URL siehe Literaturverzeichnis, S. 13-14 und im Bereich von systemischen, globalen Risiken World Economic Forum (2013), URL siehe Literaturverzeichnis.

einem „**magischen Dreieck**“, das vor allem die internen Ressourcen eines Unternehmens meint: Es zielt auf eine **dreifache betriebliche Wertschöpfung** ab (finanzieller Erfolg bzw. Eigenkapitalrentabilität, Ressourceneffizienz und Mitarbeiterförderung bzw. gesellschaftliche Aktivität). Aus **gesellschaftlicher Sicht** wäre eine CS optimal, die darüber hinaus einen **dreifachen gesellschaftlichen Mehrwert** schafft. Diese positiven Begleiteffekte sind wie der gesamtwirtschaftliche Wohlstand als **positive externe Sozial- und Umwelteffekte** der CS eines Unternehmens zu verstehen. Die gleichzeitige Erreichung von ökologischer Balance, sozialer Chancenvielfalt und wirtschaftlichem Wohlstand stellt ein gemeinsames gesellschaftliches Ziel dar, das auf Unternehmensebene mitunter erhebliche Herausforderungen mit sich bringt und zu Zielkonflikten mit Stakeholdern, NGOs und der Politik führen kann.

Dieses Balancieren zwischen einem unternehmensegoistischen Verständnis und Umsetzungsweg von Nachhaltigkeit und der Erfüllung von Ansprüchen von Stakeholdern ist vor allem kennzeichnend für das vor allem im Angelsächsischen verbreitete Konzept der „**Corporate Social Responsibility**“ (kurz CSR).<sup>25</sup> CSR teilt sich mit CS zahlreiche Merkmale wie die begriffliche Unbestimmtheit,<sup>26</sup> die Vielfalt der Umsetzungswege und der Wirkungsmessungen sowie die Ausrichtung an ökologischen und sozialen Anforderungen (allerdings ergänzt um den Aspekt der Corporate Governance) aber auch den Mangel einer zentralen demokratisch legitimierten Instanz, die aus der Gesellschaft universelle und globale Ziele und Regeln formuliert.<sup>27</sup> CSR wird dabei nicht als Ersatz für rechtliche Regelungen verstanden, sondern als **freiwillige Selbstverpflichtung**. Sie geht also über das bloße Erfüllen von rechtlichen und regulatorischen Vorgaben hinaus.<sup>28</sup> Ferner erzeugt es einen beobachtbaren und messbaren Output, der oft als Corporate Social oder Environmental Performance bezeichnet wird. Das Postulat sozialer Verantwortung bezieht sich somit, wie auch das Postulat der CS, auf **alle**

<sup>25</sup> Vgl. Holme/Watts (2000), S. 18-19.

<sup>26</sup> Vgl. Dahlsrud (2008), S. 4-5.

<sup>27</sup> Vgl. Moon (2007), S. 297.

<sup>28</sup> Vgl. Europäische Kommission, Generaldirektion Beschäftigung und Soziales (2001), S. 5 und: „Obwohl die primäre Aufgabe eines Unternehmens darin besteht, Gewinne zu erzielen, können Unternehmen gleichzeitig einen Beitrag zur Erreichung sozialer und ökologischer Ziele leisten, indem sie die soziale Verantwortung in ihre grundsätzliche Unternehmensstrategie, ihre Managementinstrumente und ihre Unternehmensaktivitäten einbeziehen.“ Europäische Kommission, Generaldirektion Beschäftigung und Soziales (2001), S. 5.

**Bereiche der Unternehmenstätigkeit** und wird **erweitert um den Stakeholder-Ansatz**.<sup>29</sup> „Based on the role of shareholder and stakeholder preferences in the determination of firm behavior, we can categorize CSR as strategic, not-for-profit, or the result of moral hazard.“<sup>30</sup>

Bei der gängigen Definition von Unternehmensnachhaltigkeit und -verantwortung handelt es sich um eine positive Sichtweise, d.h. es geht um Erzielung einer inter- und intragenerativen Gerechtigkeit und um den Ausgleich mit den Interessen der Stakeholder. Im Umkehrschluss kann man folgern, dass jedwede Abweichung vom normativen Gebot des Konzepts der nachhaltigen Entwicklung das Erzeugen von Risiken nach sich zieht, die ökologische, soziale und/oder ökonomische Schäden auslösen oder verstärken. Aus ökonomischer Sicht entstehen solche Risiken durch negative externe Effekte des Produzierens und des Konsumierens: eine wirtschaftliche Aktivität eines Individuums (Einheit) beeinflusst direkt den Nutzen eines anderen Individuums (Einheit), und dies wird in der Entscheidung des verursachenden Individuums (Einheit) nicht berücksichtigt.<sup>31</sup> Das Konzept der Nachhaltigkeit auf der einzelwirtschaftlichen Ebene und hier vor allem bei Unternehmen wird als Weg angesehen, negative externe Effekte der Prozesse und Produkte der betrieblichen Wertschöpfung durch Freiwilligkeit zu internalisieren und damit die wirtschaftlichen, aber auch sozialen und ökologischen Wohlfahrtsverluste zu reduzieren. Anleger sind als Eigen- und Fremdkapitalgeber Teil der Stakeholder. Eine nachhaltige Geldanlage, auch eine, die auf Ausschlusskriterien basiert, beabsichtigt daher bewusst oder unbewusst, einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung auf der Basis marktwirtschaftlicher Prinzipien leisten zu wollen. Die nachfolgend diskutierte Frage ist denn auch, wie ein solches Ansinnen mit den gängigen betriebs- und volkswirtschaftlichen Vorstellungen zur Güterverteilung (Allokation) und Märkten zusammenwirken kann.

## **2. Marktversagen versus Staatsversagen und die Rolle von CSR sowie CS**

Unternehmensnachhaltigkeit und -verantwortung aus einer

<sup>29</sup> Vgl. McWilliams/Siegel (2001).

<sup>30</sup> Kitzmueller/Shimshack (2012), S. 54.

<sup>31</sup> Vgl. Sturm/Vogt (2011), S. 17ff.

marktwirtschaftlichen Sicht zu begründen wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur als Thema der Arbeitsteilung zwischen privater und staatlicher Organisation der Bereitstellung von Gütern behandelt. Dabei ist ebenfalls Raum für ein kooperatives Angebot von Gütern. Grundsätzlicher Ausgangspunkt marktwirtschaftlicher Überlegungen sind liberale Vorstellungen in der Tradition von Adam Smith, wonach primär die marktwirtschaftliche Organisationsform des Wirtschaftens aus Wohlfahrtsgründen erstrebenswert und der staatlichen Bereitstellung von Gütern vorzuziehen ist. Letztgenannte sog. Allokationsform hat nur dann Berechtigung, wenn es zu einem sog. Marktversagen kommt, d.h. wenn eine Nichtrivalität im Konsum<sup>32</sup> besteht und das Ausschlussprinzip am Güterkonsum<sup>33</sup> nicht herstellbar ist.<sup>34</sup> In diesem Fall wird es als Aufgabe des Staates gesehen, öffentliche Güter bereitzustellen. Klassische öffentliche Güter wie sie Adam Smith sieht sind die Jurisprudenz sowie die innere und äußere Sicherheit.<sup>35</sup>

Mittlerweile geht man davon aus, dass im Fall von Politikversagen die Bereitstellung von öffentlichen Gütern zwar erforderlich sein aber nicht umgesetzt werden kann, was eine Art Ersatzfunktion von Unternehmen erforderlich macht: Indem sie Strategien und Politiken im Rahmen von CSR und CS umsetzen, stellen sie entweder negative externe Effekte ein oder versorgen mit positiven externen Effekten die Gesellschaft, Wirtschaft oder einzelne Stakeholder mit Gütern aus dem ESG-Spektrum.<sup>36</sup> Es bestehen daher auch zwei Antriebskräfte für Unternehmen, sich mit CSR und CS zu beschäftigen: Zum einen geht es um die Internalisierung von negativen externen Effekten, entweder weil unternehmensseitig erwartet wird, dass es in Zukunft zu entsprechenden Regulierungen kommt (s. nachfolgenden Abschnitt 2.1.1) oder weil es von Stakeholdern gefordert wird (s. nachfolgenden Abschnitt 2.1.3). Zum anderen kann es zu einer freiwilligen Bereitstellung von Unternehmensgütern durch CSR-Maßnahmen kommen, wenn dadurch die

---

<sup>32</sup> Bedeutet: Was eine Person an einem Gut konsumiert, kann eine weitere Person nicht konsumieren.

<sup>33</sup> Bedeutet: Es ist möglich, eine Person am Konsum zu hindern bzw. ihn auszuschließen.

<sup>34</sup> Hier wird nur andeutungsweise eine vielschichtige Diskussion und akademische Begründungswelt angeschnitten. Es ist nicht Aufgabe dieses Beitrags, diese hier auszuführen. Der daran interessierte Leser sei auf weiterführende Literatur verwiesen z.B. Cheung (1973).

<sup>35</sup> Vgl. Smith (1789), S. 587ff.

<sup>36</sup> Vgl. Besley/Ghatak (2007). Dieser Fall lässt sich z.B. in Entwicklungsländern veranschaulichen, wenn z.B. staatliche Programme zum Drogenentzug nicht aufgelegt werden (können) und private Unternehmen für ihre Mitarbeiter solche Programme privat finanziert anbieten und auch (in begrenztem Umfang) Unternehmensexterne daran teilnehmen lassen.

wirtschaftliche Effizienz und Profitabilität des Unternehmens über die Zeit erhöht wird (s. Abschnitt 2.2).<sup>37</sup>

Für Anleger als Teilgruppe der Stakeholder ist in diesem Zusammenhang eine Rollenzuweisung möglich wie nachfolgend in Kapitel 3 ausgeführt wird. Dabei wird im Besonderen auf deren Strategie abzustellen sein, eine die Unternehmensverantwortung und –nachhaltigkeit fördernde und fordernde Anlagenpolitik auf dem Weg der Ausschlusskriterien bzw. des damit in Verbindung stehenden normenbasierten Verfahrens umzusetzen.

## **2.1 (Statische) Negative externe Effekte: im Fokus von (mangelnder) Nachhaltigkeit**

Externe Effekte von Unternehmen können negative oder positive Wirkungen auf dritte Parteien ausstrahlen, die sich oft gegen diese nicht wehren oder schützen können. Es kommt dabei nicht auf die Aktivität per se an, sondern, ob der Verursacher einen Anreiz hat, die von ihm verursachten Auswirkungen seines Handelns auf andere Dritte ökonomisch zu berücksichtigen oder zu ignorieren, was vom institutionellen Rahmen wie Gesetzen etc. abhängt. Die Situation lässt sich exemplarisch anhand eines klassischen Falls im Umweltbereich verdeutlichen: Ein Unternehmen leitet aus der Produktion gesundheitsschädigende Abwässer in das Grundwasser, aufgrund dessen Gesundheitsschäden bei den Bewohnern der Gemeinde, in der das Unternehmen seinen Sitz hat, festgestellt werden. Wie kann das Problem auf marktwirtschaftliche Weise gelöst werden, also das Verhalten des schädigenden Unternehmens abgestellt werden?

Solange es keinen Mechanismus gibt, der dem verursachenden Unternehmen die Folgen seines Verhaltens wirtschaftlich spürbar werden lässt, sind beim Unternehmen die ökonomischen Folgen zu niedrige Produktionskosten und damit zu hohe Produktionsmengen. Auf der Abnehmerseite kommt es bei den Wirkungen auf die Marktstruktur an. Befindet sich das Unternehmen in einem hochgradigen Wettbewerb wird es aufgrund seiner niedrigen Produktionskosten die Absatzpreise ebenfalls niedrig setzen, dadurch bei Abnehmern ein sehr attraktiver Anbieter werden und gegenüber seinen Wettbewerbern höhere Gütermengen absetzen. Dies bewirkt bei den Abnehmern einen zu hohen

---

<sup>37</sup> Vgl. auch zur ausführlichen Diskussion Kitzmueller/Shimshack (2012), S. 57-60.

Konsum. Liegt eine Oligopol- oder Monopolsituation vor, so kann das die negativen externen Effekte absendende Unternehmen die dadurch ermöglichten niedrigeren Kosten nicht an die Abnehmer weitergeben, verlangt also einen eigentlich zu hohen Preis, die Abnehmer zahlen zu viel. Dies führt zu einer Abschöpfung der sog. Konsumentenrente, stellt also eine Umverteilung von Abnehmern hin zum Unternehmen dar.

### **2.1.1 Der zentralistische staatliche Lösungsansatz: Pigou-Steuer**

Externe Effekte erzeugen im wirtschaftlichen Sinn sub-optimale Güter- und Ressourcenverteilungen und Verteilungsungleichgewichte. Wohlfahrtökonomisch ist daher eine Internalisierung sowohl negativer als auch positiver externer Effekte wünschenswert. Ein Weg ist, dass der Staat Steuern auferlegen und/oder Subventionen gewähren soll. Es handelt sich dann um die Lösung des Problems externer Effekte auf zentralem, staatlichem Weg, wofür stellvertretend für die Vielfalt gangbarer Wege die sog. „Pigou-Steuer“ steht: Sie verkörpert eine spezielle Steuer, die dem die negativen Effekte absendenden Unternehmen auferlegt wird.<sup>38</sup> Daraufhin werden die Kosten der Produktion künstlich erhöht, was sich in Preisanstiegen (Wettbewerbssituation) oder Verringerung der Konsumentenrente (Oligopol, Monopol) bemerkbar machen wird. Preisanstieg oder Verringerung der Konsumentenrente verringern den Absatz, wodurch weniger Produktionsmengen erzeugt werden. Dadurch gehen auch die Schäden bei Dritten zurück.

Die Pigou-Steuer ergänzt um Ge- und Verbote und mit Umverteilung der beim Schädiger erhobenen Steuereinkünfte zur Ausgleichszahlung an den Geschädigten, kann Wohlfahrtseinbußen ausgleichen und längerfristig das Produktionspotenzial verändern: „Investitionslenkung zielt auf die öffentliche Beeinflussung der (sektoralen und regionalen) Struktur des Aggregats ‚Private Investitionen‘ ab. (...) Für den ‚Strukturaspekt‘ der privaten Investitionen, der für das Problem der Investitionslenkung zentral ist, bleibt das private Gewinnkalkül bestimmend.“<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Eine aktuelle Verwandte der Pigou-Steuer auf Finanzmärkten ist die Transaktionssteuer. Mit ihr sollen die auf hochflexiblen, grenzenlosen Finanzmärkten durchgeführten Kapitaltransaktionen versteuert werden, um so die hohen Kursschwankungen und Wertverzerrungen auf Finanzmärkten zu verringern. Es handelt sich also im übertragenen Sinne um die Internalisierung negativer externer Effekte, die die Produktion von Zinsen, Dividenden etc. auf Finanzmärkten durch Kapitalanlagen erzeugen. Eine Diskussion der Finanztransaktionssteuer und des Einsatzes des Nachhaltigkeitskonzepts für die Reform der Finanzmärkte liefert Schäfer (2013).

<sup>39</sup> Meißner (1974), S. 21.



### 2.1.2 Der dezentrale marktmäßige Lösungsansatz: Coase-Verhandlungen

Anstelle der staatlichen Steuererhebung wird von einem dafür sehr bekannt gewordenen Wirtschaftswissenschaftler, Ronald Coase<sup>40</sup>, die Schaffung von Eigentumsrechten vorgeschlagen, mit denen sich der Absender der negativen externen Effekte das Recht zum schädigen erst kaufen muss. Coase sieht schlecht definierte Eigentumsrechte und/oder die Abwesenheit eines Marktes als hauptsächliche Ursache vieler negativer externer Effekte wie sie sich in der Umweltverschmutzung etc. äußern. Die betroffenen Parteien (Schädiger und Geschädigte) können dadurch nicht miteinander in Verhandlung darüber eintreten, welchen Preis die Geschädigten verlangen, damit der Absender der negativen externen Effekte dazu von ihnen die Erlaubnis bekommt und in welchem Umfang die Schädigung erfolgen darf. Durch eine solche Verhandlung würde im Idealfall ein Preis zustande kommen, der die Begehrlichkeit des Rechts für den Absender der negativen externen Effekte und die Bereitschaft der Verkäufer des Rechts zum Ertragen der Schädigung ausdrücken. Aus den Einnahmen der verkauften Schadensrechte könnten dann die Geschädigten z.B. Maßnahmen ergreifen, um den Schaden von sich abzuwenden oder die Schadensfolgen zu mindern. Die Bestimmung entsprechender Eigentumsrechte ist für die Verhandlungslösung unabdingbar. Wenn sich die Parteien daraufhin einigen und ein beiderseitig akzeptabler Preis gefunden wurde, kann man sich auf die Schadensmenge einigen können, die im sog. Pareto-effizienten Zustand hergestellt wird.

Soweit die Theorie dieses markoliberalen, neoklassischen Ansatzes. In der Tat wurde mit dem Auflegen sog. Emissionsrechte, also das Recht für den Inhaber, die Umwelt mit der im Recht zugelassenen Menge an Treibhausgasen zu verschmutzen, in die Praxis umgesetzt. Dadurch erhöhen sich die Produktionskosten ähnlich wie es bei einer Pigou-Steuer der Fall wäre. Im Europäischen Handelssystem lassen sich dann diese Rechte unter den verschmutzenden Unternehmen kaufen und verkaufen. So werden Unternehmen, die ihre Produktion ohne Treibhausgas umstellen, weniger Emissionsrechte benötigen und diese an diejenigen verkaufen können, die weniger saubere Produktionsweisen haben.<sup>41</sup> Eine zentrale Kritik stammt von

---

<sup>40</sup> Vgl. Coase (1960).

<sup>41</sup> Vgl. Cook u.a. (2010).

Coase selbst: "In order to carry out a market transaction it is necessary to discover who it is that one wishes to deal with, to inform people that one wishes to deal and on what terms, to conduct negotiations (...) undertake inspection (...) These operations are often extremely costly, sufficiently costly (...) to prevent many transactions that would be carried out in a world in which the pricing system worked without costs."<sup>42</sup>

### **2.1.3 Umsetzungsprobleme für die Internalisierung negativer externer Effekte und die Rolle von Stakeholder**

Die Herausforderungen zur Umsetzung der vorgenannten zwei prinzipiellen Wege zur Internalisierung negativer externer Effekte sind nicht unerheblich: Bei sozialen und ökologischen Folgen (sog. Bads) bestehen oft keine Eigenschaften eines privaten Gutes und Eigentumsrechte sind daher nicht zuweisbar. Eine Pigou-Steuer ist oft nicht wirkungsvoll auflegbar, da sie an nationale Grenzen der Legislative und der Exekutive eines Landes gebunden ist. Die Globalisierung sowie die systemischen Wirkungen sozialer und ökologischer Unternehmensaktivitäten schaffen ein sog. regulatorisches Governance Vakuum, in dem nationalstaatliche Maßnahmen zur Internalisierung von negativen externen Effekten verpuffen.<sup>43</sup> Damit ist das Law to Operate für Unternehmen oft nicht auf einzelstaatlicher Ebene in der Lage, negative externe Effekte zu internalisieren, sowohl weil der Wirkungsgrad einer Pigou-Steuer begrenzt ist, als auch weil die Eigentumsrechte am Recht, negative externe Effekte verursachen zu dürfen, nicht über die nationalstaatlichen Grenzen hinausreichen. Das Management von vor allem multinationalen und global operierenden Unternehmen haben damit oft diskretionäre opportunistische Handlungsspielräume, die in einem unregulierten Bereich stattfinden und sich in ihren Folgen gegen die Umwelt und Stakeholder (verstanden i.S. von Freeman) richten können.<sup>44</sup>

Sog. stille Stakeholder wie ökologische Umwelt und abwesende Stakeholder (z.B. zukünftige Generationen) werden nicht direkt von Freemans Definition erfasst<sup>45</sup>. Sowohl für die anwesenden (unternehmensinternen wie –externen) Stakeholder als

---

<sup>42</sup> Coase (1960), S. 43.

<sup>43</sup> Vgl. Curbach (2008), S. 57.

<sup>44</sup> "(...) those groups who can affect or are affected." Freeman (1984), S. 49.

<sup>45</sup> Vgl. Branco/Rodrigues (2007), S. 7.

auch die stillen Stakeholder spielen als deren Vertreter oder als eigenständig operierende Akteure NGOs eine wichtige Rolle im Feld

NGOs bündeln also eigene und fremde Stakeholder-Ansprüche und versuchen sie (oft durch aktivistische Formen) bei Unternehmen durchzusetzen.<sup>46</sup> Insofern wird die Nachfrage nach CSR bestimmt durch Anforderungen von Stakeholdern und NGOs, deren Inhalt wiederum einem Wandel vorherrschender gesellschaftlicher Normen unterliegt, sich also im Zeitverlauf ändern können.<sup>47</sup> Dabei stehen Unternehmen und diese Gruppen ihrerseits in einem oft indirekten Kontakt, wenn Unternehmen im Rahmen ihrer CSR-Politik auf solche Richtlinien zurückgreifen, an deren Entwicklung und Formulierung NGOs mitwirken.

Als Betroffene der negativen externen Effekte lassen sich daher Stakeholder als außermarktmäßige Konflikt- aber durchaus auch Kooperationspartner von Unternehmen in Bezug auf Sozial- und Umweltwirkungen verstehen. Auch wenn es für das Law to Operate ein staatliches Governance Vakuum bestehen kann, so muss dies nicht ein gesellschaftliches Vakuum bedingen. Es besteht ein eigenständiges vertragliches Beziehungsgeflecht mit nicht-kodifizierten Normen, i.S. von sozialen Kontrakten, zwischen Stakeholdern, NGOs auf der einen und Unternehmen auf der anderen Seite.<sup>48</sup> Es können meist keine expliziten Verträge zwischen Unternehmen und Stakeholdern abgeschlossen werden, da die Kosten der Vertragsformulierung, -durchsetzung etc. prohibitiv hoch sind. Es verbleiben daher die meisten Ansprüche, die Stakeholder gegenüber Unternehmen haben, implizit: Vertragsbeziehungen bestehen nur informell, sind sehr risikobehaftet und schaffen einseitige Chancen und Risiken vor allem für Unternehmen. Solche impliziten oder wenn vorhanden, meist eher unvollständigen Verträge bergen besondere Risiken für Stakeholder, weil sie solche Risiken nicht diversifizieren können.<sup>49</sup> Deshalb ist ihr Handlungsradius oft sehr begrenzt. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.** gibt einen Überblick zu ausgewählten Stakeholder-Gruppen am Beispiel von umweltbezogenen Ansprüchen, welchen sich davon betroffene Unternehmen ausgesetzt sehen.

---

<sup>46</sup> Vgl. Lindenmayer (2008), S. 44.

<sup>47</sup> Vgl. Branco/Rodrigues (2007), S. 7-10.

<sup>48</sup> Vgl. Waddock (2010), S. 71.

<sup>49</sup> Vgl. Cornell/Shapiro (1987).

der CSR/CS.<sup>50</sup>

	Stakeholder-Gruppe	Beispiele	Ansprüche	Intern / Extern
Gesellschaftliche Anspruchsgruppen	<b>Non-Profit- und Non-Governmental Organizations (NPOs und NGOs)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>UN Global Compact (GC)</li> <li>Global Reporting Initiative (GRI)</li> <li>Carbon Disclosure Project (CDP)</li> <li>Greenpeace</li> <li>Rainforest Alliance</li> <li>Urgewald etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ökologische Unternehmensdaten, wie z.B. Energie, Emissionen, Transport, umweltfreundliche Technologien, Transparenzkriterien.</li> </ul>	Extern
	<b>Lokale Anspruchsgruppen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Direkte Nachbarn</li> <li>Anrainer</li> <li>Bürgerinitiativen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schutz vor direkten Auswirkungen und Störfällen, Geräuschemissionen, Umweltbelastungen, Lärmbelästigung.</li> <li>Generelles ökologisches Interesse</li> </ul>	Extern
	<b>Verbände</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Klimaschutzforen</li> <li>Informationsveranstaltungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Information der Gesellschaft</li> <li>Generelles ökologisches Interesse</li> </ul>	Extern
	<b>Politische Parteien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ökologieorientierte Bundes- und Landesparteien</li> <li>Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU)</li> <li>Nachhaltigkeitsinitiativen (z.B. NH-Strategie BW)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Öffentliche Meinungsbildung / -vertretung</li> <li>Einflussnahme auf Gesetzgebung</li> </ul>	Extern
Vertragspartner	<b>Staat / Behörden</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Durchsetzung der Umweltpolitik</li> <li>Gesetzgebung und Regulierung</li> </ul>	Extern
	<b>Wirtschaftsprüfungsgesellschaften</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Internationale Gesellschaften (z.B. PWC, KPMG etc.)</li> <li>Häufig Zusammenarbeit mit NPOs bzw. NGOs</li> <li>Z.B. KPMG und PWC mit CDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Attestierung von Unternehmensdaten</li> <li>Beispiele im Umweltbereich: <ul style="list-style-type: none"> <li>AA1000, 5,10 TEHG, DEV 2020, JI- und CDM-Projekte</li> </ul> </li> </ul>	Extern
	<b>Lieferanten</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Auflagen von NPOs und NGOs zum Management der Lieferkette</li> <li>Erwartungshaltung ggü. dem Unternehmen</li> <li>Umwelt- und Sozialstandards</li> </ul>	Extern
	<b>Investoren</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Institutionelle und private Investoren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Grundsätze für verantwortungsvolles Investment (UN PRI)</li> <li>Gestiegenes Interesse nach nachhaltigen Geldanlagen (SRIs)</li> <li>Nachfrage nach ESG (Environmental, Social and Governance) Faktoren</li> </ul>	Extern
	<b>Rating- und Research-Agenturen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SAM, Vigeo, Imug, Eiris, oekom research...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nachfrage nach ESG (Environmental, Social and Governance) Faktoren</li> </ul>	Extern
	<b>Kunden</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Veränderungen im Kundenverhalten</li> <li>Steigendes Interesse für umweltverträgliche Produkte und Carbon Foot Prints</li> </ul>	Extern
	<b>Mitarbeiter</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Gesundheitsschutz</li> <li>Partizipation am Unternehmenserfolg</li> </ul>	Intern
<b>Management</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Gesundheitsschutz</li> <li>Image des Unternehmens in der Öffentlichkeit</li> <li>Partizipation am Unternehmenserfolg</li> </ul>	Intern	

Abbildung 1: Stakeholder-Gruppen und zentrale, auf Nachhaltigkeit bezogene Ansprüche

<sup>50</sup> Vgl. Jasanoff (1997).

Stakeholder können demnach die Internalisierung negativer externer Effekte zwar oft nicht durch explizite Verträge bei den verursachenden Unternehmen internalisieren, doch können sie auf impliziten und informellen Wegen vorgehen. Im Mittelpunkt steht hierbei die sog. License to Operate, d.h. Stakeholder können die für ein Unternehmen kritische Ressourcenbasis bedrohen,<sup>51</sup> was einem Entzug dieser Lizenz gleichkäme. Es dürften weniger einzelne Stakeholder als Koalitionen oder als Nichtregierungsorganisationen organisierte Stakeholder sein, die über die größte Einfluss- und Verhandlungsmacht gegenüber Unternehmen verfügen.<sup>52</sup> NGOs "[to] transform the relative small power of individual persons into a strong interest party at a relatively low cost of a small contribution".<sup>53</sup> Sie sind nicht auf ein Law to Operate angewiesen, wie es die Pigou-Steuer oder Eigentumsrechte erfordern. Stattdessen operieren sie mit der License to Operate.<sup>54</sup> Voraussetzung hierfür ist die Verfügbarkeit von relevanten Informationen aus dem Bereich Umwelt, Soziales, Ethik und Governance. Um überhaupt Unternehmen auf ihre Nachhaltigkeitsleistungen bzw. -fehleistungen beurteilen und daraufhin sanktionieren zu können, bedarf es entsprechender Informationen für Stakeholder. Die Überbrückung der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den Unternehmensleitungen (besser informierte Partei, auch Agenten genannt) und den schlechter informierten Kreisen (NGOs, Stakeholder, auch Prinzipale genannt) bewerkstelligen bereits seit Jahren sog. Nachhaltigkeits-Ratings.

---

<sup>51</sup> Vgl. Zadek (2004), S. 297

<sup>52</sup> NGOs "[to] transform the relative small power of individual persons into a strong interest party at a relatively low cost of a small contribution." Graafland (2002), S. 298.

<sup>53</sup> Graafland (2002), S. 297.

<sup>54</sup> Vgl. Reed (2001), S.14. Verwandte Begriffe zur License to Operate sind Social License und Social License to Operate, vgl. Post (2000), S. 36.

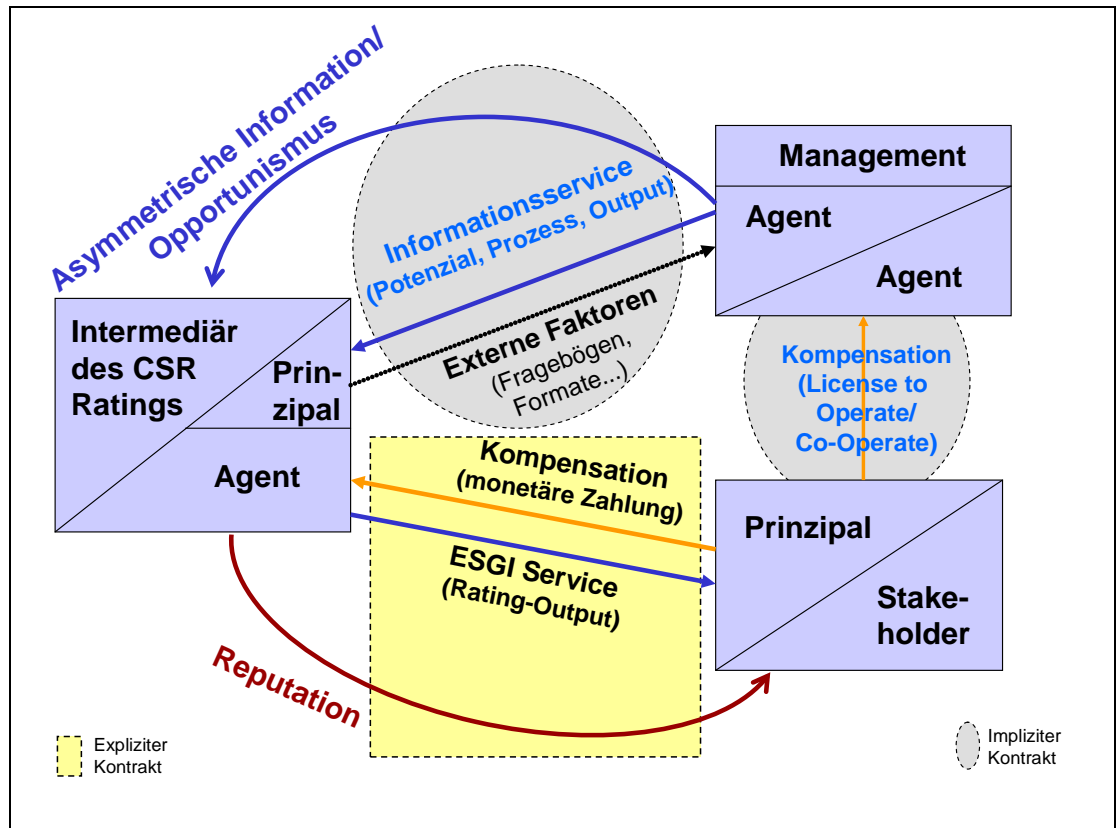


Abbildung 2: Beziehungen im Nachhaltigkeits-Rating und die Rolle der License to Operate.<sup>55</sup>

Das Nachhaltigkeits- oder CSR-Rating wird derzeit ausschließlich als Auftragsrating (Unsolicited Rating) praktiziert. Die Rating-Information (das „Urteil“) wird meist ein sog. Club-Gut (Ausschlussprinzip ist möglich, aber es besteht Nichtrivalität im Konsum des Gutes zwischen Personen) darstellen: Es wird über Informationsnetze (z.B. Börseninformationsdienste) den Kunden der Rating-Einrichtung im Netz (d.h. Abonnenten) entgeltlich zur Verfügung gestellt. Häufig geht das Nachhaltigkeits-Rating nicht direkt in die Dispositionen der Stakeholder ein, sondern wird wiederum bei anderen Intermediären für deren Dienstleistungen zugrunde gelegt, die dann erst markt- oder außermärklich von Stakeholdern erworben werden. Beispielsweise werden Nachhaltigkeits-Ratings in der Asset Management-Abteilung einer Kapitalanlagegesellschaft zur Bildung eines Aktien- und Anleihenportfolios nach sozialen und ökologischen Gesichtspunkten verwendet und anschließend als nachhaltige Geldanlagen Anlegern zum Erwerb angeboten werden.<sup>56</sup> Abbildung 2 stellt die grundsätzlichen Beziehungen im Überblick dar.

<sup>55</sup> Vgl. Schäfer (2009), S. 171-173.

<sup>56</sup> Vgl. hierzu Schäfer (2001).

Grundsätzlich kann also die Strategie und Politik im Hinblick auf Nachhaltigkeit und Verantwortung eines Unternehmens als einWeg angesehen werden, negative externe Effekte der eigenen Wertschöpfung durch Freiwilligkeit oder auf Druck von NGOs und Stakeholder (also ohne staatliche Intervention) zu internalisieren und damit die wirtschaftlichen, aber auch sozialen und ökologischen Wohlfahrtsverluste zu reduzieren, d.h. einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung zu leisten

## **2.2 Dynamische negative externe Effekte: Der Nachhaltigkeitsansatz als Kooperationslösung über die Zeit**

Das Nichtausrichten von Unternehmen am Konzept der Nachhaltigkeit hat weitere Varianten von negativen externen Effekten zur Folge. Solche dynamischen negativen externen Effekte entstehen erst über die Zeit und äußern sich z.B. in Form von fehlenden zukunftsfähigen Technologien, gefährdeten Arbeitsplätzen, schlechter Qualität von Produkten, zurückgehenden Steuereinnahmen aufgrund schlechter wirtschaftlicher Unternehmensergebnisse etc.. Auch solche negativen externen Effekte über die Zeit untergraben eine nachhaltige Entwicklung in Gesellschaft, Wirtschaft und in Unternehmen selbst. Interessant ist nun, dass der Druck von Stakeholdern und NGOs auf Unternehmen, Vorkehrungen zu treffen, dass solche Schäden nicht in der Zukunft entstehen, für Unternehmen nicht nur extern, sondern auch intern Wertpotenziale schaffen kann. Über eine Internalisierung von statischen negativen externen Effekten hinaus kann sich aus den Aktivitäten von Stakeholdern und NGOs gegenüber Unternehmen über die Zeit eine Unternehmens-/Stakeholderbeziehungen entwickeln, die einen gemeinsamen Kapitalstock schaffen.

Stakeholdergruppen begründen damit auch implizite Ansprüche, die nicht nur negative externe Effekte internalisieren helfen, sondern auch dynamisch gesehen Kapital durch Reputation und Legitimation bei Unternehmen aufbauen. Diese Art der Kooperation schafft über die Zeit Sozialkapital<sup>57</sup> - ein inhärenter Bestandteil des Konzepts der nachhaltigen Entwicklung, an dem Unternehmen wie auch Stakeholder beteiligt sind. Hier zählen dann vor allem auch die internen Stakeholder des Unternehmens. Sozialkapital erhöht die sog.

---

<sup>57</sup> Sozialkapital bezeichnet das Netzwerk sozialer Beziehungen der Mitglieder eines Unternehmens und spielt eine wichtige Rolle für die Entstehung von Humankapital, vgl. Nahapiet/Ghoshal (1998), S. 243.

adaptive Effizienz von Unternehmen, also den effizienten Einsatz verfügbarer Ressourcen unter Berücksichtigung zukünftiger Engpässe bei erschöpfbaren Ressourcen. Hinzu kommt die adaptive Effizienz, was die Schaffung von in der Zukunft nutzbarer Ressourcen durch neues Wissen und damit intellektuellem Kapital aufgrund von Kombinatorik und Informationsaustausch meint.

Unternehmensverantwortung und –nachhaltigkeit kann also für Unternehmen von durch Stakeholder initiiertes und befördertes Sozialkapital schaffen. Es ermöglicht in den heutigen Wissensgesellschaften die Entwicklung von zukunftsfähigem Wissen und von Managementkompetenz, die die Wandelbarkeit hin zu Nachhaltigkeit des Unternehmens ermöglichen. Maßnahmen in das Sozialkapital sind investiver Natur und haben sog. Plattformeigenschaften. Sie stellen ebenfalls Ressourcen dar, die aber in keiner Unternehmensbilanz auftauchen, daher immaterieller Natur sind. Die Ressourcen basierte Unternehmenstheorie und die der dynamischen Kernkompetenzen (Dynamic Capability-Schule) haben diese Erkenntnisse schon länger. Wachsende Dynamiken und Ambiguitäten in turbulenten Handlungsumfeldern von Unternehmen (aber auch ganzen Wirtschaften und Gesellschaften) begründen die Notwendigkeit eines ständigen Lern- und Entdeckungsprozesses, der nicht an den Grenzen von Unternehmen stehen bleibt, sondern Koordinationsmechanismen für multiple Stakeholderbeziehungen und deren Einbindungen in diesen Prozess erfordert. Abbildung 3 gibt von diesem Zusammenhang eine Vorstellung.<sup>58</sup>

---

*58 Den Hintergrund dieser Überlegungen bildet die neuere wissenschaftliche Theorie der Unternehmung. Während aus Sicht der klassischen Theorie der Unternehmung die Quellen von Wettbewerbsvorteilen letztlich Marktungleichgewichte auf Güter- oder Faktormärkten bzw. ein Governance-Design sind, das den gegebenen Produktionsprozess der Unternehmung optimiert, steht für die moderneren Unternehmungstheorie-Ansätze die Ressourcenausstattung der Unternehmen im Vordergrund. Mit dem Übergang von der Industrie- zur Wissensgesellschaft gehen einher eine Wissensgenerierung als Schlüsselement für Innovationen, das vermehrte Auftreten struktureller Unsicherheit und gesellschaftlichen Anforderungen an Unternehmen. Sie determinieren steigende Anforderungen an die Flexibilität der Wertschöpfungsprozesse, die Anpassungsgeschwindigkeit und die Innovationstätigkeit für Unternehmen. Gleichzeitig wächst die Bedeutung für Unternehmen im Umgang mit den durch den technologischen Fortschritt ausgelösten gesellschaftlichen, respektive sozialen Bedrohungen. Zu deren Bewältigung stellt Spezialisierung aus Arbeitsteilungen (sog. Taylorismus) nur noch eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für erfolgreiche Unternehmen mehr dar. Es geht zusätzlich darum, die unternehmenseigenen Fähigkeiten und Wissen „(...) mit dem komplementären Wissen und Handeln anderer zu verknüpfen, das aufgrund der fortschreitenden Spezialisierung immer fremder wird“ Semlinger (2000), S. 128. Kooperationen werden dann notwendig, um die Komplementaritäten des Wissens von Interaktionspartnern in die Wertschöpfungsprozesse einzubinden. Resultierte im Industriezeitalter die Innovationsfähigkeit vor allem aus Forschung und Entwicklung innerhalb der Grenzen eines Unternehmens, so sind in der heutigen Wissensökonomie Innovatoren-Netzwerke mit Zusammenarbeitsformen auch über multiple organisationale Grenzen und institutionelle Grenzen (wie z.B. Universitäten und NGOs) hinweg notwendig. Interne wie externe Stakeholder eines Unternehmens können im Zuge dessen für die Innovationsfähigkeit zur Wissensgenerierungen von zentraler Bedeutung werden. Vgl. zu diesen Überlegungen und zur Vertiefung Langer (2011), S. 300ff.*



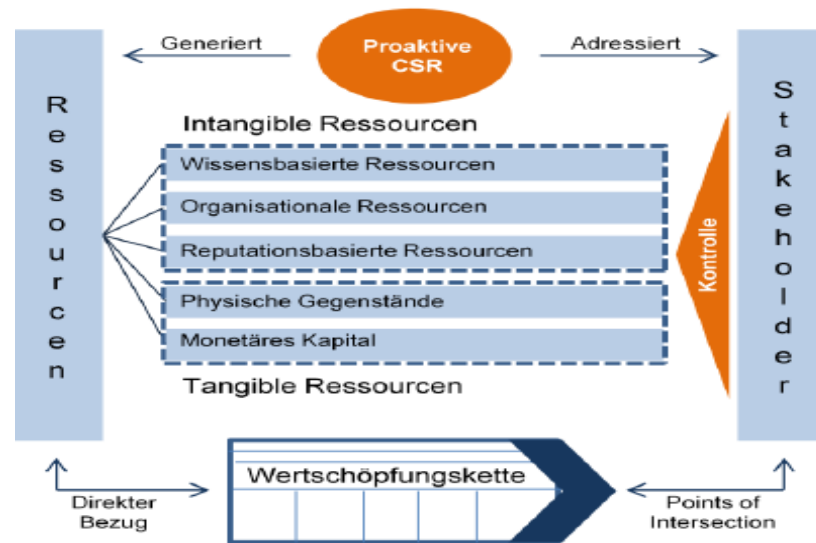


Abbildung 3: Kooperative Unternehmens-/Stakeholderbeziehungen: Investitionen in Sozialkapital mit dem Potenzial positiver Erfolgswirkungen

Der Aufbau eines unternehmensspezifischen Sozialkapitals in Kooperation mit Stakeholdern kann als ein sog. „Collective Mind“ von Unternehmen und Stakeholdern verstanden werden, das in einer Wissens- und Risiko-Gesellschaft/-Wirtschaft ein nachhaltiges und vorausschauendes Wirtschaften unter Vermeidung von negativen externen Effekten ermöglicht.<sup>59</sup> Stakeholder sind in diesem Verständnis Netzwerkpartner. Umweltschonende und sozialverträgliche Wertschöpfungen dienen der Erhaltung der Wertschöpfungsbasis des Unternehmens und der Stakeholder. Die License to Operate spielt hierbei die zentrale Rolle. Jeder Stakeholder kann sie in von ihm spezifizierter Weise anwenden, Koalitionen unter Stakeholdern befördern dies.

### **3. Eigen- und Fremdkapitalgeber als Stakeholder – mit dem Ausschlussprinzip Unternehmen zu mehr Nachhaltigkeit und Verantwortung führen?**

Mit dem dominanten neoklassischen Denk- und Lehrgebäude des Marktgleichgewichtes auf der Ebene der Gesamtwirtschaft und aller Märkte sind auch die Folgen für den Finanzmarkt gewiesen: Investitions- und

<sup>59</sup> Vgl. Beck (1986).

Finanzierungsvorgänge finden ausschließlich in der Dimension „Zahlungsströme in Geldeinheiten“ statt. Am Finanzmarkt bestehen Gleichgewichtspreise für Finanzkontrakte, die deren risikoadjustierten Grenzkosten des Ertrages verkörpern. Die Kapitalallokation wird durch die Lenkungsfunktion dieser Preise optimiert: Knappe Investitions-, d.h. Anlagegelder fließen in die produktivsten Investitionen, d.h. diejenigen mit den höchsten relativen Ertragsraten (internen Zinsfüßen). Unternehmensleitungen als Kapitalnehmer entscheiden autonom und setzen i.d.S. die finanziell ertragreichsten Investitionsprojekte um. Die Ertragsraten basieren ausschließlich auf den internalisierten Kosten und Erlösen, die finanziell messbar sind.

Ein weiterer zentraler Aspekt im neoklassischen Denk- und Lehrgebäude ist, dass das Finanzmarktsystem als idealerweise vollkommen und vollständig unterstellt wird. Es besteht aus hochgradig organisierten Bereichen wie den Wertpapierbörsen und weniger stark organisierten Finanzmärkten, auf dem Finanzintermediäre wie Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften oder Rating-Agenturen tätig sind. Finanzmärkte werden zudem unterschieden in Primärmärkte, auf denen die erstmalige Ausgabe von Wertpapieren und die eigentliche Beschaffung von neuem Kapital seitens der Kapitalnehmer erfolgen. Daneben bestehen Sekundärmärkte, auf denen während ihrer Laufzeit die Wertpapiere zwischen Anlegern gehandelt werden, ohne dass davon der ursprüngliche Kapitalnehmer (der Emittent) aus dem Primärmarkt eine Veränderung seiner (nominalen) Kapitalausstattung erfährt. Die Kapitalnehmer sind zwar i.d.R. Unternehmen als rechtliche Einheiten, sie werden in ihren Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen aber gesteuert durch die Unternehmensleitungen (das Management). Die Kapitalgeber bestehen aus Privatpersonen und institutionellen Anlegern wie Altersvorsorgeeinrichtungen, Kapitalanlagegesellschaften etc., bei denen es ebenfalls die Führungskräfte in den Unternehmensleitungen ist, welche die Anlageentscheidungen treffen. Üblicherweise erfolgt von Seiten der Kapitalgeber keine (zumindest nicht ständige) Einmischung in den Verwendungszweck der ausgeliehenen Finanzmittel. Im Vordergrund für die Vergabebereitschaft von Kapital steht das vom Anleger geforderte Rendite-Risiko-Verhältnis (die „Performance“). Das System der Unternehmensführung, der Kontrollmechanismen und der

Rechnungslegung, also die sog. Corporate Governance, ist neben der Ausgestaltung des Finanzsystems (hier vor allem ob eher dem angelsächsischen börsenorientierten System verbunden oder ob mehr an dem kontinentaleuropäischen, von Banken beherrschten System ausgerichtet) sind für die Funktionsweise und –qualität der Investitions- und Finanzierungsentscheidungen entscheidend.<sup>60</sup>

Wertpapierpreise haben eine sog. Lenkungsfunction aufgrund ihrer marktmäßigen Veränderungen und Niveaulagen. Wertpapierpreise steuern auf diese Weise indirekt die Verteilung von Kapital auf mögliche Investitionen in der Real- und Finanzsphäre. Sie setzen zudem Anreize für bestimmtes Investitions- und Finanzierungsverhalten der Kapitalnehmer und –geber. Hinzu kommt, dass sie Kapitalnehmer und damit das Management von Unternehmen für den Einsatz des ihnen überlassenen Kapitals belohnen oder bestrafen können. Instrumente hierzu sind die Veränderungen der Finanzierungskosten: hohe Finanzierungskosten mindern die Wirtschaftlichkeit einer Investition oder erfordern erhöhte Anstrengungen des Managements, damit z.B. die Produktqualität steigt oder die Fertigung rationalisiert wird, um so die Investition ertragsstärker zu machen. Ferner kann dem Management die Höhe des gewünschten Kapitals vollständig oder teilweise vorenthalten werden (sog. Kapitalrationierung). Weiterhin ermächtigen Kapitalgeber je nach rechtlicher Ausgestaltung der Wertpapiere zur Partizipation am kapitalnehmenden Unternehmen (z.B. via Stimmrechte bei der Überlassung von Eigenkapital mittels Stammaktien). Weiterhin besteht für das Management eine Bedrohung für den Fall schlechten Wirtschaftens, dass es in Gefahr gerät, von einem externen Hauptkapitalgeber (z.B. Mehrheitsaktionär) übernommen zu werden und im Zuge dessen seinen Arbeitsplatz zu verlieren (sog. Unfriendly Takeover). Schließlich sind heutzutage sehr viele Gehaltsbestandteile von Führungskräften in den oberen Führungsebenen erfolgsabhängig, womit meist eine Koppelung an den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens (z.B. Aktienkurs) verbunden ist.

---

<sup>60</sup> Vgl. Schäfer (2002), S. 55ff.

### **3.1 Nachhaltige Geldanlagen im Kontext der Finanzmärkte**

Wenn auch die Übertragung von außerökonomischen Vorgaben bei der Kapitalüberlassung und damit ihre Zweckbindung eher den Ausnahmefall darstellt und dann i.d.R. eher zum Schutz der Kapitalgeber vor ungewollter Risikogefahr durch die Kapitalnehmer dienen soll, so wird seit dem Aufkommen von Anlagegrundsätzen der nachhaltigen Geldanlagen eine Zwecksetzung von überlassenem Kapital nach ökologischen, sozialen, ethischen und/oder Governance-Kriterien durch Kapitalgeber praktiziert. Das grundsätzliche Anliegen solcher Anlagestrategien und -politiken ist es, Kapitalnehmer zu einer nachhaltigen Wirtschaftsweise oder hohem, für Umwelt, einzelne Stakeholder und die Gesellschaft als Ganzes verantwortlichem Handeln zu bewegen bzw. für nicht nachhaltiges oder unverantwortliches Handeln zu „bestrafen“. Wie in den vorherigen Abschnitten ausgeführt, sind Ausschlüsse aus der Sicht statischer negativer externer Effekte durchaus sinnvoll. Bei dynamischen negativen externen Effekten sind dagegen Kooperationen der geeigneter Weg. Zwar erstreckt sich der Kreis der so betroffenen Kapitalnehmer auf grundsätzlich alle Wirtschaftssektoren, also Privathaushalte, staatliche Einrichtungen, Unternehmen (des In- und Auslandes), doch tatsächlich wird in der Diskussion um nachhaltige Geldanlagen meist überwiegend auf die Unternehmensseite abgestellt. Diesem Vorgehen soll auch in diesem (weiterhin) Beitrag gefolgt werden.

Unternehmen auf den Pfad nachhaltigen Wirtschaftens und nachhaltiger Produkte sowie zu verantwortlichem Verhalten zu führen bzw. sie auf einem solchen Pfad zu halten, orientiert sich heutzutage an den Ansprüchen der Stakeholder und der NGOs (s. auch hierzu Abschnitt 2.1.3). Im Kontext von Ausschlussprinzipien der Geldanlage sind die Institution (oder Plattform) und die Akteure, welche Unternehmen zu Nachhaltigkeit und Verantwortung bringen sollen, die Finanzmärkte und damit die Gruppe derjenigen Stakeholder, die als Eigen- und Fremdkapitalgeber dort operieren. Es wird also nicht der Staat als Regulator und es werden nicht andere Stakeholder wie z.B. Nichtregierungsorganisationen nachfolgend im Vordergrund stehen, obwohl sie am Rande z.B. als Gesetzgeber oder Aktivisten einen teilweise nicht unerheblichen, unterstützenden Einfluss auf Unternehmensnachhaltigkeit und –verantwortung haben (können).

	Traditionell	Impact Investment		Philanthropie		
	Verantwortung	Nachhaltigkeit	Themen		Impact-first	
<b>Rendite-erzielung</b>						
	<b>ESG Risiko-Management</b>					
		<b>ESG-Chancen</b>				
			<b>High-impact Ansätze</b>			
<b>Fokus</b>	<b>Finance Only</b>			<b>Impact Only</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bestmögliche risikoadjustierte finanzielle Rendite</li> <li>• Begrenzter oder kein Fokus auf ESG Faktoren im zugrunde liegenden Investment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus auf ESG-Risiken</li> <li>• Reicht von einer breiten Berücksichtigung von ESG-Faktoren bis zum Negative Screening im Bereich von Geschäftsfeldern und -aktivitäten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus auf ESG Performance-Chancen aufgrund entsprechender Titelselektion, Portfolio Management und Aktionärstum</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus auf einzelner ESG-Thema oder ESG-Cluster</li> <li>• Motivation sind Geschäftsmodelle mit außergewöhnlichen Renditechancen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus auf einzelner ESG-Thema oder ESG-Cluster</li> <li>• <u>Primär</u>: Deckung eines ökologischen und/oder sozialen Bedarfs</li> <li>• <u>Sekundär</u>: Rendite</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokus auf einzelner ESG-Thema oder Cluster</li> <li>• Deckung eines ökologischen und/oder sozialen Bedarfs</li> <li>• Renditen nicht erzielbar /nicht gefordert</li> </ul>

Abbildung 4: Nachhaltige Geldanlagen sind vielschichtige Instrumente zur Steuerung der Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens über den Finanzmarkt

Die Art und Weise, wie Kapitalgeber bzw. Anleger Unternehmen zu einem nachhaltigen Verhalten führen können, hängt zum Ausgangspunkt davon ab, welche Zielsetzungen, Anstrengungsniveaus und Beziehungen zum Rendite-Risiko-Zusammenhang Anleger bei nachhaltigen Geldanlagen entwickeln. Nachfolgende Abbildung 4 gibt eine Vorstellung von diesbezüglichen, unterschiedlichen Asset Management-Stilen. Aus ihr ist ersichtlich, dass eine Abstufung getroffen werden kann, in welcher Form Anleger über eine ausschließliche Renditeorientierung (sog. Finance Only) hinausgehen können und Stufungen von beim Kapitalnehmer lenkenden ESG-Zwecksetzungen ihren Geldanlagen zugrunde legen. Der überwiegende Anteil der nachhaltigen Geldanlagen findet gem. Abbildung 4 heutzutage im Bereich von „ESG-Chancen“ statt, allerdings stärker im Kommen sind mittlerweile auch deren Risikoverwandten. Während bei diesen beiden eher „klassischen“ Anlageausrichtungen noch die Betonung auf finanziellen Anlagekriterien liegt und außer-finanzielle Zwecksetzungen aus dem ESG-Bereich oft von untergeordneter Bedeutung sind, werden bei den Impact-Ansätzen der Geldanlage sehr konkrete und teilweise die finanziellen Zielsetzungen dominierende Anforderungen gestellt. Die extremste Form dieser Zwecksetzung

ist denn auch keine Geldanlage mehr, sondern zählt zum Bereich des Spendenwesens, der Philanthropie und des Mäzenatentums (sog. Impact Only). Sie ist ebenso wie das Impact Investing nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

Impact Investments weisen eine konzeptionelle Ähnlichkeit zum zweckbezogenen und hier speziell zum zweckfördernden Investment auf. Impact Investments können somit neben den „klassischen“ nachhaltigen Geldanlagen als Instrumente zur Umsetzung einer nachhaltigen zweckbezogenen Anlagestrategie von Stiftungen und anderen Non-Profit-Organisationen gesehen werden. Während sich Impact Investments besonders für zweckfördernde (Impact First-) Anlagestrategien eignen, lassen sich die „klassischen“ nachhaltigen Geldanlagestrategien (und hier insbesondere die Kriterien geleiteten Ansätze) vor allem zur Umsetzung einer zweckkonformen Rendite/Risiko orientierten Anlagestrategie einsetzen. Eine Sonderstellung nimmt hierbei das aktive Aktionärstum ein, da es in beiden Kontexten einsetzbar ist.

Damit gelangt man auch zu den drei typischen Anlagestrategien der klassischen nachhaltigen Geldanlagen, worin die danach im besonderen zu behandelnden Strategien der Negative Screenings, i.S. des Setzens von Ausschlusskriterien für die Geldanlage näher behandelt wird (vgl. Abbildung 5).

Am Konzept der Nachhaltigkeit ausgerichtete Geldanleger verfolgen eine ihren spezifischen Ansprüchen entsprechende Anlagepolitik. Anlagefähige Finanzmittel werden dementsprechend nur in Aktien (oder Anleihen) solcher Unternehmen investiert, die bestimmten ökologischen, sozialen und/oder ethischen Anlageanforderungen genügen. Die individuelle Anlagepolitik hat damit stets unmittelbare Auswirkungen auf das jeweilige Anlageportfolio eines Anlegers bzw. eines Anlageprodukts mit Nachhaltigkeitsanspruch, indem es die Auswahl der geeigneten Unternehmen bzw. Unternehmenstitel festlegt.

	Best in Class	Positive Screening	Negative Screening (i.S. von Ausschlüssen)
<b>Exit (In/out)</b>	Investition in <b>nachhaltige</b> Unternehmen → Grenzfinanzierungskosten ↓ → keine Kapitalrationierung	Selektive Investition in <b>nachhaltige</b> Unternehmen (Branchen/Themen) → Grenzfinanzierungskosten ↓ → keine Kapitalrationierung	Meiden von <b>nicht nachhaltigen</b> Unternehmen, evtl. selektive Desinvestition (z.B. Leerverkäufe) → Grenzfinanzierungskosten ↑ → Kapitalrationierung
<b>Voice</b>	Selektive Investition in <b>nachhaltige</b> Unternehmen 1. Grenzfinanzierungskosten ↓ 2. Engagement ↑	Selektive Investition in <b>nachhaltige</b> Unternehmen 1. Engagement ↑ 2. Grenzfinanzierungskosten ↓	-

Abbildung 5: Managementansätze bei nachhaltigen Geldanlagen und Finanzierungskosten im Überblick

Der Prozess der nachhaltigen Geldanlage kann in zwei Kategorien unterschieden werden. Das Unterscheidungsmerkmal liegt dabei auf der Wahrnehmung von Stimmrechten zur Durchsetzung von sozialen, ökologischen und ökonomischen Zielen der Aktionäre bzw. Anleger. Werden diese Rechte aktiv ausgeübt (sog. „Voice-Option“), so spricht man von einem „aktiven SRI-Kapitalanlageprozess“. Beschränkt sich der Anleger dagegen auf eine reine Kauf- oder Verkaufshaltung, steigt er also aus nicht nachhaltigen Aktien aus oder erwirbt er sie erst gar nicht (sog. „Exit-Option“), spricht man von einem „passiven SRI-Kapitalanlageprozess“. Korrespondierend hierzu kann zwischen einer Pre- und eine Post-SRI-Investment-Strategie differenziert werden: Vor der Auswahl der Wertpapiere für die Geldanlage werden zunächst diejenigen Unternehmen im Sinne des Screenings nach Negativ- und/oder Positivkriterien aussortiert. Nachdem aus dem so verbliebenen Anlageuniversum das Anlageportfolio zusammengestellt ist, werden spezielle Mitbestimmungs- und Mitsprachestrategien durch Wahrnehmung der Aktionärsrechte geplant und durchgeführt, um die Unternehmenspolitik pro aktiv im Sinne der Anleger zu beeinflussen versucht (Engagement).<sup>61</sup>

<sup>61</sup> Vgl. Schäfer/Lindenmayer (2007a).

Im Bereich des Managements von SRI-Anlagen ist also zwischen Aktiv- und Passiv-Strategien im Kapitalanlageprozess im Sinn des Vermögensmanagements und des Nachhaltigkeitsmanagements zu unterscheiden. Letzteres bezeichnet die Art und Weise, wie soziale, ökologische und ethische Anlagepräferenzen in die gesamte Vermögensverwaltung integriert werden. Auf sie wird im Weiteren näher eingegangen.

Bei den **passiven** Managementansätzen werden die bereits zuvor beschriebenen Ansätze des Positiv- und Negativ-Screenings in ihren spezifischen Ausprägungen isoliert oder kombiniert angewendet, um nicht nachhaltige Unternehmen aus dem Anlageuniversum auszusortieren und nachhaltige Unternehmen aufzunehmen. Derartige Anleger und Vermögensverwalter delegieren hier sehr oft die Bestimmung des nach Positiv- oder/und Negativ-Kriterien bestimmten Anlageuniversums an darauf spezialisierte Rating-Organisationen. Dies ist besonders dann der Fall, wenn zusätzlich zur passiven Managementstrategie auch noch die Vermögensverwaltung nach einer passiven Anlagestrategie gefahren werden soll. Hier seien beispielsweise Indexfonds für Privatanleger oder SRI-Tracking Portfolios für institutionelle Anleger genannt. In beiden Fällen wird versucht, eine Benchmark, i. d. R. einen Index (z.B. Dow Jones Sustainability Index) abzubilden und dabei das Abweichungsrisiko (Tracking Error) zu minimieren.<sup>62</sup>

Mittels des sog. Best in Class-Ansatzes geht es darum, von vornherein keine Unternehmen bzw. deren Aktien und Anleihen von der Geldanlage auszuschließen, sondern diejenigen Unternehmen mit den Anlagegeldern zu „belohnen“, denen es im Vergleich zu anderen Unternehmen besonders gut gelungen ist, Nachhaltigkeit in ihren Produkten und/oder Produktions-, Beschaffungs- und Absatzwegen umzusetzen. Mittels eines fein ausgetüftelten Kriteriensystems wird bei Unternehmen durch Befragungen und Analyse von deren Veröffentlichungen (z.B. Nachhaltigkeitsberichten) herausgearbeitet, ob ein Unternehmen bei dem jeweiligen Analysekriterium Plus- oder Minuspunkte bekommt und eventuell auch deren Anzahl.

Neben diesen passiven, Exit orientierten Ansätzen können Anleger **aktive**,

---

<sup>62</sup> Vgl. Schäfer/Lindenmayer (2007b).



governance-orientierte Ansätze verfolgen. Dabei wird seitens der Aktionäre die Voice-Option ausgeübt. Man spricht dann vom Engagement-Ansatz, bei dem der Aktionär seine Stimmrechte ausübt, um auf die Unternehmenspolitik direkt im Sinne sozialer und ökologischer Ziele einzuwirken. Gemäß der Regel „One Share, One Vote“ wächst die Anzahl der Stimmrechte und damit das bedeutendste Mitsprache- und Entscheidungsrecht (bei Stammaktien) proportional mit der Höhe der Kapitalbeteiligung. Dadurch ist prinzipiell eine wirksame Implementierung von aktiven Ansätzen faktisch auf den Bereich von Großanlegern beschränkt.<sup>63</sup>

Nachhaltige Geldanleger orientieren sich in dem hier in Rede stehenden Anlegertypus also nicht am Impact in Bezug auf ein einzelnes Projekt oder einen einzelnen Kapitalnehmer mit genau bezeichneter Verwendung des ihm überlassenen Kapitals, sondern beschäftigen sich mit einem komplexen Kapitalnehmer – einem Unternehmen. Die Vielschichtigkeit von Nachhaltigkeitsstrategien und –politiken wird dabei vom nachhaltigen Anleger durch Anlagedispositionen berührt, die ebenfalls eine hohe Vielschichtigkeit an möglichen Übertragungswegen aufweisen. Abbildung 5 gibt hiervon im Überblick eine Vorstellung, indem sie an die zuvor bezeichnete Gruppierung solcher Strategien in Exit und Voice sowie damit überkreuzt in Best in Class, Positive Screening und Negative Screening ansetzt.

Die Steuerung von Verhaltensweisen der Unternehmensleitungen zu einem nachhaltigen Unternehmenspfad wird seitens der Anleger auf eine sehr komplexe Weise mittels der Veränderung der Finanzierungskosten durchgeführt. Im Folgenden ist erst einmal dieser Zusammenhang zu erläutern, bevor im daran anschließenden Teil auf die spezielle Wirkung von Ausschlusskriterien eingegangen werden kann.

### **3.2 Die Eigenschaft von Finanzierungskosten zur Steuerung des Unternehmensverhaltens**

In der Finanzierungs- und Finanzmarkttheorie haben die Finanzierungskosten die zentrale Funktion der Steuerung des Unternehmensverhaltens, da sie die Wirtschaftlichkeit von Investitionsmaßnahmen entscheidend beeinflussen. Der Kostenbegriff der Finanzwirtschaft ist dabei nicht identisch mit dem allgemeinen

---

<sup>63</sup> Vgl. Schäfer/Hertrich (2013), S. 28-29.

Kostenbegriff der Betriebswirtschaftslehre. Man kann sich dies am besten anhand einer Aktie vorstellen. Ausgangspunkt ist die Vorstellung, dass eine Unternehmensleitung darauf abzielt, den **Marktwert eines Unternehmens** zu maximieren. Dieser wird aus der Multiplikation von aktuellem Börsenkurs mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien errechnet. Aktionäre, also Anleger, werden eine Aktie an der Wertpapierbörse dann vermehrt kaufen (verkaufen), wenn allgemein die Unternehmenspolitik des Vorstandes einer Aktiengesellschaft hinsichtlich zukünftiger Kurssteigerungen und/oder Dividenden positiv (negativ) eingeschätzt wird. Verkaufsreaktionen der Aktionäre lösen tendenziell Kurssenkungen aus, weiteres Kaufinteresse von Anlegern führt dagegen zu steigenden Kursen. Ein sinkender Aktienkurs und ein steigender Aktienkurs spiegeln auch die Reaktionen der Anleger als sich ändernde Renditeforderungen wider. Abbildung 6 gibt nachfolgend zusammengefasst eine Vorstellung von Finanzierungskosten des Eigen- und des Fremdkapitals und welche Beziehungen zum Wert eines Unternehmens bestehen.

Im Grundsatz gilt für Finanzierungskosten, dass sie mit der von den Eigen- und Fremdkapitalgebern geforderten Rendite letztendlich identisch sein müssen. Kann der **Finanzierungskostensatz** durch die beschriebene Reduktion des Risikos eines z.B. Unternehmens aufgrund von Nachhaltigkeitsmaßnahmen **gesenkt** werden, so **erhöht sich** im Umkehrschluss der **Wert des Unternehmens**. Umgekehrt sinkt der Unternehmenswert, wenn der Finanzierungskostensatz ansteigt (unter der Voraussetzung, dass sich in den übrigen Parametern, vor allem Gewinnen und Dividenden nichts ändern würde).<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> Vgl. El Ghoul u.a. (2011), S. 2391-2394.

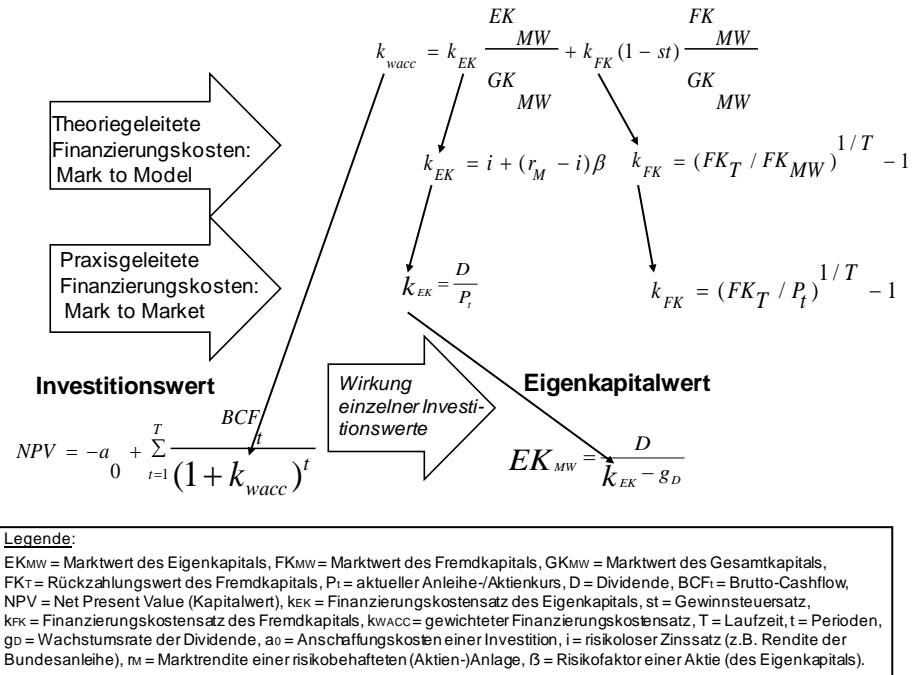


Abbildung 6: Finanzierungskosten: Zentraler Parameter zur Bestimmung des Marktwertes

des Eigenkapitals und des Kapitalwertes von Investitionen

Die vorgenannten Aussagen treffen im Wesentlichen **gleichermaßen für Aktien und Anleihen** als Finanzierungsinstrumente der Unternehmensleitung zu. Aus Sicht der Kapitalgeber werden die so von ihnen erworbenen oder veräußerten Aktien/Anleihen die individuellen Vermögensbestände (Portfolios) verändern. Dabei werden **vor allem professionelle Anleger** den Empfehlungen und Erkenntnissen der gängigen Portfolio Selection-Theorie folgen und Kapitalanlagen insgesamt so zusammenstellen, dass sich die Risiken der einzelnen Anlagetitel gegenseitig weitgehend neutralisieren (Diversifikationseffekt).<sup>65</sup> Es werden allerdings bei streng auf Rendite/Risiko-Beziehungen achtenden Anlegern immer **nur solche Wertpapiere von nachhaltigen Unternehmen in die Portfolios** aufgenommen, die **zur Erhöhung des Gesamtwertes individueller Vermögensbestände** beitragen. Dadurch wird deutlich, dass Unternehmensleitungen aufgrund des **Steuerungsimpulses** durch die **Geldanleger** immer nur solche **Nachhaltigkeitsmaßnahmen umsetzen** werden, die **bei den Kapitalgebern als positiver (rein finanzieller und nicht ESG-bezogener) Wertbeitrag** zu den Aktien/Anleihen in Anlageportfolios **angesehen werden** (sog. pretialer

<sup>65</sup> Vgl. Schäfer (2005), S. 277ff.

Lenkungsmechanismus). Der Beitrag eines Unternehmens zur CSR ist daher über die Unternehmensgrenzen hinaus nur dann zu erwarten, wenn es diese Bedingung erfüllt. Allerdings wird auch deutlich, dass die Steuerung von Investitionen über den Ansatz der Finanzierungskosten keine Ansatzpunkte für eine nachhaltige Geldanlage schafft, um konkrete Investitionsvorhaben im Hinblick auf deren negativen externen Effekte zu unterbinden oder vom Anleger gewünschte Investitionen zu unterstützen. Damit kann auch kein zielgerichteter Nachhaltigkeitseinfluss auf die Produktionsweise und die Produkte genommen werden.

### **3.2.1 Die zentrale Rolle der Grenzfinanzierungskosten**

Direkt entscheidend sind für die Erzielbarkeit von nachhaltig ausgerichteten Lenkungsforderungen nachhaltiger Anleger die Wirkungen von Grenzfinanzierungskosten. Damit gemeint sind Kapitalrationierungen und die Finanzierungskosten für die nächste anstehende Eigen- oder Fremdkapitalerhöhung (sog. Ex ante-Grenzfinanzierungskosten). Dabei ist noch einmal in Erinnerung zu rufen, dass nur auf dem Primärmarkt neues Eigen- und Fremdkapital bereitgestellt wird, während auf dem Sekundärmarkt die Bewertungs-, d.h. Kursänderungen der Wertpapiere im Besonderen und der Finanzkontrakte im Allgemeinen wider gespiegelt werden. Die Differenz von Finanzierungskosten vor und nach Kursänderungen bzw. Kapitalrationierungen ist dann für die zeitlich darauf folgende zukünftige Finanzierung und Investition entscheidend. Zwei Beispiele mögen dies verdeutlichen:

#### **Beispiel für die Fremdfinanzierung**

Der Nominal- und gleichzeitig Rückzahlungswert einer unverzinslichen Unternehmensanleihe (sog. Zerobond) betrage 100 €, habe 2 Jahre Laufzeit, der Ausgabekurs der alten Tranche (derzeit gehandeltes Wertpapier) war seinerzeit 75 €. Dies entspricht Fremdkapitalkosten in Höhe von 15,5Prozent. Das Unternehmen erwägt, demnächst eine Kapitalerhöhung auf dem gleichen Weg durchzuführen. Ausgabekurs dieser neuen Tranche wäre 65 €, was einem Fremdkapitalkostensatz von 24Prozent entspricht. Vergleicht man diese Kapitalerhöhung und ihre Finanzierungskosten mit der vorangegangenen, so stellt man fest, dass sich die Fremdkapitalkosten erhöht haben, also die Grenzkosten der neuen Finanzierung angestiegen sind und zwar um

8,5Prozent. Die entspricht einer Verteuerung der neuen Tranche um 54,8Prozent und wurde aufgrund des Kursrückgangs bewirkt (statt 100 Euro nur noch 65 Euro Erlös für eine Tranche).

### **Beispiel für die Eigenfinanzierung**

Der Nominalwert einer Aktie betrage 10 €, der Ausgabekurs der alten Aktien war seinerzeit 110 € und üblicherweise wird bei Aktienkapital die Laufzeit als unendlich angenommen. Das Aufgeld (sog. Agio) wird im Verhältnis zum Nominalwert von 10 Euro/Aktie errechnet (110 Euro abzüglich 10 Euro) und ergibt 100 €. Die erwartete Dividende betrage 11 €. Damit errechnet man Eigenkapitalkosten in Höhe von 10Prozent. Zwischenzeitlich sei ein Kursrückgang auf 90 € erfolgt. Das Unternehmen beabsichtigt, eine Eigenkapitalerhöhung und dazu die Ausgabe zusätzlicher, d.h. junger Aktien zu 90 €. Das Agio der jungen Aktien wiederum gerechnet zum Nominalwert betrage daraufhin 80 € bei gleicher Dividendenerwartung (11 €). Die Kosten der Eigenfinanzierung sind jetzt auf 12Prozent angestiegen. Die Grenzkosten der neuen Finanzierung sind mithin um 2Prozent höher als vor der Kapitalerhöhung, was eine Verteuerung der neuen Kapitalerhöhung um 2Prozent ausmacht und was nur durch den Kursrückgang ausgelöst wurde.

Die Umsetzung von nachhaltigen Geldanlagestrategien kann nur durch Kauf- und Verkaufstransaktionen und durch die Zwischenschaltung von Finanzmärkten von statten gehen. Dies gilt für neues wie auch für bereits vorhandenes Kapital (gehandelt auf dem Sekundärmarkt). Solche Markttransaktionen gepaart mit den jeweiligen Nachhaltigkeits-Anlagestilen erzeugen dann über die Veränderungen der Finanzierungskosten (u.U.) Verhaltensreaktionen bei Unternehmensleitungen. Bezogen auf das Ausschlussprinzip würde die Kausalkette dann wie folgt verlaufen:

Ausschlüsse auf dem Finanzmarkt führen zum Verkauf bzw. zum Nichtkauf von Wertpapieren nicht-nachhaltiger Unternehmen. Sieht man einmal momentan noch von den bei Anlegern auftretenden Umverteilungen in deren Vermögensbeständen ab, so werden nachhaltige Anleger durch den Verkauf von Wertpapieren ein sog. Überangebot herbeiführen, das marktwirtschaftlichen Mechanismen folgend tendenziell zu sinkenden Wertpapierkursen der davon betroffenen Unternehmen führen wird.

Dadurch werden für neue Kapitalbeschaffungen die oben beschriebenen Verläufe steigender Grenzfinanzierungskosten eintreten, was dann im Gefolge zu einer Absenkung des Marktwertes des Eigenkapitals (Shareholder Value) führen wird und die Kurswerte für Altaktionäre reduziert. Abbildung 7 verdeutlicht diese weiterführenden Überlegungen im Überblick.

- 1) Steuer ähnliche Effekte zur Internalisierung negativer externer Effekte ► Grenzfinanzierungskosten↑ ► Ausschlusskriterien, Leerverkäufe
- 2) Subventionen ähnliche Effekte zur Internalisierung positiver externer Effekte ► Grenzfinanzierungskosten↓ ► Positivkriterien
- 3) Schaffung von Eigentumsrechten ► Stimmrechte im Engagement

$$EK_{MW} = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + k_{WACC})^t - FK_{MW}$$

Abbildung 7: Internalisierung durch die dezentralen Entscheidungen von Anlegern auf Finanzmärkten – Finanzierungskosten können wie privat auferlegte Pigou-Steuern wirken

### 3.2.2 Die Verteilungsfolgen zwischen Anlegergruppen

Damit wird der Einstieg von neuen Aktionären in ihrem Kurswert gesunkenen nicht-nachhaltigen Unternehmen attraktiv. Die zentrale Frage ist dann für die Wirkung der Finanzmarktaktionen: Welches Zusammenspiel ergibt sich zwischen solchen Anlegern, die aus dem Unternehmen mangels Nachhaltigkeit ausgestiegen sind und denjenigen, die jetzt bei Kursrückgang eine gute Chance wittern, sich in ein Unternehmen preiswert einzukaufen um von zukünftigen Kurssteigerungen zu profitieren? Sofern letztgenannte Anleger kein Interesse an nachhaltiger Unternehmensführung haben, hätte die Umsetzung des Ausschlussprinzips durch nachhaltige Anleger, sogar noch die gegenteilige Folge, dass an Nachhaltigkeit uninteressierte Anleger jetzt diese Wertpapiere kaufen, dadurch den Kursrückgang stabilisieren oder sogar ins Gegenteil in einen Anstieg drehen können und damit dem Management über den

Kursanstieg und die nicht gesunkenen Grenzfinanzierungskosten signalisieren: Ihr habt alles richtig gemacht (auch wenn dies in den Augen der nachhaltigen Anleger nicht für die nachhaltige Unternehmensführung zutrifft).<sup>66</sup>

Solange es also eine Mischung von nachhaltig und nicht nachhaltig ausgerichteten Anlegern auf Finanzmärkten gibt, ist die Wirksamkeit einer durch unterlassene Kauf- und durchgeführte Verkaufstransaktionen im Rahmen einer Anlagestrategie nach dem Ausschlussprinzip eine im Hinblick auf die Steuerung hin zu nachhaltiger Unternehmensführung beim Management sehr unsichere Angelegenheit.

Dies liegt u.a. daran, dass nachhaltige Geldanlagen wie ein Fremdkörper in einem ansonsten nach streng marktwirtschaftlichen Prinzipien arbeitenden Finanzmarktgefüge operieren. Die Lehrbücher führen hierzu sinngemäß aus:<sup>67</sup> Finanzierungskosten werden durch informations-effiziente Finanzmärkte mit rational handelnden Wirtschaftssubjekten gebildet, ohne dass hier außer erwarteten Renditen und Risiken einer Anlage andere entscheidungsrelevante Überlegungen eingehen. Es wird eine sog. Erwartungsrationalität i.S. der Theorie rationaler Erwartungen bei allen Marktteilnehmern unterstellt: Sie alle wissen, nach welchen (rein) ökonomischen Modellen Wertpapiere zu bewerten sind (sog. Mark to Model) oder verhalten sich „als-ob“ sie es wüssten. Damit bestehen wegen der Annahme rationalen Verhaltens bei den Marktteilnehmern keine systematischen Erwartungssirrtümer. Es zählen für die Anlagenentscheidungen zudem ausschließlich finanzielle Daten (z.B. Dividenden, Zinsen). Da unterstellt wird, dass jederzeit alle für die Kenntnis der Werthaltigkeit eines Wertpapiers notwendigen Informationen auf dem Finanzmarkt verfügbar sind,<sup>68</sup> lösen neue kursrelevante Informationen unverzüglich Erwartungsänderungen aus und bewirken Wertpapierkäufe und -verkäufe. Dadurch verändert sich der Wertpapierkurs, der damit selbst immer das Ergebnis vorangegangener informationsbedingter Wertpapiergeschäfte war und so in sich ein sog. Informationsaggregat enthält. Da angenommen wird, dass die kursrelevanten Informationen unvorhersehbar auftreten, wird der Kurs ebenso zufällig bewegt, d.h. in die Zukunft geblickt wird man feststellen, dass er

---

<sup>66</sup> Vgl. Hawliczek (2008), S. 176.

<sup>67</sup> Vgl. z.B. Brealey u.a. (2011).

<sup>68</sup> Es handelt sich hierbei um die sog. Informationseffizienz des Kapitalmarktes nach Fama: „A market in which prices always ‚fully reflect‘ available information is called ‚efficient‘“ Fama (1970), S. 383.

sich auf einem zufallsabhängigen Pfad befindet, den man in Fachkreisen „Random Walk“ nennt.

Das Zustandekommen von Kursänderungen aufgrund von sich ändernden Informationen hängt von der Organisation der Kauf- und Verkaufshandlungen auf dem (realen oder virtuellen) Börsenparkett ab. Die sog. Marktmikrostruktur ist jetzt entscheidend: So setzen sich die am Wertpapierhandel teilnehmenden Gruppen aus sog. Market Makern, Liquiditätshändlern, Arbitrageuren und sog. Noise Tradern zusammen. Von Bedeutung für das Wechselspiel zwischen nachhaltig und nicht nachhaltig ausgerichteten Marktteilnehmern ist die Einordnung der aus nachhaltigen Motiven handelnden Marktteilnehmer. Da sie nicht in das zuvor aufgezeigte Bild der rationalen Anleger passen, sind ihre Motivationen für Wertpapierkäufe und –verkäufe wie eine „Störung im Betriebsablauf“ der üblichen Marktprozesse zu interpretieren. Diese Störungen werden mit dem englischen Begriff „Noise“ bezeichnet. Nachhaltig ausgerichtete Anleger bringen also demzufolge Unruhe in das ansonsten idealisierte Zusammenspiel der vorgenannten einzelnen Akteursgruppen. Sie sind in diesem Sinn als Noise Trader zu verstehen. Ein Noise Trading ist allerdings auch aus anderen als aus Nachhaltigkeitsmotivationen möglich (z.B. um mit Insider-Informationen zu spekulieren) und findet tagtäglich statt. Aus diesem Grund stellen sich die übrigen Marktteilnehmer auch auf solche Sondersituationen schnell ein und versuchen ihre Schlüsse für die eigenen Kauf- und Verkaufshandlungen hieraus zu ziehen, um Gewinnchancen auszuschöpfen. Nachhaltig ausgerichtete Anleger müssten beim Versuch, ein nicht auf dem Nachhaltigkeitspfad befindliches Unternehmen durch Ausschlusskriterien und nachgelagerten Verkäufen oder Nichtkäufen abzustrafen, wissen, wie hoch ihre Transaktionsmacht ist oder ob von den nachhaltigen Anlegern Infektionen auf konventionelle Anleger ausgehen, die dann ebenfalls zu Verkäufen animiert werden. Die Chancen stehen dann nicht schlecht, wenn die nachhaltig motivierten Anleger massiv Aktien eines nicht nachhaltigen Unternehmens verkaufen und so den Kurs deutlich nach unten drücken. Nicht nachhaltige Anleger würden dies mangels besseren Wissens als Zeichen eines allgemein verschlechterten wirtschaftlichen Zustandes des betroffenen Unternehmens werten und ebenfalls Aktien verkaufen, was den Kurs weiter absenken ließe. Der Vorstand dieses Unternehmens müsste nun



diese Kurssignale zur Kenntnis nehmen und daraufhin Vorschläge machen, welche Maßnahmen er zu unternehmen gedenkt, um den Kursverfall aufzuhalten. Nur wenn er weiß, dass der Auslöser hierfür die mangelnde Nachhaltigkeit seines Unternehmens ist, wird er überhaupt an Maßnahmen denken, die die Nachhaltigkeitsleistung seines Unternehmens verbessern und die nachhaltig motivierten Verkäufer versöhnen können. Andernfalls würden durch den Kursrückgang die Grenzfinanzierungskosten zukünftiger Eigenkapitalbeschaffung ansteigen.

Es handelt sich hier um die Skizze eines Prozesses, bei dem durch Ausschlusskriterien Verkäufe und Nichtkäufe von Aktien initiiert und fortgeführt werden, die zu einem Kursrutsch führen können und deren Ziel sein müsste, den Vorstand zur Aufnahme von Maßnahmen zu mehr Nachhaltigkeitsperformance zu bewegen. Dabei sind für diese vereinfachte Kausalität zahlreiche Unwägbarkeiten für das Zustandekommen dieser Ursache-Wirkungsbeziehung und deren Ergebnis zu bedenken. Nur um einige zu nennen: Reagieren die übrigen nicht nachhaltigen Anleger auf das Kurssignal oder sind ihnen die Gründe bekannt – Abstrafen wegen mangelnder Nachhaltigkeit – die sie eventuell aber gar nicht teilen. Dann würde sogar das Gegenteil erfolgen: nicht nachhaltige Anleger würde den Kursrückgang als günstigen Einstieg in die Aktien des Unternehmens sehen und damit den Kurs wieder stabilisieren. Der Vorstand hätte in diesem Fall keinerlei Anlass, seinen Kurs zu ändern.<sup>69</sup>

#### **4. Was sagt die empirische Forschung zur Beeinflussbarkeit von Unternehmensverhalten über die Finanzmärkte?**

Im Kontext der Nachhaltigkeit haben negative externe Effekte von Unternehmen auf sie selbst zurück wirkende Folgen, wenn sie z.B. zu gerichtlichen Verurteilungen verbunden mit Strafzahlungen führen oder Reputationsschäden durch öffentliche Anprangerungen von sozialem und ökologischem Fehlverhalten durch NGOs und Medien erzeugen. Damit können für Unternehmen die Folgen von negativen externen Effekten aufgrund des Law to Operate und der License to Operate zu Umwelt-, Sozial- oder Governance-Risiken führen und dessen Fähigkeit bedrohen, vertragsgerecht Zins- und

---

<sup>69</sup> Im Detail ist dies wissenschaftlich untersucht worden von Hawliczek (2008), Kapitel 4.

Tilgungszahlungen bei Krediten zu leisten, Dividenden in dem von Aktionären gewünschten Umfang zu leisten u.ä.m. Die Wirkungen sind normalerweise branchen- und unternehmensspezifisch. Für Anleger bedeutet dies, dass sie nicht nicht in vollem Umfang diversifizierbar sind. Anleger haben unter diesen Umständen einen Anlass, von nicht nachhaltig wirtschaftenden Unternehmen einen speziellen Risikoaufschlag in den Renditen zu fordern, was für betroffene Unternehmen deren Finanzierungskosten erhöhen kann.<sup>70</sup>

#### **4.1 Wirkungen veränderter Fremdfinanzierungskosten**

Zahlreiche Studien der empirischen Finanzmarktforschung belegen, dass eine überdurchschnittliche Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen zu geringeren Risiken, einer besseren finanziellen Performance und geringeren Fremdfinanzierungskosten führen kann. Im Detail sei auf den Überblick bei Schäfer (2014) verwiesen.<sup>71</sup> Neuere Forschungsarbeiten untersuchen die Relevanz von Nachhaltigkeitsaspekten für die Bonitätsbewertung im Firmenkundenkreditgeschäft von Banken. So wurde in verschiedenen Studien der Informationsgehalt von Nachhaltigkeitskennzahlen im Kreditgeschäft untersucht und nachgewiesen, dass Kreditausfälle teilweise auf ökologische Nachhaltigkeitsrisiken zurückgeführt werden können. Darüber hinaus konnte in anderen Forschungsarbeiten belegt werden, dass die Vorhersagegenauigkeit von Kreditausfällen durch die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskennzahlen verbessert werden kann.<sup>72</sup>

Scholtens richtet den Blick nicht auf die Folgen von Nachhaltigkeitsrisiken im Rahmen der Unternehmensfinanzierung, sondern lenkt ihn auf die Projektfinanzierung.<sup>73</sup> Im Vordergrund der Projektfinanzierung stehen eigenständige Zweckgesellschaften, mit denen großvolumige Infrastrukturprojekte des Energie-, Verkehrs- und Anlagenbereichs finanziert werden. Von solchen Projekten können weitreichende negative ökologische und soziale externe Effekte ausgehen wie z.B. das Dreischluchten-Staudammprojekt in China mit seinen großflächigen Umweltzerstörungen und Umsiedlungszwängen demonstriert hat. Mit den sog. Äquator-Prinzipien der Weltbank-Gruppe verpflichten sich die unterzeichnenden Kreditinstitute

---

<sup>70</sup> Vgl. Schäfer (2012).

<sup>71</sup> Vgl. Schäfer (2014).

<sup>72</sup> Zum Überblick der Studien vgl. Schäfer/Barthruff (2013).

<sup>73</sup> Vgl. Scholtens (2006).

(Selbstverpflichtung) ökologische und soziale Prüfungen bei den zu finanzierenden Projekten durchzuführen, um dadurch Mindeststandards bei Projektfinanzierungen mit mehr als 50 Mio. US-Dollar Finanzierungsvolumen einzuhalten. Diese Selbstverpflichtung ist dann integraler Bestandteil des Risikomanagements dieser Banken in ihrem Projekt bezogenen Risikomanagement.<sup>74</sup>

#### **4.2 Die Wirkungen veränderter Eigenfinanzierungskosten**

Den Ausgangspunkt für die Analyse der Wirkungen nachhaltiger Geldanlagenentscheidungen bildet der allgemeine Corporate Governance-Kontext. D.h. die Frage nach der Steuerbarkeit der Unternehmensleitung hin zu mehr Nachhaltigkeit und Verantwortung durch Eigenkapitalgeber ist eingebettet in die Regularien, auf welche Weise der Gesetzgeber eine solche Einflussnahme zulässt und welche Potenziale der Finanzmarkt zum Belohnen und Bestrafen von Unternehmen(sleitungen) zur Verfügung hat. Theoretische und empirische Studien liefern Belege dafür, dass allein die Androhung eines umfangreichen Aktienverkaufs disziplinierend auf das Management i.S. seiner dann erfolgten Ausrichtung an Aktionärszielen im Grundsatz nach sich ziehen kann.<sup>75</sup> Auch eine Bedrohung der Unternehmensleitung, im Fall von Fehlverhalten durch einen dadurch bewirkten Kurssturz Opfer von aufkaufenden Anlegern zu werden und im dessen Zuge den Arbeitsplatz verlieren, kann einen Wechsel im Managementverhalten bewirken (sog. Unfriendly Takeover).

Welche Potenziale bieten sich vor diesem Hintergrund solchen Anleger, die versuchen, mit dem Kauf und Verkauf von Unternehmen deren Nachhaltigkeitskurs mitzubestimmen? Die Forschung ist hier erst am Anfang. Die bisherigen theoretischen Studien zeugen von einer hohen Vielfalt der Untersuchungsparameter und –methoden.<sup>76</sup> Dies ist der Tatsache geschuldet, dass eine überzeugende theoretische Vorstellung, wie CSR die Finanzierungskosten beeinflusst und welche Übertragungswege von z.B. Aktienkäufen und –verkäufen auf das Verhalten von Unternehmensleitungen im Hinblick auf Nachhaltigkeit haben, bislang nur unzureichend erforscht sind. Es

---

<sup>74</sup> Vgl. Esty u.a. (2005).

<sup>75</sup> Vgl. Admati/Pfleiderer (2005), S. 2447.

<sup>76</sup> Vgl. Beltratti (2005).

handelt sich denn auch um komplexe und bis heute noch nicht ganz verstandene Vorgänge.<sup>77</sup> Schon die Formen der Interaktionen zwischen Anleger und Managern können sehr vielschichtig sein. Ansatzpunkte wären hierzu: freiwillige Maßnahmen zur Internalisierung negativer externer Kosten, Antizipation erwarteter Regulierungen, Reputationsmanagement etc.

Ausgewählte Forschungsergebnisse liefern ein gemischtes Erkenntnisbild:

- Heinkel et al. (2001) fanden heraus, dass nachhaltig ausgerichtete Anleger mind. 20Prozent Aktienanteil am Unternehmen haben müssen, um die Grenzfinanzierungskosten im Eigenkapital so zu hebeln, dass die Unternehmensleitung die Nachhaltigkeitsanliegen diesen Anlegerkreisen Beachtung schenkt.<sup>78</sup>
- Teilweise gehen Einzelmodelle von einer bis zu 40Prozent Anteilsquote aus.<sup>79</sup>
- Haigh und Hazelton kommen in ihren Untersuchungen zu dem Schluss, dass die Möglichkeiten zur Steuerung des Managements durch Aktionäre bezüglich Nachhaltigkeit mittels des Aktienkurses sehr begrenzt sind.<sup>80</sup>
- Gut nachweisbar wirkt die Unternehmensreputation auf die Eigenkapitalkosten. Semenova und Hassel kommen zu dem Ergebnis, dass die Steigerung der Unternehmensreputation durch Nachhaltigkeitsmaßnahmen die Eigenkapitalkosten zu reduzieren vermag.<sup>81</sup>
- In einer sehr differenzierten Analyse haben ElGhoul et al. herausgefunden: „In particular, while CSR investment in employee relations, environmental policies, and product strategies contribute to lowering firms' cost of equity, CSR related actions in the areas of community relations, diversity, and human rights do not“.<sup>82</sup>

Ein weiterer Ansatz zur Analyse der Wirkungen liegt im Bereich der kurzfristigen

---

<sup>77</sup> Vgl. Horst u.a. (2008).

<sup>78</sup> Vgl. Heinkel u.a. (2001).

<sup>79</sup> Vgl. von Arx/Ziegler (2008).

<sup>80</sup> Vgl. Haigh/Hazelton (2004).

<sup>81</sup> Vgl. Semenova/Hassel (2008).

<sup>82</sup> El Ghoul u.a. (2011), S. 2417.

Kursreaktionen. Die hier einzuordnenden Ereignisstudien beschäftigen sich vor allem mit Thematiken des Umwelt- und Sozialbereichs, Geschäftspraktiken und allgemeinen (moralischen) Fragestellungen. Die Ursache-Wirkungsbeziehung wird i.d.R. so konstruiert, dass mangelndes nachhaltiges Verhalten eines Unternehmens seine unternehmensspezifischen Risikostrukturen verschärft, was dann als negativer ökonomischer Effekt interpretierbar wäre. Dabei spielt das Verständnis solcher Risiken als Ausdruck eines unethischen, d.h. unmoralischen Handelns eine erhebliche Rolle (z.B. illegale Geschäftspraktiken). Damit einher gehen oft Gesetzesverletzungen, die früher oder später zu Sanktionen des verursachenden Unternehmens führen und dadurch entsprechende Entschädigungs-, Straf- und Anwaltszahlungen auslösen, die wiederum mehrperiodige, u.U. erhebliche finanzielle Folgen auslösen können. Negative Kursreaktionen sind dann in Erwartung solcher zukünftigen finanziellen Belastungen der Unternehmen zu interpretieren. Die Übergänge zwischen nachhaltigen und ökonomischen Motiven können allerdings oft nicht trennscharf vorgenommen werden. So kann die Kursreaktion in Folge eines nicht nachhaltigen Unternehmensverhaltens zum einen auf ESG-Gründe, zum anderen aber auch auf rein ökonomische Sachverhalte zurückzuführen sein. Relativ eindeutig verhält sich dies bei entdeckten Kursabsprachen und aufgedecktem Fehlverhalten, da die bis dahin dadurch geschaffenen Gewinne ab diesem Zeitpunkt nicht mehr zu erwarten wären und es zusätzlich zu Sanktionen kommen dürfte.<sup>83</sup>

Mit dem Erwerb von Aktien erhält der Käufer nicht nur einen Anteil am Eigenkapital eines Unternehmens, sondern darüber hinaus je nach Aktientyp auch bestimmte Rechte. Die Stimmrechtsausübung ist neben der Beteiligung am Gewinn ein solches wesentliches Recht aus der Geldanlage in Stammaktien. Weiterhin erwirbt der Käufer einer Aktie ein Informations- und Kontrollrecht. Die Ausübung von Aktionärsrechten im Zusammenhang mit nachhaltiger Geldanlage (Shareholder Engagement) erfolgt dabei v.a. über einen konstruktiven (in den meisten Fällen nicht-öffentlichen) Dialog mit dem Management oder durch die Nutzung der Stimmrechte bei der Hauptversammlung. Es geht institutionellen Anlegern entweder darum, ihre Nachhaltigkeitsvorstellungen in Unternehmen einzubringen, und/oder drohende

---

<sup>83</sup> Vgl. Hawliczek (2008), S. 101ff.

Risiken oder ungenutzte Chancen für die langfristige finanzielle Entwicklung des Unternehmens frühzeitig zu beeinflussen.<sup>84</sup> In ihrem Überblick zum Stand der Forschung und der Praxis von Shareholder Engagement in Deutschland belegen Schäfer und Hertrich, dass bislang fast ausschließlich Governance-Themen adressiert werden.<sup>85</sup> Die überwiegenden Themen sind hierin die Angemessenheit der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen und Kontroversen um die Entlastung der Führungsgremien und einzelner Mitglieder. Umwelt- und Sozialthemen spielen bisher keine erkennbare Rolle.

### **4.3 Die Wirkungen von Finanzintermediären – Nachhaltigkeitsratings und ihr Wirkungspotenzial auf Unternehmen**

Anstrengungen in ihren Nachhaltigkeitsleistungen zu unternehmen, können im Finanzmarktbereich auch sog. nicht-monetäre Finanzintermediäre initiieren und befördern sowie Fehlverhalten auch bis zu einem gewissen Grad sanktionieren. So ist z.B. die Aufnahme eines Unternehmens als Mitglied in einem Nachhaltigkeits-Ranking und erst recht eine dortige Spitzenposition als sichtbarer Ausdruck für eine von einer externen Stelle (Nachhaltigkeitsrating-Organisation) ermittelte überdurchschnittliche Nachhaltigkeitsleistung zu werten.<sup>86</sup> Solche Rating-Finanzintermediäre erfassen nicht nur mit ihren „Röntgenschirmen“ die vielfältigen Nachhaltigkeitsleistungen und bewerten sie (sog. Screening und Monitoring), sondern stehen mit Unternehmen meist in einem Informationsaustausch und halten ihnen mit dem Rating-Ergebnis einen Spiegel der eigenen Nachhaltigkeit vor. Rating-Finanzintermediäre sind durchaus in der Lage, über diesen Informationserhebungs- und -bewertungsprozess hinaus Unternehmensleitungen in kritische Diskussionen zu verwickeln und Ansatzpunkte für Verbesserungen in deren Nachhaltigkeitsleistung aufzuzeigen. Damit verbunden kann die Durchsetzung bestimmter Standards im ökologischen oder sozialen Bereich sein (sog. Enforcement-Funktion der Rating-Einrichtung).<sup>87</sup>

Allerdings ist es für Stakeholder und Unternehmensleitungen selbst bislang schwierig, aufgrund der unterschiedlichen Nachhaltigkeitsverständnisse, Nachhaltigkeitskriterien und den ihnen von den Rating-Organisationen

---

<sup>84</sup> Vgl. Almaric (2006), S. 446.

<sup>85</sup> Vgl. Schäfer/Hertrich (2013), S. 30-39.

<sup>86</sup> Vgl. Belu/Manescu (2009).

<sup>87</sup> Vgl. Schäfer (2005).

beigemessenen Gewichten, die verschiedenen Rating-Urteile für ein und dasselbe Unternehmen zu beurteilen.<sup>88</sup> Ferner ist die Qualität und Vergleichbarkeit von unternehmensindividuellen Daten zur Nachhaltigkeit oft nur eingeschränkt möglich. Dadurch ergibt sich nur eine eingeschränkte Vergleichbarkeit der Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen zumindest zwischen Ratings.

## 5. Fazit

Wie zu Beginn des Beitrags problematisiert wurde, ist die Beziehung zwischen einer nachhaltigen Geldanlage auf der Basis des Ausschlussprinzips und der Wirkungen von Unternehmen im Hinblick auf deren Nachhaltigkeits- und Verantwortungspolitik keine triviale Aufgabe. Der Beitrag hat zunächst auf der Grundlage der an sich schon sehr unterschiedlichen Verständnisse von CSR und CS das Feld für die Berechtigung einer an Ausschlussprinzipien ausgerichteten nachhaltigen Geldanlage über die Konfrontation „Markt- und Politikversagen“ abgesteckt. Dabei wurde insbesondere auf die Internalisierungseignung von negativen externen Effekten mittels Ausschlussprinzipien in der Geldanlage abgestellt. Es wurde begründet, weshalb Stakeholder unter solchen Umständen des Markt- und des Politikversagens (Governance Vakuum) vor allem in Gestalt von und Delegation durch NGOs eine wichtige Rolle für die Internalisierung übernehmen können. Dabei wurde auch auf die sog. dynamischen externen Effekte abgestellt, die mehrperiodisch die nachhaltige Entwicklung von Umwelt und Gesellschaft beeinflussen.

Anleger sind als Eigen- und Fremdkapitalgeber auch im Gewand von Stakeholder unterwegs, da sie zu dieser Gruppe gezählt werden. Damit erhält ihre Anlageentscheidung, sofern sie nach ESG-Kriterien ausgerichtet ist, über den Finanzmarkt Werkzeuge, mit denen Unternehmen im Hinblick auf ihre CSR-Leistung belohnt oder bestraft werden können – das Anlegen in CSR leistungsfähige Unternehmen stellt eine Belohnung, das Nichtanlegen oder verkaufen von Wertpapieren eine Abstrafung dar. Es wurde gezeigt, dass dies rein finanzwirtschaftlich gesehen über die Veränderung der ex ante Grenzfinanzierungskosten in die Wirtschaftssphäre von Unternehmen

---

<sup>88</sup> Vgl. z.B. Whitehouse (2006).

transformierbar ist, indem hohe Finanzierungskosten Investitionen unrentabler werden und den Unternehmenswert sinken lassen. Ob die Finanzierungskosten wirklich fallen, wenn ein Unternehmen abgestraft werden soll, kommt ganz erheblich auf das Zusammenspiel von nachhaltigen und neutralen Anlegern an. Jeder sinkende Wertpapierkurs ist für neutrale Anleger erst einmal eine Einladung zum Kauf, was nachfolgend einen Kursrückgang stoppen und eventuell sogar wieder in einen Anstieg umleiten kann. Die Ergebnisse eines Ausschlussprinzips auf den Unternehmenskurs als wichtigste Determinante der Finanzierungskosten sind also von vornherein nicht klar und hängen von einem sehr komplexen „Spiel“ zwischen den beiden vorgenannten Gruppen von Anlegern ab.

Was sagt die Praxis? Es gibt durchaus Einiges an Anschauungsmaterial durch Fallstudien, die sich auf spektakuläre Ausschlussentscheidungen richten, wie sie allerdings in nennenswertem Umfang nur von einigen wenigen großen Pensionsfonds wie dem norwegischen Pensionsfonds oder dem amerikanischen CALPers hie und da in den Medien erscheinen. Eine empirische Aufhellung der Wirkungen von Ausschlussprinzipien auf das Unternehmensverhalten steht vor der Anforderung, nach den derzeit gängigen ökonometrischen Maßstäben Daten zu heben und Theoriekonstrukte zu entwickeln, mit denen solche Praxistests ermöglicht werden. Da man sich schon bisher schwer tut, eine theoretisch kausale Wirkungskette von an Ausschlussprinzipien getragener Anlagenpolitik, deren Übertragungswege und –stellen sowie die Wirkung auf das Unternehmensverhalten aufzuzeigen, kann die dafür zuständige empirische Finanzmarktforschung nur am Anfang stehen. Dabei zeigt sich, dass die Kursbewegungen („die Abstrafung“) nach unten einen sehr signifikanten Aktienanteil voraussetzt, also umfangreiche Verkäufe stattfinden müssen.

Eine hierzu bislang seitens nachhaltiger Geldanleger nicht praktizierte Anlagestrategie wäre „Leerverkäufe“ (sog. Short Selling). Dabei wird per Termin ein Wertpapier verkauft, das dann am Ende der vereinbarten Laufzeit erst geliefert werden muss. Der Leerverkäufer übt damit zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses Verkaufsdruck aus und lässt den (sog. Kassa-)Kurs sinken. Eine andere Möglichkeit wäre der Einsatz von Derivaten, also Wertpapier-Futures oder –Optionen, mit denen ebenfalls durch Verkaufsdruck



Kurssenkungen erreicht werden können. Obgleich solche Instrumente grundsätzlich zur Erzielung eines Kursrückgangs und damit eines Anstiegs der Grenzfinanzierungskosten geeignet wären, stellen sie für viele Kreise nachhaltiger Anleger keine praktikable Möglichkeit dar. Vor allem kirchliche Anlegerkreise stehen solchen Terminkontrakten und Derivaten weitgehend ablehnend gegenüber, da sie in den Augen dieser Anleger für zahlreiche Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten verantwortlich gemacht werden oder zu deren Verstärkung beigetragen haben sollen.

Eine ganz andere, offene Frage ist, ob sich Unternehmensleitungen in Bezug auf die Nachhaltigkeitsleistungen der von ihnen geführten Unternehmen wirklich und nur aufgrund von Kursrückgängen steuern lassen. Die empirischen Studien sind da bisher eher ernüchternd. Es scheinen begleitende, eventuell konzertierte zusätzliche Maßnahmen zweckmäßig, um die Durchschlagskraft der Finanzdispositionen zu erhöhen. Auf der Finanzmarktseite wäre da an das Shareholder Engagement zu denken, was aber eben gerade den Erwerb einer Aktie erfordert, also das Gegenteil des Ausschlussprinzips.

Was durch eine nachhaltige Geldanlagepolitik nur in Ausnahmefällen über die Finanzmärkte möglich sein dürfte, ist die Lenkung von einzelnen Investitionsvorhaben in Unternehmen zur Vermeidung von negativen externen Effekten, wie z.B. der Entzug von Finanzmitteln für eine umweltschädigende neue Produktionsanlage. Dafür ist auf Finanzmärkten das Ausschlussprinzip nicht feinkörnig genug anwendbar. Hier wäre eher eine gezielte Shareholder Engagement-Strategie am ehesten sinnvoll, damit wäre aber kein Ausschlussprinzip begründet, sondern ganz im Gegenteil müsste ein gezielter Kauf von Aktien eines Unternehmens erfolgen, um über die notwendigen Aktionärsrechte (vor allem Stimmrechte) zu verfügen. Anders sieht die Wirkungsmöglichkeit bei durch Kreditinstitute vergebenen Krediten aus. Hier kann sehr wohl und in durchaus konkreter Weise die Vergabe von Krediten an den Verwendungszweck gekoppelt werden und Kreditinstitute könnten theoretisch nicht nachhaltige Verwendungszwecke als Ausschlussprinzip ihrem Kreditgeschäft zugrunde legen. Die dafür notwendige kreditpolitische Entscheidung hängt von den Vorstellungen der Eigentümer von Banken und Sparkassen ab.

Der Einsatz von Finanzmärkten, Anlegern und nachhaltiger Geldanlage im Dienste von Ausschlusskriterien als alleinige Strategie zu einer Führung von Unternehmen hin zu mehr Nachhaltigkeit dürfte kaum durchschlagende Wirkungen ermöglichen. Es wäre daher unumgänglich quasi wie in einer Art Zangenpolitik Unternehmensleitungen zusätzlich zu Anlageentscheidungen des Nachhaltigkeitsspektrums durch NGO-Aktivitäten, Medienaufklärung etc. transparent zu machen, Anstöße für das Management zur kritischen Selbstreflexion zu geben und Druck zur Einhaltung oder Aufnahme eines Nachhaltigkeitspfades aufzubauen.

## Literaturverzeichnis

- Admati, A., Pfleiderer, P. (2005)**, The Wall Street Walk as a Form of Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice, in: The Review of Financial Studies, 22 Jg., 2005, Nr. 7, S. 2445-2485.
- Allen, F., Brealey, R.A., Myers, S.C. (2011)**, Principles of Corporate Finance, 10. Aufl., New York et al. 2011.
- Almaric, F. (2006)**, Pension Funds, Corporate Responsibility and Sustainability, in: Ecological Economics, 59 Jg., 2006, Nr. 4, S. 440-450.
- Aras, G., Crowther, D. (Hrsg., 2010)**, A Handbook of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility, Surrey, Burlington 2009.
- Arenas, D., Louche, C., van Cranenburgh, K.C. (2012)**, From Preaching to Investing: Attitudes of Religious Organizations Towards Responsible Investment, in: Journal of Business Ethics, 110 Jg., 2012, Nr. 3, S. 301-320
- Aßländer, M. S., Schenkel, M. (2011)**, Socially Responsible Investment as Investment Opportunity to Foster Change in Times of Turmoil? On the (Ethical) Problems of SRI Funds and Their Investment Criteria, in: Vandekerckhove/Leys/Schäfer/Alm/Scholtens/Signori (Hrsg., 2011), S. 135-150.
- Barkemeyer, R., Holt, D., Preuss, L., Tsang, S. (2011)**, What Happened to the 'Development' in Sustainable Development? Business Guidelines Two Decades After Brundtland, in: Sustainable Development, 22 Jg., 2011, Nr. 1, S. 15-32
- Barthruff, Chr., Schäfer, H. (2013)**, Bewertung ökologischer und sozialer Risiken im Firmenkundengeschäft, in: Krummrich/Schäfer (Hrsg., 2103), S. 348-370.
- Beck, U. (1986)**, Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne, Frankfurt a.M 1986.

- Beltratti, A., (2005)**, The Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility, in: The Geneva Papers on Risk and Insurance Issues and Practice, 30 Jg., 2005, Nr. 3, S. 373-386.
- Belu, C., Manescu, C. (2009)**, Strategic Corporate Social Responsibility and Economic Performance, Workingpaper 362, Arbeitspapier des Department of Economics der Universität Göteborg, Göteborg 2009.
- Besley, T., M., Ghatak (2007)**, Retailing Public Goods: The Economics of Corporate Social Responsibility, in: Journal of Public Economics, 91 Jg., 2007, Nr. 9, S. 1645-1663
- Bonnet, G., Ulshöfer, G. (Hrsg., 2008)**, Corporate Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment – politische Strategien – ethische Grundlagen, Wiesbaden 2008.
- Branco, M., Rodrigues, L. (2007)**, Positioning Stakeholder Theory within the Debate on Corporate Social Responsibility, in: Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies, 12 Jg., 2007, Nr. 1, S. 5–15.
- Busch, T., Hoffmann, J., Scherhorn, G. (Hrsg., 2004)**, Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen, Frankfurt am Main 2004.
- Chesterman, S. (2007)**, The Turn to Ethics; Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of Norway’s Sovereign Wealth Fund, in: American University International Law Review, 23 Jg., 2007, Nr. 3, S. 577-615.
- Cheung, S.N.S. (1973)**, The Fable of the Bees: An Economic Investigation, in: Journal of Law and Economics, 16 Jg., 1973, Nr. 1, S. 11-33
- Coase, R. H. (1960)**, The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, 3. Jg., Okt. 1960, S. 1-44
- Cook, V., Gammel, C., Graichen, V., Hermann, H., Matthes, F.C. (2010)**, Kostenlose CO2-Zertifikate und CDM/JI im EU-Emissionshandel - Analyse von ausgewählten Branchen und Unternehmen in Deutschland, Berlin 2010

- Cornell, B., Shapiro, A.C. (1987)**, Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, 16 Jg., 1987, Nr. 1, S. 5-14.
- Curbach, J. (2008)**, Die Corporate-Social-Responsibility-Bewegung, Diss. an der Universität Bamberg, Bamberg 2008
- Dahlsrud, A. (2008)**, How Corporate Social Responsibility is Defined - An Analysis of 37 Definitions, in: Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 15 J., 2008, Nr. 1, S. 1–13
- Davidson III, W. N., El-Jelly, A., Worell, D. L. (1995)**, Influencing Managers to Change Unpopular Corporate Behavior Through Boycotts and Divestitures; A stock Market Test, in: Business Society, 34 Jg., 1995, Nr. 2, S. 171-196.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., Mishra, D. (2011)**, Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?, in: Journal of Banking & Finance, 35 Jg., 2011, Nr. 9, S. 2388-2406.
- Esty, B.C., Knoop, C., Sesia, A. (2005)**, The Equator Principles: An Industry Approach to Managing Environmental and Social Risks, Harvard Business School Case Nr. 9-205-114, Boston 2005.
- Europäische Kommission, Generaldirektion Beschäftigung und Soziales (2001)**, Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung der Unternehmen. Grünbuch, Brüssel 2001.
- European Sustainable Investment Forum (2010)**, European SRI-Study 2010, Auf den Seiten des European Sustainable Investment Forums, [http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif\\_2010\\_SRI\\_Study.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf), Zugriff am 29.08.2013.
- European Sustainable Investment Forum (2012)**, European SRI Study 2012, Auf den Seiten des European Sustainable Investment Forums, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012>, Zugriff am 12.08.2013.
- Fama, E. (1970)**, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, 25 Jg., 1970, Nr. 2, S. 383-417.

- Forum Nachhaltige Geldanlagen (2011)**, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2011. Deutschland, Österreich und die Schweiz, Auf den Seiten des Forums für nachhaltige Geldanlagen, [http://www.forum-ng.org/images/stories/nachhaltige\\_geldanlagen/FNG\\_Marktbericht\\_Nov2011\\_web.pdf](http://www.forum-ng.org/images/stories/nachhaltige_geldanlagen/FNG_Marktbericht_Nov2011_web.pdf), Zugriff am 29.08.2013.
- Forum Nachhaltige Geldanlagen (2013)**, Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2013. Deutschland, Österreich und die Schweiz, Auf den Seiten des Forums für Nachhaltige Geldanlagen, [http://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng\\_marktbericht\\_2013\\_72dpi.pdf](http://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng_marktbericht_2013_72dpi.pdf), Zugriff am 29.08.2013.
- Freeman, R. E. (1984)**, Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston (MA) 1984
- Ghoshal, S., Nahapiet, J. (1998)**, Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage, in: Academy of Management Review, 23 Jg., 1998, Nr. 2, S. 242–266.
- Globescan (2013)**, State of Sustainable Business Poll 2012, Auf den Seiten von Globescan, <http://www.globescan.com/component/edocman/?view=document&id=43&Itemid=591>, Zugriff am 29.08.2013.
- Glushkov, D., Statman, M. (2008)**, The Wages of Social Responsibility, Auf den Seiten des Social Science Research Networks, <http://ssrn.com/abstract=1372848>, Zugriff am 29.08.2013.
- Graafland, J. (2002)**, Profits and Principles - Four Perspectives, in: Journal of Business Ethics, 35 Jg., 2002, Nr. 4, S. 293–305.
- Haigh, M., Hazelton, J. (2004)**, Financial Markets: A Tool for Corporate Social Responsibility?, In: Journal of Business Ethics, 52 Jg., 2004, Nr. 1, S. 59–71.
- Hansen, U. (Hrsg., 2001)**, Nachhaltiger Konsum – Forschung und Praxis im Dialog, Bd. 10 der Reihe „Marketing und Verbraucherarbeit“, Frankfurt a. M. 2001.

- Hassel L., Semenova, N. (2008)**, Financial Outcomes of Environmental Risk and Opportunity for US Companies, in: Sustainable Development, 16 Jg., 2008, Nr. 3, S. 195-212.
- Hauff, V. (Hrsg., 1987)**, Unsere gemeinsame Zukunft. Der Brundtland-Bericht der Weltkommission für Umwelt und Entwicklung, Greven 1987
- Hawliczek, J. (2008)**, Kapitalmarktfaktor Moral? Kursimplikationen ethisch relevanter Aspekte auf dem Kapitalmarkt, Wiesbaden 2008.
- Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J. (2001)**, The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36 Jg., 2001, Nr. 4, S. 431-449.
- Hertrich, Chr., Schäfer, H. (2013)**, Shareholder Activism in Germany: An Empirical Study, in: The IUP Journal of Corporate Governance, 12 Jg., 2013, Nr. 2, S. 28-39.
- Holme, R., Watts, Ph. (2000)**, Corporate Social Responsibility: Making Good Business Sense, Conches-Geneva 2000
- Horst, J., Renneboog, L., Zhang, C. (2008)**, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, in: Journal of Banking and Finance, 32 Jg., 2008, Nr. 9, S. 1723-1742.
- Husson-Traore, A.C., Meller, S. (2013)**, Controversial Companies. Do Investor Blacklist Make A Difference?, Auf den Seiten von Novethic, [http://www.novethic.fr/novethic/upload/etudes/2013\\_controversial\\_companies\\_study.pdf](http://www.novethic.fr/novethic/upload/etudes/2013_controversial_companies_study.pdf), Zugriff am 20.08.2013.
- Jasanoff, S. (1997)**, NGOs and the Environment - From Knowledge to Action, in: Third World Quarterly, 18 Jg., 1997, Nr. 3, S. 579–594.
- Jüdes U. (1997)**, Nachhaltige Sprachverwirrung: Auf der Suche nach einer Theorie des Sustainable Development; in: Politische Ökologie, 15 Jg., 1997, Nr. 52, S. 26-29
- Kitzmueller, M., Shimshack, J. (2012)**, Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility, in: Journal of Economic Literature, 50 Jg., 2012, Nr. 1, S. 51-84.

- Klinke, A., Renn, O. (2001)**, Precautionary Principle and Discursive Strategies: Clas-sifying and Managing Risks, in: Journal of Risk Research, 4 Jg., 2001, Nr. 2, S. 159-173.
- Krummrich, K., Schäfer, H. (Hrsg., 2013)**, Handbuch Nachhaltigkeit: Strategie – Forschung - Praxis, Stuttgart 2013.
- Kurz, R. (1997)**, Unternehmen und Nachhaltige Entwicklung, in: Ökonomie und Gesellschaft: Jahrbuch, 14. Jg., 1997, S. 78-102, S. 79
- Langer, G. (2011)**, Unternehmen und Nachhaltigkeit. Analyse und Weiterentwicklung aus der Perspektive der wissensbasierten Theorie der Unternehmung, Wiesbaden 2011.
- Lindenmayer, Ph. (2008)**, Nichtregierungsorganisationen als spezialisierte Kapitalmarktakteure. Ein finanzintermediationstheoretischer Erklärungsansatz, Wiesbaden 2008.
- Lindenmayer, Ph., Schäfer, H. (2007a)**, Nachhaltige Kapitalanlagen (I) in: WISU, Das Wirtschaftsstudium, 36 Jg., 2007, Nr. 7, S. 935 – 939.
- Lindenmayer, Ph., Schäfer, H. (2007b)**, Nachhaltige Kapitalanlagen (II), in: WISU, Das Wirtschaftsstudium, 36 Jg., 2007, Nr. 8/9, S. 1082 – 1088.
- McWilliams, A., Siegel, D.S. (2001)**, Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective, in: Academy of Management Review, 26 Jg., 2001, Nr. 1, S. 117-127.
- Meißner, W. (1974)**, Investitionslenkung, Frankfurt a. M. 1974.
- Moon, J. (2007)**, The Contribution of Corporate Social Responsibility to Sustainable Development, in: Sustainable Development, 15 Jg., 2007, Nr. 5, S. 296-306
- Oppong, M., Wensierki, P. (2010)**, Sündige Rendite, in: Der Spiegel, Jahr 2010, Nr. 37, S.82-83.
- Osterloh, M., Tiemann, R. (1995)**, Konzepte der Wirtschafts- und Unternehmensethik: Das Beispiel Brent Spar, in: Die Unternehmung, 49 Jg., 1995, Nr. 5, S. 321-338



- Post, J. (2000)**, Moving from Geographic to Virtual Communities: Global Corporate Citizenship in a Dot.com World, in: Business and Society Review, 105 Jg., 2000, Nr. 1, S. 26–46.
- Reed, D. (2001)**, Stalking the Elusive Business Case for Corporate Sustainability, Washington D.C. 2001.
- Robinson, J. (2004)**, Squaring the Circle? Some Thoughts on the Idea of Sustainable Development, in: Ecological Economics, 48 Jg., 2004, Nr. 4, S. 369-384.
- Schaal, G. (Hrsg., 2009)**, Techniken rationaler Selbstbindung, Berlin 2009.
- Schäfer, D. (2013)**, Nachhaltige Finanzmärkte: Finanztransaktionssteuer und Eigenkapitalpuffer sind unverzichtbar, in: DIW Wochenbericht, 2013, Nr. 8, S. 3-9.
- Schäfer, H. (2001)**, Ethisch-ökologische Geldanlagen: Balance zwischen hell- und dunkelgrün, in: Hansen (Hrsg., 2001), S. 120-135.
- Schäfer, H. (2002)**, Unternehmensfinanzen. Grundzüge in Theorie und Management, 2., überarb. u. erw. Aufl., Heidelberg u.a. 2002.
- Schäfer, H. (2003)**, Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt. Transparenzstudie zur Beschreibung konkurrierender Konzepte zur Nachhaltigkeitsmessung auf deutschsprachigen Finanzmärkten, Edition der Hans Böckler Stiftung, Nr. 84, Düsseldorf 2003
- Schäfer, H. (2005a)**, Unternehmensinvestitionen. Grundzüge in Theorie und Management, 2. Aufl., Heidelberg u.a. 2005.
- Schäfer, H. (2005b)**, International Corporate Social Responsibility Rating Systems – Conceptual Outline and Empirical Results, in: Journal of Corporate Citizenship, 2005, Nr. 20, S. 107-120.
- Schäfer, H. (2008)**, Verantwortliches Investieren – Zur aktuellen Beziehung zwischen Corporate Social Responsibility und Finanzmärkte international, in: Ulshöfer/Bonnet (Hrsg., 2008), S. 64-80.

- Schäfer, H. (2009)**, Selbstbindung von Unternehmen in der Corporate Social Responsibility (CSR) – ein neo-institutionenökonomischer Erklärungsansatz mittels Intermediären des Ratings, in: Schaal (Hrsg., 2009), S. 165-194.
- Schäfer, H. (2012)**, Sustainable Finance. A Conceptual Outline, Working Paper Series, No. 03/2012, Arbeitspapier der Abteilung 3 des betriebswirtschaftlichen Instituts der Universität Stuttgart, Stuttgart 2012.
- Schäfer, H. (2014)**, Der Einfluss öko-sozialer Risiken auf die Bewertung von Assets im Investmentbanking. Forschungsstand und Anknüpfungspunkte für die Praxis, in: Wendt (Hrsg., 2014).
- Scholtens, B. (2006)**, Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility, in: Journal of Business Ethics, 68 Jg., 2006, Nr. 1, S. 19-33.
- Scholtens, B., Sievännen, R. (2012)**, Drivers of Socially Responsible Investing: A Case study of Four Nordic Countries, in: Journal of Business Ethics, 115 Jg., 2012, Nr. 3, S. 605-615.
- Semlinger, K. (2000)**, Kooperation und Konkurrenz in japanischen Netzwerkbeziehungen, in: Sydow/Windeler (Hrsg., 2000), S. 126-155
- Smith, A., (1974)**, Der Wohlstand der Nationen. Eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen, München 1974.
- Sturm, B., Vogt, C. (2011)**, Umweltökonomik, Berlin, Heidelberg 2011
- Sydow, J., Windeler, A. (Hrsg., 2000)**, Steuerung von Netzwerken, Opladen, Wiesbaden 2000.
- Vandekerckhove, W., Leys, J., Schäfer, H., Alm, K., Scholtens, B., Signori, S. (Hrsg., 2011)**, Responsible Investing in Times of Turmoil, Amsterdam 2011.
- von Arx, U., Ziegler, A. (2008)**, The Effect of CSR on Stock Performance: New Evidence for the USA and Europe, Working Paper 08/85, Arbeitspapier des Center of Economic Research der Eidgenössische Technische Hochschule Zürich, Zürich 2008.

- Waddock, S. (2010)**, The Social Contract of Business in Society, in: Aras/Crowther (Hrsg., 2010), S. 69–82.
- Waygood, S. (2011)**, How Do the Capital Markets Undermine Sustainable Development? What Can Be Done to Correct this?, in: Journal of Sustainable Finance and Investment, 1 Jg., 2011, Nr. 1, S. 81-87.
- Wendt, K. (Hrsg. 2014)**, CSR und Investment Banking, Investment und Banking zwischen Krise und Positive Impact, Wiesbaden u.a. 2014.
- Whitehouse, L. (2006)**, Corporate Social Responsibility: Views from the Frontline, in: Journal of Business Ethics, 63 Jg., 2006, Nr. 3, S. 279–296.
- World Economic Forum (2011)**, Accelerating the Transition towards Sustainable Investing Strategic Options for Investors, Corporations and other Key Stakeholders, Auf den Seiten des World Economic Forums, [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IV\\_AcceleratingSustainableInvesting\\_Report\\_2011.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_AcceleratingSustainableInvesting_Report_2011.pdf), Zugriff am 29.08.2013.
- World Commission on Environment and development (1987)**, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, Oxford 1987.
- World Economic Forum (2013)**, Global Risks 2013 Eighth Edition - An Initiative of the Risk Response Network, Auf den Seiten des World Economic Forums, [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalRisks\\_Report\\_2013.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalRisks_Report_2013.pdf), Zugriff am 20.07.2013.
- Zadek, S. (2004)**, The Path to Corporate Responsibility, in: Harvard Business Review, 82 Jg., 2004, Nr. 12, S.125–132.